

por **MARIO DAMILL**. *Economista,  
investigador del CEDES y del  
CONICET, docente de la Facultad de  
Ciencias Económicas de la UBA*





AL CALOR DE LOS CAMBIOS EN EL CONTEXTO INTERNACIONAL, LA ÚLTIMA DÉCADA DEL SIGLO XX FUE UN PERÍODO DE APERTURA FINANCIERA Y ENDEUDAMIENTO ACELERADO EN LA ARGENTINA. DIVERSAS CONSTATAIONES PONEN EN CUESTIÓN LA TESIS ORTODOXA QUE ATRIBUYE LA CRISIS DEL ESQUEMA DE CONVERTIBILIDAD AL “DESCONTROL FISCAL”. ANTES BIEN, LA RAÍZ DEL DESEQUILIBRIO MACROECONÓMICO QUE LA GENERÓ PUEDE UBICARSE EN EL SECTOR EXTERNO.

## LA DEUDA EXTERNA EN LOS AÑOS NOVENTA: APRECIACIÓN CAMBIARIA, FRAGILIDAD FINANCIERA Y CRISIS

# A

l inicio de la segunda globalización financiera, en los primeros años setenta, la Argentina mostraba indicadores de endeudamiento bajos y estables. La deuda externa total, pública y privada, contraída fundamentalmente con organismos multilaterales y gobiernos, oscilaba entre 10 y 15% del PIB. Posteriormente, varios factores confluían para dar inicio a un cambio de época, entre ellos los cambios del contexto externo, que incluyeron un fuerte incremento de los flujos internacionales de capitales.

Desde entonces, y hasta los tempranos 2000, es posible distinguir tres etapas en la evolución de la deuda a largo plazo. En primer lugar, el país atravesaría 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*. 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, que es la que nos ocupa centralmente aquí: entre 1991 y 2001 tuvo lugar nuevamente un proceso de apertura financiera y endeudamiento acelerado, en el que se observan nuevamente varias características que habían estado también presentes en la fase que concluyera en 1982. Esta es la etapa de la convertibilidad, que desembocaría asimismo en fuga de capitales, crisis cambiaria y financiera, *default* y devaluación.

El ciclo de nuevo endeudamiento externo de los años noventa, posterior a la década perdida, puede caracterizarse por los hechos estilizados que enunciamos a continuación.

- 1)** Es necesario tomar en cuenta que, primeramente, la década se inicia con una elevada carga de obligaciones financieras externas, heredada del crítico ciclo de fines de los setenta. El problema del sobreendeudamiento no había sido resuelto.
- 2)** El acuerdo Brady, alcanzado por el país en 1992, no alteró esa situación puesto que no significó un alivio relevante en esa carga de compromisos.
- 3)** El esquema de convertibilidad daría lugar a una dinámica favorable a la acumulación adicional de deuda. Más precisamente, se desarrolló el conocido patrón macroeconómico cíclico asociado a las aperturas financieras con apreciación cambiaria, expansión, progresivo incremento de la fragilidad financiera y

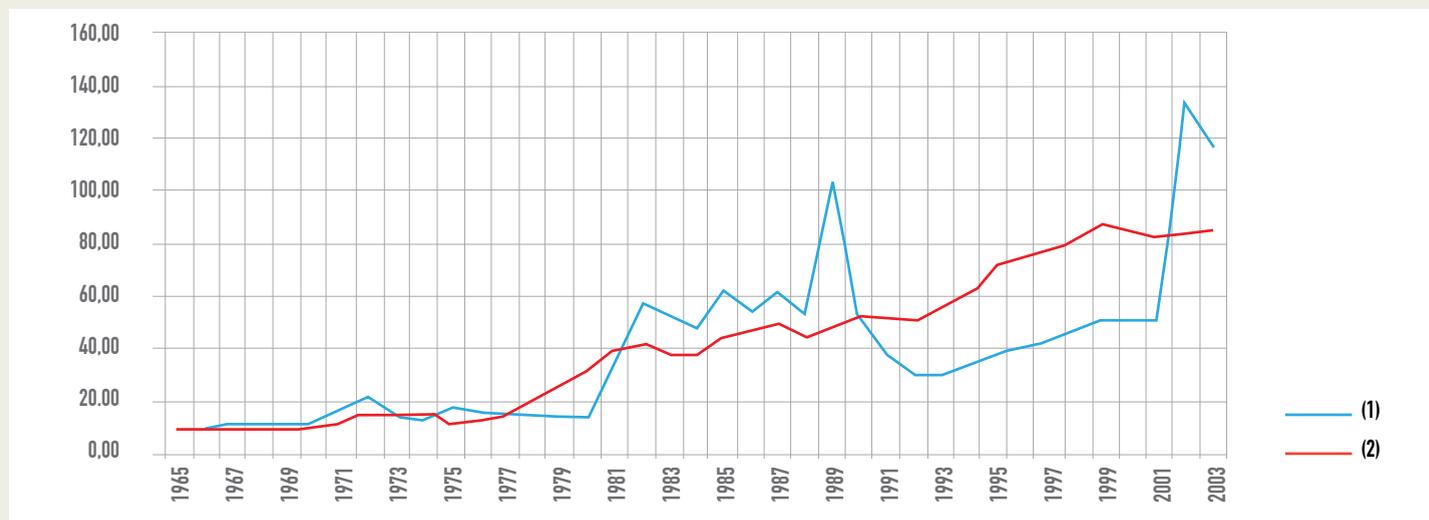
crisis, que describiremos sucintamente debajo.

