

**EL ENDEUDAMIENTO
DEL SECTOR PUBLICO ARGENTINO
EN EL PERIODO 1989 - 1995**

**UNITED NATIONS DEVELOPMENT PROGRAMME
PROGRAMA DE LAS NACIONES UNIDAS
PARA EL DESARROLLO**

Proyecto ARG/91/R03

INDICE TEMATICO

CAPITULO 1	La historia del endeudamiento público
CAPITULO 2	La deuda pública antes de 1989
CAPITULO 3	Las deudas pendientes de consolidación
CAPITULO 4	Financiamiento en mercados de capitales y con organismos internacionales
CAPITULO 5	Otros movimientos de la deuda pública
CAPITULO 6	Deuda pública y activos financieros en cartera del sector público
CAPITULO 7	Un resumen del endeudamiento del período
CAPITULO 8	El futuro: recomendaciones para una política de deuda pública
Apéndice	El endeudamiento del sector público: un enfoque conceptual

INDICE DE CUADROS

CAPITULO 1

Cuadro 1 La deuda pública externa entre 1983 y 1988

CAPITULO 2

Cuadro 2 El stock de deuda pública bruta en 1989

Cuadro 3 Efecto de la variación de los tipos de cambio sobre la deuda

Cuadro 4 ¿Cómo se llega a la deuda bancaria de 1989?

Cuadro 5 Compensación de deudas entre bancos oficiales y la Secretaría de Hacienda en el marco del plan Brady

CAPITULO 3

Cuadro 6 Principales emisiones de títulos para consolidación de deudas

Cuadro 7 Colocación de bonos de consolidación de deudas previsionales

Cuadro 8 Colocación de bonos de consolidación y de consolidación de regalías hidrocarburíferas

Cuadro 9 Colocación de bonos del Tesoro y bonos de Tesorería

Cuadro 10 Detalle de la colocación de bonos del Tesoro y de Tesorería entre 1989 y 1995

Cuadro 11 Pago de retiros voluntarios e indemnizaciones por despido del personal de empresas públicas entre 1990 y 1995

Cuadro 12 ¿Cómo se llega a la deuda pendiente de consolidación a diciembre de 1989?

CAPITULO 4

Cuadro 13 Colocaciones de bonos en mercados voluntarios

Cuadro 14 Amortizaciones de deuda del sector público no financiero

Cuadro 15 Recompra de títulos y rescate de bonos

Cuadro 16 Préstamos de organismos internacionales al sector público

CAPITULO 5

- Cuadro 17 Rescate de papeles de deuda en privatizaciones*
Cuadro 18 Cancelación con títulos y transferencia de pasivos
Cuadro 19 Proceso de privatización de YPF
Cuadro 20 Otras emisiones de bonos
Cuadro 21 Bonos de consolidación aplicados al pago de deudas impositivas y deudas previsionales
Cuadro 22 Las negociaciones con el club de París
Cuadro 23 Intereses devengados capitalizados

CAPITULO 6

- Cuadro 24 Títulos en cartera del sector público*
Cuadro 25 Activos financieros en poder del sector público
Cuadro 26 Activos del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial
Cuadro 27 Activos del Fondo Fiduciario para Capitalización bancaria

CAPITULO 7

- Cuadro 28 El stock de deuda pública bruta en 1995*
Cuadro 29 Evolución de la deuda pública entre 1989 y 1995: sus fuentes de variación
Cuadro 30 Resumen de la variación de la deuda pública en circulación en poder del sector privado neta de activos financieros en poder del sector público entre 1989 y 1995
Cuadro 31 La deuda pública entre 1989 y 1995 respecto de los principales indicadores macroeconómicos

CAPITULO 8

- Cuadro 32 Los cambios en la composición de la deuda pública entre 1989 y 1995*
Cuadro 33 Ejercicio de simulación sobre vencimientos de capital de deudas bajo dos escenarios

Apéndice

- Cuadro 34 Activos y Pasivos del BCRA a lo largo de la Convertibilidad*

RESUMEN Y CONCLUSIONES

1. Este trabajo tiene dos objetivos primarios. En primer lugar, estimar el saldo de deuda pública¹ existente a diciembre de 1989, de manera tal de incluir en los registros de la deuda no sólo aquella que estaba reconocida e instrumentada, sino adicionalmente la que estaba devengada pero pendiente de consolidación. En segundo lugar, comparar ese saldo de deuda con la estimación a diciembre de 1995 y explicar las fuentes principales de variación a lo largo de dicho período.

2. A diciembre de 1995, el saldo de deuda pública bruta de Argentina ascendía a US\$ 92.707 M. A la deuda pública que surge del *Boletín Fiscal* del Ministerio de Economía de US\$ 87.091 M, le hemos añadido un supuesto de US\$ 5.000 M como deuda que aún está pendiente de consolidación y también US\$ 616 M de deudas reconocidas de la Administración Nacional de la Seguridad Social con beneficiarios previsionales, cancelables mediante pagos en efectivo, que no se incluyen en los registros oficiales de la deuda publicados periódicamente.

3. A diciembre de 1989, el monto estimado de deuda pública totalizaba US\$ 96.472 M. A este monto se llega a partir de una deuda pública bruta reconocida de US\$ 63.672 M, a la cual le fue sumada un total de US\$ 25.745 M que surge de la estimación que corresponde a deudas pendientes de consolidación anteriores a diciembre de 1989 y US\$ 2.995 M de pasivos de ex-empresas públicas que fueron transferidos a los nuevos accionistas tras los procesos de privatización. **Dentro de las deudas pendientes de consolidación se incluyen aquellas consolidadas mediante entrega de bonos y también las canceladas con pagos en efectivo.** Además, se mantiene el monto supuesto de US\$ 5.000 M que a diciembre de 1995 aún está pendiente de consolidación. Simultáneamente, incluye un ajuste del saldo de deuda de US\$ 4.060 M que surge de reestimar los saldos originales de deudas

¹ Incluye Administración Nacional, deudas del BCRA con organismos internacionales, ANSeS, empresas públicas y entes residuales. Excluye provincias y bancos oficiales.

denominadas en monedas distintas al dólar estadounidense a los tipos de pase que regían en diciembre de 1995.

4. Como se explica a lo largo del trabajo, a los efectos de estimar el saldo de deudas pendientes de consolidación hemos utilizado un criterio intermedio. No aceptamos un criterio puramente de caja que sostiene que el saldo de deuda pendiente no debe contabilizarse en el momento en que la misma se devengó sino en el momento mismo de su instrumentación y entrega del bono al acreedor. Por el contrario, tampoco aceptamos el criterio de estimar el saldo de deuda pendiente por el monto de los reclamos judiciales y extrajudiciales que los acreedores estaban demandando. Hemos preferido incluir el monto acumulado, devengado en períodos anteriores, aun cuando la deuda no estuviere instrumentada sino pendiente de consolidación y por los montos que, a posteriori, efectivamente se realizó la consolidación. De esta manera, para aquellos casos en los cuales la instrumentación ex-post pudiera haber generado una quita, explícita o implícita, respecto a lo solicitado por el acreedor o incluso a lo determinado por la Justicia, la metodología de este trabajo consiste en no admitir el concepto de quita (como si hubiera una caída de deuda) e incluir como deuda pendiente de consolidación en el período que corresponda al monto de bonos efectivamente entregado al acreedor. En síntesis, consideramos que la consolidación de deudas preexistentes no produjo un aumento del endeudamiento público (visión que sostienen quienes la contabilizan al momento de la instrumentación) ni tampoco una caída del saldo de deuda, tal como piensan quienes sostienen que mediante la consolidación el Estado redujo sus deudas contingentes porque negoció una quita ya que los acreedores estaban reclamando montos mayores.

5. En la estimación del saldo de deuda existente a diciembre de 1989 no fue incluida aquella deuda que fue consolidada pero cuyo devengamiento se hubiese generado con posterioridad a esa fecha, la que ha sido considerada como una fuente de variación del período que corresponda.

6. El monto de US\$ 25.745 M de deuda pendiente de consolidación a diciembre de 1989 surge de los siguientes datos. En primer lugar,

sabemos que el total de bonos de consolidación de deudas efectivamente entregados a acreedores del Estado ascendió a US\$ 26.309 M, de los cuales hemos estimado que US\$ 11.140 M fueron deudas que se devengaron con posterioridad a 1989 y por lo tanto no fueron incluidas como pendientes de consolidación a dicha fecha, sino como generadas con posterioridad. Al mismo tiempo, se incluyeron en el total pendiente de consolidación US\$ 5.576 M que son deudas con beneficiarios previsionales previas al '89 que fueron canceladas en efectivo (y no mediante bonos) con posterioridad a 1989, por pagos de indemnizaciones y retiros voluntarios de personal de empresas públicas y deudas de entes residuales asumidos por el Estado. Finalmente se incluye en el total estimado US\$ 5.000 M de deuda que a fines de diciembre del '95 aún estaba pendiente de consolidación.

7. De esta manera, de acuerdo con lo señalado en los puntos 2 y 3, entre 1989 y 1995 se produjo una caída de la deuda pública bruta de US\$ 3.765 M, de US\$ 96.472 M a US\$ 92.707 M. De medir dicha deuda en dólares constantes de 1995, la caída sería de US\$ 11.754 M, es decir que la deuda pública bruta en dólares constantes de 1995 pasó de US\$ 104.461 M en 1989 a US\$ 92.707 M en 1995.

8. En el total de deuda pública bruta señalado para fines de 1989, el sector público tenía en cartera propia instrumentos de deuda pública por US\$ 502 M que correspondía a tenencias de Bonos Externos en poder del Banco Central. En tanto, en los datos a diciembre de 1995, la deuda pública en cartera del sector público ascendía a US\$ 3.977 M, de los cuales US\$ 807 M correspondían a la Administración Nacional de la Seguridad Social y US\$ 3.170 M al Banco Central. De esta manera, la tenencia de deuda pública en cartera del propio sector público aumentó en US\$ 3.475 M, lo cual, bajo ciertas condiciones, debe ser neteado de los saldos de deuda pública bruta para arribar a un endeudamiento público bruto en poder del sector privado.

9. Asimismo, a diciembre de 1995, el sector público era tenedor de activos financieros por US\$ 6.347 M, de los cuales US\$ 3.543 M son bonos del gobierno de los EE.UU. que sirven de colateral a los bonos Brady, US\$

1.525 M son bonos públicos colocados con cargo a las provincias y US\$ 1.279 M son activos del Fondo Fiduciario para Capitalización Bancaria y Desarrollo Provincial contra bancos privados y provinciales.

10. Por lo tanto, teniendo en cuenta que entre 1989 y 1995 la deuda pública cayó US\$ 3.765 M, que la deuda en cartera del sector público aumentó US\$ 3.475 M y que los activos financieros en poder del sector público aumentaron US\$ 6.347 M, se concluye que la **deuda pública en circulación en poder del sector privado, neta de los activos financieros en poder del sector público, cayó US\$ 13.587 M a lo largo de los seis años bajo análisis, de US\$ 95.970 M a US\$ 82.383 M.**

11. Hemos clasificado a los factores que explican la caída de la deuda bruta por US\$ 3.765 M entre aquellos en los cuales las **operaciones generaron movimiento de fondos o de caja** y aquellos que, **aun significando alteraciones en el endeudamiento público, no implicaron necesariamente movimientos de fondos o de caja.** A lo largo del período bajo análisis, el conjunto de operaciones que generaron movimientos de caja produjo un aumento de la deuda pública total de US\$ 343 M mientras que las que no generaron movimientos de caja hicieron caer la deuda en US\$ 4.108 M.

12. Dentro del conjunto de operaciones con efecto caja se encuentran:
i) las colocaciones de bonos públicos en el sector privado, neto de amortizaciones de bonos, que generaron una caída del saldo de deuda de US\$ 3.176 M, producto de colocaciones por US\$ 11.981 M y amortizaciones por US\$ 15.157 M; ii) las operaciones con Organismos Internacionales implicaron un endeudamiento neto positivo de US\$ 8.479 M, producto de desembolsos por US\$ 16.565 M y amortizaciones por US\$ 8.086 M (como señalamos anteriormente, parte de este endeudamiento neto tiene como contrapartida activos financieros del gobierno), y iii) la cancelación en efectivo de deudas por US\$ 4.960 M que surge de deudas con beneficiarios previsionales por US\$ 1.655 M, por retiros voluntarios de personal de empresas públicas por US\$ 2.455 M y deudas de entes residuales de empresas públicas US\$ 850 M.

13. Entre las operaciones de deuda pública que no necesariamente significaron movimientos de caja deben distinguirse: i) rescates de deuda como contrapartida de privatizaciones por US\$ 15.227 M a lo que se le debe sumar otros US\$ 2.995 M de pasivos transferidos a los nuevos dueños; ii) rescates de bonos por planes de facilidades de deudas impositivas y previsionales por US\$ 2.820 M; iii) una reducción del capital de la deuda tras el Plan Brady por US\$ 5.773 M; iv) un aumento por consolidación de deudas devengadas con posterioridad a 1989 mediante la entrega de Boques Previsionales (serie I y II), Bonos de Consolidación, Bonos de Consolidación de Regalías de Hidrocarburos, Bonos del Tesoro y de Tesorería por US\$ 11.140 M; v) el aumento de la deuda que produjo la capitalización de intereses devengados de bonos, de deudas con bancos comerciales del exterior que fueron consolidados en el Plan Brady y con el Club de París por un total de US\$ 8.643 M, y vi) una emisión neta de bonos no colocados en mercados voluntarios, parte de los cuales permanecen en cartera del sector público, neto de las amortizaciones de los bonos en cartera del propio sector público, por US\$ 3.410 M. Todos estos conceptos suman la caída de US\$ 4.108 M durante los seis años bajo estudio.

14. En comparación con ciertos indicadores macroeconómicos, la deuda pública bruta como porcentaje del PBI (valuado al tipo de cambio real de cada período) cayó del 125,8% en 1989 a 32,4% en 1995. Si el PBI de 1989 se evalúa al tipo de cambio real de 1995, el cociente deuda/PBI cayó del 47,1% al 32,4%. Los mismos cálculos para la deuda en poder del sector privado, neta de los activos financieros, muestran una caída del 125,1% al 28,8% y del 46,8% al 28,8% respectivamente. Como porcentaje de las exportaciones, la deuda pública total que representaba un 1.007,1% cayó al 443,7% en 1995, como consecuencia adicional del incremento en las exportaciones. La misma medición para la deuda neta en circulación en poder del sector privado cae de 1.001,8% a 394,3% en términos de exportaciones.

15. Respecto a la política de deuda pública para el futuro, es conveniente en principio diferenciar el actual contexto del pasado. La primera diferencia es que no hay en la actualidad instrumentos de deuda en los cuales el país esté incumpliendo contratos, o sea, los pagos están al día.

La segunda diferencia es que el total de bonos como instrumentos de la deuda pública en el total de la deuda pública que era de 8,7% en 1989 es ahora del 62,9%. Esto implica que la posibilidad de abrir negociaciones con representantes de acreedores al estilo de los comité de monitoreo que representaban a los bancos y con los que se acordaban financiamientos y refinanciaciones globales resulta hoy prácticamente imposible. En tercer término se está creando un mercado de colocación de bonos de carácter voluntario, 20,2% de la cartera de bonos, frente a sólo 1,6% en el pasado. Cualquier retroceso en algunos de estos puntos aumentaría el riesgo país de Argentina.

16. Asimismo, sólo por capital, el sector público argentino deberá hacer frente a vencimientos superiores a los que hubo en años recientes. Por ejemplo, US\$ 11.000 M para cada año en 1997 y 1998 y a partir de allí subiendo. Los montos de vencimientos anuales son significativos, lo que podría llegar a introducir cierta incertidumbre en los mercados de capitales, aun en un contexto de crecimiento económico, asociados no tanto a que el stock de deuda fuere elevado ya que en términos del PBI puede ir decreciendo sino en función de la maduración promedio del saldo de deuda. Estos montos requerirán de un sostenido desarrollo del mercado de capitales local y del ahorro interno para que el Estado pueda financiarse, sin perturbaciones hacia el sector privado y sin una exagerada dependencia con el exterior. Por lo tanto, una estrategia de financiamiento del sector público, cuidadosamente programada, con alargamiento de los plazos promedios de maduración de la deuda, es de primaria importancia.

1 LA HISTORIA DEL ENDEUDAMIENTO PUBLICO

En este capítulo presentamos una breve descripción del proceso de endeudamiento del sector público argentino en las décadas del '70 y '80. Para facilitar la exposición dividimos la descripción en dos partes: la evolución de las llamadas **deuda externa y deuda interna**. Esta división entre deuda externa e interna, tal como se hacía tradicionalmente (la deuda en dólares definida como externa en poder de no residentes y la interna en pesos en poder de residentes), ha perdido relevancia en 1995. Prácticamente toda la deuda pública está denominada en moneda extranjera; sin embargo, una parte no despreciable de la misma está en manos de residentes argentinos¹. Definida por tipo de moneda, esa deuda sería considerada externa. Pero por lugar de residencia o nacionalidad del acreedor, debería ser considerada interna. En este capítulo, sólo a los efectos de conocer el origen y el desarrollo del proceso, tal división es pertinente.

1. La deuda pública externa

Durante el proceso de endeudamiento público externo de los últimos años, podemos distinguir cinco etapas generales en el tratamiento de la deuda. La **primera** abarca desde mediados de la década del '70 hasta 1981. La fluidez de los mercados internacionales permitió a muchos países en desarrollo, entre ellos la Argentina, acceder a volúmenes de financiamiento importantes. Los **principales prestatarios en esta etapa fueron los bancos comerciales**.

A fines de la década del '80, empezó a subir la tasa de interés en los EE.UU., consecuencia de un cambio en la política monetaria. La LIBOR, que durante la década del '70 había promediado 8% anual, trepó al 14% en 1980 y a más del 16,5% en 1981. Los bancos comerciales reaccionaron **desacelerando el**

¹ Recientemente, el Ministerio de Economía ha publicado cifras de la deuda externa que incluye la deuda pública y privada en poder de no residentes. Según esas estimaciones, la deuda externa a fin de 1995 ascendía a US\$ 89.600 M, de los cuales US\$ 66.991 M correspondían al sector público no financiero y el BCRA. De esta manera puede estimarse que la deuda pública en manos de residentes ascendía, a esa fecha, de US\$ 25.716 M.

flujo de créditos dirigidos a las economías del área. Sin embargo, todavía las relaciones entre Argentina y sus acreedores se consideraba normal.

Dos episodios a mediados de 1982 abrieron una **segunda etapa** que puede llamarse la **crisis de la deuda**: la declaración del gobierno mexicano sobre la imposibilidad de servir su deuda y la guerra de las Malvinas en la Argentina.

El diagnóstico era que **el problema de la deuda era de liquidez más que de solvencia**, por lo que se abrió una etapa de requerimientos de reprogramación de deudas. Los acreedores bancarios pretendieron mejorar su posición financiera, reduciendo su exposición en créditos en Argentina. Mejorar la capacidad de pagos del país implicaba en ese entonces programas de ajuste del sector externo, una contracción del gasto interno de la economía, tendiente a aumentar las exportaciones y reducir las importaciones, para que mediante un superávit comercial el país dispusiera de las divisas para honrar parte de sus compromisos internacionales. La estrategia argentina durante gran parte de la década del '80 consistía en esperar y ver, con la esperanza de que las tasas de interés en el mundo bajasen o mejorasen las condiciones de la economía mundial. Esta estrategia o visión sector externista se vio perjudicada por la caída de los precios internacionales de los productos agropecuarios de exportación que simultáneamente con otros commodities sufrieron la iliquidez internacional.

Los bancos internacionales convinieron en refinanciar los vencimientos de capital a mediano plazo. En algunos casos, acordaron nuevos préstamos (a veces simples movimientos contables) que el país utilizaba para honrar parte de los intereses. Argentina redujo el volumen de inversión y consumo interno con el objeto de generar superávit comercial. Pero la recesión y el estancamiento fueron la consecuencia de estos ajustes.

En 1983, se firmó el primer préstamo bancario Term Credit Agreement (TCA) que permitió regularizar atrasos en los intereses de la deuda. En 1984 se firmó un Plan Financiero con los bancos, precedido por un acuerdo Stand By con el FMI, donde se refinanció toda la deuda vencida hasta 1985, dando lugar a la emisión de un Guarantee Refinancing Agreement (GRA), a 15 años de plazo que comenzaría a vencer a partir de 1988. Este programa se complementó con programas de facilidades comerciales (Trade Credit and Deposit Facility (TCDF)), capitalización de deuda contra moneda local y préstamos on lending.

A fines de 1985, la fatiga del endeudamiento llevó al secretario del Tesoro de los EE.UU. Baker a exponer su plan de un ajuste en crecimiento. Esta tercera etapa apuntaba a adicionar al necesario ajuste, la instrumentación de programas de **reformas estructurales** que permitieran el crecimiento económico. Los organismos internacionales de crédito proveerían financiamiento a los países que complementarían los programas de contención de la demanda con medidas de expansión de la oferta de bienes y reforma estructural de sus economías.

Esta propuesta fracasó, entre otros motivos, por la resistencia de los acreedores bancarios a aportar nuevos fondos. Estos acreedores comenzaron a **previsiónar** un porcentaje de los créditos otorgados, hecho que les permitió fortalecer su posición negociadora. **Los organismos multilaterales aumentaron durante ese período su exposición con Argentina** en aproximadamente el 200%, mientras que los bancos apenas incrementaron su exposición con Argentina en 13%. Entre 1983 y 1989, la participación relativa de los bancos comerciales como acreedores de Argentina cayó del 71% al 65% del total de la deuda.

En 1987, se firmó un nuevo Plan Financiero donde se refinanció el GRA de 1985 y la deuda vencida de 1986 y 1987, a 19 años, con primer vencimiento en 1994. Los TCA de 1983 y 1985 se refinanciaron a 15 años con vencimiento a partir de 1992.

Puede decirse entonces que el **plan Baker en Argentina** sirvió para que los **bancos comerciales** redujeran el peso de su participación como acreedores a costa de un aumento del endeudamiento con las instituciones internacionales. En la práctica, el financiamiento de los organismos internacionales no fue destinado a las **reformas estructurales** sino al **cierre del balance de pagos**. Y el resto del financiamiento se limitó prácticamente al cierre de la brecha del balance de pagos, con la imposibilidad del país de volver al financiamiento voluntario.

La deuda pública **externa** de Argentina (que como hemos dicho no incluye la llamada deuda interna y la deuda pendiente de consolidación) que hacia 1983 ascendía a US\$ 45 mil M se había incrementado hasta aproximadamente US\$ 58,3 mil M a fines de 1987 (ver cuadro 1). Así se llegó a una **cuarta** etapa, a partir de 1988, donde Argentina comienza a hacer uso de la mora en el servicio de los intereses y capital de su deuda como un medio forzoso de financiamiento, que

LA DEUDA PUBLICA EXTERNA ENTRE 1983 Y 1988

Stock a fin de cada año en millones de US\$ (1)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	Var. 88/83
Deuda externa total	45,069	46,171	49,326	51,422	58,324	58,473	13,404
Bancos	31,867	32,740	33,777	33,695	36,848	37,277	5,410
FMI	1,173	1,140	2,289	2,719	3,825	3,678	2,505
Organismos Internacionales	1,720	1,678	2,280	2,886	4,495	4,770	3,050
Tenedores de títulos	4,208	4,307	3,922	3,638	3,528	2,915	-1,293
Club de París	0	0	2,061	4,538	5,302	5,228	5,228
Otros	6,101	6,306	4,997	3,946	4,326	4,605	-1,496

(1) No incluye la deuda en moneda nacional ni lo pendiente de consolidación

Item de memorando

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	
Deuda externa total en dólares constantes de 1995	54,124	54,142	58,168	62,398	69,012	66,481	Var. 83/88 12,357
Deuda externa total en % del PBI							Prom. 83/88
- a tipo de cambio real constante	23.5%	23.1%	26.5%	26.5%	28.6%	28.1%	26.0%
- a tipo de cambio real del periodo	43.3%	39.5%	55.9%	48.6%	53.6%	46.1%	47.8%
Deuda externa total en % de las exportaciones de bienes	575.2%	569.5%	587.5%	750.5%	917.0%	640.1%	Prom. 83/88 673.3%

Fuente: M&S Consultores en base a datos del BCRA

continuó hasta ya entrado el programa de Convertibilidad y el plan Brady.

Entre 1983 y 1988, la deuda externa pública había aumentado US\$ 13.404 M. Entre los principales aumentos, se encuentra el endeudamiento con los bancos internacionales, con el Club de París y con organismos internacionales (FMI, Banco Mundial, etc.), cada uno de los cuales aumentó en más de US\$ 5 mil M. Durante este período, el país canceló en términos netos deuda instrumentada en bonos como consecuencia del hecho de que nunca se entró en default en el servicio de bonos y por otro lado en la imposibilidad de colocar nuevos flujos de bonos en los mercados internacionales.

Dado que durante el período hubo inflación internacional, podemos medir la evolución de la deuda externa total en dólares constantes (por ejemplo de 1995). Se aprecia que la deuda externa aumentó de US\$ 54.124 M (en dólares ajustados de 1995) a US\$ 66.481 M, es decir, una variación absoluta de US\$ 12.357 M. El saldo de la deuda externa pasó de representar en 1983 un 23,5% del PBI (medido al tipo de cambio real que regía en 1995, para facilitar las comparaciones y evitar cambios atribuibles a modificaciones del poder de compra del dólar) al 28,1%; como porcentaje del PBI en dólares del período, la deuda externa se ubicaba en el 46,1% en 1988 y como porcentaje de las exportaciones, la deuda externa pasó del 575,2% en 1983 al 640,1% en 1988.

Hacia principios de 1992, luego de un año de vigencia del programa de Convertibilidad, Argentina decidió acelerar el paso hacia la normalización de sus relaciones con sus acreedores del exterior, iniciando una quinta etapa. El plan de Convertibilidad puede considerarse como la normalización de la relación del gobierno argentino con su acreedor privilegiado: el tenedor de la moneda local. Las reservas internacionales del Banco Central pasaron a ser propiedad de los tenedores de pesos mediante su prenda legal. Otro problema era la deuda interna que, como veremos, se consolidó en bonos gubernamentales según la ley 23.982. La deuda con los organismos internacionales (Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, BID, etc.) se mantuvo siempre en condiciones normales, a pesar de ciertos atrasos. Y finalmente quedaba la deuda con los acreedores bancarios internacionales que estaba en situación irregular desde 1988, con moras en los intereses y en el capital. La normalización iba a darse en el marco del llamado plan Brady.

