

**LA DEUDA ARGENTINA: HISTORIA, DEFAULT
Y REESTRUCTURACIÓN**

Mario Damill
Roberto Frenkel
Martín Rapetti

CEDES
Buenos Aires, abril de 2005

LA DEUDA ARGENTINA: HISTORIA, DEFAULT Y REESTRUCTURACIÓN.

Mario Damill, Roberto Frenkel y Martín Rapetti¹

1. Introducción

Para quienes escribimos este trabajo el estudio de la deuda externa argentina no requiere justificación. Por cerca de tres décadas la deuda externa fue casi ininterrumpidamente una de las preocupaciones centrales de la política económica. Por otro lado, es posible que la magnitud de récord histórico universal de la deuda que cayó en *default* en diciembre de 2001 y las novedosas características de su reestructuración sean razones suficientes para incluir un análisis de la Argentina en una selección de estudios sobre deuda soberana. Consecuentemente, los procesos que condujeron al *default* de la deuda y su reestructuración posterior son uno de los focos de este trabajo. Pero el caso presenta además otros aspectos singulares que motivan atención especial. Nuestro análisis se enfoca también sobre algunos de esos aspectos.

La propia notoriedad que alcanzó la tumultuosa historia del país es una motivación para mirar de cerca lo ocurrido en Argentina. En la literatura reciente se encuentran frecuentemente referencias al caso argentino en la discusión de diversos temas. El país suele utilizarse como ejemplo en la presentación de argumentos generales que suponen contar con la Argentina como llamativo caso particular. El poder retórico del ejemplo reside precisamente en su notoriedad, que a veces parece eximir la cita de pruebas más sólidas. Muchas de estas referencias son de segunda mano y en algunos casos ni siquiera esto, sino la mera mención de una “imagen consensual”.

Este trabajo está guiado en parte por la polémica con algunas de esas referencias que consideramos falaces. Cada referencia involucra ciertos hechos, que nosotros examinamos y de los que procuramos dar nuestra propia explicación. Nuestro cuestionamiento alcanza también a la plausibilidad general del argumento que toma falsamente al caso argentino como ejemplo. Pensamos que la plausibilidad de un argumento debe quedar bajo fuerte sospecha cuando éste se demuestra falso en el caso que le sirve de ilustración ejemplar.

¹ Investigadores del CEDES. Este trabajo se basa en una versión preparada para el proyecto “Sovereign Debt” de la Initiative for Policy Dialogue (IPD) de la Universidad de Columbia, New York. Los autores agradecen la colaboración de Marcela Fraguas.

1.1. La intolerancia al endeudamiento (“Debt intolerance”)

En primer lugar consideramos la referencia que ubica a la experiencia argentina como ejemplo de “intolerancia a la deuda” (*debt intolerance*). Confrontar con este enfoque nos conduce al análisis de la evolución de la deuda externa en el largo plazo.

Algunos economistas incluyen a la Argentina en el conjunto de países que cargan con el *pecado original* de ser “incumplidores reiterativos” (*serial defaulters*) y adolecen consecuentemente de *debt intolerance* (Reinhart, Rogoff y Savastano (2003) y Reinhart y Rogoff (2004)). Desde esta perspectiva, la explicación más general de la reciente crisis y del *default* se encontraría en la conjunción de dos factores: por un lado, una característica inherente de la economía (tan inamovible como la composición étnica de la población del país o su distribución sobre el territorio), adquirida a lo largo de sus casi dos siglos de existencia como nación. Por otro lado, la conducta irresponsable de gobiernos que insisten en contraer deuda externa por arriba del bajo límite de intolerancia propio del país. El diagnóstico requiere un mercado financiero internacional que esté dispuesto a prestar por sobre aquellos límites. La disposición a hacerlo es considerada un dato intrínseco de los mercados financieros, asociado a su naturaleza procíclica. Las altas primas de riesgo que el mercado carga y la propensión a interrupciones súbitas del financiamiento hacen su contribución para determinar una alta probabilidad de *default* en esas circunstancias. El nuevo *default* de Argentina se agrega a la serie, confirmando que los pecadores originales vuelven a pecar repetidamente.

Confrontar con esta visión nos resulta de utilidad para plantear algunas cuestiones relativas al problema de la deuda externa argentina en una perspectiva de largo plazo. El primer punto, casi de sentido común, es la irrelevancia del pasado remoto. La inserción de las economías en desarrollo en el actual sistema financiero globalizado tendió a establecerse desde comienzos de los años setenta, cuando los bancos internacionales repletos de liquidez pujaban por colocar préstamos y América Latina fue pionera en absorberlos. ¿Qué relevancia podía tener en esos momentos la memoria de la crisis internacional de los años treinta? Después de cuarenta años de práctica inexistencia de un mercado internacional de capitales, las deudas externas de los países eran pequeñas y estaban concentradas en gobiernos y organismos multilaterales.

En todo caso, si el pasado remoto hubiera sido relevante, lo habría sido para mejorar la valuación de riesgo de Argentina, ya que en los años treinta el país pagó sus obligaciones financieras en tiempo y forma, mientras que otras nueve economías latinoamericanas cayeron en ese momento en completo *default* y otras cuatro servían solamente parte de los intereses (US Department of Commerce, 1933) ¡Argentina fue precisamente el caso excepcional de deudor latinoamericano que no entró en *default* con la crisis del treinta!

Todas las economías latinoamericanas que se endeudaron con los bancos internacionales en los años setenta, incluyendo Argentina, cayeron en *default* con las crisis de 1981-82 (aunque Colombia hizo una reestructuración de la deuda externa sin entrar formalmente en esa situación). Si el pasado remoto es irrelevante y todas las economías latinoamericanas endeudadas entraron en *default* a comienzos de los años ochenta, solamente las historias nacionales posteriores a esas crisis podrían tener relevancia en la valuación de riesgos del mercado financiero internacional. A partir de esa común experiencia de crisis y *default*, las historias nacionales toman rumbos diferentes. ¿Cuáles son los elementos diferenciadores de mayor peso a los ojos del mercado internacional? ¿La reputación o los indicadores de sostenibilidad de la deuda?

Para la presentación de nuestro punto consideramos los casos de los cuatro mayores deudores latinoamericanos que entraron en *default* a comienzo de los años ochenta: Argentina, Brasil, Chile y México. Todos son clasificados como *serial defaulters* en el enfoque de *debt intolerance*. Entre estos países, solamente Argentina cayó posteriormente en *default*. Por cierto, Brasil y México tuvieron nuevamente “problemas de deuda” después de las crisis de los primeros años ochenta (y también Argentina en 1995, cuando el país sufrió la crisis del “efecto tequila”), pero sirvieron puntualmente sus obligaciones externas.

De hecho, las cuatro economías latinoamericanas mencionadas tuvieron en los años noventa diferentes – y cambiantes - evaluaciones de riesgo país por parte del mercado. Estos países siguieron diferentes trayectorias de integración comercial y financiera, que derivaron en configuraciones con distintos grados de vulnerabilidad a la volatilidad del mercado y al contagio que se manifestaron en los años noventa. En otros trabajos hemos argumentado que esas diferentes trayectorias – que se reflejan en distintas evoluciones de los índices de endeudamiento y otros indicadores de sostenibilidad de la deuda externa - están en gran medida asociadas con las distintas políticas que los países siguieron desde la segunda mitad de la década de los ochenta (Frenkel, 2003a y 2003b y Damill et.al., 1993). Obviamente juega un papel importante la política fiscal y de endeudamiento público, pero son singularmente relevantes la política cambiaria y el manejo de la apertura financiera tendiente a facilitar o dificultar la preservación de tipos de cambios competitivos.

El extraordinario énfasis que pone la teoría de la intolerancia a la deuda en el pasado remoto y en rasgos institucionales de difícil y lenta remoción saca el foco justamente de la cuestión que podría resultar más fructífera en una comparación internacional del problema de la deuda externa: las distintas políticas seguidas por los países en su integración financiera en el proceso moderno de globalización. Las cuatro economías latinoamericanas mencionadas ejemplifican bien el punto. Tienen un pasado remoto común – con la salvedad de que Argentina no entró en *default* en los años treinta -, una similar primera fase de endeudamiento en los años setenta y el *default* a comienzos de los ochenta. Pero más adelante, en los años noventa, los indicadores de endeudamiento, la sostenibilidad de la deuda externa y las evaluaciones de riesgo del mercado tuvieron evoluciones diferentes. Es

obviamente más interesante el análisis de las diferencias en el pasado reciente que los rasgos comunes del pasado remoto.

En este trabajo, nuestro análisis de largo plazo pone especial atención sobre las políticas económicas que enmarcaron el crecimiento de la deuda externa argentina. La conclusión es que no hay evidencia alguna a favor del enfoque de “*debt intolerance*”. Mostramos que el país adquirió una *carga intolerable de servicios de deuda* desde fines de los años setenta. En el origen del problema de deuda externa no hay un remoto *pecado original* sino un más reciente *error de política original* – esencialmente la combinación de apertura de la cuenta de capital, tipo de cambio nominal fijo y tipo de cambio real apreciado. Argentina repitió en forma acentuada ese error de política original en los años noventa.

1.2. El descontrol fiscal

La segunda referencia que confrontamos es la que pone al caso argentino como ejemplo de que el gasto público descontrolado es el factor principal de las crisis y *defaults*. La política fiscal como causa prima de la crisis y el *default* es probablemente la más difundida falsa imagen del caso argentino (Mussa, 2002). La polémica nos conduce a un examen detallado de las cuentas fiscales. A este tema dedicamos buena parte de un trabajo previo (Damill y Frenkel, 2003 y también Damill, Frenkel y Juvenal, 2003). Mostramos allí que la dinámica ascendente de la deuda pública en el último cuarto de la década del noventa fue principalmente consecuencia de la suba de la tasa de interés –empujada, a su vez, por el incremento de la prima de riesgo país– luego de las crisis asiáticas y rusa. El pago de intereses fue el factor dominante en la explicación del incremento del déficit fiscal entre 1998 y 2001. El déficit del sistema de pensión también contribuyó a ese resultado. La caída en los ingresos previsionales fue consecuencia de la recesión y la contracción del empleo iniciadas a mediados de 1998; constituyó, por lo tanto, un resultado indirecto de las nuevas condiciones financieras. El déficit fiscal se incrementó a pesar de la significativa mejora del superávit primario.

La tendencia ascendente de la prima de riesgo soberano y la tasa de interés puede asociarse a la fragilidad de las cuentas externas o, alternativamente, a la evolución de las finanzas públicas, o a ambas; como de hecho concluían los analistas de los fondos de inversión en sus informes. Pero aún cuando la incertidumbre respecto a la sostenibilidad de la deuda pública pesaba significativamente en la evaluación de los analistas, esto no debería esconder la causa original del incremento del déficit público y de la deuda durante los años noventa. La fuente original no fue una equivocada política fiscal, sino el efecto conjunto de la inherente fragilidad externa y la consecuente “predisposición” al contagio.

1.3. El *default*: ¿costo u oportunidad?

Cuestionamos también en este trabajo una referencia que identifica al *default* como principal factor responsable de la profunda crisis sufrida por Argentina y de su alto costo social. Nuestro análisis muestra que la violenta contracción de la actividad y el empleo se presentaron en gran medida antes del *default*, mientras el gobierno sometía al país a grandes esfuerzos para mantener al día el servicio de la deuda. El colapso de la actividad y el empleo fue principalmente consecuencia de la crisis financiera, la corrida generalizada hacia activos externos y la iliquidez (y, posteriormente, la devaluación real). El *default* de la deuda resultó en realidad una de las condiciones de posibilidad de la recuperación que tuvo lugar rápidamente después, no solamente por el efecto fiscal de la suspensión de pagos, sino principalmente porque liberó a la política económica de la necesidad de emitir señales para facilitar el roll-over de los pagos de deuda. Después del *default*, el hecho de no requerir fondos externos frescos, de origen privado o multilateral, permitió desarrollar una política macroeconómica pragmática, enfocada en la estabilización del mercado de cambios y en la rápida recomposición de los ingresos fiscales. El éxito de esta política proporcionó el marco de la recuperación. Nuestra conclusión es que frente a una crisis motivada por una firme expectativa de un futuro *default*, lo altamente costoso no es el *default* sino su postergación.

1.4. Argentina, el FMI y la arquitectura financiera internacional

Una cuestión que merece atención es el papel del caso argentino en la evolución de la arquitectura financiera internacional. A simple vista es llamativo que la crisis y el *default* de magnitudes extraordinarias se hayan presentado en un caso nacional que por mucho tiempo fue ponderado como ejemplo de éxito del Consenso de Washington. Casi hasta el final de los años noventa, el FMI y gran parte de los analistas de los intermediarios financieros internacionales consideraba a la experiencia argentina como uno de los casos exitosos de política macroeconómica y reformas estructurales en el contexto de globalización financiera. En pleno desarrollo de la crisis, el compromiso del FMI con el régimen de convertibilidad argentino - particularmente el paquete de rescate otorgado al país a fines de 2000 y ampliado en 2001- generó cuestionamientos y conflictos en el organismo, los que motivaron una investigación especial de la "Independent Evaluation Office" (cuyo mandato abarcó solamente el período de convertibilidad).