**4)** Hubo dos de tales ciclos (denominados por Lance Taylor “ciclos de Frenkel-Neftci”) en el decenio: el primero culminó con la crisis del Tequila (financiera pero no cambiaria), que impactó en 1995, y el segundo terminó en la compleja y dramática crisis de 2001-2002.

**5)** Si se observa la evolución de la cuenta de capital y financiera del balance de pagos, se percibe un cambio significativo entre ambos ciclos: en el primero de ellos, los ingresos de capitales privados fueron determinantes, mientras que en el segundo la colocación de deuda pública tuvo un papel decisivo. Así, la fragilidad financiera externa de la economía fue derivando hacia una creciente fragilidad financiera fiscal.

La acumulación de deuda pública a lo largo de la década da pie para que, en los enfoques de raigambre ortodoxa, se asuma que el deterioro macroeconómico que llevó a la crisis de la convertibilidad y al *default* devino precisamente del “descontrol fiscal”, como se puede constatar en los documentos inspirados en la visión del FMI. Sin embargo, una interpretación alternativa, que consideramos más plausible, pone el acento en la significativa apreciación cambiaria inherente al programa, y el consiguiente incremento progresivo de la fragilidad financiera externa, como los principales factores de los que resultarían, endógenamente, las tendencias al aumento del déficit fiscal y al creciente endeudamiento.

En el ciclo de endeudamiento de los años setenta, la relación entre la deuda externa y el producto comenzó a presentar una nítida tendencia a incrementarse, en especial medida a tipo de cambio de PPP (paridad del poder de compra): 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. En el Gráfico 1 puede observarse la fuerte caída en 1990-'93, que no es tal en la serie calculada a tipo de cambio constante. Esa caída refleja esencialmente la abrupta apreciación cambiaria de esos años. Más en general, tales saltos reflejan la recurrente inestabilidad del tipo de cambio real.

**Gráfico 1.** Relación entre la deuda externa total y el PIB

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

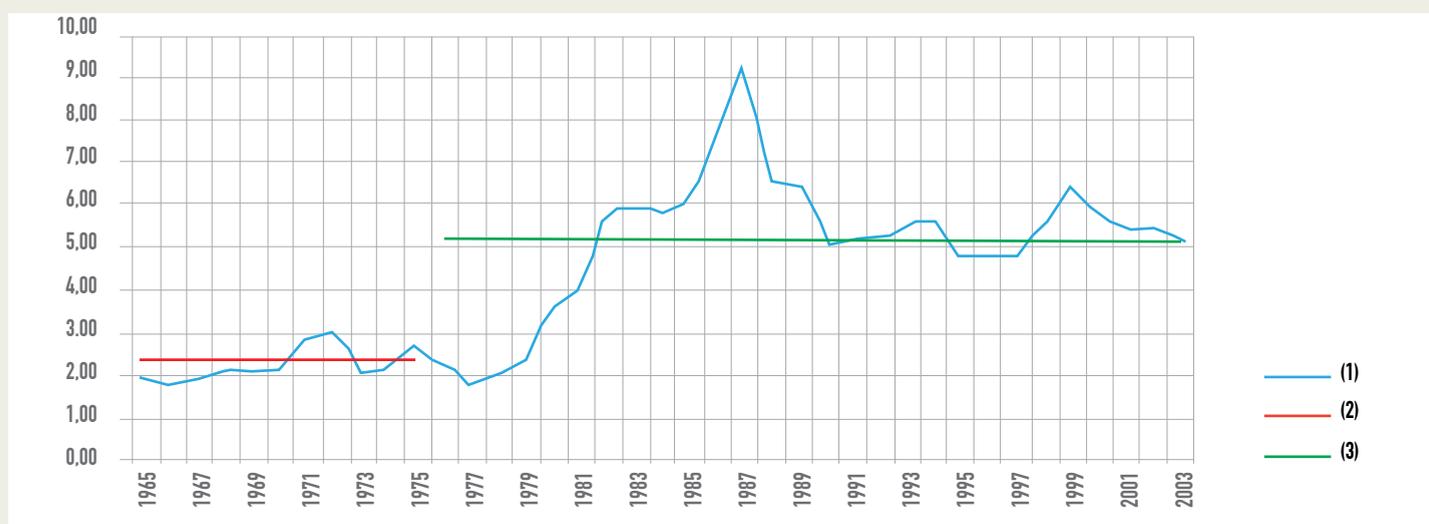
(2) Deuda externa en dólares dividida por el PIB en dólares calculado a un tipo de cambio de paridad de poder de compra.