Argentina negoció el plan Brady como una parte integrante del programa de Convertibilidad. Se generaron dos batallas conceptuales. La primera respecto a las reservas del Banco Central. Argentina negoció y consiguió que las reservas del BCRA sean inembargables porque son propiedad de los tenedores de pesos. O sea, las divisas del Banco Central no podían entrar en la mesa de negociaciones. La segunda batalla conceptual sostenía que la deuda era una deuda fiscal, del sector público, que debía ser atendida precisamente con recursos fiscales. Como el gobierno tiene mayor facilidad para obtener recursos fiscales en un contexto de crecimiento económico, el viejo concepto de ajuste perdía sentido. No se acordaba en medio de un programa de ajuste que redujera el gasto interno para generar superávit comercial (porque la deuda no era un problema de divisas) sino inserto en un programa de reforma estructural que apuntaba al crecimiento económico y al equilibrio fiscal.

El plan consistió básicamente en el canje de la vieja deuda financiera que la República había adquirido a sola firma (y que no tenía respaldo) en bonos garantizados, de mejor calidad. Argentina tenía a fines de 1989 una deuda con los bancos comerciales de aproximadamente US\$ 38,7 mil M, que se incrementó por atrasos de intereses devengados con posterioridad a dicho año y se redujo por la cancelación de deuda generada antes del plan Brady con las privatizaciones de Entel, Aerolíneas Argentinas y otros. La deuda con los bancos se componía del capital original, que nunca fue amortizado y que se venía refinanciando, y de los intereses que fueron venciendo desde 1988. Una deuda financiera contraída con bancos oficiales argentinos fue en parte compensada con activos del Banco Central contra esos bancos, como se explicará en próximos capítulos.

Desde 1988 hasta 1990, Argentina prácticamente no pagó los intereses devengados con los bancos comerciales, y desde 1990 en adelante fue pagando un monto mensual fijo inferior a los devengamientos. Los intereses impagos se fueron acumulando y en el momento de la negociación se reconoció el devengamiento de intereses sobre los intereses.

Para cancelar los intereses devengados impagos, se decidió la instrumentación de un bono a tasa flotante (Floating Rate Bond), a doce años de

plazo, con tres de gracia y amortizaciones graduales y crecientes a partir del tercer año. El capital de este bono no tiene garantías.

Por la deuda del capital, Argentina emitió dos títulos a treinta años. Un bono ("Par Bond") que se canjeó a la par, sin quita explícita de capital pero a una tasa de interés fija y preferencial. Y un bono con descuento ("Discount Bond") que se canjeó con una quita del 35% del capital y que paga la tasa de interés de mercado LIBOR más un spread de 13/16% por año. El capital de ambos bonos vence íntegramente en el año 30, estando colateralizados en su totalidad por un bono con cero cupones del gobierno de los EE.UU.. Argentina deberá pagar los intereses de los bonos semestralmente. Adicionalmente se mantiene un activo financiero que garantiza un año corrido de los intereses de dichos bonos.

Para las estadísticas de endeudamiento, solamente la parte de la deuda bancaria que fue canjeada por bonos con descuento implica una caída nominal o quita en el saldo de deuda respecto a la situación original. En el caso del bono a la par, el saldo nominal de deuda no se altera. En términos económicos y financieros, dicha metodología no refleja la realidad del plan Brady. El canje de deuda por ambos bonos implicó una quita, en aquel momento, al saldo de deuda. En el caso del bono con descuento, la quita es evidente y aparece en las estadísticas. **Pero también en el caso del bono a la par hubo una quita implícita en el diferencia de tasa de interés que tienen los cupones de este bono y la tasa de interés a 30 años que regía en aquel momento. Calculada a los niveles de tasas de interés existentes en 1993, el valor presente de la quita de intereses que Argentina obtuvo por la emisión del bono a la par con una tasa de interés inferior a la de mercado era aproximadamente igual al 35% de quita explícita que se obtuvo con el bono con descuento ².**

Sin embargo, a lo largo de este trabajo se seguirá en este caso un enfoque contable estadístico y no económico, por el cual el plan Brady implicó únicamente una quita del 35% del capital adeudado en el caso del canje por bono con descuento e incluyendo como saldo contable de deuda al bono a

² La quita implícita obtenida por los bonos a la par se calcula como el valor presente de la diferencia entre la estructura temporal de las tasas de interés de uno a treinta años y la tasa fija del bono a la par, descontadas a las tasas de interés de mercado. A las tasas de interés del momento del acuerdo, la quita implícita estaba entre el 32 y el 35%.

la par al 100% de su capital, como si no existiera la quita implícita en el valor presente de los intereses.

A los efectos de reunir el dinero para la compra de los bonos del Tesoro estadounidense que colateralizan los bonos y el depósito que respalda un año de intereses, Argentina obtuvo financiamiento adicional de organismos internacionales. Macroeconómicamente, debe considerarse este financiamiento como endeudamiento y las garantías como activos financieros de la República. En el año 2022, Argentina estará en condiciones de cancelar totalmente su deuda por el capital de ambos bonos con su tenencia del bono de los Estados Unidos.

2. La deuda pública interna

El otro componente del endeudamiento del sector público fue originado internamente. Dividiremos la descripción de este proceso en tres componentes: i) la deuda del BCRA con bancos locales por encajes remunerados y depósitos indisponibles y ciertos pasivos del Tesoro que fueron consolidados en diciembre de 1989 en Bonos Externos serie 1989, en el marco de lo que dio en llamarse el plan BONEX; ii) la deuda pública que el Estado contrajo con los jubilados del Sistema Nacional de Previsión Social por haberles abonado jubilaciones y pensiones por debajo de lo que indicaban las leyes vigentes; y iii) la deuda que el Estado Nacional (Tesorería, empresas públicas, organismos, etc.) contrajo con proveedores y otros acreedores (incluyendo las provincias) por incumplimientos en los pagos, en algunos casos con sentencias judiciales.

La deuda pública que se consolidó en el plan BONEX '89 tenía básicamente dos orígenes: el primero de ellos provino de los encajes remunerados y depósitos indisponibles varios que el Banco Central compulsivamente impuso sobre los bancos locales, a veces como porcentaje sobre el total de depósitos, a veces como montos fijos. Estos efectivos mínimos fueron impuestos por el Banco Central como instrumentos de tipo monetario, para esterilizar otras fuentes de expansión monetaria originadas en el sistema financiero y/o en el déficit fiscal. El segundo origen tuvo que ver con una serie de obligaciones de la deuda pública interna vigentes a diciembre de 1989 que el gobierno nacional

venía arrastrando desde 1987 y que se acrecentaron en 1989 como instrumento para atemperar la crisis del mercado de cambios de ese año.

En enero de 1990, con fecha al 28 de diciembre de 1989, el **gobierno nacional dispuso por medio del Decreto 36/90 transformar la deuda por encajes remunerados y bonos de corto plazo en Bonos Externos, de la serie 1989**, con las mismas características de las anteriores series de Bonex., es decir, diez años de plazo, con tres de gracia y amortizaciones anuales. En el caso de los encajes remunerados, los bancos que recibieron dichos bonos los traspasaron a los depositantes que recibieron los mismos a cambio de sus depósitos a plazo fijo. En este proceso, el gobierno nacional procedió a emitir US\$ 4.500 M. en Bonos Externos serie 89. Posteriormente para evitar problemas de descalce de monedas entre bancos que tenían distintas composiciones de activos y pasivos, procedió a emitir dos bonos en pesos (BOCE y BIC) que fueron canjeados por los Bonos Externos que pasaron a estar en cartera del sector público.

La deuda originada en el incumplimiento con los jubilados tuvo dos etapas: en primer lugar, las deudas contraídas hasta abril de 1991 (fecha de iniciación del plan de Convertibilidad) se consolidaron de acuerdo a la ley 23.982 de agosto de 1991 en los **Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales serie 1**, en moneda nacional (Pre 1) y en moneda extranjera (Pre 2). Estos bonos se emitieron a diez años de plazo; durante los seis primeros años, los intereses se capitalizan mensualmente y a partir del séptimo año el capital acumulado se amortiza mensualmente. Los bonos en moneda nacional devengan la tasa de caja de ahorro que publica el Banco Central y los bonos en dólares la LIBOR. A los efectos de la evolución de la deuda pública desde 1989, **parte del stock en Bonos de Consolidación serie 1 será considerado como preexistente, mientras que el resto lo será como devengado con posterioridad a 1989.**

Con posterioridad al plan de Convertibilidad, el Estado siguió devengando deudas con los jubilados hasta agosto de 1992, fecha en que mediante la firma del pacto federal fiscal empezó a abonar las jubilaciones y pensiones de acuerdo a lo establecido por las leyes. La **deuda acumulada entre abril de 1991 y septiembre de 1992 fue consolidada en los Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales serie 2**, en moneda nacional (Pre 3) y en moneda extranjera (Pre 4). Igual procedimiento se adoptó respecto a deudas contraídas por

incorrecta liquidación de haberes con personal militar y de seguridad en situación de retiro.

Esta acumulación de deuda se generó con posterioridad a 1989, es considerada como tal a lo largo de este trabajo y por lo tanto no se incluye en el saldo de deuda pendiente de consolidación a diciembre de 1989. Igual procedimiento se toma con los intereses devengados por ambas series que durante estos años no se pagan sino que se capitalizan, de acuerdo a las normas de emisión de los mismos.

Finalmente, la ley 23.982 también consolidó en el Estado Nacional las obligaciones vencidas anteriores al 1 de abril de 1991. El Poder Ejecutivo dispuso la emisión de Bonos de Consolidación en pesos (Pro 1) y en dólares (Pro 2) a 16 de años de plazo. Durante los seis primeros años, los intereses se capitalizarán mensualmente y a partir del séptimo año, el capital acumulado se amortizará mensualmente. En el capítulo 3 se profundiza en los detalles de la consolidación de deudas.

2 LA DEUDA PUBLICA ANTES DE 1989

1. Estimación del saldo de deuda a diciembre de 1989

Para encarar una tarea que explique la evolución de la deuda pública durante el actual programa de reforma económica, **debe previamente estimarse el saldo de deuda a fin de 1989**. Esta tarea es relevante por dos motivos: en primer lugar, porque los registros de deudas de esas fechas muestran desórdenes que es preciso aclarar. En segundo lugar porque **debe estimarse el monto de deuda pública explícita o implícita que no estaba instrumentada y que estaba pendiente de consolidación**, por ejemplo por incumplimiento con los beneficiarios previsionales, con proveedores del estado, por juicios pendientes, etc..

Respecto a este último tema, para su evaluación adoptamos un criterio intermedio. **No aceptamos un criterio puramente de caja** que sostiene que el saldo de deuda pendiente no debe contabilizarse en el momento en que la misma se devengó sino en el momento mismo de su instrumentación y entrega del bono al acreedor. Por el contrario, **tampoco aceptamos el criterio de estimar el saldo de deuda pendiente por el monto de los reclamos judiciales y extrajudiciales que los acreedores estaban demandando**.

Para estimar el saldo de deuda pública a diciembre de 1989, hemos preferido incluir el monto acumulado, devengado en períodos anteriores, aun cuando la deuda no estuviere instrumentada sino pendiente de consolidación y por los montos que, a posteriori, efectivamente se realizó la consolidación. De esta manera, para aquellos casos en los cuales la instrumentación ex-post pudiera haber generado una quita, explícita o implícita, respecto a lo solicitado por el acreedor o incluso a lo determinado por la Justicia, la metodología de este trabajo consiste en **no admitir el concepto de quita** (como si hubiera una caída de deuda) e **incluir como deuda pendiente de consolidación en el período que corresponda al monto de bonos efectivamente entregado al acreedor**. O sea,

la entrega de bonos por un monto inferior a lo reclamado no significa una caída de deuda pública.

A los efectos de la estimación del saldo de deuda pendiente de consolidación, debemos aclarar los siguientes puntos. Para empezar debemos saber que a lo largo de todo el trabajo, **suponemos y mantenemos un monto de \$ 5.000 M como deuda que todavía estaba pendiente de consolidación a diciembre de 1995 y originado antes de 1989³**. Dado que este mismo saldo de deuda es incluido como deuda pública a diciembre de 1995, este supuesto no altera en nada la evolución de la deuda durante el período en consideración.

En segundo lugar, **no incluye como parte de la deuda pendiente de consolidación a diciembre de 1989, aquella que se generó y devengó con posterioridad a 1989**. El Estado Nacional consolidó parte de sus deudas a abril de 1991; sin embargo, algunas deudas fueron devengadas con posterioridad a diciembre de 1989. Este trabajo estima el monto de las deudas consolidadas a abril de 1991 que fueron devengadas luego de diciembre de 1989 y no las considera como preexistentes a 1989 sino como flujos generados durante el período bajo análisis.

Un ejemplo son los Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales serie 2 (Pre 3 y Pre 4) que fueron entregados como compensación por deudas devengadas entre abril de 1991 y agosto de 1992 que serán consideradas como generadas durante ese período. El mismo tratamiento se le dio a las deudas previsionales, con proveedores y con provincias en concepto de regalías de hidrocarburos, que se devengaron a lo largo de 1990 y el primer trimestre de 1991 y que se consolidaron en Bocon Previsional serie 1, Bono de Consolidación y Bono de Consolidación de Regalías Hidrocarburíferas respectivamente; lo mismo se hace con los atrasos de intereses sobre la deuda con bancos internacionales devengados luego de 1989, que posteriormente se consolidaron en un bono a tasa

³ Por ejemplo, ya en el primer trimestre de 1996 el gobierno nacional había entregado bonos de consolidación de deudas generadas con anterioridad por un total de US\$ 294 M y seguramente continuará consolidando deudas preexistentes. Estimaciones extraoficiales calculan en US\$ 5 mil M el saldo todavía pendiente de consolidación; dicho saldo incluye aproximadamente US\$ 2.200 M en cumplimiento de las leyes 24.043 (personas ilegítimamente privadas de la libertad durante el gobierno de facto) y 24.441 (desaparición forzada de personas).

flotante (FRB) y con las emisiones de bonos del Tesoro que no implicaron la consolidación de deudas preexistentes.

En tercer lugar, **el saldo de deuda pendiente de consolidación está valuado a capitales originales** y no incluye en la medición original el devengamiento de intereses que se generó desde la fecha de emisión y que se capitalizan en el bono hasta que se inicie el período de pago de intereses y capital en el futuro.

En cuarto lugar, para medir el saldo de deuda en dólares estadounidenses, en primera instancia se transforman las deudas que estaban denominadas en monedas distintas al dólar al tipo de cambio de 1989. Luego, realizamos una estimación para evaluar el impacto que la desvalorización del dólar respecto a otras monedas internacionales (marco, yen, etc.) produjo sobre el saldo contable de deuda. De esta manera, podemos estimar un **monto ajustado de deuda pública a diciembre de 1989, a los tipos de cambio que regían en diciembre de 1995**, de manera de homogeneizar la contabilización. Alternativamente, podría reestimarse el monto de deuda a diciembre de 1995, ajustada a los tipos de cambio que regían en diciembre de 1989. Esta metodología alternativa no cambiaría sustancialmente los resultados.

En síntesis, **consideramos que la consolidación de deudas preexistentes no produjo un aumento del endeudamiento público** (visión que sostienen quienes la contabilizan al momento de la instrumentación) **ni tampoco una caída del saldo de deuda**, tal como piensan quienes sostienen que mediante la consolidación el Estado redujo sus deudas contingentes porque negoció una quita ya que los acreedores estaban reclamando montos mayores. En el capítulo siguiente nos referiremos a los posibles impactos macroeconómicos que pudieran producirse en el momento mismo de la instrumentación de las deudas pendientes de consolidación.

Efectuadas estas consideraciones, podemos proceder a analizar las cifras. De acuerdo con nuestras estimaciones, **la deuda pública total a fines de 1989** (calculada a los tipos de cambio que regían en ese año) **ascendía al equivalente a US\$ 92.412 M** (ver cuadro 2), que puede dividirse en cuatro grandes rubros:

a) **una deuda en moneda nacional por el equivalente a US\$ 1.854 M** que incluye la deuda instrumentada en bonos originados en el plan BONEX de fin de

Cuadro N° 2

EL STOCK DE DEUDA PUBLICA BRUTA EN 1989

Cifras en millones de US\$

	1989
I Deuda en Moneda Nacional	1,854
Deuda Representada en Bonos	1,854
Bonos CNEA	94
Bonos de Crédito a Exportadores (Bocrex)	0
Bonos de Consolidación Económica (Boce)	862
Bonos de Inversión y Crecimiento Series 89, I, III y IV (Bic)	877
Bocate	21
II Deuda en Moneda Extranjera	61,818
Deuda Representada en Bonos	6,169
Bonos Externos	5,951
Empréstitos Externos de la Rep. Argentina	126
Plan Financiero 1987	92
Deuda No Representada en Bonos	55,649
Deuda Bilateral	7,396
Deuda Multilateral	8,030
Deuda con Bancos	38,723
Deuda Comercial	1,500
III Total de Deuda Pública Reconocida	63,672
IV Deuda Pendiente de Consolidación	25,745
Consolidada en bonos	15,169
Deudas en efectivo con jubilados	2,271
Retiros voluntarios e indemnizaciones pagadas después de 1989	2,455
Deudas de entes residuales asumidos y pagados por el Estado	650
Pendiente de consolidación a fin de 1995	5,000
IV Obligaciones de empresas privatizadas transferidas a los compradores	2,995
VI Saldo de la Deuda Pública al 31-12-89 (*)	92,412
VII Ajuste por tipo de cambio	4,060
VIII Saldo de la Deuda Pública al 31-12-89 ajustado	96,472

(*) Valuada a los tipos de cambio de fin de 1989. No incluye intereses devengados de la deuda pendiente de consolidación.

Fuente: M&S Consultores en base datos del BCRA y Secretaría de Hacienda

1989 que consolidó las deudas del Banco Central con el sistema financiero local y con deudas originadas en la CNEA (calculada al tipo de cambio del peso frente al dólar de ese entonces); **b) una deuda en moneda extranjera por US\$ 63.672 M** que incluye los saldos de deudas representada en bonos por US\$ 6.169 M, principalmente las distintas series de Bonos Externos (incluyendo la serie 1989 que consolidó deudas del Banco Central con el sistema financiero y que fueron entregados en la reprogramación de depósitos de diciembre de 1989), empréstitos de la República de la década del '80 y saldos de deuda del plan financiero de 1987. También incluye la deuda con organismos internacionales (bilaterales y multilaterales), la deuda con bancos internacionales que se venían arrastrando desde años anteriores, incluyendo los **atrasos por intereses impagos** devengados hasta esa fecha y deuda de origen comercial por un total de US\$ 55.649 M;

c) un saldo de deuda pendiente de consolidación que estimamos en el equivalente a US\$ 25.745 M, de acuerdo a la metodología antes señalada y cuya estimación será precisada en el capítulo 3.

d) un conjunto de obligaciones de empresas públicas asumidas posteriormente por los nuevos accionistas surgidos de los procesos de privatización por US\$ 2.995 M.

Asimismo (ver la próxima sección), conviene contabilizar un ajuste por desvalorización del dólar estadounidense respecto a otras monedas por un total de US\$ 4.060 M. Hecho este ajuste, podemos estimar el saldo de deuda pública a diciembre de 1989 en US\$ 96.472 M.

Es importante destacar la muy baja participación de bonos (incluso originados en operaciones no voluntarias) como mecanismo de financiamiento del Estado que había en 1989. En dicho año, la participación de los bonos en el total de la deuda pública no alcanzaba al 7%. Con el tiempo, dicha participación se iría incrementando notablemente como consecuencia de tres hechos: en primer lugar, el reordenamiento que significó la emisión de bonos de consolidación justamente como contrapartida de las deudas pendientes de reconocimiento. En segundo lugar, la emisión de bonos Brady para reemplazar la deuda por contratos con bancos internacionales. Tercero, la emisión de nuevos bonos en mercados voluntarios como mecanismo principal de financiamiento para el pago de las amortizaciones de otros tipos de deudas.

Otro hecho a resaltar lo constituye la alta participación de deudas cuyo origen había sido en cierto sentido involuntario o de colocación coercitiva vis a vis el endeudamiento que resulta de colocaciones voluntarias de instrumentos de deuda entre los acreedores del sector público.

2. El impacto contable de la desvalorización del dólar

En esta sección nos referimos al impacto contable que produjo la variación del tipo de cambio del dólar frente a otras monedas (marcos, yenes, etc.) sobre el saldo de la deuda pública medida en dólares, cuando existen deudas públicas denominadas en monedas distintas al dólar y el gobierno no tiene un instrumento de cobertura cambiaria.

Respecto al impacto de la variación del tipo de cambio del dólar frente a otras monedas sobre el saldo en dólares de la deuda denominada en otras monedas, dado la imposibilidad de un cálculo riguroso deuda por deuda, trabajamos de la siguiente manera: estimamos el saldo de deudas denominadas en monedas distintas al peso y al dólar a diciembre de 1989: de los US\$ 93.889 M de deuda pública total, el 18,7% estaba denominada en otras monedas (US\$ 17.603 M), valuados a los tipos de cambio que regían en ese entonces (ver cuadro 3).

Entre 1989 y 1995, el dólar estadounidense se desvalorizó respecto a la totalidad de las monedas en que Argentina tenía deudas con excepción de la peseta española, la lira italiana y el dólar canadiense. Por ejemplo, las tres monedas más relevantes se apreciaron frente al dólar: el marco alemán pasó de DM 1,70/US\$ en 1989 a DM 1,43/US\$ en 1995, el yen japonés pasó de ¥ 143,2/US\$ en 1989 a ¥ 103/US\$ en 1995 y el derecho especial de giro que rige fundamentalmente para deudas con el FMI pasó de DEG 0,76/US\$ en 1989 a DEG 0,67/US\$ en 1995. En dichos casos, la desvalorización del dólar produjo un aumento del endeudamiento medido en dólares por el saldo de la deuda que estaba denominada en otras monedas. Este endeudamiento no refleja un proceso de necesidad de financiamiento fiscal o de otro tipo sino un ajuste contable que debe ser tratado por separado.

Evaluando el saldo de la deuda pública vigente a diciembre de 1989 a los tipos de cambio con la cual está valuada la deuda a diciembre de 1995, surge una diferencia de aproximadamente US\$ 4.060 M por la cual contablemente la deuda pública subió de US\$ 93.889 M a US\$ 97.949 M por el efecto de la

EFECTO DE LA VARIACION DE LOS TIPOS DE CAMBIO SOBRE LA DEUDA

Moneda	Deuda al 12/31/89 TC 31/12/89 Mill de US\$	Composición en %	Cotización de las monedas a fin de		Deuda al 12/31/89 TC 31/12/95 Mill de US\$	Variación Mill de US\$
			1989	1995		
Dólar	41,073	43.7%	1.00	1.00	41,073	0
Pesos (1)	35,213	37.5%	1.00	1.00	35,213	0
Resto de monedas	17,603	18.7%			21,663	4,060
<i>DEG</i>	3,227	3.4%	0.76	0.67	3,650	423
<i>DM</i>	4,987	5.3%	1.70	1.43	5,921	934
<i>Yenes</i>	4,694	5.0%	143.45	103.20	6,525	1,831
<i>Fcos Suizos</i>	1,467	1.6%	1.55	1.15	1,977	510
<i>Florín</i>	880	0.9%	1.92	1.60	1,056	176
<i>Fcos Franceses</i>	587	0.6%	5.79	4.89	695	108
<i>Liras</i>	587	0.6%	1270.50	1586.00	470	-117
<i>Dólar Canadiense</i>	293	0.3%	1.16	1.36	250	-44
<i>ECU</i>	293	0.3%	1.20	0.78	448	155
<i>Fcos. Belgas</i>	293	0.3%	35.80	29.40	357	64
<i>Ch. Austríacos</i>	176	0.2%	11.82	10.07	207	31
<i>Pesetas</i>	117	0.1%	109.70	121.30	106	-11
Total	93,889	75.0%			97,949	4,060

(1) Para el ejercicio se supuso que las deudas nominadas en pesos no generaron diferencias por variación en el tipo de cambio. También se supuso que la deuda a consolidar y los pasivos transferidos de empresas privatizadas están ambos contraídos en pesos al 31/12/89.

(2) Adicionalmente se estimó la deuda al 31/12/95 al tipo de cambio de fines de 1989, obteniéndose una variación respecto de la misma deuda al tipo de cambio de fines de 1995 de 4442 millones.

Fuente: M&S Consultores en base a datos del BCRA y del Fondo Monetario Internacional

desvalorización del dólar frente a otras monedas. Tomaremos este valor para ajustar el saldo de la deuda pública a diciembre de 1989.

3. La deuda con bancos internacionales y el plan Brady

Del conjunto de deudas que el gobierno nacional tenía en 1989 y que merece un tratamiento especial por el desorden existente, una es la deuda con entidades bancarias internacionales. La mayor parte del endeudamiento bancario fue asumido en la década del '80. Como se comentó en el capítulo 2, **la crisis de 1982 llevó a sucesivas refinanciaciones y renegociaciones**. A partir de 1988, Argentina entró en mora en los intereses de su deuda con bancos que continuaron devengándose pero sin ser pagados.

Esta situación anormal continuó durante 1989, hasta que en 1990 el gobierno argentino empezó a pagar una suma fija de US\$ 40 M mensuales en concepto de intereses de la deuda. Como dicho monto era inferior al devengamiento mensual de intereses, había un saldo adicional de intereses que se sumaban a la mora y se devengaban. Posteriormente, Argentina aumentó a US\$ 60 M el monto mensual de intereses pagados.

Finalmente, en 1993 se llegó a un acuerdo para consolidar y refinanciar en el marco de los llamados planes Brady el saldo de deuda acumulado con los bancos internacionales. En el capítulo 2 nos habíamos referido a los conceptos más generales del plan Brady. En este capítulo, entramos en detalle en los números.

La negociación se abrió en dos frentes. **Por el capital de la deuda**, Argentina ofreció a los acreedores optar por uno de los dos siguientes tipos de bonos. **Un bono con descuento** (Discount Bond) que paga semestralmente la tasa de interés de mercado (LIBOR más un spread de 13/16%) pero donde el canje de deuda implicaba una quita de capital del 35%. O sea, por cada US\$ 100 de deuda bancaria original, Argentina entregó un monto de US\$ 65 en bonos con descuento.

Alternativamente, se ofreció un bono a la par (Par Bond), que no incluyó ningún tipo de quita o descuento en el capital pero sí una quita implícita de los intereses futuros al establecerse una tasa de interés fija inferior a la tasa de interés de mercado que regía para un instrumento del gobierno de los EE.UU.. Podía

calcularse que el valor presente de la diferencia entre la tasa de interés de mercado y la tasa de interés fija del bono Par implicaba una quita o ganancia para la Argentina del 35%, similar a la quita de capital por la entrega del bono con descuento.