La singularidad de la relación entre Argentina y el FMI se extiende al período posterior al *default* y llega hasta la actualidad. La reestructuración de la deuda tuvo lugar en un momento crítico de la relación entre el país y el Fondo, coincidente con un momento de cambios en la ubicación del organismo en el sistema financiero internacional. Al respecto, la mayor singularidad del caso reside en que el diseño y la gestión de la reestructuración se desarrollaron sin ingerencia del FMI. El organismo ni siquiera auditó las proyecciones financieras del gobierno que fundamentan la sostenibilidad de la propuesta. Es la primera vez que esto ocurre en el sistema financiero internacional que se fue conformando desde los

años setenta. La relevancia de esta novedad es resaltada por la magnitud récord de la deuda reestructurada y también por la magnitud inédita de la quita, la mayor en la historia del período moderno de globalización. ¿Es el antecedente de una nueva modalidad de funcionamiento en las relaciones entre el FMI, los países emergentes y los mercados?

Los temas que acabamos de citar son tratados a continuación, en cuatro capítulos. El siguiente examina la evolución de la deuda externa argentina en el largo plazo y las políticas macroeconómicas que contribuyen a explicarla. Lo acontecido en los años noventa merece especial atención. Luego, el capítulo 3 está destinado al análisis del funcionamiento macroeconómico antes y después de la crisis reciente. El capítulo cuatro detalla la evolución de las obligaciones financieras del sector público después del *default* y describe la propuesta de reestructuración. Finalmente, el capítulo cinco examina las relaciones entre la Argentina y el FMI y sus vínculos con el tema relativo a la arquitectura financiera internacional.

2. Apertura financiera y endeudamiento en la globalización financiera reciente

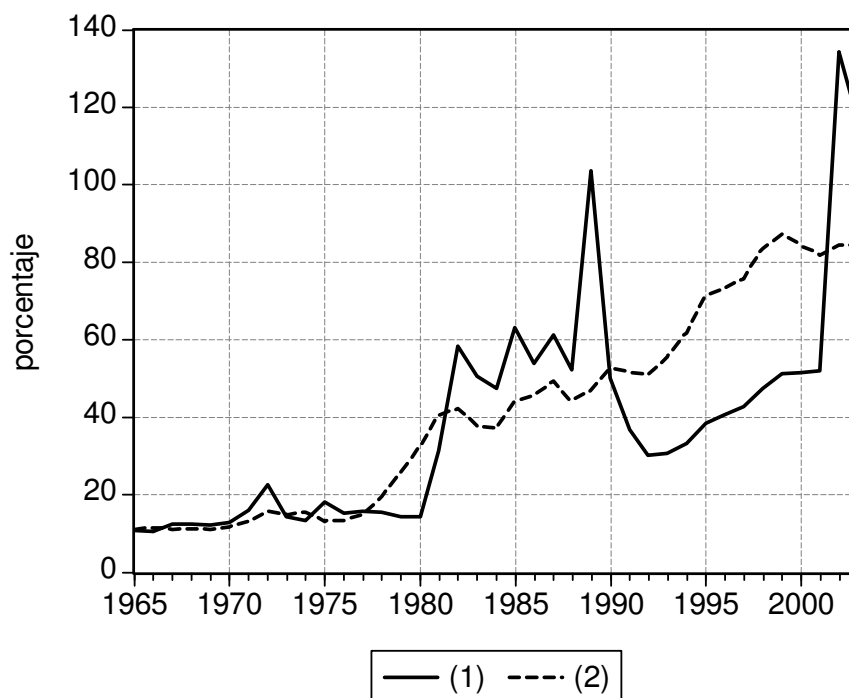
2.1. La deuda argentina en el largo plazo

Antes del inicio del proceso de globalización financiera reciente la Argentina presentaba indicadores de endeudamiento bajos y estables. La deuda externa total, pública y privada, contraída hasta entonces fundamentalmente con organismos multilaterales y gobiernos, osciló en un rango de 10 a 15% del PIB 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 abre la posibilidad de un acceso fluido al crédito internacional. Mientras tanto, en el plano interno, se destaca una profunda reforma financiera liberalizante llevada a cabo en 1977, 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 confluían 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 PPP: 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 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. Relación entre la deuda externa total y el Producto Interno Bruto



(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.

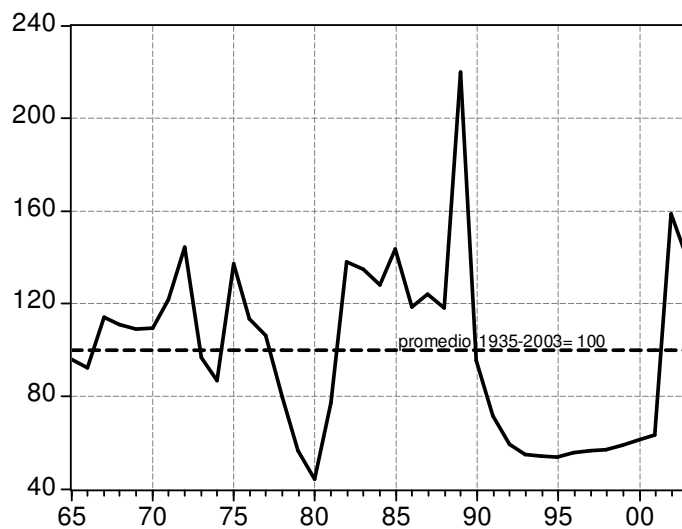
Fuente: elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía.

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

² Nótese que 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 PIB real y P el nivel de los precios internos. De modo que ese cociente es afectado por las variaciones del tipo de cambio real (EP^*/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.

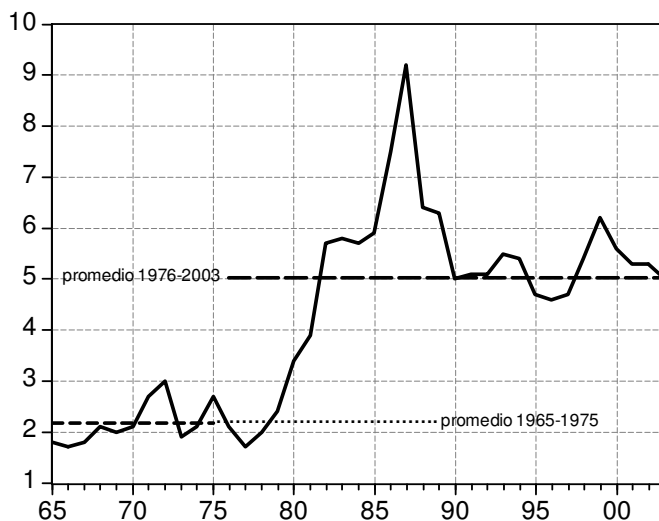
Gráfico 2. Tipo de cambio real corriente y su promedio 1935-2003



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.

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



Fuente: Elaboración propia en base Ministerio de Economía.

2.2. Tres etapas

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.

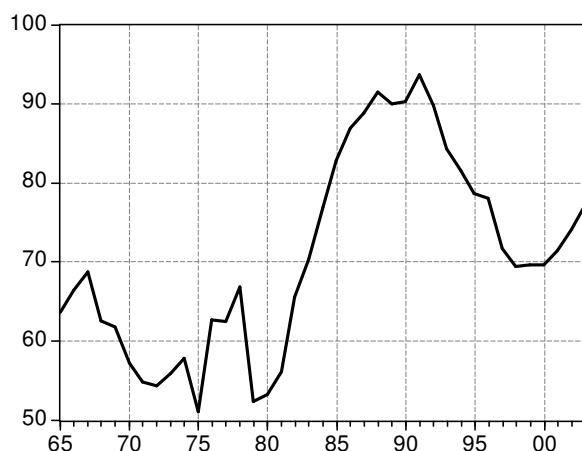
En primer lugar, la Argentina atravesó una fase de apertura financiera y endeudamiento acelerado entre 1977 y 1982, la que concluyó en fugas masivas de capitales, crisis cambiaria y financiera, devaluación y *default*. Le siguió un largo período de racionamiento en los mercados externos de fondos entre 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 asimismo 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, como se señalara en la introducción, con la interpretación más convencional del proceso de endeudamiento argentino y de las crisis.

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 4, 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 4. Participación porcentual del sector público en el endeudamiento externo total



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

Un segundo elemento importante, vinculado con el anterior y mencionado más arriba, 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.³

Un cuarto hecho se refiere a la dinámica macroeconómica resultante de varios factores ya mencionados, en especial de un contexto financiero externo de abundante

³ 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.

liquidez y una política de estabilización basada en la fijación del tipo de cambio y la apertura comercial y financiera.

Los programas de estabilización basados en el anclaje cambiario y apertura financiera tienden a generar una dinámica de ciclo (Frenkel, 1983; Taylor, 1998 y Frenkel 2003a). 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 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. Va aumentando así la vulnerabilidad de la economía ante posibles cambios negativos en el contexto financiero internacional y la fragilidad financiera doméstica. Sucesos exógenos pueden provocar una reversión en la tendencia expansiva. El cambio en la tendencia también puede ser provocado endógenamente por crisis financieras domésticas, como sucediera en Argentina a comienzos de los ochenta. El intento fallido de estabilización con anclaje cambiario de fines de los años setenta chocó, por ejemplo, con el estallido 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 asimismo los factores que las explican: el incremento de la deuda en dólares y las variaciones del tipo de cambio real y del PIB. Puede verse allí que entre 1975 y 1980 el coeficiente de endeudamiento aumentó en más de 19 puntos del producto, 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 PIB 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.

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 PIB 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 4). 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 el equivalente a 10 puntos del PIB 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.⁴

⁴ 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

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.⁵

En el período 1990-2001, el cociente entre la deuda externa y el PIB, 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 PIB. 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.

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%.

2.3. La deuda pública en los años noventa

Hemos visto que la deuda externa total, medida a tipo de cambio de PPP, aumentó en casi 30 puntos del PIB 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.

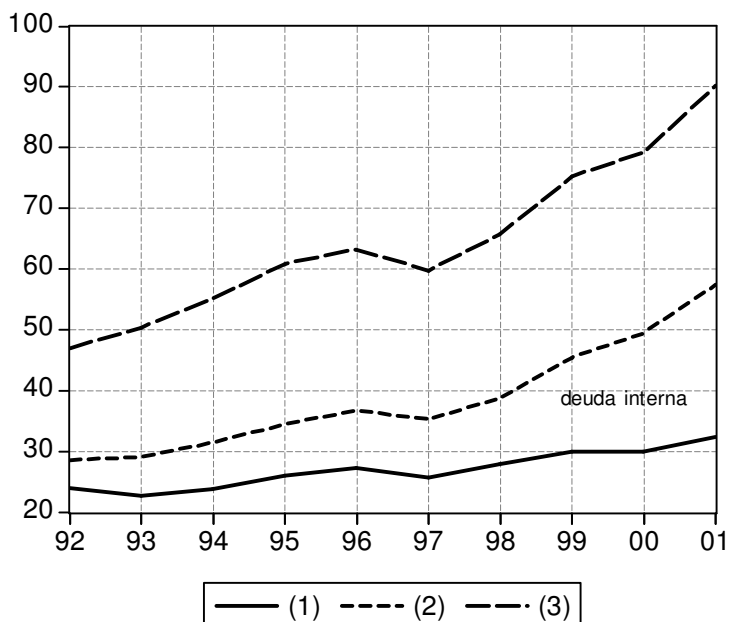
Sin embargo, la colocación de deuda por parte del sector público adquirió mucho mayor peso en la segunda mitad de la década, en especial a medida que las condiciones financieras internacionales se hacían más desfavorables. Además, en esos años comenzó a tener también un papel más importante la colocación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

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

totalidad de esos servicios debido a que, pese al importante ajuste externo realizado, no se logró equilibrar la cuenta corriente del balance de pagos.

⁵ 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 65% de la misma. 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.

Gráfico 5. Endeudamiento público
como porcentaje del PIB (1992-2001)



- (1) Deuda externa pública
 (2) Deuda pública total
 (3) Deuda pública total (utilizando PIB a tipo de cambio de PPP)
 Fuente: elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía.

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 PIB)

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

Fuente: Elaborado a partir de cifras del Ministerio de Economía, 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 períodos (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
1998-2001	45835	52817	6982	5947	0	0	1035
Total	69897	100570	30673	32698	2323	7151	7449

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, de Melconián 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 PIB 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 PIB 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 U\$S 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 de la misma: el reconocimiento de deudas contraídas en períodos anteriores, en especial con proveedores y con beneficiarios del sistema previsional. Estos 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 asimismo 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 PIB, 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 5).