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 se deteriora de manera abrupta, y lo hace de forma especialmente aguda entre 1977 y 1982.

**Gráfico 2.** Relación entre la deuda externa total y el valor de las exportaciones anuales de bienes



(1) Deuda externa total sobre exportaciones totales anuales.

(2) Promedio del período 1965-1975.

(3) Promedio del período 1976-2003.

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

Como puede verse en el Gráfico 2, abstrayendo el “pico” de fines de los ochenta, en lo sustancial este cambio no se revertirá posteriormente, de modo que el promedio del indicador en el lapso 1976-2001 duplica con creces el nivel registrado en la etapa de relativo aislamiento financiero concluida hacia mediados de los años setenta.

Un 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 algo semejante se verificaría a comienzos de los noventa. Como consecuencia de esto, en ambos momentos, 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. Esos factores, combinados, dan lugar a una dinámica típica, en especial en un contexto financiero externo de abundante liquidez. En efecto, los programas de estabilización basados en anclaje cambiario y apertura financiera tienden a generar una dinámica de ciclo (el ya

mencionado ciclo de Frenkel, o de Frenkel-Neftci). 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 aumenta también la fragilidad financiera interna. Sucesos exógenos pueden provocar una reversión en la tendencia expansiva. El cambio en la tendencia también puede ser provocado endógenamente por fenómenos internos, como sucediera con la crisis financiera de comienzos de los ochenta.

En los años noventa, el ritmo de incremento del endeudamiento volvería a acentuarse, en especial a partir de 1992. Como ya se indicó, 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. 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.

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 (Gráfico 1). 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.

Alrededor de 60% del incremento de la deuda externa total (medida a tipo de cambio real constante) entre 1990 y 2001 se debió al sector privado. En los tempranos años noventa, además, ese rasgo fue aún más acentuado: el sector privado originó casi 70% del aumento de las obligaciones financieras externas entre 1990 y 1995.

En ese marco, cabe preguntarse cuál es el fundamento de la difundida tesis según la cual el origen de la crisis de la convertibilidad fue de naturaleza fiscal. El examen de las cuentas públicas permite distinguir tres períodos en los años noventa. En una primera etapa se observa un muy fuerte ajuste. El déficit fiscal anual 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. 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 por varias razones. En primer lugar, se instrumentó entonces la reforma previsional que creó las administradoras privadas de fondos de pensión. Una de sus consecuencias fue una pérdida importante de aportes de los trabajadores activos al subsistema previsional 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 sistema previsional público debido a la reforma mencionada.

Después de 1997, sin embargo, el panorama fiscal cambiaría considerablemente. El impacto de las crisis rusa y brasileña de 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.

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. Sin embargo, debe decirse que la deuda medida a tipo de cambio de paridad alcanzaba ya niveles equivalentes a 60% del producto.

El Cuadro 1 ayuda a comprender algunos rasgos centrales de la evolución fiscal en la última etapa de la convertibilidad. 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. En el 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 este seguía una trayectoria creciente.

*En 1992, antes del acuerdo Brady, los títulos en circulación equivalían a solo 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.*

**Cuadro 1.** 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.

El cuadro sugiere también que las políticas fiscales procíclicas implementadas no fueron inefectivas: permitieron un sustantivo incremento del superávit primario, de más de US\$ 5.000 millones en promedio anual (sin considerar la seguridad social pública), aunque eso no fue suficiente para compensar el aumento explosivo de la cuenta de intereses, y el incremento del desequilibrio previsional.

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 del sector externo, 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 señaló arriba, el consecuente incremento del peso de los intereses tuvo un impacto negativo sobre todos los deudores incluyendo, por supuesto, al sector público, cuyo déficit tendió endógenamente a aumentar.

Para adecuarse a la nueva situación y dada la ausencia de otros instrumentos, el gobierno recurrió a medidas fiscales contractivas casi como única herramienta. La "historia oficial" solía declarar 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 Fernando 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, y desembocaría en la que fue posiblemente la crisis económica y social más grave de la historia nacional, la que significó, entre otras cosas, el abandono de la paridad fija que había estado vigente por más de diez años, y antes de eso, el incumplimiento del servicio de la deuda que, en las circunstancias entonces vigentes, resultaba imposible afrontar.