El capital de ambos bonos tiene un vencimiento único a los treinta años de la emisión en el año 2023 y los intereses se pagan semestralmente. Para garantizar el capital de ambos bonos, Argentina obtuvo financiamiento de organismos internacionales (que explicamos detalladamente en capítulos posteriores) para comprar bonos del tesoro de EE.UU. a treinta años, con vencimiento simultáneo al de los bonos Brady argentinos y que respaldan y colateralizan el capital de los mismos. Adicionalmente, Argentina mantiene un depósito renovable que garantiza un año de intereses de estos bonos.

El segundo frente lo constituyó la refinanciación de los intereses devengados no pagados, en los cuales el país estaba en mora. Por esta deuda devengada, Argentina realizó un pago inicial up front de US\$ 700 M, financiando el resto mediante la emisión de un bono a tasa de interés flotante (Floating Rate Bond) a trece años, sin garantía del capital y con amortizaciones a partir de 1996.

Dado el objetivo de este trabajo, **se hace imprescindible estimar de la manera más precisa posible el saldo de deuda bancaria existente a diciembre de 1989.** Para ello, consistente con el enfoque que hemos seguido con otros tipos de deudas, utilizaremos como punto de partida la situación a diciembre de 1995 y evaluaremos los flujos de deuda que hubo para atrás, incluyendo el plan Brady, hasta llegar a 1989.

A diciembre de 1995, **el saldo de bonos Brady en circulación asciende a US\$ 24.277 M**, divididos en Par, Discount y FRB (ver cuadro 4). Había un total de US\$ 12.234 M en bonos Par (incluyendo US\$ 198 M en bonos en marcos alemanes), US\$ 3.612 M en bonos Discount (incluyendo US\$ 197 M en bonos en marcos alemanes), US\$ 8.376 M en FRB y US\$ 55 M en bonos españoles.

A su vez, entre la fecha de emisión de los bonos y 1995 se produjeron los siguientes movimientos. En **privatizaciones de empresas públicas**, se rescataron bonos Brady por US\$ 400 M. En **recompra de bonos mediante licitaciones abiertas**, el gobierno nacional obtuvo bonos por US\$ 863 M mientras que la revaluación del marco hace incrementar el valor de unos bonos emitidos en esa

Cuadro N° 4

¿ COMO SE LLEGA A LA DEUDA BANCARIA DE 1989 ?

En millones de US\$

I Saldo de bonos Brady a diciembre de 1995	24,277
<i>Par Bonds</i>	12,234
<i>Discount Bonds</i>	3,612
<i>Floating Rate Bonds</i>	8,376
<i>Bonos Españoles</i>	55
II Variación de deuda posterior al Plan Brady	-1,193
<i>Rescate de bonos Brady en privatizaciones</i>	-400
<i>Recompra de bonos Brady</i>	-863
<i>Variación de los tipos de cambio de bonos Brady en DM</i>	70
III Emisión original de bonos Brady (I - II)	25,470
<i>Par Bonds</i>	12,652
<i>Discount Bonds</i>	4,297
<i>Floating Rate Bonds</i>	8,466
<i>Bonos Españoles</i>	55
IV Variación de la deuda anterior al Plan Brady	-11,937
<i>Quita efectuada en el Plan Brady</i>	-2,323
<i>Cancelación de deudas con bancos oficiales (capital)</i>	-3,450
<i>Privatizaciones anteriores al Plan Brady</i>	-9,393
<i>Intereses devengados entre 1989 y el Plan Br. ty</i>	3,229
<i>Intereses totales devengados en el período</i>	5,204
<i>Cancelación de intereses de deudas con bancos oficiales</i>	-1,275
<i>Pago de intereses en 1993</i>	-700
V Stock de deuda bancaria existente a Diciembre de 1995	1,316
VI Stock de deuda con bancos a fin de 1989 (III - IV + V)	38,723

Fuente: M&S Consultores en base a datos del BCRA y la Secretaría de Hacienda

moneda en US\$ 70 M.

De esta manera, podemos llegar indirectamente a un **monto original de bonos Brady emitidos por US\$ 25.470 M** (US\$ 24.277 M a diciembre de 1995 + US\$ 400 M rescatados en privatizaciones + US\$ 863 M recomprados anticipadamente - US\$ 70 M por diferencia de cambio), clasificados de la siguiente manera. Se emitieron originalmente US\$ 12.652 M en bonos a la Par, US\$ 4.297 M en bonos Discount, US\$ 8.466 M en FRB y US\$ 55 M en bonos españoles.

A su vez, entre 1989 y la fecha de emisión de los bonos también se produjeron movimientos de deudas que debemos tener en cuenta para estimar el saldo de deuda con los bancos a diciembre de 1989. En primer lugar, la cancelación de la deuda bancaria mediante la entrega de bonos con descuento implicó una quita o reducción en el capital de la deuda por US\$ 2.323 M⁴. En segundo lugar, en operaciones de compensación y cancelación de deudas con sucursales en el exterior de bancos oficiales argentinos, que explicamos en la próxima sección, se redujo el capital de la deuda con bancos en US\$ 3.450 M. En tercer lugar, entre 1989 y 1993 hubo cancelación de deudas con bancos incluidas en privatizaciones de empresas públicas por US\$ 9.393 M.

Estas tres operaciones implican que, al monto de bonos Brady emitidos le debemos sumar estas deudas que preexistían al momento del acuerdo y que operaron para reducir el saldo de deuda consolidado con bonos.

Finalmente, para ser consistentes, debemos tener en cuenta que un monto neto de US\$ 3.229 M fueron **flujos de intereses devengados no pagados que se acumularon entre 1989 y 1993**, que no pueden ser atribuidos como deuda preexistente a 1989 sino como una explicación de la variación de la deuda con posterioridad a ese año.

Con estos ingredientes, y teniendo en cuenta que a diciembre de 1995 existía un saldo de deuda bancaria (no incluida en el plan Brady) que todavía estaba vigente por US\$ 1.316 M, **podemos llegar a un saldo de deuda con bancos a**

⁴ Como ya hemos señalado, desde un punto de vista económico, también la entrega de los bonos Par implicó una quita en la deuda. Sin embargo, dado que dicha quita se refleja en el valor presente de los intereses a pagar durante los treinta años en comparación con una tasa de interés de mercado y no produce una reducción contable en el capital de la deuda, preferimos no tenerla en cuenta y concentrarnos exclusivamente en la quita producida con los bonos con descuento.

diciembre de 1989 de US\$ 38.723 M monto incluido dentro del total considerado en la sección anterior.

4. La compensación y cancelación de deudas con bancos oficiales

La resolución 234 de 1993 del Ministerio de Economía estableció un mecanismo de compensación y cancelación de deudas (capital e intereses) entre la Secretaría de Hacienda y cuatro bancos oficiales: de la Nación Argentina, Provincia de Buenos Aires, Nacional de Desarrollo y Ciudad de Buenos Aires. Al momento del acuerdo Brady, esos bancos tenían acreencias de deuda de los contratos de refinanciación garantizado, de Bonos y Promissory Notes y otras.

Los bancos entregaron a la Secretaría de Hacienda obligaciones por un total de US\$ 3.831 M (ver cuadro 5) y simultáneamente entregaron activos en compensación por US\$ 3.494 M. De esta manera se generó un saldo a favor de la Secretaría de Hacienda por US\$ 337 M. Por compensación de intereses, la Secretaría de Hacienda asumió obligaciones por US\$ 1.304 M y recibió activos por US\$ 1.823 M, generando un saldo en contra de la Secretaría de Hacienda por US\$ 518 M.

De esta manera, en vez de haberse emitidos títulos Brady por las deudas involucradas en esta operación por US\$ 10.453 M que hubieran correspondido en caso de no haberse realizado esta compensación, se emitieron un total de US\$ 5.728 M. Por ende, este mecanismo incluyó una cancelación de deuda de US\$ 4.724 M, dividida entre US\$ 3.449 M por cancelación de capital y US\$ 1.274 M por cancelación de intereses devengados.

Cuadro N° 5

**COMPENSACION DE DEUDAS ENTRE BANCOS OFICIALES Y LA SECRETARIA
DE HACIENDA EN EL MARCO DEL PLAN BRADY (Res. ME 234/93)**

Cifras en millones de US\$

	Nación	Nacional de Desarrollo	Provincia de Bz. As.	Ciudad	Tota
I Compensaciones de Capital					
i Obligaciones transferidas a la Secretaría de Hacienda	2.108,4	1.131,4	525,4	86,4	3.631,6
Contrato de Refinanciación Garantizado	2.065,4	1.131,4	467,1	66,4	3.730,3
On Lending	43,0		10,4		53,4
Otras			47,9		47,9
ii Activos entregados en compensación	2.153,0	782,0	525,4	31,8	3.494,2
Contrato de Refinanciación Garantizado	1.909,9	891,1	416,2	30,8	3.048,0
República I	17,8	29,7	45,5	1,3	124,3
República II	248,7	144	128,5		282,8
YPF		137,7	33,1	3,8	179,2
CAEA		54,8	19,8		74,2
Agua y Energía Eléctrica		49,3	33,8	2,8	85,8
Aerolíneas Argentinas		37,2	4,0		41,2
Yacimientos		25,7	7,5	7,4	40,6
Salto Grande		4,8	21,0	0,1	25,9
Petrocarbones Argentinos		36,0	3,3	6,6	61,9
Gas del Estado		18,5	12,8	1,0	30,1
Aseo		58,3	14,5		72,8
Banco Nación	889,0	50,0	0,2		736,2
Banco Provincia de Buenos Aires	115,1	8,8	0,1		123,8
Banco	21,3		55,8	7,4	84,5
Otras	829,0	118,4	34,8	1,7	979,9
Bonos y Promissory Notes	228,1	79,5		3,0	310,6
Deudas en cabeza del BCRA (TCA 8385 y otras)	15,0	11,4	46,9		73,3
Otras			62,3		
ii Saldo a favor de la Sec. de Hacienda (o de los bancos)	-44,6	249,4	0,0	32,6	337,4
II Compensaciones de intereses					
i Obligaciones transferidas a la Secretaría de Hacienda	1.049,4		219,2	35,7	1.304,3
Intereses atrasados	910,3		192,4	30,0	1.132,7
Intereses de Contrato de Refinanciación Garantizado	702,3		147,8	28,7	878,8
On Lending	24,0		8,3		30,2
Pagos mensuales de la Sec. de Hac. CRG	150,7			3,3	154,0
Pagos mensuales de la Sec. de Hac. On Lending	4,5				4,5
Pagos en bloque anteriores al año 1987			11,5		11,5
Intereses Swap Soc. Provincia de Bz. As. y BNA	28,8		26,7		55,5
Intereses sobre intereses	130,1		25,8	5,7	171,6
Intereses de Contrato de Refinanciación Garantizado	121,4		17,3	3,3	146,2
On Lending	4,3		1,3		5,8
Pagos mensuales de la Sec. de Hac. CRG	8,0			0,2	8,2
Pagos mensuales de la Sec. de Hac. On Lending					0,0
Pagos en bloque anteriores al año 1987			5,1		5,1
Intereses Swap Soc. Provincia de Bz. As.	2,4		3,1		5,5
ii Activos entregados en compensación	1.553,2	0,0	263,8	6,1	1.823,1
Intereses atrasados	1.316,5		225,6	5,5	1.547,6
Intereses de Contrato de Refinanciación Garantizado	1.281,8		177,7	5,5	1.464,8
Intereses anteriores a la refinanciación del año 1987	8,1				8,1
Depósitos en el BCRA para aplicar el pago de intereses	20,1		1,8		21,9
Intereses Swap Soc. Provincia de Bz. As. y BNA	28,7		19,8		48,3
Otras			28,5	0,2	28,7
Intereses sobre intereses	238,7		38,2	0,8	275,5
Intereses de Contrato de Refinanciación Garantizado	227,4		30,4	0,8	258,4
Intereses anteriores a la refinanciación del año 1987	3,0				3,0
Depósitos en el BCRA para aplicar el pago de intereses	3,3		0,5		3,7
Intereses Swap Soc. Provincia de Bz. As. y BNA	3,1		1,5		4,6
Otras			5,8		5,8
ii Saldo a favor de la Sec. de Hacienda (o de los bancos)	-503,8		-44,6	29,8	-518,6
III Resultado de la compensación					
i Títulos que se deberían haber emitido	6.964,0	1.813,4	1.539,8	142,0	10.453,2
En concepto de capital (Per y/o Discount Bonds) (I+II)	4.261,4	1.813,4	1.050,8	100,2	7.225,8
En concepto de intereses (PRB) (I+II)	1.002,6	0,0	483,0	41,8	1.527,4
ii Títulos emitidos	3.706,2	1.131,4	789,2	102,1	5.728,9
Por compensaciones de capital (Per y/o Discount Bonds)	3.157,0	1.131,4	525,4	88,4	3.895,2
Por pasivos asumidos por la Sec. de Hacienda (I)	2.108,4	1.131,4	525,4	86,4	3.851,6
Por saldo a favor del Soc. de la Nación Argentina (II)	44,6				44,6
Por compensaciones de intereses (PRB)	1.553,2	0,0	263,8	35,7	1.852,7
Por pasivos asumidos por la Sec. de Hacienda (II)	1.049,4	0,0	219,2	35,7	1.304,3
Por saldo a favor del Soc. de la Nación Argentina (III)	503,8				503,8
Por saldo a favor del Soc. de la Provincia de Bz. As. (IV)			44,6		44,6
iii Deuda cancelada (I+II+III)	3.157,8	782,0	744,6	39,9	4.724,3
En concepto de capital	2.108,4	782,0	525,4	33,8	3.449,6
En concepto de intereses	1.049,4	0,0	219,2	6,1	1.274,7

(1) El signo negativo indica que el saldo de la compensación es a favor de los bancos es decir que por ese monto se entregaron bonos Brady.

Fuente: M&S Consultores en base a datos del BCRA

3 LAS DEUDAS PENDIENTES DE CONSOLIDACION

Este capítulo se destina íntegramente a mostrar la estimación realizada del saldo de deuda pendiente de consolidación que existía a diciembre de 1989. La misma estará integrada por aquella deuda que fue consolidada mediante bonos, la deuda con beneficiarios previsionales que optaron cobrar en efectivo, una previsión por los retiros voluntarios e indemnizaciones pagadas a personal público entre 1990 y 1995 y el saldo de deuda que a diciembre de 1995 todavía estuviere pendiente de consolidación.

La emisión de bonos de consolidación de deudas reconoce distintos instrumentos utilizados para atender distintas situaciones con distintos acreedores. Incluye deudas pendientes de consolidación con beneficiarios previsionales, con proveedores de bienes y servicios y de deudas corrientes con vencimientos en 1990 y 1991 (ver cuadro 6).

En primer lugar, mostramos todas las deudas públicas que fueron consolidadas con independencia del momento en que fueron devengadas. Luego se realiza una distinción entre aquellas que fueron devengadas con anterioridad a diciembre de 1989 de aquellas que fueron devengadas con posterioridad.

1. Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales

La ley 23.982 de agosto de 1991 dispuso que el sector público nacional cancelaría las obligaciones vencidas o de causa anterior al 1 de abril de 1991 que consistan en el pago de sumas de dinero a **beneficiarios previsionales** nacionales mediante el llamado Bono de Consolidación de Deudas Previsionales (serie 1) a diez años. Su fecha de emisión es el 1 de abril de 1991, incluye un bono denominado en pesos y otro en dólares estadounidenses que devengan y capitalizan mensualmente una tasa de interés flotante (caja de ahorro que publica el BCRA y LIBOR a 30 días respectivamente) hasta el 1 de abril de 1997, cuando comenzará el pago de los intereses y amortizaciones mensuales.

PRINCIPALES EMISIONES DE TITULOS PARA CONSOLIDACION DE DEUDAS

Título	Norma legal	Publicación Boletín Oficial	Fecha de emisión	Moneda	Plazo en años	Tasa de interés	Amortización	Fecha del Primer Vencimiento	Aplicación		
Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales Serie I en Pesos (Pro 1)	Ley 23.982	23-Ago-91	01-Abr-91	Pesos	10	Bonos en Dólares Promedio de caja de ahorro común que publica el BCRA	48 cuotas mensuales y sucesivas	01-May-97	Cancelación de obligaciones vencidas o de causa o título anterior al 1 de abril de 1991 que consistan en el pago de sumas de dinero, o que se resuelvan en el pago de una suma de dinero. Alcanza a deudas de previsionales consolidadas en las que exista controversia reclamada judicial o administrativamente, cuando ya hubieran un fallo judicial o cuando hubiese sido alcanzada por suspensiones dispuestas por leyes o decretos de emergencia económica.		
Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales Serie I en Dólares (Pro 2)	Ley 23.982	23-Ago-91	01-Abr-91	Dólares	10		Bonos en Pesos LIBOR 30 días	48 cuotas mensuales y sucesivas	01-Oct-98	Ítem anterior para deudas previsionales que hayan vencido o sean de causa o título comprendido entre el 1 de abril de 1991 y el 31 de agosto de 1992.	
Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales Serie II en Pesos (Pro 3)	Dec. 634/93	16-Abr-93	01-Sep-92	Pesos	10	Bonos de Consolidación en Pesos (Pro 1)		120 cuotas mensuales y sucesivas	01-May-97	Cancelación de obligaciones vencidas o de causa o título anterior al 1 de abril de 1991 que consistan en el pago de sumas de dinero, o que se resuelvan en el pago de una suma de dinero. Alcanza a deudas de consolidadas en las que exista controversia reclamada judicial o administrativamente, cuando ya hubieran un fallo judicial o cuando hubiese sido alcanzada por suspensiones dispuestas por leyes o decretos de emergencia económica.	
Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales Serie II en Dólares (Pro 4)	Dec. 634/93	16-Abr-93	01-Sep-92	Dólares	10			Bonos de Consolidación en Dólares (Pro 2)	Ley 23.982	23-Ago-91	01-Abr-91
Bonos de Consolidación de Regalías de Hidrocarburos (Hidrocarbúferos)	Dec. 2264/92	09-Dic-92	02-Dic-92	Pesos	Sin vencimiento	LIBOR 180 días			Cancelación de las acreencias provinciales en concepto de regalías de petróleo y gas. Podrán ser usados por las Provincias receptoras originales, a valor nominal, para la adquisición de las acciones Clase "B" de YPF, para la cancelación de deudas con el Estado Nacional anteriores al 1/4/91 y para adquirir otros activos del Estado Nacional.		
	modif. por Dec. 54/93	26-Ene-93	02-Dic-92	Dólares	16	LIBOR 30 días	120 cuotas mensuales y sucesivas	02-Ene-98	Podrán ser usados por sus tenedores a su precio técnico a la fecha de aplicación para la adquisición de las acciones Clase "B" de YPF, y adicionalmente, por las Provincias suscriptoras para la cancelación de deudas con el Estado Nacional anteriores al 2/12/92 y para adquirir otros activos del Estado Nacional.		
Bonos del Tesoro Serie I (Bote I)	Dec. 1537/91	13-Ago-91	31-Mar-91	Dólares	5 años y 2 meses	LIBOR 90 días	17 cuotas trimestrales y sucesivas	31-May-92	Obrados en canje de los Bonos de Crédito emitidos en los años 1989, 1990 y 1991.		
Bonos del Tesoro Serie II (Bote II)	Dec. 1731/92	24-Sep-92	01-Jul-92	Dólares	5 años y 2 meses	LIBOR 90 días	17 cuotas trimestrales y sucesivas	01-Sep-93	Utilizados para entregar en pago de deudas del Tesoro Nacional, para financiar la ejecución del Plan de Obras Públicas de la Com. Nac. de Energía Atómica y para otorgar en canje, a la par, de documentos de cancelación de deudas emitidos en 1989 y 1991.		
Bonos del Tesoro Serie III (Bote III)	Dec. 1525/94	07-Sep-94	01-Feb-94	Dólares	5 años y 2 meses	LIBOR 90 días	17 cuotas trimestrales y sucesivas	01-Abr-95	Utilizados para entregar en pago de deudas del Tesoro Nacional y para financiar la ejecución del Plan de Obras Públicas de la Com. Nac. de Energía Atómica.		
Bonos de Tesorería a 10 años de plazo (Boteso 10)	Dec. 211/92	04-Feb-92	01-Abr-90	Dólares	10	LIBOR 90 días	30 cuotas trimestrales y sucesivas	01-Ene-93	Cancelación de deudas emergentes de la provisión de bienes y servicios, locaciones, obras, concesiones, permisos, y de todo otro contrato similar que se encuentren devengadas al 31 de marzo de 1990 en las que no exista controversia reclamada judicial o administrativamente o cuando hubiesen sido alcanzadas por suspensiones dispuestas por leyes o decretos de emergencia económica.		
Bonos de Tesorería a 5 años de plazo (Boteso 5)	Dec. 211/92	04-Feb-92	01-Abr-91	Dólares	5	LIBOR 90 días	15 cuotas trimestrales y sucesivas	01-Jul-92	Cancelación de deudas corrientes cuyo vencimiento operó hasta el 1 de abril de 1991 en las que no exista controversia reclamada judicial o administrativamente o cuando no hubiesen sido alcanzadas por suspensiones dispuestas por leyes o decretos de emergencia económica.		

Fuente: M&S Consultores en base al Boletín Oficial y a datos de la Secretaría de Hacienda.

La entrega efectiva de estos bonos comenzó hacia 1992. A fines de 1995, el Estado llevaba entregados el equivalente a US\$ 5.724 M de valor facial de estos bonos (ver cuadro 7), de los cuales el 70% correspondía a bonos en dólares (en la nomenclatura del mercado de capitales, Pre 2) y el 30% a bonos en moneda nacional (Pre 1). A la misma fecha, un total de US\$ 1.087 M había sido ya rescatado o recomprado anticipadamente por el sector público mediante programas de privatizaciones, cobro de impuestos atrasados y recompras de deudas que serán explicadas en próximos capítulos. De esta manera, a fines de 1995 el saldo por capital original de Bocones previsionales ascendía a \$ 4.637 M, distribuidos de la siguiente forma: \$ 1.174 M de bonos en pesos y US\$ 3.463 M de bonos en dólares.

Por dichos saldos de bonos, ya se habían devengado intereses y capitalizados en el valor de los bonos por un total acumulado (neto de lo rescatado anticipadamente) de US\$ 1.215 M. De esta manera, el saldo total de Bonos Previsionales serie 1 a diciembre de 1995, incluyendo capital original e intereses capitalizados ascendía a \$ 5.853 M, de los cuales \$ 1.557 M corresponden a bonos en pesos y US\$ 4.296 M a bonos en dólares.

Posteriormente, mediante el Decreto 684/93, se dispuso la emisión de Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales, serie 2, con la cual el Estado canceló deudas previsionales devengadas entre abril de 1991 y agosto de 1992 que fue el último mes en el cual el Estado abonó jubilaciones y pensiones por debajo de lo dispuesto por las leyes. La fecha de emisión de este bono es septiembre de 1992 a un plazo de 10 años, con 6 de gracia, y al igual que los bonos de la serie 1 devengan la tasa de interés promedio de la caja de ahorro para los bonos en pesos y la LIBOR para los bonos en dólares. Estos bonos comenzaron a distribuirse entre sus beneficiarios en 1993.

A fines de 1995, el Estado Nacional llevaba consolidada deuda mediante estos bonos por el equivalente a \$ 4.952 M, de los cuales \$ 1.882 M eran en bonos en pesos y US\$ 3.070 M en bonos en dólares. Teniendo en cuenta el saldo de bonos que fueron rescatados anticipadamente como parte de pago de privatizaciones o facilidades impositivas y adicionando el monto de intereses capitalizados durante el período, el total de Bonos de Consolidación serie 2 en

Cuadro N° 7

COLOCACION DE BONOS DE CONSOLIDACION DE DEUDAS PREVISIONALES

Cifras en millones

	1992	1993	1994	1995
I Total BOCON colocados (sin intereses)	3,487	8,293	10,426	10,676
<u>Sub-total BOCON serie I</u>	<u>3,487</u>	<u>4,871</u>	<u>5,631</u>	<u>5,724</u>
<i>PRE 1 en pesos</i>	1,145	1,608	1,761	1,795
<i>PRE 2 en US\$</i>	2,342	3,263	3,869	3,929
<u>Sub-total BOCON serie II</u>		<u>3,422</u>	<u>4,795</u>	<u>4,952</u>
<i>PRE 3 en pesos</i>		1,137	1,811	1,882
<i>PRE 4 en US\$</i>		2,285	2,984	3,070
II Total BOCON rescatado en privatizaciones, moratorias, etc. (sin intereses) (I-II)	0	2,242	847	1,601
<u>Sub-total BOCON serie I</u>	<u>0</u>	<u>1,330</u>	<u>764</u>	<u>1,087</u>
<i>PRE 1 en pesos</i>	0	309	444	621
<i>PRE 2 en US\$</i>	0	1,022	320	466
<u>Sub-total BOCON serie II</u>	<u>0</u>	<u>912</u>	<u>83</u>	<u>514</u>
<i>PRE 3 en pesos</i>	0	356	61	475
<i>PRE 4 en US\$</i>	0	556	22	39
III Total BOCON en circulación (sin intereses)	3,487	6,051	9,578	9,075
<u>Sub-total BOCON serie I</u>	<u>3,487</u>	<u>3,541</u>	<u>4,866</u>	<u>4,637</u>
<i>PRE 1 en pesos</i>	1,145	1,300	1,317	1,174
<i>PRE 2 en US\$</i>	2,342	2,241	3,549	3,463
<u>Sub-total BOCON serie II</u>		<u>2,510</u>	<u>4,712</u>	<u>4,438</u>
<i>PRE 3 en pesos</i>		781	1,750	1,407
<i>PRE 4 en US\$</i>		1,729	2,962	3,031
IV Intereses devengados	401	713	1,404	1,906
<u>Sub-total BOCON serie I</u>	<u>401</u>	<u>577</u>	<u>943</u>	<u>1,215</u>
<i>PRE 1 en pesos</i>	203	307	344	383
<i>PRE 2 en US\$</i>	199	269	599	833
<u>Sub-total BOCON serie II</u>		<u>136</u>	<u>461</u>	<u>691</u>
<i>PRE 3 en pesos</i>		60	198	219
<i>PRE 4 en US\$</i>		76	263	472
V Total BOCON en circulación (con intereses)	3,889	6,763	10,982	10,982
<u>Sub-total BOCON serie I</u>	<u>3,889</u>	<u>4,117</u>	<u>5,809</u>	<u>5,853</u>
<i>PRE 1 en pesos</i>	1,347	1,607	1,661	1,557
<i>PRE 2 en US\$</i>	2,541	2,511	4,148	4,296
<u>Sub-total BOCON serie II</u>		<u>2,646</u>	<u>5,173</u>	<u>5,129</u>
<i>PRE 3 en pesos</i>		841	1,948	1,626
<i>PRE 4 en US\$</i>		1,805	3,225	3,503

(1) Incluye intereses de bonos rescatados anticipadamente

Fuente: M&S Consultores en base a datos de la Secretaría de Hacienda

circulación a diciembre de 1995 ascendía a \$ 5.129 M, de los cuales \$ 1.626 M correspondían a bonos en pesos y US\$ 3.503 M a bonos en dólares.