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 5 muestra el cálculo de la deuda pública como porcentaje del PIB, estimada valuando el producto en dólares a tipo de cambio de PPP. 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 PIB 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 5, 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 previsional 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 PIB 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 (+ 6.784 millones) y, en segundo lugar, a la ampliación de la brecha del sistema de seguridad social (+ 4.867 millones). Contra lo que es una creencia muy habitual, una cifra relativamente menor (+ 592 millones) se explica por el desbalance provincial, aunque es cierto que éste seguía una trayectoria creciente.

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 de Cetrángolo et al. (2000).

El cuadro 4 sugiere también que las políticas fiscales procíclicas 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 fue suficiente para compensar el aumento de los intereses y del desequilibrio previsional.

El comportamiento explosivo de la cuenta de intereses de la deuda pública se observa también en el cuadro 5, incluido más abajo.

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 5. Entre 1997 y 2001, en sólo cuatro años, el cociente entre la deuda pública total y el PIB 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 Gaggero (2003).

3. La macroeconomía antes y después del *default*

3.1. Los años noventa: de la euforia a la depresión

La trama de la historia macroeconómica de finales de los noventa es en esencia bastante sencilla. Para empezar, el giro negativo en el escenario financiero internacional experimentado en 1997-98, luego de las crisis asiáticas y rusa, encontró a la economía argentina con un significativo y creciente déficit de cuenta corriente, una importante apreciación cambiaria y una visible carencia de instrumentos de política para lidiar con este problema, debido a las rigideces impuestas por el régimen monetario. En este contexto, no resulta sorprendente que la prima de riesgo soberano empezara a exhibir una tendencia al alza, ni que el acceso al crédito externo se volviera cada vez más problemático. Como se explicó en los capítulos previos, el consecuente incremento del peso de los intereses tuvo un impacto negativo sobre todos los deudores incluyendo, por su puesto, al sector público.

Para adecuarse a la nueva situación y dada la ausencia de otros instrumentos, el gobierno empezó a utilizar una política fiscal contractiva casi como única herramienta. La "historia oficial" solía declamar reiteradamente por aquel entonces que: la disciplina fiscal generaría mayor confianza, de modo que la prima de riesgo país caería, induciendo a la baja

a las tasas de interés internas. Como resultado de esto, el gasto interno se recuperaría, sacando a la economía de la recesión. Por otro lado, con tasas más bajas y el PIB en expansión, se restablecería el equilibrio presupuestario del sector público, cerrándose así un círculo virtuoso. El gobierno de De La Rúa tomó prestado por completo este argumento de la administración Menem, al tiempo que el FMI otorgaba su sello de aprobación a la política. Todos ellos quedaron emparentados en el fracaso.

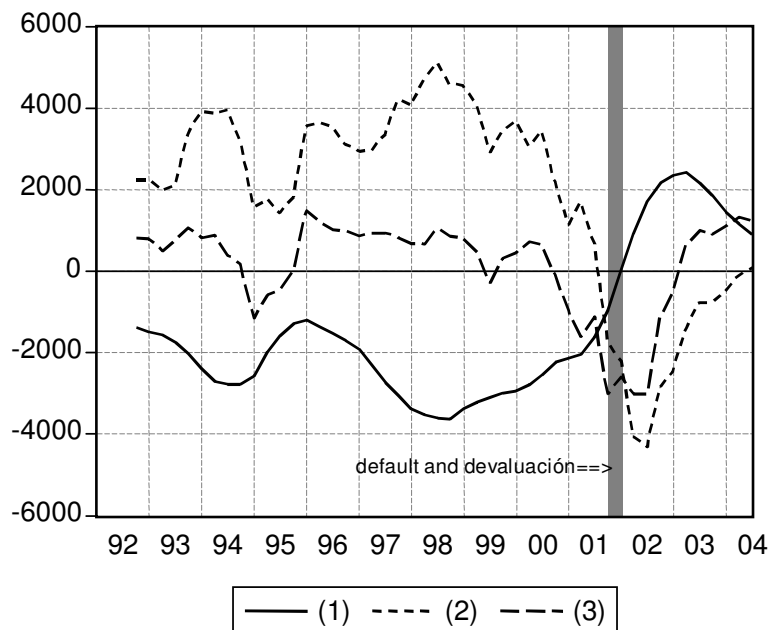
La historia de la macroeconomía de fines de los años noventa es, entonces, la historia de ese fracaso. Pese al fuerte ajuste en el superávit primario del sector público mencionado en el capítulo previo, el canal del crédito no pudo ser reabierto. Peor aún, las subas en los impuestos y los recortes del gasto público reforzaron la tendencia recesiva y alimentaron así las expectativas negativas, impidiendo a su vez la tan esperada baja en la prima de riesgo soberano. La política fiscal resultó impotente para compensar los fuertes desequilibrios macroeconómicos, cuyas raíces se encontraban en otro lado, más precisamente en el sector externo. Bajo esta orientación de política fiscal autodestructiva, la economía quedó atrapada, contrariamente a lo que se buscaba, en un círculo vicioso, en el cual permaneció por más de tres años. La dolorosa experiencia deflacionaria del final de la convertibilidad terminó dando lugar a la más extensa recesión experimentada en la Argentina desde la Primera Guerra Mundial.

3.2. El balance de pagos y la deuda pública bajo la convertibilidad

En el gráfico siguiente 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.⁶

⁶ Un modelo formal de la dinámica de la economía argentina bajo la convertibilidad, así como de sus estimaciones econométricas puede encontrarse en Damill, Frenkel y Maurizio (2002).

Gráfico 6
Balance de pagos: cuenta corriente, ingreso neto de capitales
y variación de reservas (promedios móviles de cuatro trimestres,
en millones de dólares corrientes)



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

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

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 6, 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.

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.

3.3. 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 roles disímiles jugados por los sectores público y privado en la generación de divisas que permitió la acumulación de reservas internacionales (variable clave en la dinámica macroeconómica bajo un régimen de caja de conversión).

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.⁷ 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 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 contraparte 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

⁷ 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).

sector privado no financiero. Como hemos analizado en otro trabajo, la demanda neta de divisas del sector resultó positiva en el agregado (Damill, 2000 y Damill y Frenkel, 2003).

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

Período	Variaciones de						
	Deuda externa del sector				Activos externos del sector		Deuda neta del sector privado (2)-(3)
	Público (1)	Financiero	Privado(2)	Total	Financiero	Privado(3)	
1991:4 a 1994:4	8529	5726	10321	24575	1728	566	9755
1994:4 a 1995:4	5924	2952	4361	13238	821	11174	-6813
1995:4 a 1998:2	9222	11579	15607	36407	15307	15050	557
1998:2 a 2000:4	8523	-555	3139	11107	-4274	11876	-8737
2000:4 a 2001:4	2975	-8053	-688	-5766	-10665	12865	-13553
Total del período	35173	11649	32740	79561	2917	51531	-18791

(1) Incluye al Banco Central.

Fuente: estimaciones propias a partir de cifras del Ministerio de Economía

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.⁸

3.4. Los esfuerzos para evitar el default y 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 políticas contradictorias (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

⁸ 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.

estrategia para sacar a la economía de la recesión. Expusimos antes los argumentos detrás de esta decisión y los resultados esperados.

El fracaso de la política no debería ocultar, sin embargo, los enormes esfuerzos que se hicieron para equilibrar las cuentas públicas y evitar el *default* de las obligaciones financieras del gobierno.

En aras de reestablecer las vías de acceso al financiamiento internacional, se implementaron sucesivos paquetes de medidas fiscales contractivas durante 2000 y 2001, fundados en la 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.

Los esfuerzos para sortear el *default* incluyen, 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 (y sin precedentes) del 13% sobre todos los rubros de gasto no “protegidos” (fundamentalmente sobre los sueldos y jubilaciones superiores a quinientos pesos). Debe tenerse en cuenta que estas medidas fueron implementadas cuando la economía estaba concluyendo su tercer año consecutivo de recesión. En semejante contexto, la percepción popular, lejos de reparar en el enorme esfuerzo oficial por evitar el *default* y “sus desastrosas consecuencias”, se ensañó con el gobierno, al que castigó en las elecciones legislativas de octubre de 2001 votando mayoritariamente a la oposición, aunque hubo también un masivo voto en blanco (el llamado “voto bronca”) que indicaba un generalizado descontento con todo el sistema político.

En definitiva, 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 de deuda para persuadir al público de que no existía riesgo de desatender el servicio de las obligaciones financieras contraídas. 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 (los nuevos bonos se pactaron a una tasa promedio del 15% en dólares). 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 (aunque, en rigor, sería más adecuado definirla como “inducida” o “semi-voluntaria”). La misma 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. 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 “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. Ningún banco, doméstico o extranjero, se quejó por esta intervención. Los principales objetivos fueron, sin embargo, limitar la demanda de divisas, preservar el *stock* de reservas y evitar la devaluación de la moneda (i.e. 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.

Las restricciones financieras aplicadas en diciembre contribuyeron a acentuar las ya fuertes tensiones sociales y políticas. En pocos días de conmoción social y política, el país experimentó la renuncia del gobierno, al que sucedió una serie de efímeros presidentes. Uno de ellos anunció ante el Congreso la decisión de cesar el servicio de la deuda pública, para renunciar pocos días más tarde. Durante los primeros días de 2002, con un nuevo presidente al mando, Argentina abandonó formalmente el régimen de convertibilidad y la paridad de un peso por dólar.

3.5. 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 6 muestra la fuerte declinación de las reservas de divisas experimentada a lo largo de ese año, que comprimó 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 de la Alianza (Damill, Frenkel y Maurizio, 2003).

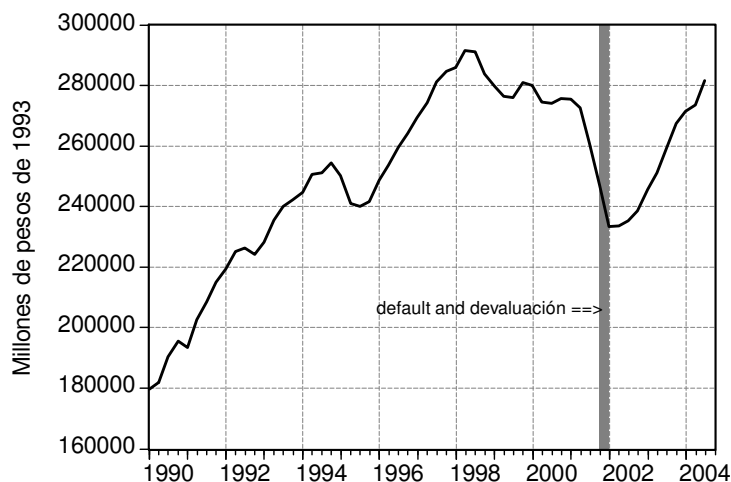
3.5.1. La recuperación económica

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.

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 PIB 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.

Gráfico 7. Producto Interno Bruto a precios constantes de 1993 (datos trimestrales desestacionalizados, 1990:1-2004:3)



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

Es destacable que el inicio de la nueva fase comenzara a hacerse perceptible cuando el país estaba aún envuelto en un panorama de acentuada inestabilidad económica y de marcada incertidumbre política, y se encontraran interrumpidos los pagos del servicio de parte de la deuda pública.⁹ En otros términos, el “rebote” tomó cuerpo a pesar de ese cuadro inicial extremadamente complicado, y a los efectos negativos que la depreciación cambiaria tuvo en diversos planos.

3.5.2. A pesar del Fondo

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.

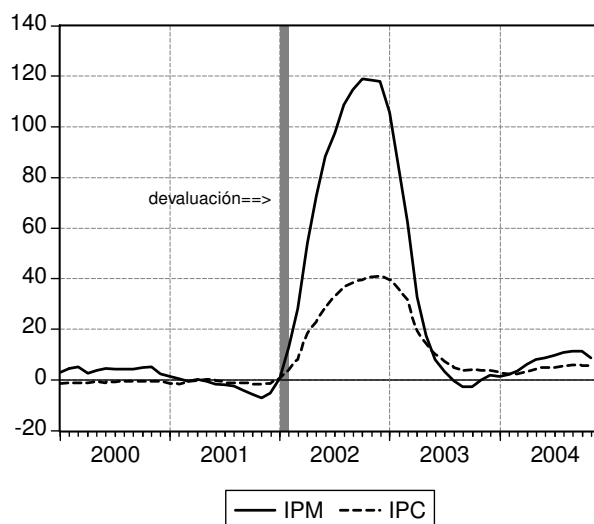
Discutiremos las relaciones de Argentina con el FMI en mayor detalle en el capítulo 5. A los efectos de esta sección, sin embargo, corresponde destacar que varias de las políticas que jugaron papeles muy importantes en esta etapa debieron enfrentar la oposición del Fondo. Cabe mencionar entre ellas: 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

⁹ El tipo de cambio subía aceleradamente luego de que se pasara, poco después de la devaluación inicial, que había llevado la paridad a \$ 1,40 por dólar, a un régimen de flotación; las subas de la paridad arrastraban a los precios nominales, el sistema financiero atravesaba una profunda crisis, etc..