En síntesis, en el total de ambas series de estos bonos, el gobierno nacional entregó un total de US\$ 10.676 M a capital original, rescató anticipadamente US\$ 1.601 M, y se devengaron intereses que se capitalizaron por US\$ 1.906 M, de manera que el saldo en circulación a diciembre de 1995, incluyendo intereses capitalizados asciende a US\$ 10.982 M.

2. Bonos de Consolidación a 16 años

La ley 23.982 dispuso la emisión de **Bonos de Consolidación a 16 años para cancelar y consolidar obligaciones de pagar sumas de dinero a cargo del Estado Nacional, administración pública centralizada o descentralizada, Municipalidad de Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina, fuerzas armadas y de seguridad, Fabricaciones Militares, entidades autárquicas, empresas del estado, sociedades anónimas con participación estatal y otros organismos con excepción del Banco de la Nación Argentina y el Banco de la Ciudad de Buenos Aires, la Caja Nacional de Ahorro y Seguros, el Banco Nacional de Desarrollo y el Banco Hipotecario Nacional.**

Se emitieron a partir de abril de 1991 dos bonos, uno en pesos y otro en dólares, que devengan las mismas tasas de interés que los Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales y tienen un período de gracia hasta 1997 cuando empiece una amortización mensual. Los intereses devengados se capitalizan mensualmente hasta el período en que comience la amortización.

A diciembre de 1995, el Estado llevaba emitidos y entregados el equivalente a \$ 6.846 M de capital original, de los cuales \$ 5.097 M corresponden al bono en pesos y US\$ 1.749 M corresponden al bono en dólares. A la misma fecha, el Estado llevaba rescatados y recomprados anticipadamente, mediante distintos procedimientos, un total de \$ 3.331 M a capital original (\$ 3.111 M del bono en pesos y US\$ 219 M del bono en dólares) de manera tal que el total de bonos a capital original en circulación ascendía a \$ 3.515 M (ver cuadro 8).

Desde la fecha de emisión de estos bonos hasta diciembre de 1995, los bonos devengaron y capitalizaron intereses por un monto acumulado, neto de los intereses rescatados anticipadamente, de \$ 1.015 M. En síntesis, el total de bonos

COLOCACION DE BONOS DE CONSOLIDACION

Cifras en millones

	1992	1993	1994	1995
I Total BOCON colocados (sin intereses)	1,183	3,479	5,557	6,846
<i>PRO1 en pesos</i>	307	2,765	4,087	5,097
<i>PRO2 en US\$</i>	875	714	1,470	1,749
II Total BOCON rescatado en privatizaciones, moratorias, etc. (sin intereses) (I-II)	0	1,542	1,556	3,331
<i>PRO1 en pesos</i>	0	1,365	1,378	3,111
<i>PRO2 en US\$</i>	0	177	178	219
III Total BOCON en circulación (sin intereses)	1,183	1,937	4,001	3,515
<i>PRO1 en pesos</i>	307	1,400	2,709	1,986
<i>PRO2 en US\$</i>	875	537	1,292	1,529
IV Intereses devengados	181	396	972	1,015
<i>PRO1 en pesos</i>	26	331	753	647
<i>PRO2 en US\$</i>	155	65	218	368
V Total BOCON en circulación (con intereses)	1,364	2,332	4,973	4,530
<i>PRO1 en pesos</i>	333	1,731	3,462	2,633
<i>PRO2 en US\$</i>	1,030	601	1,510	1,897

(1) Incluye intereses de bonos rescatados anticipadamente

COLOCACION DE BONOS DE CONSOLIDACION DE REGALIAS HIDROCARBURIFERAS

Cifras en millones de US\$

	1993	1994	1995
I Monto colocado (sin intereses)	3,014	3,001	3,001
II Monto rescatado en privatizaciones (sin intereses)	2,708	2,789	2,954
III Monto en circulación (sin intereses) (I-II)	306	212	47
IV Intereses devengados	11	17	7
V Monto en circulación (con intereses)	317	229	54

Fuente: M&S Consultores en base a datos de la Secretaría de Hacienda

de consolidación a 16 años en circulación, con el capital incluyendo los intereses devengados asciende a \$ 4.530 M, de los cuales \$ 2.633 M corresponden al bono en pesos y US\$ 1.897 M corresponde al bono en dólares.

3. Bono de Consolidación de Regalías de Hidrocarburos

El Decreto 2284/92 (modificado por el Decreto 54/93) consolida mediante estos bonos a 16 años emitidos en diciembre de 1992 las acreencias provinciales en concepto de regalías de gas y petróleo. Estos bonos pudieron ser utilizados por las provincias receptoras originales, a valor técnico, para la adquisición de las acciones clase B de YPF, para la cancelación de deudas con el Estado Nacional anteriores a abril de 1991 y para adquirir otros activos del Estado Nacional.

El Estado emitió y entregó a las provincias el equivalente a \$ 3.001 M de Bonos de Consolidación de Regalías de Hidrocarburos, de los cuales fueron rescatados o recomprados anticipadamente US\$ 2.954 M. Gran parte de este rescate se produjo cuando las provincias receptoras utilizaron estos bonos para comprar las acciones clase B de YPF que, en su mayoría, fueron vendidas en oferta pública en 1993 y cuyo detalle explicamos en el capítulo 5.

4. Bonos del Tesoro y Bonos de Tesorería

Finalmente, el Tesoro emitió por diversos decretos tres series de Bonos del Tesoro (BOTE) y dos de Bonos de Tesorería (BOTESO), todas en dólares, para consolidar diversas deudas del Estado no incluidas en anteriores procesos de consolidación. Los BOTE tienen un plazo de cinco años y 2 meses, mientras que de BOTESO se emitieron dos series, a 5 y 10 años de plazo respectivamente. En la práctica, estos bonos también se usaron para la cancelación de deudas corrientes generadas con posterioridad a diciembre de 1989; en esos casos no fueron incluidos dentro del total de deudas a consolidar.

El BOTE serie 1 fue ofrecido en canje de los Bonos de Créditos (BOCREX) emitidos en 1989, 1990 y 1991 como consecuencia de deudas por pagos de reembolsos de impuestos a exportadores y, adicionalmente, para la cancelación de deudas dispuestas por los Decretos 1730/91 y 2509/91. Entre otras cosas, se

aplicó al pago de deudas de empresas públicas como Yaciretá, Hidronor, YCF, Entel, Vialidad Nacional, etc..

El **BOTE serie 2** fue entregado en pago de deudas del Tesoro Nacional con diversas provincias, deudas de Entel y otros entes estatales y para financiar la ejecución del plan de obras públicas de la Comisión Nacional de Energía Atómica y para ofrecer en canje, a la par, documentos de cancelación de deudas emitidos por este ente público entre 1989 y 1991. El **BOTE serie 3** fue casi en su totalidad utilizado para financiar el plan de inversiones de la CNEA.

El **BOTESO a cinco años** fue emitido para cancelar deudas corrientes cuyo vencimiento operó hasta el 1 de abril de 1991 en las que no existía reclamo judicial o administrativo o cuando no hubiesen sido alcanzadas por suspensiones dispuestas por leyes o decretos de emergencia económica.

El **BOTESO a 10 años** emitido en 1992 fue entregado para cancelar deudas corrientes consolidadas por el Decreto 1757/90, emergentes de la provisión de bienes y servicios, locaciones, obras, permisos y otros contratos que se encontraban devengadas al 31 de marzo de 1990. Posteriormente, el **gobierno nacional efectuó préstamos a diversas provincias** mediante la entrega de este bono, en algunos casos con garantía de coparticipación federal y con un plazo de maduración idéntica al del bono. Estos montos de bonos entregados a las provincias no se encuentran incluidos dentro del monto de deuda pendiente de consolidación a diciembre de 1989 sino como generados con posterioridad a 1989 y tienen como contrapartida una acreencia del gobierno nacional sobre las provincias.

A diciembre de 1991, el Estado llevaba emitidos y entregados **US\$ 5.786 M de capital original de las distintas series de Bonos del Tesoro y Bonos de Tesorería**. Durante estos años pasados, el Estado procedió a amortizar cupones de bonos, de acuerdo a las normas de emisión, por US\$ 3.829 M y US\$ 84 M fueron rescatados anticipadamente. De esta manera, **el saldo en circulación a diciembre de 1995, incluyendo los intereses capitalizados por el bono a diez años, asciende a US\$ 1.997 M**, de los cuales US\$ 820 M corresponde al bono a diez años y el resto se reparte de diversas maneras entre las distintas series (ver cuadro 9).

COLOCACION DE BONOS DEL TESORO Y BONOS DE TESORERIA

Cifras en millones de US\$

	1991	1992	1993	1994	1995
I Monto colocado (sin intereses)	927	2,410	3,406	4,810	5,786
i <u>Bonos del Tesoro</u>	927	2,307	2,992	3,537	4,328
BOTE I	927	2,149	2,242	2,251	2,659
BOTE II		158	750	1,200	1,200
BOTE III				86	469
ii <u>Bonos de Tesorería</u>		103	414	1,273	1,458
BOTESO 5		30	98	300	300
BOTESO 10		73	316	973	1,158
II Monto amortizado (sin intereses)	0	389	1,106	2,353	3,829
i <u>Bonos del Tesoro</u>	0	387	1,032	1,918	3,113
BOTE I		387	942	1,486	2,393
BOTE II			90	432	720
BOTE III					
ii <u>Bonos de Tesorería</u>	0	2	74	435	716
BOTESO 5		2	32	178	257
BOTESO 10			42	257	459
III Monto rescatado en privatiz., moratorias, etc (sin intereses)	0	0	0	0	84
i <u>Bonos del Tesoro</u>	0	0	0	0	84
BOTE II		0	0	0	0
BOTE III		0	0	0	84
ii <u>Bonos de Tesorería</u>	0	0	0	0	0
BOTESO 5		0	0	0	0
BOTESO 10		0	0	0	0
IV Monto en circulación (sin intereses) (I - II - III)	927	2,021	2,300	2,458	1,873
i <u>Bonos del Tesoro</u>	927	1,920	1,960	1,619	1,131
BOTE I	927	1,762	1,300	765	266
BOTE II		158	660	768	480
BOTE III				86	385
ii <u>Bonos de Tesorería</u>	0	101	340	838	742
BOTESO 5		28	66	122	43
BOTESO 10		73	274	717	699
V Intereses devengados	0	15	52	132	124
i <u>Bonos de Tesorería</u>	0	15	52	132	124
BOTESO 5		2	4	8	3
BOTESO 10		13	48	124	121
VI Monto en circulación (con intereses) (IV + V)	927	2,036	2,352	2,589	1,997
i <u>Bonos del Tesoro</u>	927	1,920	1,960	1,619	1,131
BOTE I	927	1,762	1,300	765	266
BOTE II		158	660	768	480
BOTE III				86	385
ii <u>Bonos de Tesorería</u>	0	116	392	970	866
BOTESO 5		30	70	130	46
BOTESO 10		86	322	840	820

(1) Incluye intereses de bonos rescatados anticipadamente

Fuente: M&S Consultores en base a datos de la Secretaría de Hacienda

De acuerdo a la investigación que se presenta en el cuadro 10, del total de US\$ 5.786 M de Bonos del Tesoro entregados, un total de US\$ 2.575 M deben ser considerados como consolidación de deudas preexistentes a diciembre de 1989 y un total de US\$ 3.211 M deben ser consideradas como devengadas o generadas con posterioridad a esa fecha.

5. Deudas de Entes Residuales y retiros voluntarios

El proceso de privatización de empresas públicas trajo consigo la necesidad por parte del Tesoro de asumir obligaciones que originariamente correspondían a los entes a privatizar. Estas obligaciones son de dos tipos: i) la **asunción de pasivos de los Entes Residuales** (con proveedores y otros acreedores) que en muchos casos se encontraban en controversia judicial, y ii) un pasivo que surge de la provisión por el **pago de los retiros del personal** que no estaba encuadrado dentro de los programas de privatización.

Sobre los pasivos de los entes residuales asumidos por el Tesoro no se cuenta con información definitiva, salvo el hecho de que **entre 1990 y 1995 se ha cancelado deuda mediante pagos en efectivo por aproximadamente \$ 850 M; esta cifra es la que se incluyó dentro de la deuda a consolidar a fin de 1989.**

Respecto de las indemnizaciones y retiros voluntarios, fueron involucrados un total de 131.026 agentes de la administración pública y se pagó un total de \$ 2.455 M, incluyendoselo por lo tanto como un pasivo o deuda a consolidar (ver cuadro 11)⁵.

6. Deuda pendiente de consolidación a fin de 1995

Como hemos señalado, hemos adoptado el supuesto de que a diciembre de 1989 existía adicionalmente una deuda pendiente de consolidación que a **diciembre de 1995 todavía no había sido consolidada por US\$ 5.000 M.** Dado que este mismo monto de deuda será adicionado al saldo de deuda a diciembre de 1995, este supuesto no afecta en absoluto el objetivo del trabajo, que es cuantificar y evaluar la evolución de la deuda pública entre 1989 y 1995.

⁵ Hemos optado por no incluir como un pasivo adicional a la provisión que debería contabilizarse sobre el total de personal transferido a las nuevas empresas privatizadas que ascendió a 133.578 agentes y un costo eventual por despidos de \$ 4 mil M adicionales.

Cuadro N° 10

DETALLE DE LA COLOCACION DE BONOS DEL TESORO Y DE TESORERIA ENTRE 1989 Y 1995

Cifras en millones de US\$

	Aplicados a:		
	Consolidación de deudas anteriores	Pago de deudas del período	Total
TOTAL COLOCADO BOTE I	1,461	1,198	2,659
I Aplicados al canje de Bonos de Crédito (Bocrex)	700	682	1,382
Bocrex I	700	199	899
Bocrex II		33	33
Bocrex III		450	450
II Aplicados al pago de deudas (Dec. 1730/91)	330	20	350
Yaciretá	129		129
Hidronor	93		93
Adisa y Cideco	33		33
YCF		13	13
Gobierno de Salta	55		55
Ministerio del Interior (Neuquen)	20		20
Otros		7	7
III Aplicados al pago de deudas documentadas (Dec. 2509/91)	431	98	529
Entel (Equitel, Pecom Nec SA, ICSI, Cimel y otros)	431		431
Ministerio del Interior (Soinco SA, Pescarmona y otros)		27	27
Yaciretá		35	35
Dirección Nacional de Vialidad		36	36
IV Pago de otras deudas		398	398
TOTAL COLOCADO BOTE II	666	534	1,200
I Entregados a provincias	325	0	325
Corrientes	69		69
Jujuy	89		89
Río Negro	100		100
Chubut	60		60
Misiones	7		7
II Aplicados a la cancelación de deudas de Entel	83	0	83
Siemens	67		67
IBM	14		14
Otros	2		2
III Aplicados a la cancelación de deudas de la CNEA	116	328	444
Canje de Pagarés de CNEA	116		116
Pago del plan de obras		328	328
IV Aplicados a la cancelación de deudas de otros entes	142	18	160
Yaciretá	49		49
Consultara	25		25
Encotesa	68		68
Otros		18	18
V Otros		188	188
TOTAL COLOCADO BOTE III		469	469
TOTAL COLOCADO BOTESO 5	300		300
TOTAL COLOCADO BOTESO 10	148	1,010	1,158
I Colocados con cargo a las Provincias		1,010	1,010
II Otros	148		148
TOTAL COLOCACIÓN DE BOTE	2,575	3,211	5,786

Fuente: M&S Consultores en base a datos de la Secretaría de Hacienda

Cuadro N° 11

**PAGO DE RETIROS VOLUNTARIOS E
INDEMNIZACIONES POR DESPIDO
DEL PERSONAL DE EMPRESAS PUBLICAS
ENTRE 1990 Y 1995**

	Cantidad de Personal	Costo medio (en pesos)	Total pagado (Mill de \$)
YPF	27,404	29,689	814
YCF	1,277	15,270	19
Gas del Estado	1,170	25,385	30
Segba	2,741	25,976	71
A y EE	3,542	38,905	138
Hidronor	392	19,898	8
Administ. General de Puertos	1,542	22,179	34
Elma	2,970	27,778	83
Encotel	9,489	17,072	162
Obras Sanitarias de la Nación	1,715	25,190	43
Ferrocarriles Argentinos	51,728	10,691	553
Femesa	11,574	13,694	158
Entel	145	42,069	6
Somisa	6,244	26,185	163
Tamse	138	10,870	2
Petroquímica General Mosconi	174	24,713	4
Hipasam	578	20,761	12
AFNE	847	11,452	10
Forja	371	13,208	5
Fabricaciones Militares	2,149	11,680	25
Junta Nacional de Granos	2,135	17,237	37
Banade	2,351	23,011	54
Inder	204	76,471	16
Resto de empresas	146	58,219	8
TOTAL	131,026	18,738	2,455

Fuente: M&S Consultores en base a datos de la Secretaría de Hacienda

7. La estimación del saldo de deuda pendiente de consolidación

Con esta información podemos mostrar la metodología con la cual arribamos al monto de US\$ 25.745 M que presentamos en el cuadro 2 del capítulo anterior como la deuda pendiente de consolidación a diciembre de 1989.

En primer lugar, sabemos que el total de **Bonos de Consolidación efectivamente entregados por el gobierno nacional durante este período ascendió a US\$ 26.309 M**, consistente con la suma entregada de cada uno de los bonos explicada en las secciones anteriores de este capítulo. Se entregaron US\$ 10.676 M de bonos de consolidación de deudas previsionales, US\$ 6.846 M de bonos de consolidación a 16 años, US\$ 3.001 M de bonos de consolidación de deudas por regalías hidrocarburíferas y US\$ 5.786 M en Bonos del Tesoro y Bonos de Tesorería (ver cuadro 12).

Sin embargo, de acuerdo a la metodología señalada, **no toda la entrega de Bonos de Consolidación debe tomarse como pendiente a diciembre de 1989**, ya que hubo emisiones de bonos para cancelar deudas devengadas con posterioridad a diciembre de 1989.

En primer lugar, debemos referirnos a la parte de la **deuda previsional cancelada con Bonos serie I que se consolidó a abril de 1991 pero que se devengó con posterioridad a diciembre de 1989**. Un cálculo exhaustivo y riguroso de este monto de deuda es imposible de efectuar por cuanto debería revisarse caso por caso cada uno de los casi tres millones de beneficiarios. En un trabajo de Gustavo Demarco realizado en 1993⁶, es decir, antes de la finalización del proceso de consolidación, se estimó el monto de deuda. Siguiendo ese trabajo y haciendo correcciones menores, **hemos estimado en US\$ 1.500 M al monto de deuda previsional consolidada con bonos serie I que se devengó con posterioridad a 1989**.

Lo primero que llama la atención es que este monto resulta elevado en proporción al total consolidado, si se tiene en cuenta que es la deuda de apenas un año comparada con la devengada entre 1985 y 1989, o sea en cinco años. Ello se debe básicamente a dos cosas: la primera es que durante el período anterior a

⁶ Ver Demarco, Gustavo, *Origen y tratamiento de las deudas del SNPS con los beneficiarios: 1980-1993*, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Secretaría de Seguridad Social, 1993.

¿ COMO SE LLEGA A LA DEUDA PENDIENTE DE CONSOLIDACION A DICIEMBRE DE 1989 ?

Capital original solamente - Cifras en millones de US\$

I Bonos de consolidación efectivamente colocados entre 1990 y 1995	26,309
<i>Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales</i>	10,676
<i>Bonos de Consolidación</i>	6,846
<i>Bonos del Tesoro</i>	4,328
<i>Bonos de Tesorería</i>	1,458
<i>Bonos de Consolidación de Regalías Hidrocarburíferas</i>	3,001
II Bonos colocados que fueron aplicados a la cancelación de deudas devengadas con posterioridad a diciembre de 1989	11,140
<i>BOCON Previsional serie I</i>	1,500
<i>BOCON Previsional serie II</i>	4,952
<i>Bonos de Consolidación y BCRH</i>	1,477
<i>BOTE Series I, II y III aplicados al pago de deudas corrientes</i>	2,201
<i>BOTESO 10 con cargo a provincias</i>	1,010
III Saldo de deuda pendiente de consolidación a diciembre de 1989 cancelada con bonos (I - II)	15,169
IV Deudas instrumentadas en efectivo	5,576
<i>Deudas con jubilados</i>	2,271
<i>Pago de indemnizaciones y retiros voluntarios</i>	2,455
<i>Pago de deudas de entes residuales asumidos por el Estado</i>	850
V Deuda pendiente de consolidación a fin de 1995	5,000
VI Saldo de deuda pendiente de consolidación a diciembre de 1989 (III + IV + V)	25,745

Fuente: M&S Consultores en base a datos de la Secretaría de Hacienda

1989, el tipo de cambio real fue más elevado que durante 1990, con lo que el cálculo de la deuda devengada medida en dólares sube porque los haberes jubilatorios medidos en dólares eran más altos. El segundo motivo es porque durante ese año, cuando la tasa de inflación era todavía alta, la diferencia entre el ajuste de jubilaciones indicado por las leyes y el haber efectivamente pagado era elevada, lo que generó una acumulación importante de deuda.

En segundo lugar, la totalidad de los US\$ 4.952 M de los bonos previsionales serie 2 fueron emitidos por obligaciones contraídas entre abril de 1991 y agosto de 1992. También aquí llama la atención el monto relativamente elevado de bonos emitidos por sólo un año y medio de devengamiento de deuda. Parte de la explicación reconoce el efecto tipo de cambio real presentado en el párrafo anterior. Y en parte, también se debe a que se entregaron estos bonos para consolidar deudas devengadas con personal en retiro de las FF.AA. y de seguridad.

En tercer lugar, se deben incluir también una parte de los **Bonos de Consolidación y Bonos de Consolidación de Regalías Hidrocarburíferas** devengados entre diciembre de 1989 y abril de 1991. Nuevamente, resulta imposible realizar una cuantificación rigurosa del monto de estas obligaciones debido que en el proceso de revisión fueron en su mayoría consolidadas con fecha 1º de abril de 1991. En consecuencia se recurrió a un muestreo de casos que permitió estimar en \$ 1.477 M en monto de obligaciones devengadas entre 1990 y principios de 1991.

En cuarto término, debemos incluir a la parte de los **Bonos del Tesoro** cuyo devengamiento se produjo con posterioridad a 1989. Ello rige, como demostramos en la sección 4, para los US\$ 1.198 M de Bono del Tesoro serie I, los US\$ 534 M de serie 2, US\$ 469 M de serie 3 que se aplicaron a la cancelación de deudas corrientes del período 1990-1995 y lo mismo para los US\$ 1.010 M de Bonos de Tesorería a diez años que fueron prestados a diversas provincias. En total, estimamos que US\$ 3.211 M de estos bonos deben ser considerados como devengados con posterioridad a 1989.

Sumando entonces lo señalado para los bonos previsionales series 1 y 2, los Bonos de Consolidación, los Bonos de Consolidación de Regalías Hidrocarburíferas y los Bonos del Tesoro, llegamos a un total de US\$ 11.140 M de bonos emitidos para cancelar deudas devengadas con posterioridad a diciembre de

1989. De esta manera, de los US\$ 26.309 M de bonos de consolidación entregados, estimamos que un total de US\$ 15.169 M (US\$ 26.309 - US\$ 11.140) corresponden a deuda que preexistía a diciembre de 1989 y que estaba pendiente de consolidación; así es computada en este trabajo.

A este saldo de deuda consolidada mediante la emisión de bonos le debemos añadir un total de \$ 2.271 M que eran deudas con jubilados que fueron consolidadas, no mediante la entrega de bonos sino con pagos (o una deuda pendiente de pago) en efectivo. Debe sumarse la provisión por pagos de indemnizaciones por US\$ 2.455 M, las deudas de entes residuales asumidos por el Estado por US\$ 850 M y los US\$ 5.000 M de deudas pendientes de consolidación que a diciembre de 1995 todavía no fueron consolidados.

De esta manera, se llega a un saldo de deuda pendiente de consolidación de US\$ 25.745 M, tal cual fue expuesto en el capítulo 3.

8. Impacto macroeconómico de la consolidación de deudas mediante bonos

Un interesante ejercicio conceptual sería evaluar cuál puede ser el impacto, sobre la economía en general y sobre los mercados de capitales en particular, de la entrega de bonos como medio de instrumentación de deudas pendientes de consolidación. El análisis de este hecho requiere especial atención dado que, en algunos casos, los acreedores del Estado no estaban tomando decisiones como si efectivamente esperaran que en algún momento les fuera cancelada aunque sea una parte de la misma.

Claramente, la entrega de bonos con maduración a diez y dieciséis años no produce los mismos impactos macroeconómicos respecto a si las deudas fueran canceladas mediante emisión monetaria o mediante transferencias financiadas con recursos impositivos. También es posible pensar que el impacto macroeconómico es distinto en comparación a si el Estado hubiera cancelado dichas deudas pendientes mediante pagos en efectivo con recursos obtenidos mediante la colocación voluntaria de bonos en el mercado.

Lo primero que puede saberse es que los acreedores, individualmente considerados (jubilados, proveedores, etc.) acceden en el momento de recibir el bono a una mayor capacidad de gasto que el que tenían cuando la deuda

no les había sido reconocida ni instrumentada. El aumento de la capacidad de gasto de dichos agentes económicos es igual al monto deuda entregada (a valor facial) multiplicado por el valor de mercado que dichos bonos tengan en cada momento del tiempo.

Sin embargo, no puede concluirse rápidamente que la emisión de esos bonos aumente la demanda agregada de la economía en su conjunto, produciendo los efectos macroeconómicos conocidos (déficit en la cuenta corriente del balance de pagos, aumento de precios, etc.). Ello es así porque los bonos emitidos no eran sustitutos del dinero ni eran utilizados en transacciones directas contra bienes. El tenedor de deuda únicamente podía incrementar su capacidad de gasto si, como consecuencia del aumento percibido de su riqueza financiera, decidiera reducir sus flujos de ahorros e incrementar sus decisiones de consumo.

De no ser así, para acceder a una mayor capacidad de gasto, los tenedores de bonos debían vender dichos bonos en el mercado de capitales, para lo cual debían encontrar un comprador. Si el comprador de dichos bonos era un residente local, el aumento de la capacidad de gasto del primero se compensaba (total o parcialmente) con la caída de la capacidad de gasto del segundo. Se deben entrar ahí en consideraciones acerca de si la propensión marginal a gastar (en bienes de consumo y de inversión) de los originales acreedores del estado era mayor o menor que la de los inversores de portafolio que compraban los bonos.

Si el comprador del bono era un residente del exterior, claramente la capacidad de gasto del conjunto de la economía aumenta debido al ingreso de capitales que implica la decisión del residente externo. En este caso debe analizarse si el aumento de la demanda agregada se produce por la emisión y entrega de los bonos de consolidación o por el ingreso de capitales. Dicho de otra manera, interesa saber si el ingreso de capitales del inversor externo se produce como consecuencia directa de la emisión de bonos que cotizaban con altas tasas de retornos o si era una decisión independiente, que se hubiera dado en cualquier forma.

Esta distinción es muy importante. Si el ingreso de capitales está directamente ligado a la emisión de bonos (dicho de otra manera, de no haberse emitido estos nuevos bonos, el ingreso de capitales no se hubiera producido)

claramente la consolidación de deudas previas produce un impacto macroeconómico expansivo, aumentando la demanda agregada y generando un déficit en la cuenta corriente del balance de pagos y presiones inflacionarias sobre los bienes no transables.

Por el contrario, si el ingreso de capitales es un fenómeno aislado e independiente de la emisión de los bonos, la consolidación de deudas mediante bono no sólo no produciría aumento de la demanda agregada sino que podría estar produciendo un efecto contractivo no deseado a través del aumento del riesgo país y de la tasa interna de retorno de los bonos soberanos que se produce cuando aumenta la oferta de bonos con cotización en los mercados. Dicho de otra manera, si los mercados de capitales estaban operando con información incierta acerca de las magnitudes de deudas involucradas y pendientes de consolidación, el aumento de la oferta de bonos tiende a producir una caída de las paridades, un aumento de la tasa de interés de la economía y un mayor riesgo país que desalienta inversiones.

Un análisis cuantitativo que evalúe qué ocurrió efectivamente en la Argentina durante los años de emisión de los bonos excede los objetivos de este trabajo. Intuitiva y preliminarmente, presentamos una hipótesis que sostiene que en los periodos de ingresos netos de inversiones de portafolio (por ejemplo en 1993), el aumento de la oferta de bonos tendió a incentivar el ingreso de capitales al aumentar el menú de activos de alto rendimiento disponibles para los inversores. Por el contrario, en los años de egresos netos de inversiones de portafolio (por ejemplo, en 1994 y 1995), la emisión de bonos tendió a exacerbar el egreso de capitales al desalentar las expectativas respecto a los precios de los bonos soberanos.

4 FINANCIAMIENTO EN MERCADOS DE CAPITALES Y CON ORGANISMOS INTERNACIONALES

Este capítulo se destina a investigar el monto de financiamiento obtenido por el Estado Nacional mediante colocaciones de instrumentos financieros en mercados de capitales locales e internacionales y mediante operaciones con Organismos Internacionales (FMI, BIRF, BID, Eximbank, etc.). Al mismo tiempo, se cuantifican los montos de capital de bonos y otros instrumentos amortizados durante el período.

1. Las emisiones de bonos en mercados voluntarios

Esta sección compila todas las colocaciones de bonos, letras y otros instrumentos de deuda⁷ que el gobierno argentino colocó en mercados voluntarios de deuda y por los cuales obtuvo como contrapartida fondos en efectivo. En el capítulo 5 se computarán otras emisiones de bonos que fueron entregados en compensación de otras deudas o entregadas a otros organismos públicos y por los cuales no se obtuvieron fondos en efectivo.

Desde la crisis de la deuda internacional en 1982 hasta 1991, el Estado argentino estuvo prácticamente ausente de los mercados voluntarios de capitales. Con la excepción de los bonos del Plan Financiero de 1987 (New Money Bonds y Alternative Participation Instruments) que fueron emitidos dentro de un paquete de refinanciación de la deuda bancaria, **no hubo emisiones de bonos públicos en los mercados voluntarios de capitales.**

Recién con posterioridad al lanzamiento del programa de Convertibilidad en 1991, **el gobierno de Argentina volvió al mercado internacional de financiamiento voluntario que había estado cerrado por muchos años.** Entre 1991 y 1995, el Estado Nacional colocó bonos, letras, préstamos y otros instrumentos por un total de US\$ 11.981 M (ver cuadro 13).

⁷ En este trabajo la denominación de bonos corresponde indistintamente a instrumentos tales como bonos, préstamos, letras, etc..

COLOCACION DE BONOS EN MERCADOS VOLUNTARIOS

ANO	FECHA DE EMISION	DENOMINACION	MONEDA	MONTO en millones	PLAZO AÑOS	TASA	SPREAD en basis points
1991	Oct-91	Euroletra-91 11%	Dólares	100	2	11.00%	587
	Dic-91	Euroletra-91 9.3%	Dólares	200	2	9.50%	380
Total				300			
1992	Oct-92	Euroletra US\$97	Dólares	250	5	8.25%	300
Total				250			
1993	Abr-93	Euroletra Tramo B US\$93	Dólares	106	2	8.09%	410
	Abr-93	Euroletra/94-95	Dólares	150	1	7.66%	415
	Ago-93	Euroletra US\$2000	Dólares	100	7	8.25%	286
	Ago-93	Euroletra US\$96	Dólares	150	3	8.88%	255
	Dic-93	Global Bond US\$2003	Dólares	1,000	10	8.38%	250
Total Dólares				1,506			
	Oct-93	Eurobono D.M./98	Marcos Alemanes	635	5	8.00%	250
Total Otras Monedas				635			
Total				2,141			
1994	Mar-94	Floating Rate Note US\$95	Dólares	350	1	LIBO+1.00%	100 s/Libor
	Ago-94	Floating Rate Note US\$97 Dragon	Dólares	100	3	LIBOtrm.+1.75%	190s/Libor 3m. y 225 s/UST
	Ago-94	Letra de Tesorería en Dólares	Dólares	200			
	Nov-94	BONEX Global US\$99	Dólares	500	5	10.95%	350
	Nov-94	Prestamo Sindicado US\$96	Dólares	500	1 año y 6 meses	LIBO/sem.+1.25%	125 y 150
	Dic-94	Floating Rate Note US\$96	Dólares	25	1 1/2	LIBO/sem.+2.00%	
Total Dólares				1,675			
	May-94	Floating Rate Note =Y=96	Yenes	20	2	LIBOtrm.+1.30%	
	Jul-94	Euroletra D.M./97	Marcos Alemanes	318	3	8.00%	220
	Jul-94	Euroletra =Y=96	Yenes	25	2	5.00%	
	Ago-94	Euroletra Finones Holandeses D.G.U./97	Finones Holandeses	28	3	8.00%	
	Ago-94	Euroletra D.M./96	Marcos Alemanes	29	1 año y 7 meses	8.13%	
	Ago-94	Euroletra/Chelines Austríacos/97	Chelines Austríacos	65	3	8.00%	220
	Ago-94	Letra de Tesorería en Pesos	Pesos	200			
	Sep-94	Floating Rate Note =Y=97	Yenes	35	3	LIBO+1.875%	
	Oct-94	Euroletra - Swap C.A.D./97	Dólares Canadienses	73	3	LIBO+2.10%	220
	Oct-94	Floating Rate Note =Y=97	Yenes	25	3	LIBOtrm.+1.90%	
	Oct-94	Euroletra Liras I.T.L./97	Liras Italianas	103	3	13.45%	185
	Nov-94	Floating Rate Note =Y=96	Yenes	100	2	LIBO/sem.+1.65%	
	Dic-94	Euroletra - Swap Mabador US\$97	Pesetas	79	3	LIBO+2.03%	225
	Dic-94	Euroletra Dáwa =Y=1999	Yenes	149	5	7.10%	
	Dic-94	Floating Rate Note - Warburg/96	Libras Esterlinas	31	2	LIBO+1.75%	
	Dic-94	Euroletra Nomura =Y=97	Yenes	199	3	6.00%	
Total Otras Monedas				1,557			
Total				3,232			
1995	Abr-95	Bono Argentino US\$96 - Serie Argentina	Dólares	999	3	LIBOtrm.+3.00%	341
	May-95	Bono Argentino US\$96 - Serie Internacional	Dólares	1,000	3	LIBOtrm.+3.00%	341
	Nov-95	Letra Bankers Trust	Dólares	125	1	9.14%	338
	Dic-95	BONEX '89	Dólares	438	4	LIBO	433
Total Dólares				2,562			
	Ene-95	Franco Franceses/F.R.F./98	Franco Franceses	204	3	9.88%	240
	Ago-95	Euroletra D.M./2000	Marcos Alemanes	690	6	9.25%	344
	Sep-95	Euroletra =Y=2000	Yenes	962	5	5.50%	278
	Oct-95	Euronote en Liras	Liras Italianas	95	2	13.45%	302
	Nov-95	Euronote en DM	Marcos Alemanes	350	7	10.50%	464
	Nov-95	Letra Nomura	Yenes	67	2	3.50%	50
	Nov-95	Euronote en Yenes	Yenes	433	3.3	5.00%	361
	Nov-95	Euronote en Francos Suizos	Franco Suizos	129	3	7.13%	454
	Dic-95	Ampliación emisión en DM	Marcos Alemanes	175	7	10.50%	464
	Dic-95	Ampliación emisión en DM	Marcos Alemanes	175	7	10.50%	481
	Dic-95	Euronote en Chelines	Chelines Austríacos	50	3	8.50%	388
	Dic-95	Ampliación emisión en ATS	Chelines Austríacos	25	3	8.50%	388
	Dic-95	Euroletra =Y=97	Yenes	135	1 1/2	3.25%	
Total Otras Monedas				3,496			
Total				6,058			
Total Colocado				11,981			

La primera emisión fue en octubre de 1991 con un bono en dólares a dos años de plazo (con una opción de venta para el tenedor al primer año) al 11% de tasa de interés y un spread sobre un bono equivalente del tesoro de los EE.UU. de 587 puntos básicos, por un monto de US\$ 100 M. Ese mismo año se colocó otro bono, por US\$ 200 M, a dos años y una tasa de interés del 9,50% y un spread de 380 puntos básicos. En 1992, se dispuso una única emisión de un bono por US\$ 250 M a cinco años, a una tasa del 8,25% y 300 puntos básicos de spread.

En 1993, el gobierno emitió seis bonos por un total de US\$ 2.141 M. Debemos destacar la emisión de dos bonos en dólares, uno a siete años al 8,25% anual y otro a diez años al 8,375%, lo que implicaba una notable mejora en la estructura de vencimientos del gobierno. Adicionalmente, debe destacarse la emisión del primer bono en una moneda distinta al dólar, esta vez en marcos alemanes, por el equivalente en ese entonces a US\$ 635 M, a cinco años al 8% anual.

En 1994, el gobierno argentino volvió a incrementar su presencia en el mercado internacional y obtuvo fondos por US\$ 3.232 M. Las difíciles condiciones de los mercados internacionales generadas durante los sucesivos aumentos de las tasas de interés en los EE.UU. a partir de febrero de ese año, hicieron que el gobierno argentino actuara de diversas maneras.

En primer lugar, actuando activamente en mercados diferentes al dólar. Se emitieron letras y bonos denominados en distintas monedas por un total equivalente a US\$ 1.557 M. Hubo pequeñas emisiones en marcos, yenes, florines holandeses, chelines austriacos, dólares canadienses, pesetas españolas, libras esterlinas y liras italianas. En segundo lugar, se emitieron notas y se contrajeron préstamos en dólares a tasa de interés flotantes, generalmente ligadas a la LIBOR. En tercer lugar, se vendieron letras de tesorería a seis meses, en pesos y en dólares, en el mercado local por un monto total de \$ 400 M, que luego fueron renovadas a tres meses en febrero de 1995 y amortizadas íntegramente en mayo de ese año. En cuarto lugar, hubo que esperar al último trimestre del año para emitir un bono en dólares a largo plazo y a tasa fija, como resultó el Bono Global a cinco años, por un monto de US\$ 500 M (con una ampliación colocada en el Banco Central), esta vez al 10, 95% anual, tasa que

reflejaba tanto el incremento de las tasas de interés internacionales como el mayor spread requerido a los instrumentos de países emergentes.

Finalmente, en el año de la crisis de confianza generada luego de la devaluación del peso mexicano, también 1995 fue un año donde el gobierno trabajó activamente en el financiamiento del estado. Se obtuvieron en total en los mercados de capitales US\$ 6.058 M.

La emisión de bonos en dólares prácticamente se limitó a la emisión del llamado **Bono Argentina por US\$ 2.000 M**, del cual participaron en un tramo internacional un conjunto de entidades bancarias internacionales y en un tramo local integrado por empresas, bancos e incluso individuos argentinos. Este llamado bono patriótico integró el paquete financiero que Argentina formó con financiamiento de organismos internacionales para revertir la crisis de confianza que afectaba al sistema financiero durante el primer trimestre de 1995. A fin de año, el gobierno emitió y vendió US\$ 438 M de Bonos Externos serie 1989 (adicionalmente US\$ 300 M fueron a la cartera del BCRA en canje por los cupones de intereses y amortizaciones que debía cobrar la Institución monetaria por sus tenencias de dichos bonos).

Fuera de estas emisiones en dólares, **el gobierno buscó financiamiento en otros mercados**. Se emitió un bono a cinco años en yenes por el equivalente a US\$ 962 M que se destinó al rescate anticipado de un bono en pesos (Bono de Inversión y Crecimiento) y otro bono en marcos alemanes cuyo producido se destinó mayoritariamente a la recompra de bonos Brady y de consolidación a través de licitaciones. Adicionalmente, el gobierno emitió bonos denominados en francos franceses, liras italianas, francos suizos y chelines austríacos. **El total de bonos emitidos en 1995 en monedas distintas al dólar ascendió al equivalente a US\$ 3.496 M.**

2. Amortizaciones de deuda instrumentada

Durante el período bajo análisis, el sector público nacional no sólo obtuvo financiamiento mediante colocaciones de bonos sino que **también procedió a efectuar pagos de amortizaciones de bonos ya colocados anteriormente**. En realidad, puede decirse que la totalidad de las colocaciones de nuevos bonos tuvo como destino la amortización de viejos bonos pues entre 1990 y 1995, el sector público amortizó deudas instrumentadas en bonos (excluyendo aquellos

que estaban en cartera del sector público) por US\$ 15.157 M (ver cuadro 14). Esto incluye las amortizaciones de bonos en poder del sector público por un monto estimado de US\$ 991 M, parte de los cuales fueron financiados con emisiones de bonos que explicamos en la sección 2 del capítulo 5.

Los Bonos Externos en sus distintas series fueron los bonos con mayores erogaciones en concepto de amortizaciones. Hasta 1992, la serie 1982 acaparaba los mayores vencimientos mientras que a partir de 1993 comenzó a tener mayor influencia la serie 1989 que se colocó en el plan BONEX de fines de 1989. En los seis años bajo análisis, **el gobierno amortizó capital de bonos externos por un total de US\$ 4.412 M.**

Los **Bonos del Tesoro**, en sus distintas series, también implicaron erogaciones de capital por un total de US\$ 3.759 M, de los cuales US\$ 3.043 M correspondieron a los Bonos del Tesoro, series I, II y III y el resto a los Bonos de Tesorería a cinco y diez años de plazo. Se amortizaron saldos de BOCREX por US\$ 314 M.

Los dos bonos en pesos emitidos en ocasión del plan BONEX de diciembre de 1989 (el Bono para el Crecimiento y la Estabilidad (**BOCE**) y el Bono para la Inversión y el Crecimiento (**BIC**)) fueron amortizados en su totalidad por un monto de US\$ 1.081 y US\$ 1.767 M respectivamente. La amortización del BOCE se produjo entre 1990 y 1992 mientras que el BIC estaba siendo amortizado mensualmente de acuerdo a las pautas de emisión hasta que en 1995 se dispuso su rescate anticipado.

Las **letras de tesorería** en pesos y dólares colocadas a mediados de 1994 por un monto de \$ 400 M fueron amortizadas totalmente en mayo de 1995 y el saldo de estos instrumentos era nulo a fines de año. A su vez, de las distintas letras y notas de mediano plazo colocadas voluntariamente en los mercados, a diciembre de 1995 ya había sido amortizado capital por un total de US\$ 1.068 M.

Durante el período, se realizaron pagos de deuda de origen comercial por US\$ 1.063 M y otros tipos de deuda por US\$ 242 M. Finalmente, como explicaremos detalladamente en la próxima sección, en 1995 el gobierno dispuso recomprar títulos anticipadamente por un total de US\$ 1.051 M.

AMORTIZACIONES DE DEUDA DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO (*)

Cifras en millones de US\$

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Total
TOTAL	1,860	1,610	1,953	2,432	2,377	4,924	15,157
Bonos Externos	714	686	1,022	706	692	591	4,412
<i>Serie 1980</i>	60	4					64
<i>Serie 1981</i>	107	108	1				216
<i>Serie 1982</i>	339	371	372	3			1,085
<i>Serie 1984</i>	124	124	124	125	125		622
<i>Serie 1987</i>	84	79	80	80	84	74	482
<i>Serie 1989</i>			445	498	483	414	1,840
<i>Serie 1992</i>						104	104
Bonos del Tesoro y de Tesorería			389	717	1,247	1,406	3,759
<i>Bonos del Tesoro Series I, II y III</i>			387	645	886	1,125	3,043
<i>Bonos de Tesorería a 5 años de plazo</i>			2	30	146	79	257
<i>Bonos de Tesorería a 10 años de plazo</i>				42	215	202	459
Bonos de Inversión y Crecimiento (1)	150	160	190	150	161	956	1,767
Bonos de Consolidación Económica (Boce)	400	600	74	7			1,081
Bonos de Crédito a Exportadores (2)			132	66	116		314
Letras de Tesorería						400	400
<i>Letras de Tesorería en Pesos</i>						200	200
<i>Letras de Tesorería en Dólares</i>						200	200
Letras de Mediano Plazo	126	0	0	312	162	468	1,068
<i>EERA 6,5% 1980-90 (Francos suizos)</i>	42						42
<i>EERA 3ª serie en Yens 1980</i>	84						84
<i>Euroletra-91/11%</i>				100			100
<i>Euroletra-91/9.5%</i>				200			200
<i>Euroletra/94-95</i>					150		150
<i>Euroletra Tramo B</i>						106	106
<i>Floating Rate Note/LIBOR+1/1995</i>						350	350
<i>Bonos Dinero Nuevo</i>				12	12	12	36
Recompra de Títulos						1,051	1,051
Deuda Comercial	400	160	140	312		51	1,063
Otros	70	4	6	162			242

(*) No incluye títulos en cartera del sector público

(1) Incluye rescate

(2) No incluye el canje por Bote

Fuente: M&S Consultores en base a datos de la Secretaría de Hacienda

3. Recompras anticipadas de deudas

En 1995, el gobierno nacional dispuso la emisión de dos bonos para financiar recompras y rescates anticipados de deudas. En agosto, se emitió una euroletra en marcos alemanes con vencimiento en el 2.000 a una tasa de interés del 9,25% en marcos por el equivalente a US\$ 696 M. Con dichos fondos, el gobierno recompró mediante licitaciones un total de deudas instrumentadas en bonos por US\$ 1.015,1 M de capital original, y sumando los intereses devengados por US\$ 1.051 M (ver cuadro 15).

Se recompraron bonos con descuento por US\$ 469,7 M, bonos a la par por US\$ 302,9 M, bonos a tasa flotante (FRB) por US\$ 90 M, bonos previsionales serie 1 (en dólares) por US\$ 163,2 M y serie 2 por US\$ 3 M y bonos de consolidación de deudas con proveedores por US\$ 20 M. En el caso de los bonos de consolidación de deudas, dichos montos incluyen los intereses capitalizados.

Por esta operación de recompra financiada con la emisión de un bono, el Estado Nacional pudo reducir el monto de la deuda pública en \$ 433 M. Adicionalmente, cabe destacar que tras la recompra anticipada de los bonos con descuento y a la par, el Estado obtuvo la libre disponibilidad de los bonos del tesoro de EE.UU. que servían como colateral de dichos bonos.

Por otro lado, en septiembre de ese mismo año, el gobierno colocó un bono en yenes con vencimiento en el 2000 a una tasa de interés del 5,5% por un monto equivalente a US\$ 962 M. Con dichos fondos, el gobierno dispuso el rescate anticipado de todas las series del Bono de Inversión y Crecimiento (BIC) por un total de \$ 907 M, (incluyendo \$ 120 M de bonos que se encontraban en cartera del sector público) cuya quinta serie era la más importante y había sido emitido en 1991 en intercambio del BIC serie 1, emitido en ocasión del plan BONEX.

4. Operaciones con Organismos Internacionales

Durante estos seis años, el Estado argentino mantuvo relaciones financieras activas con organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo, el Eximbank, etc. Asimismo se normalizaron las relaciones con el Club de París a través de sucesivas rondas de negociaciones. Con el FMI, Argentina negoció y finalizó un acuerdo stand by en 1991, un acuerdo de facilidades extendidas entre 1992 y

RECOMPRA DE TITULOS Y RESCATE DE BONOS

Con la emisión de la Euroletra en Marcos Alemanes DEM/2000/9.25% por **695.8 millones** se recompraron a un valor de compra de **615.2 millones** los siguientes Títulos Públicos por un valor de **1051.3 millones** incluidos los intereses:

Título	Valor Nominal (a)	Valor Efectivo (b)	Valor de Compra (c)	Diferencia (b - c)
Discount Bonds	469.7	469.7	282.4	187.3
Floating Rate Bonds (FRB)	90.0	90.0	57.8	32.2
Par Bonds	302.9	302.8	154.0	148.9
Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en Dólares Serie I	133.8	163.2	109.2	53.9
Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en Dólares Serie II	2.6	3.0	1.6	1.3
Bonos de Consolidación en Dólares	16.1	19.7	10.1	9.6
Total	1.015.1	1.051.3	615.2	433.2

Mientras que con la emisión de la Euroletra en Yenes YEN/2000/5.5% por **961.8 millones** se rescataron los siguientes bonos BIC por un valor de **907.3 millones**:

Título	Monto
BIC 89	82.7
BIC I	101.3
BIC III	32.6
BIC IV	11.1
BIC V	679.6
Total	907.3

(a) Valor nominal sin intereses, (b) Valor nominal mas intereses corridos, (c) Valor de compra efectivo, (d) Ganancia de capital

Fuente: M&S Consultores en base a datos de la Secretaría de Hacienda

1994 y una extensión de la facilidad extendida en 1995. Con el Banco Mundial y el BID, se acordaron numerosos programas que incluyeron el financiamiento de reformas estructurales y de programas sociales nacionales y provinciales.

Entre 1990 y 1992, el financiamiento que se obtuvo del conjunto de estos organismos prácticamente fue equivalente a las amortizaciones de capital con dichas instituciones que vencían en esos años. De esta manera, la exposición neta con estos organismos se mantuvo prácticamente constante en los primeros tres años.

Por ejemplo, en 1990 el gobierno recibió desembolsos por US\$ 1.411 M, repartido prácticamente en partes iguales entre FMI, BIRF y BID y al mismo tiempo amortizó capital por US\$ 1.077 M, donde la mayor cancelación se produjo con el FMI. En 1991, el gobierno efectuó pagos de amortizaciones por encima de los ingresos por nuevos desembolsos por US\$ 177 M, resultando una vez más el FMI el organismo que recibió mayores cancelaciones netas. En 1992, el gobierno recibió desembolsos por US\$ 1.626 M y efectuó cancelaciones por amortizaciones por US\$ 1.682 M, donde en ambos casos la mayor parte de los desembolsos y amortizaciones correspondieron a operaciones con el FMI dentro del acuerdo de Facilidades Extendidas que comenzó en aquel año. **O sea, en el neto de estos tres años la acumulación neta de deuda (desembolsos menos amortizaciones) con organismos internacionales ascendió apenas a US\$ 101 M (ver cuadro 16).**

Mil novecientos noventa y tres fue el primer año donde el desembolso neto de amortizaciones del conjunto de organismos internacionales (incluyendo este año la participación del Eximbank japonés) fue fuertemente positivo. En ese año, el gobierno obtuvo desembolsos por US\$ 4.630 M y efectuó amortizaciones por sólo US\$ 1.000 M. Un total de US\$ 2.855 M de los US\$ 3.630 M de este financiamiento extraordinario neto se debió a los desembolsos que el país obtuvo para adquirir los bonos del gobierno estadounidense que sirven de garantía colateral al capital de los bonos (Par y Discount) emitidos en el marco del plan Brady y para efectuar el depósito renovable que garantiza el pago de un año de los intereses, o sea las operaciones de 1993 no significaron en gran parte endeudamiento neto sino deuda contra la tenencia de un activo financiero.

PRESTAMOS DE ORGANISMOS INTERNACIONALES AL SECTOR PUBLICO

Cifras en millones de US\$

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Acumulado
Ingresos	1,411	1,277	1,626	4,630	1,717	5,904	16,565
BID	481	348	227	1,079	235	1,104	3,472
Empresas Públicas	367	94	12	0	4	2	479
Gobierno Nacional	28	197	171	1,049	218	1,102	2,765
Gobiernos Locales	5	34	34	27	11	0	111
Bancos Oficiales	67	9	0	0	0	0	76
B.C.R.A.	14	12	10	3	2	0	41
BIRF	403	460	167	1,508	414	944	3,806
Empresas Públicas	136	82	60	204	71	95	648
Gobierno Nacional	179	342	78	1,243	293	842	2,977
Gobiernos Locales	3	16	28	60	50	7	164
Bancos Oficiales	85	20	1	1	0	0	107
FMI	510	471	1,231	1,596	875	2,410	7,093
EXIMBANK DE JAPON (*)	0	0	0	445	187	775	1,407
CLUB DE PARIS	0	0	0	0	0	571	571
OTROS	17	0	1	2	6	100	126
Egresos	1,077	1,454	1,682	1,000	1,097	1,776	8,086
BID	156	181	217	266	261	332	1,413
Empresas Públicas	104	112	143	175	189	152	875
Gobierno Nacional	16	26	26	35	34	151	288
Gobiernos Locales	2	6	11	11	11	9	52
Bancos Oficiales	23	24	26	38	22	17	150
B.C.R.A.	11	11	11	7	5	3	48
BIRF	204	285	334	314	420	283	1,840
Empresas Públicas	139	164	201	188	252	13	957
Gobierno Nacional	33	76	84	62	122	254	651
Gobiernos Locales	3	9	14	12	10	0	48
Bancos Oficiales	29	36	35	32	36	16	184
FMI	695	987	1,100	382	415	494	4,073
EXIMBANK DE JAPON	0	0	0	0	0	0	0
CLUB DE PARIS	0	0	0	0	0	567	567
APORTES Y OTROS	22	1	31	38	1	100	183
Neto	334	(177)	(56)	3,630	620	4,128	8,479
BID	325	165	10	813	(26)	772	2,059
BIRF	199	175	(167)	1,194	(6)	661	2,056
FMI	(185)	(516)	131	1,214	460	1,916	3,020
EXIMBANK DE JAPON	0	0	0	445	187	775	1,407
CLUB DE PARIS	0	0	0	0	0	4	4
APORTES Y OTROS	(5)	(1)	(30)	(36)	5	0	(67)

(*) Incluye solamente los préstamos al Gobierno Central

Fuente: M&S Consultores en base a datos de la Secretaría de Hacienda

Mil novecientos noventa y cuatro volvió a ser un año de relativa normalidad porque los ingresos de fondos obtenidos de organismos internacionales fueron apenas superiores a los egresos por vencimientos en US\$ 620 M. Se obtuvieron desembolsos por US\$ 1.717 M y se efectuaron pagos por amortizaciones por US\$ 1.097 M. El hecho de que el gobierno argentino haya tenido éxito en obtener financiamiento en los mercados de capitales aún en un contexto internacional complicado (durante la mayor parte del año las tasas de interés en EE.UU., tanto de corto como de largo plazo estuvieron subiendo) le permitió no tener que acudir masivamente al financiamiento de instituciones internacionales.