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 Fondo 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.

Gráfico 8. Tasas interanuales de variación de los precios al consumidor (IPC) y mayoristas (IPM), datos mensuales, en porcentajes



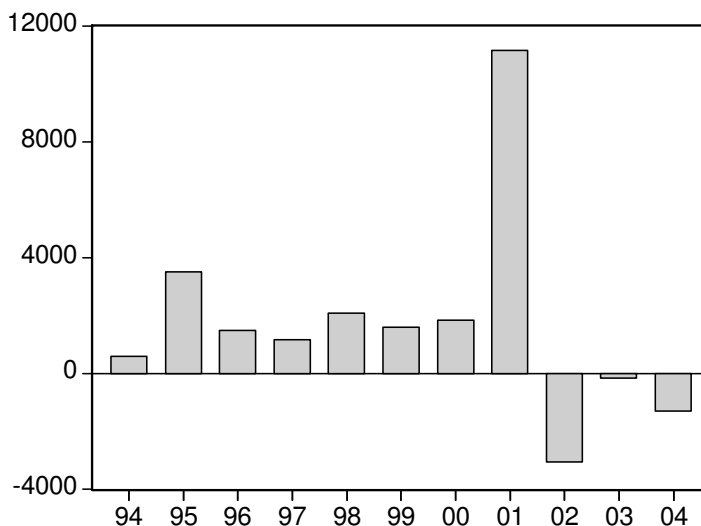
Fuente: elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía.

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 públicas¹⁰ 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 precedente.

Otro punto importante que involucra las tensas relaciones del país con el Fondo se refiere a los flujos de financiamiento neto recibidos por la Argentina de los organismos multilaterales. 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 organismos multilaterales en su conjunto se tornó negativo. Al decir del Ministro de Economía de la Argentina, el FMI dejaba de jugar el papel de prestamista de última instancia para asumir uno, muy distinto, como “cobrador de primera instancia”. El punto se evidencia en el gráfico siguiente.

Gráfico 9. 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.

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 cuáles se concentraron en 2001), en la fase 2002-2004, al contrario, se pagaron más de U\$S 4.600 millones, en términos netos.

¹⁰ 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.

3.5.3. Las principales características de la fase de recuperación

El repunte del PIB 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, asimismo, 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.

3.5.4. 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 6, 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 6). 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 siguiente cuadro.

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

		2001	2004	Variación 2004-01
Sector Público Nacional (SPN)	Ingresos Totales	18,8	23,5	4,7
	Ingresos Tributarios	13,8	18,7	4,9
	Impuesto s/export.	0,0	2,3	2,3
	Imp. al cheque (*)	1,1	1,5	0,4
	IVA	3,1	3,4	0,4
	Imp. a las Gcias	2,5	3,4	0,9
	Otros Impuestos (**)	7,2	8,1	0,9
	Otros Ingresos	4,9	4,8	-0,1
	Gasto Total	22,0	20,9	-1,1
	Gasto Primario	18,2	19,6	1,4
Intereses	3,8	1,3	-2,5	
Resultado Primario	0,5	3,9	3,3	
Resultado Financiero	-3,2	2,6	5,9	
	Rtado Provincias (***)	-2,4	0,9	3,3
	Resultado SPC	-5,6	3,5	9,2

(*) Impuesto sobre débitos y créditos bancarios

(**) Incluye la masa de recursos coparticipados, la cual se encuentra con signo contrario como "Transferencias a Provincias" dentro del ítem Gasto Primario

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

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

La mejora en el resultado global del Sector Público Consolidado producida entre 2001 y 2004 fue equivalente a nada menos que 9,2 puntos del PIB. En efecto, se pasó de un déficit global de 5,6% del producto en 2001 a un superávit de 3,5% en 2004.

¿Qué factores explican ese ajuste en el resultado de la caja fiscal? Algo más de un tercio 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 casi seis puntos de ajuste en el presupuesto del Sector Público Nacional, entre tanto, algo menos del 60% lo explica la mejora del resultado primario (+3,3% del PIB), y el resto se debe a la contracción en los pagos de intereses (-2,5% del PIB) asociada esencialmente al *default* parcial de la deuda soberana.

El aumento del superávit primario nacional es explicado a su vez, principalmente, por una mejora de los ingresos tributarios (+4,9% del PIB). 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 1,3% del PIB, 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 PIB 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 incidió la contribución del impuesto a las operaciones financieras, implantado en 2001; que aportó 0,4 puntos en el incremento de los recursos tributarios.

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 PIB 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 PIB, lo que es equivalente a aproximadamente la mitad de toda los recursos tributarios 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 PIB, 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.

4. Evolución de la deuda tras el *default* y las propuestas de reestructuración

El 24 de diciembre de 2001 se declaró la suspensión de los pagos del servicio de una parte de los U\$S 144.453 millones que alcanzaba por entonces la deuda pública. La medida afectó, en principio, a U\$S 61.803 millones en bonos y títulos públicos y a otros U\$S 8.030 millones de diversas obligaciones. El remanente —en lo sustancial, deuda con organismos multilaterales (U\$S 32.362 millones) y los recientemente emitidos préstamos garantizados (U\$S 42.258 millones)- permaneció en situación regular (*performing*).¹¹

Pocos días después se decidió la devaluación del peso, lo que provocó un fenomenal cimbronazo sobre la estructura contractual de la economía, habida cuenta de la importante dolarización de contratos heredada. Para atenuar algunas consecuencias del *shock*, las autoridades recurrieron a nuevas emisiones de deuda. Esta generación de nuevos pasivos (“no voluntarios e inerciales”, según la expresión oficial) se examina en la próxima sección, para abordar en la siguiente, el proceso de reestructuración de las obligaciones en *default*.

4.1. La evolución de la deuda pública después del *default*

Como se indicó, el gobierno intervino con el fin de mitigar la transferencia de riqueza de deudores hacia acreedores y el colapso del sistema que hubiera implicado el mantenimiento de los contratos pactados en moneda extranjera. La intervención oficial buscó administrar el “reparto de pérdidas”, lo que supuso que en muchos casos el Estado asumiera parte del costo vía emisión de nueva deuda. La evolución de la deuda pública en el período posterior al *default* se resume en el cuadro 8, que se presenta al final del trabajo.

¹¹ Recordamos que el canje de deuda pública de noviembre de 2001 mencionado en el capítulo anterior involucró la sustitución de tenencias de bonos de varios agentes locales por “préstamos” al gobierno, con tasas más bajas y garantizados con la recaudación tributaria.

La mayor fuente de nuevo endeudamiento provino de la intervención en el sistema financiero, que ocasionó un aumento de la deuda pública de U\$S 14.390 millones. En febrero de 2002 el gobierno decidió convertir compulsivamente a pesos los depósitos bancarios en moneda extranjera a una tasa de \$1,4 por dólar.¹² Se estableció también la posibilidad de que se retiraran hasta \$1.500 semanales de las cuentas a la vista. El resto de los depósitos constituidos hasta fines de 2001, incluyendo los recientemente pesificados y los originalmente pactados en pesos, fue transformado en depósitos de plazo extendido, con vencimientos parciales que llegaban hasta 2005.

Con el fin de evitar quiebras generalizadas en el sector privado, los créditos bancarios en moneda extranjera fueron convertidos a pesos a una tasa de un peso por dólar. La “pesificación asimétrica” de créditos y depósitos generaba un importante deterioro patrimonial de los bancos. Para saldar ese quebranto, el gobierno compensó a esas instituciones emitiendo nuevos títulos de deuda por unos U\$S 5.900 millones.¹³

Además, muchos bancos mantenían un descalce de monedas entre los activos y pasivos que habían constituido durante la convertibilidad. La devaluación del peso implicaba un quebranto adicional, que el gobierno buscó compensar mediante la emisión de “bonos cobertura” en moneda extranjera por un total de U\$S 2.400 millones. Por esta cobertura, los bancos contrajeron un pasivo con el Estado por el valor nominal del capital de los bonos emitidos.¹⁴

Las decisiones de pesificar los depósitos a \$1,4 por dólar y de reprogramar sus vencimientos, lejos de contener los reclamos, desató una sucesión de protestas. Los ahorristas exigían que se les devolviera el valor original y la libre disposición de sus depósitos en dólares. En muchos casos particulares, hubo decisiones judiciales favorables a estos reclamos, generando una considerable “filtración” de fondos fuera de los bancos. Para hacer frente a esta situación, el gobierno del presidente Duhalde lanzó tres ofertas de canje voluntario de los depósitos reprogramados y de los depósitos a la vista por nuevos títulos

¹² Al sancionarse la medida, el dólar flotante cotizaba en torno a \$ 2,15. Cuatro meses después, la moneda norteamericana rozó el techo de los \$4 y a partir de allí inició un suave descenso. Desde marzo de 2003 en adelante la paridad tendió a estabilizarse entre \$2,8 y \$3 por dólar.

¹³ Otra medida “asimétrica” afectó también el patrimonio de los bancos. El gobierno fijó diferentes mecanismos de ajuste por inflación de los depósitos y créditos pesificados. Se resolvió que los depósitos se ajustaran por un índice que sigue la evolución de los precios al consumidor (CER) y que los préstamos bancarios lo hicieran de acuerdo a otro que refleja el comportamiento de los salarios medios (CVS). Como la inflación minorista fue superior al aumento nominal de los salarios, los pasivos pesificados de los bancos crecieron a un mayor ritmo que los activos. El Congreso sancionó en octubre de 2003 una ley en la que se facultaba al Poder Ejecutivo a compensar a las entidades financieras por la “indexación asimétrica” con la emisión de títulos (BODEN 2013) por hasta \$ 2.800 millones. Hasta el momento el gobierno no ha concretado la emisión.

¹⁴ Se permitió a las entidades financieras cubrir esas obligaciones depositando fondos en el Banco Central o cancelando deuda que el Estado mantenía previamente con ellas.

públicos.¹⁵ Las primeras dos ofertas, aunque con diferencias, supusieron el traspaso directo de la deuda de los bancos con los ahorristas hacia el Estado. La tercera fue diferente: se optó por liberar el total de los fondos reprogramados y que el gobierno emitiera bonos por la diferencia entre el valor del depósito en su moneda de origen (dólar) y el monto liberado (\$ 1,4 por dólar más ajuste por inflación, según el índice CER).¹⁶ Entre las tres ofertas se consiguió una amplia aceptación de los ahorristas, lo que permitió resolver el problema de iliquidez del sistema financiero, aunque al costo de aumentar la deuda pública en otros U\$S 6.086 millones. Las entidades financieras, a su vez, asumieron obligaciones con el Estado por el valor de los bonos emitidos.¹⁷

Otra fuente de incremento de la deuda pública provino del traspaso de pasivos de los estados provinciales a la órbita nacional. El gobierno nacional se hizo cargo de U\$S 9.679 millones correspondientes a deudas de las provincias con los bancos. Asumió también el costo del rescate de bonos provinciales que habían funcionado, entre 2001 y 2003, como cuasi-monedas.¹⁸ En este caso, el gobierno nacional tomó un pasivo de U\$S 2.429 millones con el Banco Central, entidad que se encargó del rescate de los bonos provinciales, emitiendo billetes de curso legal a cambio. En ambas transacciones, el Estado nacional tomó como garantía una porción del flujo futuro de recursos tributarios coparticipados con las provincias.

Durante 2002 y 2003, la deuda pública se incrementó también debido al reconocimiento de obligaciones con empleados, jubilados y proveedores por U\$S 2.028 millones. Un fallo de la Corte Suprema de Justicia, que indicaba que el recorte del 13% aplicado sobre los salarios públicos y jubilaciones desde julio de 2001 era inconstitucional, obligó al gobierno a emitir títulos por U\$S 873 millones. Por su parte, el pasivo reconocido con proveedores y otras deudas flotantes que se mantenían desde antes del *default* ascendió a U\$S 1.155 millones. En conjunto, estas medidas destinadas a administrar directa o indirectamente algunas consecuencias del colapso de la convertibilidad implicaron una emisión bruta de U\$S 28.525 millones.

Por otro lado, en febrero de 2002, el gobierno dispuso la conversión a pesos ajustados por CER de toda la deuda emitida en moneda extranjera bajo legislación argentina. La medida afectaba, en principio, a unos U\$S 57.500 millones, constituidos en lo sustancial por

¹⁵ La primera oferta se lanzó cuando asumió el ministro Lavagna en junio de 2002, la segunda en septiembre del mismo año y la última en marzo de 2003, dos meses antes de que expirara el mandato provisional del presidente Duhalde.