Sin embargo, la crisis de confianza desatada en 1995 después de la devaluación del peso mexicano llevó al gobierno argentino a encarar un segundo año con un fuerte endeudamiento neto con los organismos. El FMI hizo un desembolso extraordinario y up-front, o sea un gran desembolso inicial que llevó la exposición argentina con ese organismo al límite de lo autorizado. El Banco Mundial y el BID también hicieron desembolsos extraordinarios, en parte para financiar la constitución del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial que asistió a bancos provinciales en sus procesos de privatización y reestructuración.

Durante el año, los organismos internacionales desembolsaron US\$ 5.904 M y recibieron amortizaciones de capital por sólo US\$ 1.776 M o sea que 1995 representó el año récord en aumento de exposición neta de los organismos internacionales frente a Argentina: US\$ 4.128 M. Como veremos en capítulos posteriores, de este monto neto total, US\$ 1.000 M fueron aplicados a la constitución de los Fondos Fiduciarios (para la Capitalización de Bancaria y para el Desarrollo Provincial) y los restantes sirvieron al financiamiento de las operaciones de caja del sector público.

En síntesis, en los cinco años bajo análisis, el sector público argentino recibió financiamiento de organismos internacionales por US\$ 16.565 M: prácticamente la mitad (US\$ 7.093 M) provino del Fondo Monetario Internacional, US\$ 3.472 M desembolsó el Banco Interamericano de Desarrollo, US\$ 3.896 M del Banco Mundial, US\$ 1.407 M del Eximbank de Japón y hubo otros desembolsos menores. En el mismo período, el gobierno argentino efectuó pagos por

amortizaciones a los organismos internacionales por US\$ 8.086 M, siendo el FMI quien mayores fondos percibió.

Por lo tanto, **los organismos internacionales aportaron en términos netos (desembolsos menos amortizaciones) un total de US\$ 8.479 M**, con las cuatro instituciones aumentando su exposición neta: el FMI por US\$ 3.020 M, el BID y el Banco Mundial en poco más de US\$ 2 mil M cada uno y el Eximbank de Japón en US\$ 1.407 M.

5 OTROS MOVIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA

Durante el período bajo análisis, el sector público argentino también realizó un conjunto de operaciones que involucraron variaciones del saldo de deuda pública sin contrapartida en efectivo. En este capítulo nos concentraremos en: i) las cancelaciones de deuda pública como parte de las operaciones de privatizaciones (incluyendo la asunción de pasivos por parte de los nuevos accionistas), ii) las otras emisiones de bonos realizadas que no fueron incluidas en capítulos anteriores, iii) las cancelaciones de deudas impositivas con deuda pública, iv) las operaciones con el Club de París, v) la capitalización de intereses devengados que, ya sea por mora o atrasos o por normas de emisión, no se pagaron durante el período sino que terminaron aumentando la deuda de capital.

1. Deuda contra privatizaciones

De todas las operaciones de cancelación de deuda pública, el mecanismo más importante fue, sin lugar a dudas, la privatización de empresas y activos públicos. En algunos casos, el Estado vendió acciones de empresas públicas contra ingresos en efectivo; salvo cuando los recursos hayan sido destinados a recompras de deuda, no nos referimos en este trabajo a estos ingresos en efectivo. En esta sección, ponemos énfasis en aquellos procesos de privatización donde el comprador del activo público abonó el precio de transferencia mediante la cancelación de deuda pública o la asunción de pasivos.

Entre 1990 y 1995, el gobierno nacional aceptó cancelaciones de deudas por un total de US\$ 15.226 M como contrapartida de procesos de privatizaciones (ver cuadro 17). Dicho monto es el valor facial de la deuda rescatada, pues el precio de mercado al cual cotizaba la deuda argentina en ese momento era una información solamente relevante para el accionista privado que ganó la privatización. Desde el punto de vista del sector público, el monto de deuda

RESCATE DE PAPELES DE DEUDA EN PRIVATIZACIONES

Cifras en millones de US\$

Deudor	Entel	Aerolíneas	Segba	Gas del Estado	YPF	A y EE	Hidronor	Otras	Sin Identif.	Total
BCRA	629	225	100	455	0	0	0	14	0	1,423
TCA 83	67	38	11	44				2		162
TCA 85	371	89	45	249				4		757
TCA 87	90	42	23	138				1		293
BCRA Notes	61	15	13.7	22				7		118
BCRA Bcos. Provinciales	41	42	8	2				0		93
Tesoro	1,550	631	810	1,724	2,939	414	578	133	357	9,237
COF 87	29	16	3	53				0		101
República I	389	73	64.5	70				1		599
República II	126	140	21	11				0		297
P. Notes	1,106	402	349	421				129		2,407
BOCON Hidrocarburífero	0	0	0	0	2,565	174	54	0	89	2,883
Discount Bond	0	0	0	0		135	116	0		250
Par Bond	0	0	0	0		19	130	2		150
FRB	0	0	0	0				0		0
BOCON Pre 1	0	0	88	204		44	95	0	6	437
BOCON Pre 2	0	0	77	223		20		0	0	321
BOCON Pre 3	0	0	0	0	374	22	11	2	12	421
BOCON Pre 4	0	0	0	0				0		0
BOCON Pro 1	0	0	140	633			173	0	247	1,193
BOCON Pro 2	0	0	68	109		1		0	1	179
Entes oficiales	2,871	458	529	596	0	80	0	33	0	4,567
Aerolíneas Arg.	117	25	23	48				2		215
A. y E.E.	528	42	63	91				0		724
Alianza Naviera	1	6	1	6				0		14
AFNE	14	12	2	7				0		35
AUSA	51	28	10	34				0		121
BANADE	384	55	117	111				5		672
Bco. Hipotecario	0	0	0	2				0		2
Bco. Nación	124	45	18	13				0		199
Bco. Pcia. Bs. As.	238	0	3	0				0		241
CNEA	164	87	8	22				0		282
Fab. Militares	32	4	0	0				0		35
DNV	11	1	1	6				0		20
ELMA	51	20	18	33				0		121
ENTEL	77	16	14	7				1		114
ENCOTEL	1	0	0	0				0		1
FF.CC.	59	11	23	19				4		115
Gas del Estado	136	12	12	17				0		177
Hidronor	0	0	2	0				0		2
Hipasam	27	0	0	1				0		28
J.N. de Granos	0	8	11	11				0		29
OSN	21	5	0	0				0		27
Salto Grande	83	1	17	38				0		139
Segba	30	28	19	24		2		10		113
Somisa	5	0	1	0				0		5
Yaciretá	44	11	11	27				4		97
YCF	0	7	2	0				0		9
YPF	673	40	155	78		78		7		1,031
Total	5,150	1,314	1,439	2,775	2,939	494	578	180	357	15,226
Pre plan Brady	5,150	1,314	1,066	1,606	0	80	0	176	0	9,393
BOCONES	0	0	373	1,169	2,939	260	333	2	357	5,433
Brady	0	0	0	0	0	153	245	2	0	401

Fuente: M&S Consultores en base a datos del BCRA y de la Secretaría de Hacienda

relevante que fue cancelado es aquel valuado a 100% de paridad (incluyendo los intereses devengados que se hayan cancelado).

La mayor cancelación de deuda se produjo con la privatización de Entel, la empresa telefónica que se subdividió en dos. Por ella, el Estado redujo deuda pública por US\$ 5.150 M. La operación se realizó previa al plan Brady e incluyó una serie de instrumentos similares a los que posteriormente fueron canjeados por los bonos Brady. Se recibió en cancelación deuda asumida originalmente por el BCRA por US\$ 629 M correspondientes a los Trade Credit Agreement de 1983, 1985 y 1987 y otras notas del BCRA; deuda originada por el Tesoro por US\$ 1.650 M, en su mayoría Promissory Notes y los acuerdos I y II de la República. Finalmente se recibió deuda de entes oficiales por US\$ 2.871 M que incluyen deudas de YPF, Agua y Energía Eléctrica, Banade y otros bancos, Gas del Estado, etc..

Por la privatización de Aerolíneas Argentinas, el gobierno nacional canceló deuda por US\$ 1.314 M, con anterioridad al plan Brady. Por Segba, se cancelaron US\$ 1.439 M; por la privatización de Gas del Estado, el estado nacional recuperó deuda pública por valor de US\$ 2.775 M. También fueron importantes las privatizaciones de Agua y Energía Eléctrica, de Hidronor y otras.

En términos de instrumentos de deuda, mediante las privatizaciones el gobierno rescató US\$ 1.423 M de deudas originadas en el BCRA (los llamados Trade Credit Agreement de 1983, 1985 y 1987 e instrumentos denominados BCRA notes), US\$ 9.237 M de deudas originadas en el tesoro (deudas de la República I y II, Promissory Notes, Bonos de Regalías Hidrocarburíferas y Bonos de Consolidación de deudas) y US\$ 4.567 M de deudas de entes oficiales y empresas públicas diversas. En total, US\$ 15.226 M, que pueden dividirse en dos: US\$ 9.393 M de deudas previas al plan Brady y US\$ 5.833 M de deudas posteriores al plan Brady.

A su vez, por los procesos de privatizaciones, el estado nacional transfirió a los accionistas privados de las empresas privatizadas pasivos por un total de US\$ 2.995 M. Un total de US\$ 1.129 M correspondían a pasivos de Hidronor, US\$ 730 M a pasivos de Gas del Estado y el resto se dividen en pasivos de Entel, Segba, AyEE y otros (ver cuadro 18).

CANCELACION CON TITULOS Y TRANSFERENCIA DE PASIVOS

Cifras en millones de US\$ / 1990-1995

Empresa	Año	Títulos a Valor Nominal	Pasivos	TOTAL
AEROLINEAS ARGENTINAS	1990	1,314	0	1,314
ENTEL	1990	5,150	380	5,530
YPF S.A.	1993	2,939	52	2,991
SEGBA (*)	1992	1,439	374	1,813
AGUA Y ENERGIA ELECTRICA	1992-1995	494	245	739
HIDRONOR	1993	578	1,129	1,707
GAS DEL ESTADO	1992	2,775	730	3,505
OTRAS EMPRESAS	1990-1995	537	86	623
TOTAL		15,226	2,995	18,221

(*) Pasivos netos de fideicomisos que a sept. de 1995 suman 318.3 millones

Pero sin lugar a duda, la privatización más importante fue la de YPF. Las 353 millones de acciones que componen el capital de la empresa se dividen en 4 clases. Antes de la oferta, el 51% de acciones clase A pertenecían al estado nacional⁸, un 39% de acciones clase B se repartieron un 5,2% en el estado nacional y el 33,8% entre provincias acreedoras de regalías petroleras que fueron suscriptas mediante la entrega de bonos de consolidación de regalías hidrocarburíferas. Un 10% de acciones clase C se entregaron a los empleados de la empresa bajo el programa de propiedad participada (PPP).

En una primera etapa, de la oferta combinada (ver cuadro 19), se procedió a vender el 45% de las acciones (160 millones de acciones clases D, provenientes de 24% de acciones clase A y 21% de acciones clase B) a un precio de \$ 19 cada una, por las cuales se recaudó, neto de comisiones y gastos, por un total de \$ 2.902 M. De ese total, \$ 1.526 M se destinaron a la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS), \$ 1.121 M a un conjunto de Estados provinciales y \$ 255 M al Tesoro.

La ANSeS utilizó los recursos para recomprar Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales a tenedores originales por un valor nominal de \$ 774 M (que incluyendo los intereses devengados ascendía a \$ 860 M) pero mantuvo los bonos en su poder, o sea no implicaron una caída del saldo de deuda en circulación sino un aumento de la tenencia en poder del sector público. Con el saldo de dinero restante, unos \$ 852 M, la ANSeS canceló en efectivo deuda que mantenía con jubilados y que en su momento habían rechazado la opción de recibir bonos en pago de sus acreencias.

En una segunda etapa, la oferta de compra, se vendieron 46,2 millones de acciones clases D en canje por Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales y titulares de créditos pagaderos en efectivo. Se recibió deuda por un total a valor nominal de \$ 1.269 M (que incluye cancelación de deudas en efectivo por \$ 207 M y deudas en bonos por valor nominal de \$ 1062 M y un valor efectivo, incluyendo intereses devengados, por \$ 1.167 M), de los cuales \$ 39

⁸ El Estado Nacional había adquirido estas acciones entregando a cambio Bonos de Consolidación de Regalías Hidrocarburíferas que a su vez fueron recibidos en pago de deudas que algunas provincias mantenían con el Tesoro.

Cuadro N° 19

PROCESO DE PRIVATIZACION DE YPF

Las 353 millones de acciones que componen el capital se dividen en 4 clases de acciones, para de las cuales serán vendidas o canjeadas contra Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales. El capital accionario quedó así constituido en cada etapa:

Clase de acción	Suscriptor	Antes de la oferta		Después de la "Oferta Combinada"		Después de la "Oferta de Compra"	
		% capital	Cantidad en millones	% capital	Cantidad en millones	% capital	Cantidad en millones
A	Estado Nacional	51.0%	180	27.2%	96	20.4%	72
B (1)	Provincias	34.0%	120	16.4%	58	11.3%	40
	Estado Nacional	5.1%	18	1.1%	4	0.0%	0
	Total	39.1%	138	17.6%	62	11.3%	40
C	Programa de Propiedad Participada	9.9%	35	9.9%	35	9.9%	35
D	En circulación		0	45.3%	160	58.4%	206
Total		100.0%	353	100.0%	353	100.0%	353

(1) Las acciones clase B fueron suscriptas por la Nación y las provincias mediante la entrega de Bonos de Consolidación de Regalías Hidrocarburíferas por un total de \$ 2,566 M a valor nominal o \$ 2,616 M a valor efectivo.

Etapa 1: "Oferta Combinada"

Se venden en efectivo 160 M. de acciones clase D a un precio de \$ 19 por acción. De lo recaudado, aproximadamente el 60% corresponde al Anses para cancelar deudas que lo aplicará a la compra de Bocon Previsional y el 40% restante se reparte entre el Tesoro y las provincias.

Total recaudado	3,042
Comisiones	-122
Gastos	-18
Neto	2,902
Se destinaron a:	
Anses	1,526
Provincias	1,121
Tesoro	255

La Anses destina el dinero recaudado al rescate anticipado de deudas documentada en Bonos de Consolidación de deudas previsionales. El detalle de los bonos rescatados es el siguiente:

	Pre 1	Pre 2	Pre 3	Pre 4	Total (VN)
Total (V.N.)	135	278	140	221	774
Total (V.Efvo.) a fin de 1993	167	311	151	231	860

Etapa 2: "Oferta de Compra"

Se ofrecen en canje a los tenedores de Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales y titulares de créditos pagaderos en efectivo, 46 millones de acciones clase D. Las acciones se venden al mismo precio fijado para la oferta combinada (\$ 19 por acción) y los bonos son tomados con una prima del 15% sobre el precio promedio de mercado durante los 5 días previos a la fecha de presentación de las ofertas de compra.

Valor acciones vendidas	883
Total deuda rescatada	1269
Créditos en efectivo	207
Bocon (Valor Nominal)	1062
Estado Nacional	39
Provincias (2)	509
Anses (2)	514

Detalle de los bonos canjeados

	Pre 1	Pre 2	Pre 3	Pre 4	Total (VN)
Estado Nacional	7		10	22	39
Provincias (2)	1	446	32	30	509
Anses (2)	91		127	296	514
Total (V.N.)	99	446	169	348	1,062
Total (V.Efvo.) a fin de 1993	122	500	182	363	1,167

(2) No se cancelan sino que continúan en circulación en el mercado

Fuente: M&S Consultores en base a datos de la Secretaría de Hacienda y Prospecto de Venta de Acciones de YPF

M. correspondieron al Estado Nacional, \$ 509 M a las provincias y \$ 721 M a la ANSeS.

Tanto los bonos recibidos por la ANSeS como por las provincias no fueron rescatados ni dados de baja de la circulación sino que permanecieron inicialmente en poder de las provincias y de la ANSeS, y posteriormente, en algunos casos, fueron utilizados para el financiamiento de los presupuestos de dichas organizaciones y/o canjeados por otros bonos de mayor liquidez en poder de otras instituciones estatales.

2. Otras emisiones de bonos

En el capítulo 3 estimamos el monto de las emisiones de bonos originariamente emitidos para la consolidación de deudas que correspondieron a devengamientos ocurridos con posterioridad a 1989. En el capítulo 4 nos referimos a las emisiones de bonos en mercados voluntarios por las cuales el Estado argentino obtuvo financiamiento en efectivo. En esta sección nos referimos a **otras emisiones de bonos que revistieron características especiales** no incluidas en los puntos anteriores

Durante el período bajo análisis, el gobierno nacional procedió a emitir otros bonos de deuda pública cuyo destino fue principalmente (aunque no exclusivamente) otros organismos del Estado Nacional (principalmente el Banco Central y la ANSeS). En total se realizaron otras colocaciones de bonos por un total de US\$ 4.334 M (ver cuadro 20).

En 1991, previo al lanzamiento del plan de Convertibilidad, el gobierno le vendió al Banco Central un total de US\$ 947 M en Bonos Externos serie 1989 que resultaron sobrantes del plan BONEX de 1989-90. Posteriormente, el Banco Central recibió US\$ 1.000 M de Bonos Externos serie 1992. El Banco Central también recibió US\$ 250 M del Bono Global a diez años emitido en 1993. Durante ese año, la ANSeS adquirió Bonex serie 1992 a efectos de complementar decisiones de política fiscal adoptadas a nivel del sector público consolidado por un monto de US\$ 435 M.⁹ En 1994 y 1995 hubo emisiones de bonos externos y diversas

⁹ Ver ANSeS, *Informe Financiero año 1993*.

Cuadro N° 20

OTRAS EMISIONES DE BONOS

ANO	DENOMINACION	MONEDA	MONTO en US\$ mill.	PLAZO AÑOS	DESTINO
1991	BONEX '89	Dólares	947		BCRA
Total 1991			947		
1992	BONEX '92	Dólares	1,000	10	Anses y BCRA
Total 1992			1,000		
1993	Global Bond US\$/2003	Dólares	250	10	BCRA
	BONEX '92	Dólares	1,080	10	Anses y BCRA
Total 1993			1,330		
1994	Bonex Global US\$/99	Dólares	250	5	BCRA
	BONEX '92	Dólares	13	10	Anses y BCRA
Total 1994			263		
1995	BONEX '89	Dólares	300	4	BCRA
	BONEX '92	Dólares	254	10	Anses y BCRA
	Ampliación Euroletra US\$/96	Dólares	62	1	BCRA
	Letra Caja de Ahorro y Seguro	Dólares	17		Caja de A. y S.
	Letra Renovación	Dólares	120		
	Letra DGI/1996	Dólares	41		DGI
Total 1995			794		
Total Colocado			4,334		

AMORTIZACIONES DE LOS TITULOS EN CARTERA DEL SECTOR PUBLICO

ANO	DENOMINACION	MONTO en US\$ mill.
1990	BONEX '87	39.7
Total 1990		39.7
1991	BONEX '87	45.7
Total 1991		45.7
1992	BONEX '87	43.9
	BONEX '89	99.9
Total 1992		143.8
1993	BONEX '87	45.2
	BONEX '89	46
Total 1993		91.2
1994	BONEX '87	39.8
	BONEX '89	66.4
	BIC V	7.4
Total 1994		113.6
1995	BONEX '87	29.2
	BONEX '92	263.4
	BOTE I	69.6
	BIC V	7.4
	BIC I a IV (1)	120.3
Total 1995		489.9
Total Amortizado		923.9

(1) Corresponde a títulos rescatados

Fuente: M&S Consultores en base a datos de la Secretaría de Hacienda

letras que tuvieron como destino principal instituciones del propio sector público, como el Banco Central, la DGI, la Caja de Ahorro y Seguros, etc..

A su vez, también se realizaron amortizaciones de estos títulos por un total de US\$ 924 M, cifra que incluye el rescate en diciembre de 1995 de US\$ 120 M de BIC que se encontraban en cartera del Banco Central.

En la medida que dichas instituciones hayan mantenido esos bonos en cartera, aparecen en el saldo de deuda pública en poder del propio sector público que analizamos en la sección 4 de este capítulo. Si, por el contrario, dichas instituciones obtuvieron financiamiento mediante esos bonos (vendiéndolos en el mercado o en operaciones simultáneas de venta al contado y recompra futura), el saldo aparece en circulación en poder del sector privado.

3. Por cancelación de deudas impositivas

Durante el período bajo análisis, el Estado Nacional aceptó recibir bonos de deuda pública en parte de pago de deudas impositivas y previsionales. Por el Decreto 793/94, el Estado recibió Bonos de Consolidación por un total de \$ 514 M como parte de pago de deudas impositivas anteriores al 1 de abril de 1991.

Por el programa de facilidad impositiva de 1995 (decreto 316/95), el Estado Nacional rescató Bonos de Consolidación, incluyendo intereses capitalizados, por un total de \$ 1.231 M. Al mismo tiempo, en concepto de deudas previsionales se rescataron Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales por un total de \$ 295 M, según el detalle que surge del cuadro 21.

4. Las deudas con el Club de París

El Club de París es un foro internacional que comenzó a funcionar en forma permanente en 1973. Tiene un carácter informal, es decir, no tiene miembros fijos ni reglas escritas pero constituye el ámbito donde la Argentina puede renegociar las deudas contratadas con organismos oficiales que garantizan los créditos a la exportación básicamente de los países miembros de la Organización Económica para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE).

Durante el período 1978-1983 la Argentina contrajo importantes deudas con estos organismos, al punto que casi todo el stock existente hoy data de esa

BONOS DE CONSOLIDACION APLICADOS AL PAGO DE DEUDAS IMPOSITIVAS

Año 1995 - Cifras en millones de US\$

	Aplicados al pago de:	
	Deuda anteriores al 1/4/91 (Dec. 793/94)	Deudas Moratoria 1995 (Dec. 316/95 y comp.)
Bonos de Consolidación en Pesos	496.1	1,220.9
Valor Nominal	380.2	942.2
Intereses Capitalizados	115.9	278.8
Bonos de Consolidación en Dólares	18.0	9.9
Valor Nominal	14.8	8.4
Intereses Capitalizados	3.2	1.5
TOTAL	514.1	1,230.9

BONOS DE CONSOLIDACION APLICADOS AL PAGO DE DEUDAS PREVISIONALES

Año 1995 - Cifras en millones de US\$

Bonos de Consolidación en Pesos	32.7
Valor Nominal	25.5
Intereses Capitalizados	7.3
Bonos de Consolidación en Dólares	1.0
Valor Nominal	0.8
Intereses Capitalizados	0.1
Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en Pesos Serie I en Pesos	2.9
Valor Nominal	2.2
Intereses Capitalizados	0.7
Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en Pesos Serie I en Dólares	0.3
Valor Nominal	0.2
Intereses Capitalizados	0.0
Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en Pesos Serie II en Pesos	257.0
Valor Nominal	227.7
Intereses Capitalizados	29.2
Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en Pesos Serie II en Dólares	1.1
Valor Nominal	0.9
Intereses Capitalizados	0.1
TOTAL	294.9

época. Al asumir el gobierno constitucional a fines del '83 consideró conveniente abrir las negociaciones para su reprogramación que culminan en enero de 1985 con la firma de lo que se llamó Ronda I continuándose luego con sucesivas rondas de negociación (de la Ronda II a la Ronda V). Todas las rondas se refieren al stock de deuda existente al 10 de diciembre de 1983 pero en cada una de ellas se reprogramaron los vencimientos de un período distinto¹⁰.

La ronda I incluyó los atrasos acumulados en los pagos hasta el 31 de diciembre de 1984 y los vencimientos de capital e intereses del año 1985. Se convino pagar el 25% de los atrasos en cuotas semestrales entre 1985 y 1987, y el 75% en 10 cuotas semestrales entre 1988 y 1993. Respecto de los vencimientos del año 1985 se programó pagar el 90% en cuotas semestrales, después de un período de gracia hasta 1991 hasta 1995. Para el 10% restante, se negoció una cancelación en cinco cuotas iguales pagaderas entre 1985 y 1989 (ver cuadro 22).

En mayo de 1987, se firmó la ronda II que incluyó las moras y atrasos al 30 de abril de ese año y los vencimientos a producirse entre el 1/5/87 y el 30/6/88. El 100% de los montos de principal e interés en mora se pagarían en 10 cuotas iguales y semestrales, la primera en 1993 y la última en 1997. El 100% de los montos de principal e interés se pagarían en 10 cuotas iguales y semestrales, la primera en 1993 y la última en 1997.

En diciembre de 1989, se firmó la ronda III. Se consolidaron los atrasos y mora a diciembre de 1989, los vencimiento de deuda entre enero de 1990 y marzo de 1991 y los vencimientos de principal e interés entre enero de 1990 y marzo de 1991 de los acuerdos de consolidación de 1985 y 1987. El 100% de los atrasos por principal e interés se pagarían en 8 cuotas iguales y semestrales, la primera a partir de 1996 y la última en 1999. El gobierno se comprometió a pagar el 50% de la mora a diciembre de 1989 de los acuerdos de 1985 y 1987 y el otro 50% en dos cuotas iguales en abril y junio de 1990. También se reprogramaron los montos que vencían el 31/12/89. El 100% del principal y el 95% de los intereses se pagarían en 8 cuotas iguales y semestrales, la primera a partir de 1997 y la última en el 2000, mientras que el 5% restante de los intereses se pagaría el 31/3/90. Para los vencimientos a producirse entre el 1/1/90 y el 31/3/91 se

¹⁰ También cada ronda incluyó los atrasos en los pagos que existieran incluso los provenientes de las rondas anteriores.