¹⁶ Los depósitos inmovilizados en cuentas a la vista ("corralito") ya habían sido liberados en diciembre de 2002.

¹⁷ Se fijó el mismo mecanismo de cancelación que el utilizado con los bonos de "cobertura".

¹⁸ A partir de la segunda mitad de 2001, la mayoría de los gobiernos provinciales, asfixiados por la falta de recursos fiscales, optó por emitir bonos que funcionaron en los hechos como moneda para realizar transacciones y cancelar deudas o impuestos con las provincias. La emisión de estas cuasi-monedas había llegado a acumular un stock \$ 7.500 millones (2% del PIB) en mayo de 2003, cuando se inició el proceso de rescate.

préstamos garantizados emitidos tras la reestructuración de noviembre de 2001.¹⁹ Se decidió, además, aplicar a la “nueva” deuda pesificada tasas de interés fijas que iban desde 2% a 5.5%. Como los préstamos garantizados se habían emitido con una cláusula que permitía al tenedor convertir su acreencia al bono original en caso de que se cambiaran las condiciones de emisión, el gobierno aceptó la libre reconversión a los “viejos” títulos. La mayoría de las AFJP y de las compañías de seguro locales decidió en 2003 reconvertir sus acreencias de U\$S 17.800 millones a los bonos originales. A pesar de este revés, la pesificación redujo el valor en dólares de la deuda emitida bajo legislación local en unos U\$S 22.086 millones.

Al indexarse con el CER, la deuda pesificada experimentó, sin embargo, un incremento por efectos de la inflación. Lo mismo ocurrió con aquellos bonos emitidos en pesos para administrar los costos de salida de la convertibilidad. Hasta fines de 2003, el valor de todas estas obligaciones se incrementó por efectos de la indexación en unos U\$S 7.325 millones. De modo similar, por los intereses atrasados y capitalizados de la deuda en *default* se acumularon otros U\$S 13.943 millones.

En suma, computando las distintas medidas y efectos derivados de la administración del colapso de la convertibilidad y de la declaración del *default*, el *stock* de deuda pública bruta se expandió entre diciembre de 2001 e igual mes de 2003 en unos U\$S 28.184 millones.²⁰

4.2. Las ofertas de canje de la deuda pública

A pesar de los continuos reclamos desde los centros financieros internacionales y los organismos multilaterales de crédito, los primeros pasos públicos del gobierno para la reestructuración de la deuda impaga se dieron recién en la segunda mitad de 2003. En septiembre de ese año, tras haber logrado un acuerdo con el FMI, el gobierno aprovechó la reunión anual conjunta del Fondo y el Banco Mundial en Dubai para presentar los principales lineamientos y la agenda de una propuesta de reestructuración.

La “propuesta de Dubai” estableció que la oferta se dirigiría, con un trato homogéneo, a todos los tenedores de bonos y títulos públicos emitidos hasta diciembre de 2001, manteniendo al resto de la deuda en situación regular.^{21,22}

¹⁹ Afectaba también a títulos públicos (Bontes, Bocones, Bonos-Pagaré y Letes), préstamos bilaterales, deuda con la banca comercial y otras obligaciones, que sumaban en ese momento alrededor de U\$S 15.000 millones.

²⁰ Este cálculo incluye también el efecto de la conversión a dólares del bono 2008 en pesos emitido en junio de 2001 a instancias del “mega-canje” (U\$S 477 millones). Conviene mencionar, por otra parte, que entre 2001 y 2003, el Estado nacional incrementó sus acreencias, en su mayoría por los motivos mencionados (activos contra el sistema financiero y las provincias), en unos U\$S 11.100 millones.

²¹ Este conjunto de obligaciones pasó a denominarse “deuda elegible”. El mismo estaba compuesto por 158 instrumentos, emitidos en 7 monedas diferentes (Peso Argentino, Peso Argentino ajustado por

Se reconocía un stock de deuda impaga de aproximadamente U\$S 87.000 millones, lo que dejaba afuera un volumen importante de intereses vencidos y no pagados. Sobre ese monto se fijaba una quita del 75%. De acuerdo a esos lineamientos, los nuevos títulos alcanzarían un valor máximo de unos U\$S 21.750 millones. Se planeaba emitir tres bonos de libre elección, llamados Par, cuasi-Par y Discount. Aunque no se difundieron las características específicas de los instrumentos, se aclaró que el Par conservaría el valor nominal pero tendría mayor plazo y menor tasa que los dos restantes, que sí sufrirían quitas nominales, siendo la del Discount mayor que la del cuasi-Par. Los nuevos títulos incorporarían además mecanismos -que se precisarían más adelante - para premiar a los tenedores con un cupón que reportaría una renta adicional cuando la economía creciera por encima de una determinada tasa. Se argumentaba que la propuesta era compatible con el superávit primario que se había pactado con el FMI (2,4% del PIB para la administración nacional y 3% incluyendo a las provincias), meta que el gobierno nacional pretendía mantener a largo plazo.

La reacción de los voceros del mercado financiero fue de franco rechazo. Se sostenía que la Argentina estaba en condiciones de hacer una oferta sustancialmente mejor y que para ello debía prometer un mayor esfuerzo fiscal. El FMI presionó de diversas formas al gobierno y le reclamó en más de una oportunidad que diera señales concretas de actuar “de buena fe”. En junio de 2004, apenas unos meses después de que los ministros de finanzas del G-7 manifestaran también, en un comunicado conjunto, su posición respecto a que Argentina debía acelerar los tiempos y dar muestras de estar actuando de “buena fe”, el gobierno realizó una nueva presentación en Buenos Aires.

Aunque se hizo un esfuerzo por presentarla como una continuación más precisa de la de Dubai, la “propuesta de Buenos Aires” constituyó en realidad una segunda oferta con la que se buscaba acercar posiciones con los acreedores. Se mantuvo como deuda elegible a aquélla definida en la propuesta de Dubai. El monto a reestructurar alcanzaba un total de U\$S 81.800 millones.²³ A cambio de ese *stock* de deuda impaga, se emitirían nuevos títulos por un total de U\$S 38.500 millones, en caso de que el nivel de adhesión al canje resultara igual o inferior al 70% y de U\$S 41.800 millones, en caso de que el grado de aceptación

inflación, Dólar Estadounidense, Euro, Yen, Libra Esterlina y Franco Suizo) y 8 jurisdicciones (Argentina, Estados Unidos, Inglaterra, Japón, Alemania, Italia, España y Suiza).

²² En rigor, un conjunto de obligaciones en *default* (deuda bilateral, con la banca comercial y otros acreedores) se mantuvo sin definiciones concretas acerca de su reestructuración. Este conjunto alcanzaba unos U\$S 7.500 millones en diciembre de 2003 (incluyendo atrasos de capital e intereses). Al momento de escribirse este trabajo, todavía se desconocían precisiones respecto al estado y agenda de negociación de esta deuda.

²³ En la oferta de Buenos Aires se precisaron algunos detalles omitidos en Dubai. Se aclaró que “monto elegible” quedaba conformado por el valor del *stock* de bonos y títulos públicos vigente al 31 de diciembre de 2001 más los intereses devengados y no pagados hasta esa fecha. La diferencia entre el monto resultante y los U\$S 87.000 millones anunciados en Dubai respondía fundamentalmente a distintas valuaciones de los tipos de cambio para convertir a dólares la deuda en otras monedas.

superara el umbral del 70%. Esta oferta implicaba una mejora sustancial respecto de los U\$S 21.750 millones que se pensaban emitir según la presentada en Dubai. Pese a ello, el gobierno, a través del ministro Lavagna, manifestó que, en consonancia con lo anunciado en Dubai, se mantendría la quita del 75% sobre el valor nominal de la deuda, aunque ahora se reconocería el 100% de los intereses vencidos y no pagados.²⁴ El anuncio creó confusión, puesto que se interpretó que el canje consistiría en una nueva emisión (de U\$S 38.500 millones o de U\$S 42.300 millones, según el grado de aceptación) a cambio de una deuda elegible que ahora incluía los intereses devengados, alcanzando a U\$S 99.850 millones (o bien a U\$S 103.150 millones, según el grado de adhesión). Con el correr de los meses, se aclaró que el canje se haría solamente por el capital de los títulos en *default* y que no se reconocerían los intereses devengados durante la cesación de pagos; vale decir, se cambiarían pasivos de U\$S 81.800 millones por otros de 38.500 millones ó U\$S 41.800 millones, dependiendo de la aceptación. Al parecer, el gobierno corrió el riesgo de realizar un anuncio poco claro para no dar la imagen de estar cediendo ante los reclamos de mayores pagos por parte de los acreedores.

Más allá de la mejora en el monto de canje, se mantuvieron los tres instrumentos anunciados en Dubai: Par, cuasi-Par y Discount.²⁵ Además, se estableció que los mismos se emitirían con fecha de 31 de diciembre de 2003 y empezarían a devengar intereses a partir de dicho momento.²⁶ Se mantuvo también la oferta de unidades ligadas al crecimiento del PIB, las cuales vendrían anexadas a cada bono. Se anunció que los títulos Par y Discount podrían ser emitidos, en función de cual fuera la moneda de origen del instrumento a canjear, en pesos ajustados por CER, dólares norteamericanos, euros y yenes. La emisión del cuasi-Par, en cambio, se fijó exclusivamente en pesos ajustados por CER.

La oferta especificó una emisión del bono Par de U\$S 10.000 millones en caso de que la aceptación no superara el 70% y de U\$S 15.000 millones en caso contrario. Este instrumento reconocería el valor nominal original del título en *default*, tendría un plazo de 35 años y tasas de interés fijas (en dólares) que se elevarían de 1,33% anual durante los primeros 5 años hasta 5,25% en los 10 últimos.

Para el Discount se anunció una emisión aproximada de U\$S 20.170 millones en el escenario de menor aceptación y de unos U\$S 19.870 millones para el más optimista. El nuevo bono aplicaría una quita del 66,3% sobre el valor nominal original, tendría una *maturity* de 30 años y rendiría un interés fijo creciente, parte del cual se capitalizaría durante los primeros 10 años.

²⁴ En el escenario de menor aceptación, el reconocimiento de intereses incluiría lo acumulado hasta el 31 de diciembre de 2003 por unos U\$S 18.050 millones y en el de mayor, los intereses corridos hasta el 30 junio de 2004 por U\$S 21.350 millones.

²⁵ Una descripción detallada de los bonos se presenta en el cuadro 9, al final del texto.

²⁶ Esa fecha de emisión permitía asignar pagos de intereses inmediatamente después de realizarse el canje. Tal diseño estaba pensado para convertir al aporte de dinero en efectivo en un "endulzante" (*sweetener*), con el cual se buscaba inducir a los tenedores a participar de la oferta.

El diseño del cuasi-Par fue pensado de acuerdo a las necesidades de los tenedores institucionales locales -principalmente las AFJP- e implicaba una quita de 30,1%. El monto de emisión anunciado fue de unos \$ 24.300 millones (alrededor de U\$S 8.333 millones) e invariante al grado de aceptación. El instrumento se emitiría a un plazo de 42 años, con una tasa de interés fija en pesos de 3,31%, con capitalización de intereses durante los primeros 10 años.

En el anuncio de junio se detallaron también las características de las unidades ligadas al crecimiento del PIB.²⁷ Se emitirían unidades en igual cantidad que el monto del capital efectivamente canjeado, que podrían cotizar separadamente una vez transcurridos 6 meses desde la finalización del canje. La posesión de cada unidad brindaría el derecho a recibir una renta proporcional del 5% del excedente del PIB observado respecto del “PIB base”, siempre y cuando el primero hubiera crecido más de 3% durante el último año. El “PIB base” se definió como aquel que incorpora un ritmo de crecimiento anual promedio de alrededor de 3%, usando como punto de partida el PIB de 2004.²⁸

La mejora respecto a la propuesta de Dubai implicaba un mayor esfuerzo fiscal para el futuro. El gobierno anunció que para garantizar la consistencia financiera de la oferta, se comprometería a mantener una meta de superávit primario de 2,7 puntos del PIB durante los primeros 5 años -en los que el servicio de la deuda emitida post-*default* resulta importante- para luego descender hasta estabilizarla en torno al 2,3 puntos desde 2014 en adelante. Con este programa y un supuesto de crecimiento promedio del 3,3%, las proyecciones indicaban que el esfuerzo fiscal permitiría hacer frente al pago de intereses, pero dejaba al margen una porción relevante de los vencimientos de capital, para los que deberían conseguirse fuentes de financiamiento. Aún cuando los organismos multilaterales aceptaran refinanciar las amortizaciones de su deuda, el gobierno tendría que buscar anualmente financiamiento por alrededor de 2% del PIB, para afrontar vencimientos de capital durante los primeros 10 años tras al canje.²⁹

La evidencia de que Argentina seguiría soportando una pesada carga de deuda tras el canje no aplacó las demandas de los acreedores. Inmediatamente después del anuncio de junio, las organizaciones de tenedores de bonos salieron a rechazar abiertamente la propuesta, aduciendo que el país debía pagar mucho más que lo que ofrecía. Los análisis financieros mostraban que el valor de la nueva deuda ofrecida, incluyendo las unidades atadas al crecimiento del PIB, se situaba entre los 20 y 27 centavos de dólar, lo que implicaba una quita en valor presente del orden del 73 al 80%. Este nivel de quita era considerado inaceptable por los participantes del mercado. Era crucial en estos cálculos la

²⁷ El cuadro 10 ofrece una descripción detallada de sus características.

²⁸ Concretamente, la trayectoria prevista del “PIB base” establece una tasa de crecimiento inicial de 4,3% (2005) que decrece hasta 3% en 2015 y se mantiene en ese ritmo desde allí hasta 2034.

²⁹ El programa financiero sería todavía más exigente si se incluyera el servicio de la deuda con los organismos. En tal caso, el gobierno debería conseguir un financiamiento promedio de 4 puntos del PIB por año durante el mismo período.

tasa de descuento que se empleaba. El grueso de los analistas consideraba razonable utilizar el rendimiento de activos de países emergentes de riesgo “similar”, que se situaba en ese momento en torno al 12-14%.³⁰

Hacia finales de 2004 la evolución de los mercados internacionales de capital empezó a jugar inesperadamente a favor de la oferta argentina. La liquidez mundial incentivó el apetito por mayor riesgo, lo que derivó en una creciente demanda de deuda emergente y en una reducción del riesgo soberano de los países en desarrollo.³¹ En este nuevo contexto, el canje comenzó a lucir más atractivo. Si se calculaba con una tasa de descuento acorde a las nuevas condiciones financieras (10%, como la deuda de Brasil), el valor presente de la oferta se ubicaba en un rango de entre 30 y 35 centavos de dólar, lo que implicaba una quita de 65-70%, equiparándose al precio de mercado de los títulos en *default*.³²

La mejora del ambiente financiero no impidió que continuaran las presiones para que Argentina mejorara su oferta; pero sí allanó el camino para que el gobierno lanzara finalmente el canje prácticamente sin introducir cambios en la propuesta anunciada en junio de 2004. Para ejercer presión sobre los tenedores, el gobierno sugirió que se mostraría conforme con una aceptación del 50% en adelante y advirtió que ésta era la única oferta y que quien no adhiriera, se quedaría con “papeles sin valor”.³³ Además, en los detalles finales de la propuesta, se conoció que la Argentina se comprometería a aplicar el excedente de capacidad de pago anual -definido como la diferencia entre los servicios de deuda nueva correspondientes al caso de aceptación total y aquellos derivados de la adhesión efectiva- durante cualquier año hasta 2009, a la recompra de los títulos nuevos en circulación. Esta opción valdría también para otras obligaciones financieras en circulación, excluyendo a la deuda en *default* no canjeada. La decisión apuntaba a valorizar los títulos que se estaban por ofrecer y a bloquear el eventual uso de recursos para la compra o servicio de la deuda en manos de tenedores que rechazaran la invitación del gobierno.

³⁰ La deuda de Brasil era comúnmente empleada como *benchmark*. Su rendimiento oscilaba por ese entonces en torno al 12%. La deuda de Ecuador, país que había realizado recientemente una reestructuración de sus pasivos externos, ofrecía una tasa cercana al 14%. Tan altos rendimientos eran la consecuencia de las desfavorables condiciones de financiamiento que enfrentaban coyunturalmente los países en desarrollo. El índice EMBI+ de JP Morgan, que mide el promedio ponderado del riesgo emergente, mantuvo en el bimestre mayo-junio un valor promedio de 502 puntos básicos. En igual período, el riesgo país de Brasil promedió los 691 puntos básicos.

³¹ El índice EMBI+ se redujo a un promedio de 375 puntos básicos en el último trimestre del año, mientras que el riesgo país brasileño descendió a 417 puntos básicos. El rendimiento de la deuda de Brasil se situó hacia fines de año en torno al 9-10% y la de Ecuador alrededor de 11-12%.

³² Algunos analistas financieros sostenían, incluso, que debían utilizarse tasas de descuento inferiores, pues una vez hecha la reestructuración, la deuda argentina resultaría menos riesgosa que la de muchos de los países que se utilizaban de *benchmark* para el cálculo.

³³ Más aún, con el fin de librarse de la presión de los acreedores para introducir mejoras, el gobierno “renunció” a la potestad de intervenir sobre los lineamientos de la oferta en curso, enviando un proyecto de ley -rápidamente aprobado por el Congreso- que impedía al Poder Ejecutivo realizar cambios a la propuesta. De introducirse modificaciones, éstas debería ser administradas por el Congreso, o bien éste debería devolver la potestad al gobierno para que las hiciera.

El 14 de enero de 2005, comenzó finalmente el canje de los antiguos bonos por los nuevos. Al decir del Ministro Lavagna, había llegado el momento de que “hablaran los mercados”. Seis semanas después se daba por cerrada la operación de reestructuración. El jueves 3 de marzo de 2005, el gobierno anunció que el grado de aceptación había alcanzado el 76,15% de la deuda en *default*. Esto significaba que se retirarían U\$S 62.300 millones de viejos bonos y se darían a cambio unos U\$S 35.300 de nuevos instrumentos junto con unidades ligadas al PIB por un valor *nocional* de aproximadamente U\$S 62.300 millones. La emisión se realizaría por el monto máximo de títulos Par y Cuasi-Par (U\$S 15.000 millones y U\$S 8.330 millones, respectivamente) y unos U\$S 11.900 millones de bonos Discount.

El gobierno se mostró muy satisfecho por el resultado del canje. La operación permitió reducir el *stock* de deuda pública en unos U\$S 67.328 millones³⁴ y morigerar la exposición de las finanzas públicas al riesgo cambiario, pues alrededor del 44% de los nuevos títulos fue emitido en moneda local.

5. Argentina, el FMI y el sistema financiero internacional

5.1. Argentina y el Fondo entre la crisis y el canje

Como señaláramos más arriba, es a simple vista llamativo que la crisis y el *default* de magnitudes extraordinarias se presentaran en un caso nacional que por mucho tiempo fue ponderado como ejemplo de éxito del Consenso de Washington. Casi hasta el final de los años noventa, el FMI y gran parte de los analistas de los intermediarios financieros internacionales consideraba a la experiencia argentina como uno de los casos exitosos de política macroeconómica y reformas estructurales en el contexto de globalización financiera.

El *default* de Argentina se produjo un año después de que el FMI otorgara un apoyo importante para sostener el programa de convertibilidad en crisis. En agosto de 2001, cuatro meses antes del *default*, el FMI amplió el stand by en U\$S 8.000 millones y efectivizó un desembolso. En ese momento la crisis estaba en su apogeo. La devaluación y el *default* se discutían abiertamente (en particular en medios financieros y académicos de los Estados Unidos) y había una extendida opinión de que la deuda y la convertibilidad eran insostenibles.

El apoyo a Argentina fue el último paquete de rescate aprobado por el Fondo en el período de administración demócrata en Estados Unidos. Todas las circunstancias confluyeron para que constituyera un caso ejemplar para los críticos de la gestión del FMI.

El programa mostraba abiertamente flancos criticables desde su misma concepción. No suponía ningún cambio sustancial en la política económica en curso. Particularmente, se

³⁴ Según los datos anunciados por el Ministro Lavagna, todavía no publicados, la deuda a fines de 2004 ascendía a U\$S 191.224 millones. Con la quita lograda el nuevo *stock* ascendería a unos U\$S 123.900 millones. En términos del PIB se habría pasado de una deuda del 113% a otra del 72%.

preservaba el régimen cambiario. Más allá de la innegable complejidad y de las dificultades que hubiera implicado un cambio de régimen, era total la falta de voluntad de las autoridades para intentar su modificación. Además, del lado del FMI, la preservación del régimen era congruente con el sistemático apoyo que le había brindado el organismo a lo largo de los años noventa. El régimen de caja de conversión argentino era usualmente mencionado como ejemplo polar (*corner solution*) viable para la política cambiaria de un país de mercado emergente (Fischer, 2001).

El programa apostaba a una recuperación de la confianza, a través de compromisos de medidas de austeridad fiscal. El cumplimiento de estas medidas era improbable y sus efectos dudosos. Con la crisis en pleno desarrollo, la recesión y la iliquidez hacían en gran medida endógeno el deterioro de las cuentas fiscales. Era implausible que la emisión de señales fiscales alcanzara para revertir las tendencias críticas. En resumen, en el momento de aprobación del programa y más aún en agosto de 2001, cuando el programa fue ampliado, había buenas razones para pensar que los recursos multilaterales acabarían financiando los pagos a los acreedores privados y la fuga de capitales, sin conseguir frenar la crisis e impedir el *default*, como de hecho ocurrió. Ciertamente, en el apoyo otorgado a la Argentina se mostraban bien marcadas algunas de las características de los paquetes de rescate que estaban en el foco de sus críticos.

Después del cambio de conducción del organismo que siguió a la asunción de la administración republicana en Estados Unidos, la relación del FMI con Argentina fue un destacado ejemplo en las críticas a la anterior gestión. A la cuestión se le dio suficiente importancia como para motivar una investigación especial de la *Independent Evaluation Office* (IEO, 2004).

El rumbo que toma la relación entre Argentina y el FMI después de la devaluación y el *default* de la deuda está marcado por esa historia previa de una manera algo curiosa. De hecho, el apoyo del FMI estuvo ausente precisamente cuando hubiera sido más necesario: en el período en que se trataba de estabilizar la economía después de la devaluación.

Aunque la crítica de la nueva conducción al apoyo que el FMI había dado a la convertibilidad fuera justificada, esto no daba razón para restar soporte a la política de estabilización posterior. Al contrario, la autocrítica que realizó el FMI implica de hecho un reconocimiento de su parte de responsabilidad por la crisis. Consecuentemente, mayor debería haber sido el compromiso asumido por el organismo con la estabilización.

Con nuevas autoridades en el organismo y en el país, debía esperarse al menos una actitud cooperativa. La orientación del organismo fue precisamente la opuesta. La mención a “los errores que hemos cometido con Argentina en el pasado” sirvió para justificar una actitud extremadamente reticente. La negociación se centró en una única cuestión sustantiva: los pagos que debía hacer Argentina al FMI.

El papel que jugó el FMI con relación a la estabilización y recuperación de la economía en crisis fue en la práctica muy negativo. Ya mencionamos, por ejemplo, su rol con

relación a la política cambiaria. En febrero de 2002, en un contexto de gran fragilidad política, el *staff* impulsó la modificación de régimen cambiario adoptado por el país a la salida del régimen de Convertibilidad (era un régimen de tipo de cambio fijo con controles sobre la compra de divisas). Este régimen estaba explícitamente planteado como sistema transitorio, destinado a estabilizar el tipo de cambio nominal mientras los precios domésticos absorbían el impacto de la devaluación. El tipo de cambio fijo debía flexibilizarse un tiempo después. En cambio, el FMI demandó la flotación pura del tipo de cambio inmediatamente, amenazando con no restablecer negociaciones con Argentina mientras se mantuvieran los controles. Como se describiera en un capítulo previo, la medida demandada por el Fondo fue aplicada y derivó, según era claramente esperable, en una violenta disparada del precio del dólar y una fuerte aceleración de la inflación. El país no obtuvo nada a cambio de esa *prior action*.

Poco tiempo después, el recién nombrado Ministro Lavagna implementó un nuevo programa de estabilización que mantenía la flotación pero disponía una mayor intervención en el mercado y el refuerzo de algunos controles a fin de estabilizar el tipo de cambio. Esta política también encontró la oposición del FMI. Pero en esta oportunidad las demandas del organismo no fueron atendidas. Las medidas de intervención y control que fueron aplicadas pese a la oposición del *staff* resultaron claves para la estabilización del tipo de cambio y la inflación.

Otro ejemplo del papel negativo del FMI es la orientación que trató de imponer sobre el manejo de la crisis bancaria. Desde la asunción del ministro Lavagna, el gobierno se orientó a procurar una salida gradual de la crisis, privilegiando la creación de opciones voluntarias para los ahorristas y evitando generar nuevos *shocks* en el sistema. En contra de esa orientación, el *staff* promovía “soluciones” heroicas de resultado incierto (liquidación de entidades, reestructuración de los bancos públicos, etc.). Esta cuestión tomó la forma de un conflicto abierto entre el gobierno y el *staff* del FMI, que derivó en la conformación de una comisión arbitral compuesta principalmente por ex presidentes de bancos centrales europeos.