LAS NEGOCIACIONES CON EL CLUB DE PARIS

Términos de los acuerdos (1)

	Fecha de firma del acuerdo marco	Período de consolidación	Plazos de maduración	
			Atrasos	Vencimientos de deuda
Ronda I	15-16 de enero de 1985	Atrasos o mora al 31-12-1984 Vencimientos de deuda entre el 1-1-1985 y el 31-12-1985	76% en 10 cuotas semestrales iguales, la primera el 1-6-85 y la última el 1-2-93 28% en 5 cuotas semestrales iguales, la primera el 1-6-85 y la última el 1-8-87	90% en 10 cuotas semestrales iguales, la primera el 1-1-91 y la última el 1-7-95 10% en 5 cuotas anuales iguales, la primera el 31-12-85 y la última el 31-12-89
Ronda II	19-20 de mayo de 1987	Atrasos o mora al 30-4-1987 Vencimientos de deuda entre el 1-5-1987 y el 30-4-1987 Intereses sobre atrasos al 30-4-1987	El 100% en 10 cuotas semestrales iguales, la primera el 15-5-83 y la última el 15-11-97	El 100% en 10 cuotas semestrales iguales, la primera el 15-5-93 y la última el 15-11-97
Ronda III	20-21 de diciembre de 1989	Atrasos o mora al 31-12-1989 Vencimientos de deuda entre el 1-1-1990 y el 31-3-1991 Vencimientos de capital e intereses entre el 1-1-1990 y 31-3-1991 de los acuerdos de consolidación Ronda I y Ronda II	Atrasos de vencimientos originales: El 100% en 8 cuotas semestrales iguales, la primera el 31-1-95 y la última el 31-7-99 Atrasos de vencimientos Ronda I y II al 31-12-1989 El 50% al contado y el resto en 2 cuotas iguales el 30-4-90 y 30-8-90 Vencimiento del 31-12-89 Ronda I y II El 100% del capital y el 95% de los intereses en 8 cuotas semestrales iguales, la primera el 31-1-96 y la última el 31-7-99 El 5% de interés se paga el 31-3-90	El 100% en 8 cuotas semestrales iguales, la primera el 31-1-97 y la última el 31-7-2000 Vencimientos de la Ronda I y II del 1-1-90 al 31-3-1991 100% del capital y 70% de los intereses se pagan en 8 cuotas semestrales iguales, la primera el 31-1-97 y la última el 31-7-2000. El 35% de los intereses que vencían entre el 1-1-90 y el 30-6-90 se pagarán el 30-6-90 y el 30% de los intereses que vencían entre el 1-7-90 y el 31-12-90 se pagarán el 31-12-90. El 30% de los intereses con vencimiento entre el 1-1-91 y el 31-3-91 serían pagados al vencimiento
Ronda IV	18-19 de septiembre de 1991	Atrasos o mora al 31-9-1991 Vencimientos de capital e intereses entre el 1-10-1991 y el 30-6-1992 Vencimientos de capital e intereses entre el 1-10-1991 y 30-6-1995 de los acuerdos de consolidación Ronda I y Ronda II	El 100% en 8 cuotas semestrales iguales, la primera el 30-9-98 y la última el 31-3-2002	El 100% en 8 cuotas semestrales iguales, la primera el 30-9-98 y la última el 31-3-2002
Ronda V	21 de julio de 1992	Vencimientos de capital e intereses entre el 1-7-1992 y el 31-3-1995 Vencimientos de capital e intereses entre el 1-7-1992 y 31-3-1995 de los acuerdos de consolidación Ronda I y Ronda II		El 100% en 26 cuotas semestrales crecientes, la primera del 0,5% vence el 15-5-96 y la última del 7,8% vence el 25-11-2008 Vencimientos de la Ronda I y II del 1-7-92 al 31-3-1995 El 100% en 26 cuotas semestrales crecientes, la primera del 0,5% vence el 15-5-96 y la última del 7,8% vence el 25-11-2008

(1) En todos los casos los acuerdos giraban en torno al stock de deuda al 10 de diciembre de 1983, o sea, en cada negociación se reprogramaban los vencimientos de un período dado del perfil implícito en la deuda a esa fecha. En las negociaciones más avanzadas se incluyeron los vencimientos de Rondas anteriores que habían quedado impagos.

Fuente: M&S Consultores en base a datos de la Secretaría de Hacienda

convino un período de gracia hasta enero de 1997 y luego cuotas sucesivas la última de las cuales vencería en julio del año 2000.

En septiembre de 1991, se firmó la ronda IV que incluyó los atrasos y moras a septiembre de 1991 y los vencimientos a producirse entre el 1/10/91 y el 30/6/92 tanto de la deuda original como de los vencimientos de capital e intereses de los acuerdos de 1985 y 1987. El 100% de los montos de principal e interés en mora y los vencimientos a producirse, se pagarían en 8 cuotas iguales y semestrales, la primera en 1998 y la última en 2.002.

Finalmente, la ronda V se firmó en julio de 1992 reprogramó los vencimientos originales de deuda y los correspondientes a las rondas I y II que se producirían entre julio de 1992 y marzo de 1995. El acuerdo incluyó la cancelación en cuotas proporcionalmente crecientes, que van del 0,50% de la deuda en cada semestre de 1996 hasta un 7,8% a partir del primer semestre del 2008.

Como se verá en la sección siguiente, Argentina acumuló intereses devengados no pagados con el Club de París por US\$ 1.138 M. en los últimos seis años. Al mismo tiempo, como una parte sustancial de la deuda está denominada en monedas distintas al dólar, el saldo de deuda con el Club de París aumentó más por variación de tipo de pase.

5. Los intereses devengados capitalizados

Además de todo el conjunto de operaciones de endeudamiento positivo o negativo que hemos analizado hasta ahora, debemos analizar lo ocurrido con otra variable que afecta el saldo de la deuda pública, aún sin movimientos de caja. Nos referimos a la capitalización de intereses que generaron ciertas deudas, ya sea porque el país incurrió en atrasos que luego se capitalizaron (deudas con bancos, con el Club de París) o porque las propias condiciones de emisión establecían un período de gracia para los intereses (como en los Bonos de Consolidación de deudas).

Estos intereses devengados capitalizados deben ser considerados una causa explicatoria de la evolución del saldo de deuda durante el período bajo análisis aun cuando no hayan generado movimientos de caja.

A lo largo de este período, se ha producido impacto a través de cinco tipos de deudas diferentes: a) atrasos con los bancos internacionales y con el Club de París, b) devengamiento y capitalización de intereses durante 1990 y parte de 1991 de los bonos en pesos que surgieron del plan BONEX (BOCE y BIC), c) capitalización de intereses devengados por los bonos de consolidación de deudas previsionales, d) capitalización de intereses por los bonos a 16 años, y los bonos de regalías petroleras, e) y en dos de los bonos del tesoro.

Los Bonos de Consolidación de deudas comenzaron a devengar intereses a partir de la fecha de emisión: abril de 1991 para los bonos previsionales serie I y los bonos a 16 años y septiembre de 1992 para los previsionales serie II. Entre dichas fechas y diciembre de 1995, estos bonos devengaron y capitalizaron intereses por un total de US\$ 1.967 M para los previsionales, US\$ 1.425 M para los bonos a 16 años y US\$ 7 M para los de hidrocarburos (ver cuadro 23). Finalmente, los Bonos del Tesoro a cinco y diez años generaron un total de US\$ 124 M. En total, **US\$ 3.523 M por intereses devengados de deudas consolidadas.**

En segundo lugar, incluimos a los intereses que devengaron las deudas con los bancos internacionales, con el Club de París y los intereses devengados y capitalizados (netos de la variación del tipo de cambio) de los bonos en pesos (BIC y BOCE) antes del comienzo del pago de servicios. Estos intereses devengados por este conjunto de deudas asciende a US\$ 5.121 M y serán tomados como una fuente de variación de la deuda pública con posterioridad a 1989.

INTERESES DEVENGADOS CAPITALIZADOS

Cifras en millones de US\$ (1)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Acumulado
I Intereses de deudas consolidadas			600	571	1,353	999	3,523
Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales			402	310	692	563	1,967
<i>Serie I en Pesos (Pro 1)</i>			203	104	37	39	383
<i>Serie I en Dólares (Pro 2)</i>			199	70	330	264	863
<i>Serie II en Pesos (Pro 3)</i>				60	138	50	248
<i>Serie II en Dólares (Pro 4)</i>				76	187	210	473
Bonos de Consolidación			181	215	575	454	1,425
<i>Serie I en Pesos (Pro 1)</i>			26	305	422	296	1,049
<i>Serie I en Dólares (Pro 2)</i>			155	(90)	153	158	376
Bonos de Consolidación de Reg.de Hidrocarburos (BCRH)			2	9	6	(10)	7
Bonos de Tesorería			15	37	80	(8)	124
<i>a 5 años de plazo (Boteso 5)</i>			2	2	4	(5)	3
<i>a 10 años de plazo (Boteso 10)</i>			13	35	76	(3)	121
II Intereses de otras deudas	3,220	2,170	1,406	(1,675)	0	0	5,121
Deuda con Bancos	2,420	1,636	1,126	(1,953)	0	0	3,229
Club de París	300	280	280	278	0	0	1,138
Bic y Boce (2)	500	254					754
III Total	3,220	2,170	2,006	(1,104)	1,353	999	8,644

(1) Montos netos de los intereses incluidos en bonos rescatados o amortizados.

(2) Cifras estimadas provisionarias

6 DEUDA PÚBLICA Y ACTIVOS FINANCIEROS EN CARTERA DEL SECTOR PÚBLICO

Este capítulo está destinado a mostrar la evolución que ha tenido el saldo de deuda pública y de activos financieros en cartera del propio sector público. Estos montos serán importantes al momento de analizar la evolución de la **deuda pública en circulación en poder del sector privado** (o sea deuda pública total menos tenencias del sector público) y **neta de la acumulación de activos financieros del sector público** (o sea descontando las acreencias del sector público).

1. Bonos en cartera del sector público

Como hemos dicho en el capítulo 1, la deuda pública que tiene sentido macroeconómico cuantificar es la que representa una obligación neta del gobierno central y que está en poder de organizaciones distintas al mismo, sea del sector privado, de bancos oficiales o de gobiernos provinciales. Es importante entonces analizar la evolución de las tenencias de títulos públicos en cartera del propio sector público.

A fines de 1989, la única tenencia de deuda pública en cartera del sector público correspondía a US\$ 502,2 M de Bonos Externos que pertenecían al activo del Banco Central. A fines de 1995, los títulos públicos en cartera del sector público ascendían a US\$ 3.976,8 M, de los cuales US\$ 807 M pertenecían a la Administración Nacional de la Seguridad Social y US\$ 3.170 M al Banco Central. Por lo tanto, en estos seis años la tenencia de títulos en cartera del sector público aumentó en US\$ 3.474 M, lo cual bajo ciertas condiciones no debe considerarse como endeudamiento neto del sector público (ver cuadro 24).

Un caso interesante lo constituyen las tenencias de títulos por parte del Banco Central. Si estuviere ocurriendo que las tenencias de títulos están aumentando para servir de cobertura a sus pasivos monetarios, de acuerdo a la ley de Convertibilidad, el aumento de la deuda pública en circulación debería incluir las tenencias del Banco Central. Este sería el caso si el Banco Central estuviera

TITULOS EN CARTERA DEL SECTOR PUBLICO

Cifras en millones de US\$ valor efectivo a fin de cada período

	1989	1990	1991	1992	1993			1994				1995			Variación Nominal 95/89
					Anses	BCRA	Total	Anses	BCRA	Hacienda	Total	Anses	BCRA	Total	
I Títulos en moneda nacional	0.0	0.0	0.0	0.0	567.0	432.8	999.8	960.1	663.0		1623.1	640.9	297.4	938.3	938.3
BIC I Provincias						70.1	70.1		85.5		85.5			0.0	0.0
BIC III Tucumán						31.9	31.9		32.7		32.7			0.0	0.0
BIC IV Tierra del Fuego							0.0		2.9		2.9			0.0	0.0
BIC V							0.0		63.1		63.1		55.7	55.7	55.7
BOCON Previsional serie I					279.0	1.0	280.0	523.2	1.1		524.3	312.5	1.8	314.3	314.3
BOCON Previsional serie II					288.0		288.0	436.9			436.9	328.4	1.1	329.5	329.5
BOCON Proveedores						329.8	329.8		377.7		377.7		238.8	238.8	238.8
II Títulos en moneda extranjera	602.2	278.2	1376.2	1717.0	851.0	2108.7	2959.7	690.2	2673.8	894.6	4158.6	166.9	2872.6	3038.6	2536.3
BONEX 82	0.3						0.0								-0.3
BONEX 84	0.5	0.2	0.2	0.5		0.2	0.2								-0.5
BONEX 87	501.4	278.0	274.0	219.6		180.7	180.7		119.3		119.3	38.2	20.1	58.3	-443.1
BONEX 89			1101.0	699.2		276.2	276.2		332.0		332.0		312.3	312.3	312.3
BONEX 92				797.7		1398.9	1398.9	548.0	1474.4		2022.4	8.0	1835.7	1843.7	1843.7
BOTE I							0.0				0.0	29.0		29.0	29.0
BOTE II							0.0				0.0		0.1	0.1	0.1
BOTE III							0.0				0.0		174.1	174.1	174.1
BOCON Previsional serie I					311.0	2.6	313.6	27.4	2.5	326.8	356.7	0.7	177.7	178.4	178.4
BOCON Previsional serie II					540.0	0.1	540.1	14.8	2.7	567.7	585.2	0.9	8.9	9.8	9.8
BOCON Proveedores							0.0		208.1		208.1		184.4	184.4	184.4
BONEX Global 8,375% 2000							0.0		224.8		224.8	31.2	21.3	52.5	52.5
BONEX Global 10,95% 1999						250.0	250.0		250.0		250.0	57.9		57.9	57.9
Euroletra 6,875% 1996							0.0				0.0		62.3	62.3	62.3
FRN us\$ 95							0.0				60.0			60.0	60.0
Par Bond							0.0				0.0			0.0	0.0
II Total	602.2	278.2	1376.2	1717.0	1418.0	2541.5	3959.5	1550.3	3236.8	894.5	5681.6	806.8	3170.0	3976.8	3474.6

Nota: Entre 1989 y 1992 se incluyeron solo las tenencias del BCRA como reservas externas. En 1993 se supuso que a fin de año se encontraban en poder del Anses todos los BOCON canjeados por acciones de YPF. No se incluyeron los BOCON canjeados por las provincias en la misma operación ni los que pudieran ser recibidos por la Anses por otras causas.

comprando bonos del gobierno con sus reservas o con emisión de base monetaria, el incremento de sus tenencias de títulos reflejaría como contrapartida de necesidad de financiamiento del sector público y por lo tanto debería ser contabilizado como aumento del endeudamiento público total.

Por el contrario, en la medida que el aumento de las tenencias de títulos del Banco Central refleje reservas excedentes para la cobertura de los pasivos financieros y no refleje necesidad de financiamiento del sector público, dichas tenencias no deberían ser incluidas dentro de la deuda pública neta. Tal como demostramos en el apéndice metodológico, a diciembre de 1995 el Banco Central estaba aplicando bonos a la cobertura de sus pasivos financieros por un monto muy aproximado al financiamiento por redescuentos que había otorgado al sistema financiero. Por lo tanto, el aumento de las tenencias de títulos del Banco Central no reflejó un financiamiento al sector público (salvo por lo que le hubiere correspondido al propio Banco Central como acreedor del gobierno) y corresponde netearlo del saldo de deuda pública.

2. Activos financieros en poder del Estado nacional

Hasta fines de 1992 el gobierno nacional no tiene registrada la tenencia de activos financieros. La tenencia de activos financieros comienza a partir de 1993 con la compra de letras de cupón cero a treinta años del Tesoro estadounidense (también hay activos en marcos alemanes) por un total de US\$ 2.855 M y que fueron precisamente adquiridos con el financiamiento excepcional otorgado por organismos internacionales en ese año. Estos bonos están garantizando el capital de los bonos a treinta años Par y Discount y los intereses por un año de dichos bonos y alcanzarán en el 2023 para cancelar íntegramente los vencimientos de capital de dichos bonos.

A diciembre de 1995, el Estado Nacional tenía activos financieros en su poder por un total de US\$ 6.347 M (ver cuadro 25). De ese total, US\$ 3.543 M correspondían en su mayoría a bonos del Tesoro de los EE.UU. que colateralizan los bonos Brady, donde el aumento de la tenencia respecto a los US\$ 2.855 M originalmente adquiridos se debe a la ganancia de capital y devengamiento de intereses de dichos bonos durante el período.

En segundo lugar, un total de US\$ 658 M son acreencias del Estado Nacional por financiamiento otorgado por organismos internacionales a

ACTIVOS FINANCIEROS EN PODER DEL SECTOR PUBLICO

Cifras en miles de US\$

	1993	1994	1995
I Garantías del Brady	2,855	3,195	3,543
Letras cupón cero de 30 años del tesoro estadounidense		3,121	3,460
Letras cupón cero del Kreditanstalt fur Wiederaufbau		74	82
II Préstamos de Organismos Internacionales	350	480	658
Con cargo a las provincias	350	480	658
III Colocación de títulos	190	907	867
Bonos del Tesorería a 10 años de plazo con cargo a provincias		788	716
Bonos de Consolidación en pesos y dólares con cargo a la MCBA		119	151
IV Fondos Fiduciarios	0	0	1,279
Para el desarrollo provincial			834
Para capitalización bancaria			445
TOTAL	3,395	4,583	6,347
Item de memorando:			
Con financiamiento originado en organismos internacionales (1)	3,205	3,675	5,200
Con financiamiento originado con la colocación de títulos públicos (2)	190	907	1,146

(1) Garantías del Brady + Préstamos de Organismos Internacionales + US\$ 1000 millones de los Fondos Fiduciarios.

(2) Colocación de títulos + US\$ 279 millones del Fondo Fiduciario para Capitalización Bancaria.

cargo de las provincias. En tercer lugar, existe un total de US\$ 867 M de bonos en circulación que fueron colocados con cargo a las provincias y la **Municipalidad de Buenos Aires**, básicamente Bonos del Tesoro a diez años y el Bono de Consolidación a 16 años, donde la Nación tiene en garantía recursos de la coparticipación federal que debita automáticamente al momento del vencimiento de cada cupón.

En cuarto lugar, el Estado Nacional es acreedor a través de los **Fondos Fiduciarios para el Desarrollo Provincial** que ayudó a la privatización de bancos estatales de provincias por US\$ 834 M y del Fondo Fiduciario para la **Capitalización Bancaria** por US\$ 445 M.

Al 31 de diciembre de 1995, los activos del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial se componían de US\$ 340,3 M de depósitos overnight en bancos del exterior que todavía no habían sido desembolsados para su uso específico y de US\$ 494 M de préstamos a Instituciones provinciales (ver cuadro 26). Estos préstamos incluyen **financiamiento a trece bancos provinciales**, están garantizados con la coparticipación federal de impuestos correspondientes a cada una de las provincias, son a quince años de plazo, con cinco de gracia y tasas de interés internacionales.

Por su parte, los activos del Fondo Fiduciario para la **Capitalización Bancaria** se componían de créditos a entidades financieras privadas (ver cuadro 27), incluyendo préstamos con garantía real por US\$ 162,3 M, obligaciones negociables simples por US\$ 25 M, y el resto en obligaciones negociables subordinadas con y sin oferta pública o préstamos convertibles en obligaciones negociables subordinadas.

ACTIVOS DEL FONDO FIDUCIARIO PARA EL DESARROLLO PROVINCIAL

Cifras en millones de US\$
Al 31/12/95

I) Depósitos en Bancos Extranjeros 340.3

II) Total de Préstamos a Instituciones Provinciales (*) 494.0

Provincia	Institución	Fecha firma del convenio	% privat.	Total del Préstamo Comprometido	Fecha 1er desembolso	Monto 1er desembolso	Fecha 2do desembolso	Monto 2do desembolso	Total desembolsado	Monto que resta desembolsar
Chaco	Banco Provincial	31/8/95	60	78.0	2/11/95	71.0	27/11/95	7.0	78.0	0.0
Entre Ríos	Banco Provincial	17/8/95	60	78.0	12/10/95	78.0	--	--	78.0	0.0
Formosa	Banco Provincial	28/4/95	60	80.0	5/7/95	26.7	6/12/95	53.3	80.0	0.0
Jujuy	Banco Provincial	22/6/95	70	50.0	22/12/95	16.7	--	--	16.7	33.3
Mendoza	Banco Provincial	28/4/95	más del 51	160.0	12/5/95	53.3	--	--	53.3	106.7
Mendoza	Banco Previsión	28/4/95	60	100.0	12/5/95	33.3	--	--	33.3	66.7
Misiones	Banco Provincial	28/4/95	100	78.0	5/7/95	24.7	10/1/96	0.0	24.7	53.3
Río Negro	Banco Provincial	28/4/95	85	80.0	5/8/95	26.7	18/6/96	0.0	26.7	53.3
Salta	Banco Provincial	28/4/96	70	50.0	5/9/95	16.7	26/3/96	0.0	16.7	33.3
San Juan	Banco Provincial	28/4/97	más del 51	80.0	2/8/95	26.7	--	--	26.7	53.3
San Luis	Banco Provincial	28/4/98	100	50.0	30/10/95	16.7	--	--	16.7	33.4
Stgo. del Estero	Banco Provincial	28/4/99	95	50.0	5/7/95	16.7	--	--	16.7	33.3
Tucumán	Banco Provincial	15/6/95	75	80.0	25/7/95	26.7	--	--	26.7	53.3

III) Total del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (I + II) 834.3

(*) garantizados con los Recursos de Coparticipación Federal de Impuestos correspondientes a cada una de ellas a quince años de plazo, con cinco años de gracia y tasas de interés internacionales.

Fuente: M&S Consultores en base a datos del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial

ACTIVOS DEL FONDO FIDUCIARIO PARA CAPITALIZACION BANCARIA

Cifras en millones de US\$
Al 31/12/95

Créditos a Entidades Financieras	
Tipo de Instrumentación	Total Desembolsado
Con Garantía Real	162.3
Obligaciones Negociables simples	25.0
Subordinados	16.0
Obligaciones Negociables subordinadas	19.7
Obligaciones Negociables subordinadas con oferta pública	30.0
Convertibles en Obligaciones Negociables subordinadas	192.0
Total del Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria	445.0

Fuente: M&S Consultores en base a datos del Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria

7 UN RESUMEN DEL ENDEUDAMIENTO DEL PERIODO

1. La deuda pública bruta a diciembre de 1995

A diciembre de 1995, el saldo de deuda pública total ascendía a US\$ 92.707 M, repartido de la siguiente manera (ver cuadro 28):

i) **deuda en moneda nacional** por un total de US\$ 6.499 M que incluye bonos de consolidación de deudas en pesos (Pre 1, Pre 3 y Pro 1); por \$ 5.883 M y deuda pendientes con beneficiarios del sistema previsional que optaron cobrar en efectivo por \$ 616 M.

ii) **deuda en moneda extranjera** por US\$ 81.208 M, de los cuales US\$ 52.457 M está representada en bonos. Hay un saldo de US\$ 5.308 M en Bonos Externos, US\$ 1.997 M en Bonos del Tesoro y de la Tesorería, US\$ 9.697 M en Bonos de Consolidación, US\$ 24.277 M en bonos Brady, US\$ 2.000 M en Bonos Globales y otro monto similar en el Bono Argentina más deudas en letras privadas, letras de mediano plazo y préstamo sindicado. A su vez, hay un saldo de deuda de US\$ 28.751 M de deuda no representada en bonos que incluye la deuda bilateral, multilateral, bancaria y comercial.

ii) **deuda pendiente de consolidación** por US\$ 5.000 M, contraída, básicamente, con proveedores, jubilados y beneficiarios de indemnizaciones por delitos contra los derechos humanos, según la estimación presentada en el capítulo 3.

2. La variación de la deuda entre 1989 y 1995

Con esta información, ya estamos en condiciones de estimar la evolución de la deuda pública total entre 1989 y 1995 y explicar sus fuentes de variación. En esta sección presentamos el análisis de la deuda pública bruta, y en la siguiente analizamos la variación de la deuda pública en poder del sector privado, neta de la acumulación de activos financieros.

Cuadro N° 28

EL STOCK DE DEUDA PUBLICA BRUTA EN 1995

Cifras en millones de US\$

	1995
I Deuda en Moneda Nacional	6,499
Deuda Representada en Bonos	5,883
<i>Bonos CNEA</i>	1
<i>Bonos de Inversión y Crecimiento Series V (Bic)</i>	56
<i>Bocep</i>	10
<i>Bonos de Consolidación (Pre I, Pre III y Pro I)</i>	5,816
Deuda No Representada en Bonos	616
<i>Deudas en efectivo con jubilados</i>	616
II Deuda en Moneda Extranjera	81,208
Deuda Representada en Bonos	52,457
<i>Bonos Externos</i>	5,308
<i>Bonos del Tesoro y de Tesorería (*)</i>	1,997
<i>Bonos de Consolidación (Pre II, Pre IV y Pro II) (*)</i>	9,697
<i>Bonos de Consolidación de Regalías de Hidrocarburos (*)</i>	54
<i>Ferrobonos</i>	6
<i>Bonos Brady</i>	24,277
<i>Plan Financiero 1987</i>	51
<i>Bonex Global</i>	2,000
<i>Bono Argentino</i>	2,000
<i>Letras Privadas</i>	2,815
<i>Prestamo Sindicado Libo+1.25%/96</i>	500
<i>Euroletra 12,8% Pesetas</i>	79
<i>Letras de Mediano Plazo Dec. 1588/93</i>	3,673
Deuda No Representada en Bonos	28,751
<i>Deuda Bilateral</i>	11,614
<i>Deuda Multilateral</i>	15,384
<i>Deuda con Bancos</i>	1,316
<i>Deuda Comercial</i>	437
III Deuda Pendiente de Consolidación	5,000
TOTAL	92,707

(*) Incluye intereses capitalizados

Fuente: M&S Consultores en base a datos de la Secretaría de Hacienda

Partimos de un saldo de deuda pública ajustada a diciembre de 1989 de US\$ 96.472 M, y debemos explicar una caída de la deuda entre ese año y 1995 por US\$ 3.765 M.

Hemos seleccionado diez fuentes principales explicatorias de la variación de la deuda pública. Las primeras tres implicaron movimientos de caja, mientras que las otras siete fueron variaciones en la deuda sin ingreso ni egreso efectivo de fondos (ver cuadro 29).