El gobierno no atendió las principales demandas del FMI para el manejo de la crisis bancaria y persistió en su orientación, que acabó mostrándose exitosa cuando la estabilización del mercado de cambios y una incipiente recuperación de la actividad ayudaron a estabilizar el comportamiento de los depositantes. La crisis pudo ser manejada sin ulteriores interrupciones en un contexto de gradual crecimiento de los depósitos en los bancos.

Los dos ejemplos mencionados sugieren que el *staff* del FMI operó en esa fase con el diagnóstico de que el mercado cambiario no podría estabilizarse, que un proceso de hiperinflación era inevitable y que sería imposible restablecer algún grado de intermediación en moneda doméstica en el futuro próximo (de hecho, el *staff* del FMI reconoció públicamente más adelante este “error” de diagnóstico). Claro está que si la política económica hubiese seguido la orientación que quería darle el FMI, la evolución de la

economía se habría parecido más a lo que el *staff* esperaba. La aplicación de las medidas promovidas por el FMI hubiera transformado su diagnóstico implícito en una profecía auto-cumplida.

La actitud negativa del FMI se mantuvo por largo tiempo. En el segundo semestre de 2002 se estabilizaron el mercado de cambios y los precios, con posteridad a que los datos de la economía real y el sector externo empezaran a mostrar resultados positivos. El *staff* no perdió ocasión de hacer público su descreimiento con respecto a la sostenibilidad de la estabilización y la recuperación de los niveles de actividad y empleo. Es memorable al respecto el comentario público de la Directora Gerente Anne Krueger, indicando que la recuperación que mostraban los datos era el “rebote de un gato muerto”. Fue recién en mayo de 2003 que la Directora Gerente confesó públicamente haber errado su diagnóstico y manifestó haber sido sorprendida porque no hubo hiperinflación y por la rapidez de la recuperación.

Los acuerdos de 2002 y 2003 se firmaron en ese contexto de gran animosidad del *staff* contra la gestión del gobierno argentino. Dada la actitud del *staff*, la gestión política fue crucial, particularmente la posición favorable de Estados Unidos. En septiembre de 2003 se suscribió un acuerdo de tres años encaminado a refinanciar los vencimientos de capital de la deuda con el organismo. El mecanismo de la refinanciación consiste en el otorgamiento de nuevos financiamientos por montos equivalentes a los vencimientos de capital de la deuda con el organismo. Estos “nuevos financiamientos” están sujetos a los términos habituales de condicionalidad.

Los términos de la condicionalidad se establecieron para el primer año. Los de los dos años siguientes quedaron sujetos a negociaciones posteriores. La más importante de las metas comprometidas era la magnitud del superávit fiscal primario consolidado. Se determinó solamente un 3% del PIB para el primer año del acuerdo porque el gobierno resistió la presión para comprometer metas crecientes hacia adelante. Otras metas importantes incluidas en el acuerdo son la redefinición de los contratos de concesión y el establecimiento de nuevas regulaciones de las tarifas públicas de las empresas privatizadas en los años noventa, la introducción de medidas tendientes a fortalecer el sistema financiero y la aprobación de una ley de distribución de recursos fiscales entre la Nación y las provincias. La condicionalidad incluyó también una cláusula bajo la cual el país compromete un tratamiento de “buena fe” de los acreedores externos. La ambigüedad del término dejó al FMI gran margen de discrecionalidad en la evaluación del cumplimiento de esta cláusula.

Al cabo del año, Argentina había cumplido sobradamente las metas cuantitativas fiscales y monetarias, pero no así las metas cualitativas establecidas. Probablemente la más significativa de esas metas cualitativas incumplidas es la finalización de la renegociación de los contratos y el establecimiento de un nuevo marco regulatorio para las tarifas públicas.

En el momento en que el FMI debía evaluar el cumplimiento de las cláusulas de condicionalidad establecidas para el primer año del acuerdo, el país se encontraba

presentando públicamente la propuesta de reestructuración de la deuda y organizando el canje. Se generó entonces una situación de *impasse*, cuyos fundamentos comentamos a continuación.

El FMI podría haber dado por caído el acuerdo, justificando esa decisión por el incumplimiento de las metas cualitativas o resolviendo que Argentina no negociaba de “buena fe” con los acreedores. Eso hubiera representado un serio revés para el país, que se encontraba en medio del proceso de reestructuración de la deuda. Pero en esas circunstancias el FMI también se habría colocado en situación difícil. Argentina es uno de los grandes deudores del organismo y existía la posibilidad de que el país dejara de otorgar prioridad (*seniority*) a la deuda multilateral y entrara en *default* con el organismo. Esto habría generado un mayúsculo problema internacional. Además, no habría podido evitarse la interpretación de que el FMI estaba interfiriendo y tomando parte en la negociación del país con sus acreedores privados, en contradicción con la doctrina de que estos asuntos deben ser resueltos por las partes involucradas y el FMI debe mantenerse al margen, enfatizada particularmente por Estados Unidos.

El *impasse* se resolvió mediante la suspensión del programa. Por iniciativa de Argentina, su vigencia fue suspendida hasta principios de 2005. Desde la suspensión, además de los intereses, Argentina ha pagado los vencimientos de capital que no tenían posibilidad técnica de postergarse y ha solicitado y obtenido la ampliación del plazo de vencimientos que tenían esa posibilidad. Incluso se realizaron pagos menores de capital cuya postergación hubiera podido requerirse. El gobierno argentino tomó ese camino para evitar el tratamiento del caso argentino por parte del directorio antes que finalizara el canje. En el período 2002-2004 el país efectuó pagos netos de capital al FMI por más de U\$S 2.100 millones, junto con unos U\$S 1.900 millones adicionales en concepto de intereses.

5.2. La posición de Estados Unidos

La reestructuración de la deuda argentina tuvo lugar en un momento crítico de la relación entre Argentina y el FMI, que coincide con un momento de cambios en la ubicación del organismo en el sistema financiero internacional. Al respecto, la mayor singularidad del caso reside en que el diseño y la gestión de la reestructuración se desarrollaron sin ingerencia del FMI. Es la primera vez que esto ocurre en el sistema financiero internacional que se fue conformando desde los años setenta. La relevancia de esta novedad es resaltada por la magnitud récord de la deuda reestructurada y también por la magnitud inédita de la quita, la mayor en la historia de las reestructuraciones del período moderno de globalización.

Un elemento crucial de ese proceso ha sido la posición adoptada por el gobierno de Estados Unidos. Con sus manifestaciones públicas sobre el tema y principalmente a través de su influencia en el FMI, abrió el espacio para que la estrategia argentina pudiera

desarrollarse. Esta actitud política tiene un fundamento en la orientación del gobierno norteamericano con relación al sistema financiero internacional.

La administración expresa la visión de que las crisis y los *default* resultan de endeudamientos excesivos, de los cuales también es culpable la conducta irresponsable de los prestamistas. Esa conducta fue alentada en el pasado por la garantía implícita de los paquetes de rescate del FMI. Ya hemos mencionado que la relación entre Argentina y el FMI antes del *default* constituyó un ejemplo de esas críticas.

Estados Unidos demanda una menor ingerencia del FMI en las relaciones entre los países y sus prestamistas privados, tanto bajo condiciones normales como después de un *default*. Esto último tuvo una expresión bien definida, por ejemplo, con el rechazo a la iniciativa impulsada por el Fondo del *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM).

El gobierno argentino sintonizó inteligentemente su discurso con esa visión. También invocó la corresponsabilidad de los prestamistas y reclamó la no ingerencia del FMI, basándose en que la propuesta de reestructuración no requería financiamiento multilateral adicional. El programa financiero de largo plazo que fundamentó la propuesta no requiere ni presupone financiamiento multilateral adicional en el futuro. De esta característica deriva en parte la magnitud de la quita, como explicamos más adelante.

La elevada magnitud de la quita no resulta muy incómoda para el gobierno de Estados Unidos si éste es presentado como un rasgo excepcional de un caso particular. La elevada quita puede presentarse como proporcional a una gran irresponsabilidad del mercado. En este caso especial la penalidad no sería excesiva. No es incongruente que la penalidad sea ejemplarmente dura en un caso que ha sido colocado como ejemplo de mala conducta del país, sus prestamistas y el FMI.

Por lo dicho, la estrategia de Argentina no entró en conflicto con la retórica del gobierno de Estados Unidos. Por el contrario, en sus diferentes etapas desde 2001, el país ha venido cumpliendo cierto papel de ejemplo para la visión norteamericana de las fallas y posibles alternativas de funcionamiento del sistema financiero internacional. Estados Unidos hizo lugar a la estrategia de reestructuración argentina porque el caso podía jugar en favor de la idea de que los países y el mercado pueden valerse por sí mismos, sin requerir de la coordinación y el apoyo de organismos y fondos multilaterales. La alta cifra de aceptación del canje contribuye a reforzar esa idea.

5.3. Argentina y el Fondo luego de la exitosa reestructuración

Al momento que escribimos esta líneas Argentina retoma la negociación con el FMI con el activo de una alta proporción de aceptación del canje. La cifra no solamente es relevante porque legitima la operación. A partir de este episodio emergen nuevos actores y elementos de influencia, tales como las cotizaciones de los nuevos bonos y las voces del mercado financiero. Después del canje Argentina tiene a su favor un número importante de

poseedores de nuevos bonos interesados en que el FMI tenga una actitud positiva que mejore la valuación del riesgo de los nuevos papeles. Si, como ha venido ocurriendo, los precios de los nuevos bonos y las voces del mercado señalan el éxito de la reestructuración, se hace más difícil para el FMI negarse al acuerdo y forzar a Argentina a escoger entre seguir pagando los vencimientos de capital hasta la extinción de la deuda o entrar en *default* con el organismo. Ambas alternativas irían en desmedro de los intereses de los poseedores de los nuevos bonos. Además, una gran dureza del FMI resultaría políticamente incómoda para algunos gobiernos del G7, porque se vería en contradicción con la actitud de aceptación de la quita por parte de los acreedores privados, que son quienes están directamente involucrados.

Con la alta cifra de aceptación del canje, el FMI se enfrenta a un hecho consumado. Los resultados sugieren que el mercado ha tomado como un dato que los plazos de la deuda multilateral serán extendidos. Parece una presunción razonable: ¿Cómo podrían los socios multilaterales rechazar la demanda del gobierno argentino si una “supermayoría” privada aceptó una quita récord? Esta es la lógica del mercado, pero la lógica institucional del FMI es diferente y tiene peso propio.

El FMI encara el requerimiento de Argentina con la lógica de su funcionamiento institucional. Para comentar este punto es oportuno resaltar un aspecto importante de la estrategia de reestructuración. El programa financiero fiscal de largo plazo que fundamentó la propuesta de reestructuración supone que el sector público argentino no tomará financiamiento en el mercado internacional en el futuro. Esta hipótesis, conjuntamente con las proyecciones fiscales y de crecimiento del producto, es uno de los parámetros de los cuales se derivan la magnitud de la quita y la necesidad de extender los plazos de pago de la deuda multilateral.

En el momento en que se esbozó la propuesta de reestructuración, cualquier supuesto que involucrara el renovado acceso del sector público argentino al mercado internacional parecía poco realista. Pero más allá de consideraciones de viabilidad, la hipótesis resultó de una decisión política estratégica del gobierno. La propuesta de reestructuración tiene uno de sus fundamentos en esa decisión estratégica de no colocar nueva deuda pública en el mercado internacional. Consistente con esta hipótesis-decisión estratégica, el programa financiero que sustenta la reestructuración necesita y presupone la extensión de los plazos de la deuda multilateral. Este es uno de los componentes del programa de reestructuración que el FMI habría seguramente cuestionado, de haber tenido ocasión de hacerlo. (Probablemente habría cuestionado también la quita y la magnitud del superávit fiscal primario proyectado).

Este aspecto de la reestructuración incomoda particularmente al FMI. La sustentabilidad de la propuesta tiene uno de sus soportes en la extensión de los plazos de la deuda que el país tiene con el organismo. La institución no tuvo ingerencia en la confección

de la propuesta y el programa financiero que la sustenta, pese a que la deuda multilateral está de hecho involucrada.

Además de la incomodidad, debe tenerse en cuenta que esas circunstancias entran en conflicto con la lógica institucional. En la lógica de la institución, la extensión de los plazos significa la aprobación de nuevos préstamos. De hecho, el objetivo de estos préstamos sería dar sustento a un programa financiero fiscal en cuya confección no tuvo ingerencia y que está en parte basado en una decisión estratégica autónoma e inconsulta del gobierno argentino. Consecuentemente, cualquiera sea la forma que tomen esos préstamos, la aceptación de la demanda argentina significaría que el FMI se vio forzado a aceptar una importante innovación.

Los conflictos que involucran el tratamiento del caso argentino están exacerbados por las especiales circunstancias que atraviesa la institución.

El lugar que viene ocupando el FMI en la reestructuración de la deuda soberana argentina está en las antípodas del papel crucial que imaginaba para el organismo la iniciativa del SDRM propuesta por Anne Krueger al comienzo de su gestión.

Desde comienzos de los años ochenta el FMI participó activamente en las reestructuraciones de deuda soberana con el sector privado. Con relación a esta tradición y desde la perspectiva del organismo, la iniciativa del SDRM parece haber sido un intento de precisar, formalizar y fortalecer esa función del FMI. Como ya señaláramos, después de que *Wall Street* y el gobierno de EEUU enterraran la iniciativa, el papel del organismo en el tratamiento de casos de *default* de deuda soberana quedó indefinido. El rechazo por parte del gobierno norteamericano no solamente frustró la iniciativa, sino que acabó cuestionando la misma ingerencia del FMI y el vuelco de fondos multilaterales en la reestructuración de deudas con el sector privado. El caso argentino es el primero que emergió en este contexto. Es inevitable que su tratamiento y resolución establezcan un antecedente importante.

El FMI se encuentra probablemente en el momento de mayor indefinición de sus funciones en el sistema internacional y carece de orientación precisa. Ninguna nueva función reemplazó el rol de “banco central de la globalización financiera” al que se aproximó su gestión en los años 90. Por otro lado, como ya mencionamos, el entierro de la SDRM fue un duro golpe a la aspiración de un nuevo papel para la institución y nada vino en su reemplazo.

Para la Argentina, el acuerdo con el FMI completaría y consolidaría la reestructuración de la deuda. Desde el punto de vista de sus objetivos como institución financiera multilateral, no caben dudas de que corresponde que el FMI extienda los plazos de la deuda con el organismo y contribuya a la normalización del país. Pero desde la perspectiva de la institución como organización burocrática con intereses propios, el acuerdo con Argentina implica el reconocimiento formal de un papel mucho menos central del que desempeñó en el pasado.

Ha ocurrido frecuentemente que las funciones del FMI han sido redefinidas por los gobiernos de los países desarrollados, particularmente por influencia del gobierno de EEUU,

sobre la marcha, al calor de la búsqueda de salidas para problemas del momento. Así fue, por ejemplo, en 1982, cuando se generó una nueva función para el FMI en las negociaciones de las deudas externas en *default*, a partir del caso de México. Ocurrió algo semejante en 1995, también a partir del caso de México, cuando se generó la política de los grandes paquetes de rescate para el tratamiento de las crisis de la cuenta de capital.

A la luz de esta tradición, es plausible pensar que el caso argentino esté señalando una redefinición duradera de las funciones del FMI en el funcionamiento del sistema financiero internacional.

Referencias

- Cetrángolo, O., M. Damill, R. Frenkel y J.P. Jiménez. (2000): "La sostenibilidad de la política fiscal en América Latina. El caso argentino", en: Talvi, E. and C. Végh (Eds.), ¿Cómo armar el rompecabezas fiscal? Nuevos indicadores de sostenibilidad. IDB, Washington D.C.
- Cetrángolo, O. y J.P. Jiménez. (2003): "Política fiscal en Argentina durante el régimen de convertibilidad ", Serie Gestión Pública N° 108, CEPAL, Santiago de Chile.
- Damill, M. (2000): "El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la convertibilidad", Boletín Informativo Techint N° 303, Buenos Aires.
- Damill, M.; J.M. Fanelli, R. Frenkel y G. Rozenwurcel (1993): "Crecimiento económico en América Latina: Experiencia reciente y perspectivas", Desarrollo Económico N°. 130, julio-setiembre, Buenos Aires.
- Damill, M. y R. Frenkel (1987): "De la apertura a la crisis financiera. Un análisis de la experiencia argentina de 1977 a 1982", Ensayos Económicos, N° 37, BCRA, Buenos Aires.
- Damill, M. y R Frenkel (2003): "Argentina: Macroeconomic Performance and Crisis", en: Ffrench-Davis, R., D. Nayyar y J.E. Stiglitz (comps.), *Stabilization Policies for Growth and Development*, Nueva York, Initiative for Policy Dialogue, Macroeconomics Task Force.
- Damill, M., R. Frenkel y R. Maurizio (2003): "Políticas macroeconómicas y vulnerabilidad social. La Argentina en los años noventa", Serie Financiamiento del Desarrollo N° 135, CEPAL, Santiago de Chile.
- Damill, M., R. Frenkel y R. Maurizio (2002): "Argentina: A decade of currency board. An analysis of growth, employment and income distribution", Employment Paper 2002/42, International Labour Office, Geneva.
- Damill, M., R. Frenkel y L. Juvenal (2003): "Las cuentas públicas y la crisis de la Convertibilidad en Argentina". Desarrollo Económico-Revista de Ciencias Sociales, N° 170, Buenos Aires.

- Fischer, S. (2001): "Exchange rates regimes: is the bipolar view correct?", Distinguished Lecture on Economics in Government, American Economic Association, New Orleans, January 6, 2001.
- Frenkel, R. (1983a): "Mercado financiero, Expectativas Cambiarias y Movimientos de Capital", El Trimestre Económico, vol. L (4), N° 200, México.
- Frenkel, R. (2003a): "Globalization and Financial Crises in Latin America", ECLAC Review.
- Frenkel, R. (2003b): "From the boom in capital inflows to financial traps", Initiative for Policy Dialogue Capital Market Liberalization Task Force, Barcelona, España, Junio 2003.
- Gaggero, J. (2003): "La cuestión fiscal bajo la convertibilidad" Buenos Aires, mimeo.
- IEO (2004): "Report on the evaluation of the role of the IMF in Argentina, 1991-2001", Independen Evaluation Office, IMF, Washington DC.
- Melconián, C., R. Santángelo, D. Barceló y C. Mauro (1997). "La deuda pública argentina entre 1988 y 1996". Programa de Consolidación y de Reforma Administrativa y Financiera del Sector Público Nacional, Buenos Aires.
- Mussa, M (2002): "Argentina and The Fund: From Triumph to Tragedy", Working Papers, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Reinhart C., K. S. Rogoff y M. A. Savastano (2003) "Debt Intolerance", NBER Working Paper Series 9908.
- Reinhart C. y K. S. Rogoff (2004) "Serial *Default* and the "Paradox" of Rich to Poor Capital Flows", NBER Working Paper Series 10296.
- Taylor, L. (1998): "Lax Public Sector and Destabilizing Private Sector: Origins of Capital Market Crises", en United Nations Conference on Trade and Development, International Monetary and Financial Issues for 1990s, vol. 10, New York.
- Teijeiro, M. (1996): La política fiscal durante la convertibilidad. Centro de Estudios Públicos, Buenos Aires.
- U. S. Department of Commerce (1933) Shepherd Report. Default and Adjustment of Argentine Foreign Debts. Washington DC

Cuadro 8
Evolución de la deuda bruta del Sector Público Nacional
Desde el 31 de diciembre de 2001 hasta el 31 de diciembre de 2003
(en millones de dólares)

Concepto	Monto	(1)	(2)
I. Deuda Bruta Total al 31 de Diciembre de 2001	144.453	466	53,8
II. Aumento "No voluntario e incercial" Total derivado del colapso de la Convertibilidad (1 + 2 + 3)	28.184		
1. Emisión bruta de deuda posterior a Diciembre 2001	28.525		
Resolución de la crisis financiera	14.390		
Compensación a bancos por la pesificación asimétrica	5.904		
Cobertura del descalce de monedas de los bancos	2.400		
Compensación a los ahorristas	6.086		
Asistencia a las Provincias	12.108		
Bono Garantizado Provincial (BOGAR)	9.679		
Rescate de cuasi-monedas provinciales	2.429		
Cancelación de pasivos c/empleados púb, proveedores y otros	2.028		
Restitución por la quita del 13% a salarios pub y jubilaciones	873		
Bonos Consolidación (Bocones dados a proveedores y otros)	1.155		
2. Efectos de la pesificación, ajuste por inflación (CER) y otros	-14.284		
Reducción de deuda por pesificación	-22.086		
Incremento de deuda por ajuste por inflación (CER)	7.325		
Ajuste Bono Global con Cláusula de Conversión al dólar	477		
3. Atrasos de intereses al 31 de Diciembre de 2003	13.943		
Intereses no pagados	9.974		
Intereses capitalizados	3.969		
III. Amortizaciones, efectos de variaciones del tipo de cambio y otros	6.183		
Amortización de deuda	-5.411		
Reducción de deuda por pagos netos de capital a Org. Internac.	-3.340		
Reducción de deuda por otras amortizaciones	-2.071		
Crédito neto del Banco Central al Gobierno Nacional	2.851		
Efectos de variaciones de tipos de cambio y otros	8.743		
IV. Incremento Total de la deuda entre el 31 de Diciembre de 2001 y el 31 de Diciembre de 2003 (II) + (III)	34.367		
V. Total Deuda al 31 de Diciembre de 2003 (I) + (IV)	178.821	533	146,0

(1) Cociente Deuda Pública / Exportaciones (en %)

(2) Cociente Deuda Pública / PIB (en %)

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

Cuadro 9
Características de los “nuevos” bonos

		Los nuevos Bonos (en millones de U\$S)			Total
		<i>Discount</i>	<i>Par</i>	<i>Cuasi-par</i>	
Emisión de nueva deuda	Acceptación < 70%	20,170	10.000	8,330 (AR\$ 24,300)	38.500
	Acceptación > 70%	18,470	15.000	8,330 (AR\$ 24,300)	41.800
Quita		66,3%	Ninguno	30,1%	
Moneda		Para títulos existentes en U\$S, Euro y Yen: moneda original, U\$S y Peso + CER, Para títulos existentes en pesos: Peso+CER, Para títulos en otras monedas: U\$S, Euro y Peso + CER	Para títulos existentes en U\$S, Euro y Yen: moneda original, U\$S y Peso + CER, Para títulos existentes en pesos: Peso+CER, Para títulos en otras monedas: U\$S, Euro y Peso + CER	Peso + CER	
Ley vigente		New York (Peso y U\$S), UK (Euro), Japón (Yen) y Argentina (Peso y U\$S)	New York (Peso y U\$S), UK (Euro), Japón (Yen) y Argentina (Peso y U\$S)	Argentina	
Maturity		30 años	35 años	42 años	
Periodo de gracia del capital		20 años	25 años	32 años	
Duration		25,25 años	30,25 años	37,25 años	
Amortización		Pagos semi-anauales iguales durante los 10 últimos años (30 de Junio y 31 de Diciembre)	Pagos semi-anauales iguales durante los 10 últimos años (31 de Marzo y 31 de Septiembre)	Pagos semi-anauales iguales durante los 10 últimos años (30 de Junio y 31 de Diciembre)	
Tasa de interés en U\$S		8,28% (fija)	3,46% (promedio)	5,96% (fija) (3,31% en \$)	
Pagos de intereses		Años 1 a 5: 3,97% Años 6 a 10: 5,77% Años 11 a 30: 8,28%	Años 1 a 5: 1,33% Años 6 a 15: 2,50% Años 16 a 25: 3,75% Años 26 a 35: 5,25%	Años 1 a 10: 0% Años 11 a 42: 5,96% (3,31% en \$)	
Capitalización de intereses		Años 1 a 5: 4,31% Años 6 a 10: 2,51% Años 11 a 30: -,-	Sin capitalización	Años 1 a 10: 5,96% (3,31% en \$) Años 11 a 42: -,-	
Fecha de pago de intereses		Dos veces al año (30 de Junio y 31 de Diciembre)	Dos veces al año (31 de Marzo y 30 de Septiembre)	Dos veces al año (30 de Junio y 31 de Diciembre)	

Fuente: elaboración propia a partir de la información publicada por el Ministerio de Economía.

Cuadro 10
Características de los Unidades ligadas al PIB

Monto de Referencia	Las unidades ligadas al PIB se emiten por el monto del capital de los bonos "elegibles" efectivamente canjeados
Moneda de cálculo	Peso
Moneda de pago	U\$, Euro, Yen, Peso
<i>Maturity</i>	30 años
Fecha de cálculo	Anual, los 1º de Noviembre, comenzando en 2006
Fecha de pago	Anual, los 15 de Diciembre, comenzando en 2006
Monto de pago	El 5% del excedente del PIB efectivo a precios corrientes, dividido por el tipo de cambio (pesos por U\$, Euro o yen) promedio de mercado de los 15 días previos a la fecha de pago
Excedente del PIB	La diferencia entre el PIB efectivo y el PIB "base"
Suceso que gatilla el pago (<i>Payment trigger</i>)	Que el PIB efectivo (expresado a precios constantes) supere al PIB "base" en la fecha correspondiente y que además la tasa de crecimiento efectiva supere el 3%
Monto máximo de pago	El pago asociado a las Unidades se considerará concluido si, durante su vigencia, se alcanza un desembolso por unidad emitida de 0,48.
PIB "base"	PIB real de 2004 proyectado a una tasa crecimiento anual de aproximadamente 3%

Fuente: elaboración propia a partir de la información publicada por el Ministerio de Economía.