Dentro de las operaciones que implicaron movimientos de caja, encontramos a la colocación y emisión de bonos y otros instrumentos de mercado, neto de las amortizaciones de estos instrumentos. El total neto fue negativo en US\$ 3.176 M.

La segunda fuente de variación de la deuda pública fueron las operaciones de endeudamiento con organismos internacionales, neto de las amortizaciones de deuda con los mismos. El endeudamiento neto ascendió a US\$ 8.479 M.

En tercer lugar, se cancelaron en efectivo deudas con beneficiarios previsionales por \$ 1.655 M, retiros voluntarios e indemnizaciones por despidos de personal de las empresas públicas por \$ 2.455 M y deudas de los entes residuales de las empresas públicas privatizadas por \$ 850 M. En total estos pagos en efectivo, realizados con recursos corrientes, fondos de la privatización de YPF y préstamos específicos de organismos internacionales, ascendieron a \$ 4.960 M.

Entre las operaciones que no implicaron movimientos de caja tenemos en primer lugar que, por rescates en privatizaciones, la deuda pública disminuyó en US\$ 15.227 M.

En segundo lugar, se transfirieron pasivos de empresas públicas a los nuevos accionistas de las empresas privatizadas por US\$ 2.995 M.

En tercer lugar, se rescataron bonos recibidos en pago de deudas previsionales, impositivas y otras por \$ 2.820 M.

En cuarto lugar, el plan Brady permitió una cancelación de capital de deuda por US\$ 5.773 M que incluye la quita por el canje de deuda por los

EVOLUCION DE LA DEUDA PUBLICA ENTRE 1989 Y 1995

SUS FUENTES DE VARIACION

Cifras en millones de US\$

I Saldo de la deuda del sector público al 31-12-89 ajustada (i+ii)			96,472
i Saldo de deuda existente al 31-12-89			92,412
<i>Deuda pública reconocida</i>	63,672		
<i>Deuda pendiente de consolidación</i>	25,745		
<i>Obligaciones de empresas privatizadas transferidas a los compradores</i>	2,995		
ii Ajustes al saldo de deuda pública al 31-12-89			4,060
<i>Efecto de la variación de los tipos de cambio en el período</i>	4,060		
II Saldo de deuda del sector público al 31-12-95 (i+ii+iii)			92,707
i Saldo de la deuda del sector público publicada en el Boletín Fiscal			87,091
ii Deuda pendiente de consolidación			5,000
iii Deudas en efectivo con jubilados			616
III Variación de la deuda pública 1989-1995 (II-I)			-3,765
i Variaciones que implicaron movimientos de caja			343
- <u>Colocación neta de bonos</u>			-3,176
<i>Colocaciones</i>	11,981		
<i>Amortizaciones</i>	-15,157		
- <u>Operaciones con organismos multilaterales y bilaterales netas</u>			8,479
<i>Colocaciones</i>	16,565		
<i>Amortizaciones</i>	-8,086		
- <u>Cancelación en efectivo de deudas</u>			-4,960
<i>Pagos en efectivo a jubilados</i>	-1,655		
<i>Pago de retiros voluntarios e indemnizaciones por despido</i>	-2,455		
<i>Pago de deudas de antes residuales asumidos por el Estado</i>	-850		
ii Variaciones que no implicaron movimientos de caja			-4,108
- <u>Deuda rescatada en privatizaciones</u>			-15,227
<i>Bonos aplicados al pago de privatizaciones antes del Plan Brady</i>	-9,393		
<i>Bonos Brady aplicados a privatizaciones</i>	-400		
<i>Bonos de Consolidación (Pre y Pro) aplicados a privatizaciones</i>	-5,434		
- <u>Obligaciones transferidas a adquirentes de empresas privatizadas</u>			-2,995
<i>Pasivos transferidos a los compradores</i>	-2,995		
- <u>Otros rescates de bonos</u>			-2,820
<i>Bonos de Consolidación aplicados al pago de deudas impositivas (Dec. 793/94)</i>	-514		
<i>Bonos de Consolidación aplicados a moratorias impositiva (Dec. 316/95)</i>	-1,231		
<i>Bonos de Consolidación (Pre y Pro) aplicados al pago de deudas previsionales</i>	-295		
<i>Bonos de Consolidación (Pre y Pro) aplicados al pago de deudas con el sector público</i>	-613		
<i>Otros rescates de bonos</i>	-167		
- <u>Plan Brady</u>			-5,773
<i>Quita en la deuda (por la colocación de bonos con descuento sobre el capital)</i>	-2,323		
<i>Cancelación de deudas con bancos oficiales (Res. ME 234/93)</i>	-3,450		
- <u>Emisión de bonos para cancelar deudas devengadas después de 1989</u>			11,140
<i>Bocon Previsional serie I devengado entre 1990 y 1991</i>	1,500		
<i>Bocon Previsional serie II devengado entre 1991 y 1992</i>	4,952		
<i>Bonos de Consolidación y BCRH devengados entre 1990 y 1991</i>	1,477		
<i>Bonos del Tesoro y de Tesorería</i>	3,211		
- <u>Intereses devengados capitalizados</u>			8,643
<i>Intereses de la deuda consolidada (1)</i>	3,522		
<i>Otros intereses capitalizados (2)</i>	5,121		
- <u>Otras emisiones de bonos</u>			3,410
<i>Colocaciones</i>	4,334		
<i>Amortizaciones</i>	-924		
- <u>Otros</u>			-486

(1) Incluye intereses de Bocon, Hidrocarburíferos y BOTESO.

(2) Excluye intereses de BOCON, Hidrocarburíferos y BOTESO incluidos en el punto anterior.
Incluye Bancos, Club de Paris, Bic y Boce.

Fuente: M&S Consultores

bonos con descuento y la cancelación y compensación de deuda con bancos oficiales argentinos.

La quinta fuente es la emisión y colocación de bonos para cancelar deudas devengadas con posterioridad a 1989. Incluye la parte proporcional de la emisión del Bono de Consolidación de Deudas Previsionales serie I por la parte de deudas devengadas entre 1990 y el primer trimestre de 1991 y la totalidad de la serie II que canceló las deudas devengadas entre abril de 1991 y agosto de 1992. También incluye Bonos de Consolidación y BCRH devengados entre 1990 y 1991 y los BOTE y BOTESO entregados por deudas devengadas de 1990 en adelante¹¹. Estas emisiones de bonos totalizaron US\$ 11.140 M.

En sexto lugar, incluimos a los intereses devengados con posterioridad a 1989 por los BOCON, BOTESO, BOCON Hidrocarburífero y deudas con bancos internacionales, el Club de París, el BIC y BOCE por un total de US\$ 8.643 M.

La última fuente es la emisión neta de bonos que no tuvieron por destino su colocación en el mercado sino que fueron entregados principalmente a instituciones públicas por \$ 3.410 M.

3. La deuda en cartera y los activos del sector público

Como explicamos en el capítulo 6, la deuda pública que está en poder del propio sector público debe ser neta de la deuda pública bruta para estimar las obligaciones con el sector privado. Mientras en 1989, el sector público tenía en cartera deudas públicas por US\$ 502 M., a diciembre de 1995 tenía US\$ 3.977 M con un aumento de US\$ 3.475 M (ver cuadro 30). A su vez, el sector público acumuló activos financieros por un valor de US\$ 6.347 M

De esta manera, podemos resumir la variación de la deuda pública en circulación en poder del sector privado (o sea deuda pública bruta menos las tenencias en poder del sector público) neta de la acumulación de activos financieros del sector público entre 1989 y 1995. En cierto sentido, esta variación reflejaría el financiamiento con deuda de necesidades de tipo presupuestarias.

¹¹ Incluye la emisión de Bonos del Tesoro a diez años entregados a provincias. En este caso tiene como contrapartida activos financieros del Tesoro.

**RESUMEN DE LA VARIACION DE LA DEUDA PUBLICA
EN CIRCULACION EN PODER DEL SECTOR PRIVADO NETA
DE ACTIVOS FINANCIEROS EN PODER DEL SECTOR PUBLICO
ENTRE 1989 Y 1995**
Cifras en millones de US\$

	1989	1995	Variación
Deuda total	96,472	92,707	-3,765
Deuda en circulación en el sector público	502	3,977	3,475
Deuda en circulación en el sector privado	95,970	88,730	-7,240
Activos financieros del sector público	0	6,347	6,347
Deuda neta en circulación en el sector privado	95,970	82,383	-13,587

Un signo (+) indica aumento de la deuda y un signo (-) disminución

Fuente: M&S Consultores

Como hemos visto, mientras que la deuda pública total disminuyó en US\$ 3.765 M, la deuda en cartera del sector público aumentó en US\$ 3.475 M. Por lo tanto, la deuda pública en circulación en poder del sector privado disminuyó en US\$ 7.240 M, al pasar de US\$ 95.970 M en 1989 a US\$ 88.730 M en 1995.

A su vez, los activos financieros en poder del sector público aumentaron en US\$ 6.347 M.; de esta manera, la deuda pública en poder del sector privado neto de la acumulación de activos financieros disminuyó entre 1989 y 1995 US\$ 13.587 M al pasar de US\$ 95.970 M en 1989 a US\$ 82.383 M en 1995 (ver cuadro 31).

4. La deuda pública en comparación a indicadores macroeconómicos

Puede ser útil comparar la evolución de la deuda pública con otros indicadores macroeconómicos de manera de evaluar la solvencia intertemporal de largo plazo del sector público. A los efectos de esta medición partimos del saldo de deuda pública de 1989 (ajustada) de US\$ 96.472 M y US\$ 92.707 M a fines de 1995 (ver cuadro 31).

En primer lugar, dado la inflación que existe en los EE.UU., podemos medir la evolución de la **deuda pública en dólares constantes**, por ejemplo de 1995. Procedemos entonces a inflacionar la deuda pública nominal de 1989 por la inflación acumulada en los EE.UU. hasta 1995. De esta manera, vemos que la **deuda pública medida en dólares constantes cayó de US\$ 104.461 M en 1989 a US\$ 92.707 M en 1995, una caída de US\$ 11.754 M (11,3%)**.

En segundo lugar, podemos medir la evolución de la **deuda pública como porcentaje del PBI**. Dado que una gran parte de la deuda está denominada en dólares, la evolución del tipo de cambio real ejerce una influencia relevante. Por lo tanto, presentamos el cociente deuda/PBI de dos maneras: al tipo de cambio real de cada período y a un tipo de cambio real constante (de 1995). **Al tipo de cambio de cada período, el cociente deuda/PBI cayó de 125,8% en 1989 a 32,4% en 1995**, lo que en gran parte refleja la caída del tipo de cambio real que se produjo en estos seis años.

Evaluada al tipo de cambio real de 1995, el cociente deuda/PBI también cae aunque obviamente en menor medida: de 47,1% del PBI en 1989 a 32,4%

LA DEUDA PUBLICA ENTRE 1989 Y 1995 RESPECTO DE LOS PRINCIPALES INDICADORES MACROECONOMICOS

Cifras en millones de US\$

	1989	1995	Var. nominal	Var. %
Deuda total	96,472	92,707	-3,765	-3.9%
Deuda total en dólares constantes de 1995	104,461	92,707	-11,754	-11.3%
Deuda total en % del PBI				
- a tipo de cambio real constante	47.1%	32.4%		
- a tipo de cambio real del período	125.8%	32.4%		
Deuda total en % de las exportaciones de bienes	1007.1%	443.7%		
Deuda neta en circulación en el sector privado	95,970	82,383	-13,587	-14.2%
Deuda neta en circulación en el sector privado en dólares constantes de 1995	103,918	82,383	-21,535	-20.7%
Deuda neta en circulación en el sector privado en % del PBI				
- a tipo de cambio real constante	46.8%	28.8%		
- a tipo de cambio real del período	125.1%	28.8%		
Deuda neta en circulación en el sector privado en % de las exportaciones de bienes	1001.8%	394.3%		

Fuente: M&S Consultores en base a datos del BCRA

en 1995. Esta caída ya es independiente de la evolución del tipo de cambio real y refleja dos realidades: la constancia de la deuda en términos nominales y el crecimiento del PBI.

En tercer lugar, podemos realizar una evaluación de tipo sector externista que mide la evolución de la deuda pública como porcentaje de las exportaciones. Este cociente muestra que en 1989 la deuda pública representaba un 1.007,1% de las exportaciones, valor que se redujo a 443,7% en 1995 como consecuencia del aumento de las exportaciones que se produjo en estos seis años.

Haciendo el mismo análisis para la deuda pública ajustada en circulación en el sector privado neta de activos financieros, se observa que ésta pasó de US\$ 95.970 M en 1989 a US\$ 82.383 M en 1995. Medida en dólares constantes, cayó de US\$ 103.918 M en 1989 a US\$ 82.383 M en 1995, lo que significa una caída de US\$ 21.535 M (20,7%).

Como porcentaje del PBI al tipo de cambio real de cada período la deuda neta en circulación en el sector privado pasó de del 125,1% al 28,8% del PBI, mientras que al tipo de cambio real constante de 1995, pasó del 46,8% al 28,8% del PBI. Por su parte como porcentaje de las exportaciones totales de bienes, esta deuda que representaba un 1.001,8% de las mismas en 1989 se redujo al 394,3% en 1995.

8 EL FUTURO: RECOMENDACIONES PARA UNA POLITICA DE DEUDA PUBLICA

Argentina ha realizado en los años recientes un gran esfuerzo de ordenamiento, consolidación y emprolijamiento de su endeudamiento público. **La primera gran diferencia respecto al pasado es que no existen a la fecha instrumentos de deuda en los cuales el país esté incumpliendo los contratos.** La segunda mitad de la década del '90 abre un período en el cual el sector público deberá complementar la tarea realizada con otras de otra índole.

La segunda diferencia respecto al pasado está dado por el incremento del porcentaje de instrumentos de deuda pública que son bonos o letras que cotizan en mercados secundarios respecto a otros instrumentos que regían en el pasado: deudas con bancos, atrasos en pagos o directamente deudas pendientes de consolidación. Como los tenedores de bonos son innumerables instituciones, inversores e individuos del mundo, **prácticamente ya no existe la posibilidad de abrir negociaciones con representantes de los acreedores al estilo de los comité de monitoreo ("steering committee") que representaban a los bancos y con los cuales se negociaban los paquetes de financiamiento, pagos y refinanciamientos en el pasado.**

En 1989, solamente el 8,7% de la deuda pública estaba instrumentada en bonos, mientras que en 1995 dicha proporción ascendía al 62,9% (ver cuadro 32) y el total de bonos que originariamente fueron colocados en forma voluntaria subió de 1,6% al 20,2%. En la actualidad, los bonos de la deuda pública deben ser honrados en tiempo y forma so peligro de ser considerado en falta o default, con todas las implicancias negativas que sobre el riesgo país ello implicaría.

Solamente por el capital de la deuda, **el sector público argentino deberá hacer frente a vencimientos superiores a los que hubo en años recientes.** Para estimar los montos de capital que vencen en el futuro, debemos realizar tres tipos de supuestos. En primer lugar, **partimos del saldo de deuda vigente a 1995, suponiendo que los bonos que resta entregar en el proceso de**

LOS CAMBIOS EN LA COMPOSICION DE LA DEUDA PUBLICA ENTRE 1989 Y 1995

Cifras en millones

	1989	1995
I Deudas de origen y/o refinanciación de naturaleza no voluntaria	82,756	61,639
Total en Bonos	7,897	46,535
Bonos Brady	0	24,277
BONEX	5,951	4,570
BOTE	0	1,997
Bonos de Consolidación	0	15,513
Bocón Hidrocarburífero	0	54
BIC	877	56
Otros títulos	1,069	68
Otras Deudas	74,859	15,104
Deudas con Bancos	38,723	1,316
Deudas bilaterales	7,396	8,172
Deudas a consolidar y pasivos de empresas privatizadas	28,740	5,000
Deudas en efectivo con jubilados	0	616
II Deuda de origen voluntario	9,656	31,068
Total en Bonos	126	11,805
BONEX '89 emitido en Diciembre '95	0	738
BONEX Global	0	2,000
Bono Argentino	0	2,000
Letras Privadas	0	2,815
Letras de mediano plazo Dec. 1588/93	0	3,673
Otros títulos	126	579
Otras Deudas	9,530	19,263
FMI	3,117	4,791
BID, BIRF y otros	4,913	10,593
Deuda comercial	1,500	437
Deudas bilaterales	0	3,442
Deuda Total	92,412	92,707
Deuda Instrumentada en Bonos	8,023	58,340
Deuda voluntaria / Deuda total (en %)	10.4%	33.5%
Bonos voluntarios / Total bonos (en %)	1.6%	20.2%
Total bonos / Deuda total (en %)	8.7%	62.9%

Fuente: M&S Consultores en base a datos del BCRA y la Secretaría de Hacienda

consolidación de deudas serán Bonos de Consolidación a 16 años y cuyos vencimientos deberán ser pagados a partir de 1997.

En segundo lugar, **debemos definir y cuantificar la estrategia de financiamiento de 1996**. Suponemos que se aplica el programa financiero que las autoridades económicas anunciaron a principios del año que incluye como novedad la emisión de letras de tesorería de corto plazo por \$ 2.000 M que a partir de ahora estarán permanentemente circulando y venciendo en los mercados.

En tercer lugar, **debe hacerse un supuesto sobre las necesidades de financiamiento para los años subsiguientes, en monto y plazos**. Para las simulaciones que siguen, suponemos que el gobierno argentino no necesita de nuevo endeudamiento por razones fiscales (resultado primario y servicio de los intereses de la deuda), limitándose únicamente a nuevo endeudamiento para financiar los vencimientos de capital, de manera que **la deuda pública permanece constante en términos nominales**. Es un supuesto que implica que el déficit fiscal nominal va a ser cero, lo que incluye que los intereses de la deuda pública son honrados con recursos fiscales genuinos. **Cualquier escenario en el cual la necesidad de financiamiento es superior, implicará vencimientos de capital superiores a los simulados.**

En cuarto lugar, suponemos un crecimiento del PBI del 4% anual y una inflación internacional del 2% anual. Por el supuesto realizado de que la necesidad de financiamiento (nuevo endeudamiento) es igual a los vencimientos de capital, es obvio que **el stock de deuda pública permanece constante en términos nominales**. En los dos escenarios, el saldo de la deuda pública cae fuertemente como porcentaje del PBI nominal: de un porcentaje inicial del 22,5% en 1996 al 17,7% en el 2000 y a 9,8% en el 2010. Como se aprecia, las simulaciones trabajan con montos de deuda pública que medidos como porcentaje del PBI aparecen como muy razonables. Claramente, cualquier alteración de estos supuestos implica modificar los valores de las simulaciones.

Adicionalmente, **se realizan dos tipos de simulaciones sobre el perfil y maduración de la nueva deuda que se emite para financiar los vencimientos de capital** (ver cuadro 33). La primer simulación establece que el sector público financia los vencimientos de deuda de 1997 en adelante con colocaciones que, a

EJERCICIO DE SIMULACION SOBRE VENCIMIENTOS DE CAPITAL DE DEUDAS BAJO DOS ESCENARIOS

Cifras en millones de US\$ corrientes (*)

	Refinanciación de los vencimientos de capital	Crecimiento del PBI real En %	Variación de precios En %
Escenario I	20% en cada plazo de 1 a 5 años	4%	2%
Escenario II	10% en cada plazo de 1 a 10 años	4%	2%

Saldo de la Deuda Pública al 31/12/95: 92.707 millones

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
STOCK DE DEUDA PUBLICA COMO % DEL PBI	22.5%	21.2%	20.0%	18.8%	17.7%	16.7%	15.8%	14.9%	14.0%	13.2%	12.5%	11.7%	11.1%	10.4%	9.8%
VENCIMIENTOS DE DEUDA PUBLICA ESCENARIO I como % del PBI	6 629 2.2%	11 140 3.5%	11 358 3.3%	15 509 4.3%	18 750 4.9%	21 577 5.3%	23 476 5.4%	23 904 5.2%	24 870 5.1%	25 977 5.0%	27 570 5.0%	27 181 4.7%	27 520 4.5%	26 999 4.1%	27 301 3.9%
VENCIMIENTOS DE DEUDA PUBLICA ESCENARIO II como % del PBI	6 629 2.2%	11 140 3.5%	10 245 3.0%	13 148 3.6%	14 601 3.8%	15 139 3.7%	14 237 3.3%	13 620 3.0%	13 439 2.8%	14 019 2.7%	15 568 2.8%	15 537 2.7%	15 575 2.5%	14 864 2.3%	14 911 2.2%

Para calcular los vencimientos de capital se parte del saldo de deuda pública al 31/12/95 teniendo en cuenta para 1996 que:

- 1- Se incluyen todas las colocaciones realizadas hasta fines de mayo de 1996.
- 2- Se incluyen todas las colocaciones de nuevas letras a menos de un año por un monto de 2000 millones.
- 3- No hay nuevas colocaciones de bonos por estar en el límite del programa financiero anunciado para el año.
- 4- No hay nuevas emisiones de bonos de consolidación de deudas

(*) Incluye los bonos en cartera de gobierno

Fuente: M&S Consultores en base a datos de la Secretaría de Hacienda

razón del 20% cada una, tienen un plazo y van venciendo respectivamente a uno, dos, tres, cuatro y cinco años.

La segunda simulación supone que las colocaciones de nueva deuda se reparten, a razón de 10% cada una, con plazos y vencimientos entre uno y diez años. O sea, en la segunda simulación, el sector público obtiene financiamiento a más largo plazo en promedio que en la primera. Antes de entrar en las conclusiones, debemos hacer una aclaración sobre una posible falsa interpretación: no pueden sumarse los vencimientos de cada año y concluir que en los próximos "x" años, vencen "x" millones de dólares. **El vencimiento total de capital de deuda en el futuro es por definición igual al stock actual.** El patrón de vencimientos anuales está influido por la maduración de la deuda preexistente y de la nueva financiación. **Pero la maduración de la deuda no altera el stock inicial ni por lo tanto puede afectar el total a amortizar en el futuro.**

En la primera de las simulaciones, puede decirse que el gobierno está obteniendo nuevo financiamiento a un plazo promedio de tres años (promedio ponderado del financiamiento a plazos entre uno y cinco años). Como el promedio de vida del actual saldo de deuda pública es superior a tres años, el resultado que se obtiene es claro: los vencimientos de deuda van subiendo año a año.

El sector público enfrentaría vencimientos de capital por US\$ 11.140 M en 1997, US\$ 11.358 M en 1998 y a partir de ese año continúan subiendo hasta superar montos de vencimientos anuales por US\$ 20 mil M a partir del 2001. En una economía que hipotéticamente creciera al 4% anual en términos reales y con una inflación internacional del 2% anual, los vencimientos de capital se ubicarían en torno al 5% del producto bruto de cada año.

Estos montos de vencimientos anuales son significativos lo que podría llegar a introducir cierta inestabilidad e incertidumbre en los mercados de capitales, asociados no tanto a que el stock de deuda de deuda pública fuera elevado, porque iría en declinación como porcentaje del PBI sino fundamentalmente en función de la maduración promedio del saldo de deuda. Estos montos de vencimientos de deuda requerirían un sostenido crecimiento del mercado de capitales interno y del ahorro interno para que el estado pueda financiarse normalmente sin generar perturbaciones serias al funcionamiento del sector privado.

Claramente, la situación aparece como más controlable en la segunda de las simulaciones, donde el Estado obtiene nuevo financiamiento a un promedio ponderado de cinco años, con deuda que madura proporcionalmente a plazos entre uno y diez años. En este caso, con el mismo saldo de deuda nominal y como porcentaje del PBI, los vencimientos anuales de capital van creciendo más lentamente hasta alcanzar un máximo de poco más de US\$ 15 mil M en el 2001, caen levemente entre los años 2002 y 2005 estabilizándose luego en el orden de los US\$ 15 mil M por año. Son montos que bajo los supuestos realizados implican vencimientos de capital del orden del 3,8% en el máximo del año 2000 y luego van declinando progresivamente hasta el 2,2% del PBI en el 2010.

La conclusión de estos ejercicios de simulación es indiscutible. Por supuesto que, en primer lugar, la política fiscal y sus fuentes de financiamiento van determinando los montos y patrones de vencimientos de deuda pública. En la medida que el sector público consolidado tenga un presupuesto equilibrado y/o pueda destinar los recursos de futuras privatizaciones al rescate de deuda pública y en la medida que el gobierno negocie con firmeza los reclamos por consolidaciones de deuda, las perspectivas en materia de deuda serán mejores.

Adicionalmente, la estrategia y política de financiamiento del gobierno debe ser cuidadosamente programada. Aun en un contexto de equilibrio fiscal, crecimiento económico y fin del proceso de consolidación de deudas, el período de maduración y plazos del nuevo financiamiento al que se tenga acceso para honrar los vencimientos de capital del actual saldo de deuda es de primaria importancia.

Aun un bajo y declinante saldo de la deuda pública, como porcentaje del PBI o de otros indicadores macroeconómicos relevantes, puede producir inestabilidades o incertidumbres si el nuevo endeudamiento al que se accede es de muy corto plazo o con vencimientos concentrados en períodos cortos, como se muestra en la primera simulación. Por el contrario, si se crean las condiciones para que el sector público tenga acceso a nuevo financiamiento a plazos promedios como mínimo iguales a la vida promedio actual de la deuda pública, una política de equilibrio fiscal en un contexto de crecimiento económico

permitirá un crecimiento del mercado de capitales en consonancia con el aumento del ahorro interno.

Apéndice Metodológico

EL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO: **Un enfoque conceptual**

1. Introducción

En los programas de reforma y estabilización macroeconómica, la política fiscal juega un papel primario. Dentro de ésta, la estrategia de endeudamiento del sector público es, junto a la política tributaria, uno de los pilares del financiamiento de los gastos gubernamentales.

La deuda del gobierno es una suma acumulada de pasivos con distintos vencimientos, generados por operaciones pasadas y programados para ser finiquitados mediante operaciones futuras del gobierno. Los distintos tipos de deuda pueden desempeñar funciones bastante diferenciadas en la economía según liquidez, vencimientos, tipo de tenedor, negociabilidad y elegibilidad para usos legales particulares. La deuda acumulada del gobierno implica diversos aspectos cuantificables tales como la programación de los vencimientos que, a su vez, indican una determinada necesidad de fondos internos y externos para su reembolso en el futuro.

Según el Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas elaborado por el Fondo Monetario Internacional¹², la deuda pública debe presentarse de manera consolidada, eliminándose de los totales de un mismo gobierno central toda la deuda contraída por una parte de ese gobierno con otra parte del mismo (excluyendo estados provinciales) y eliminándose de los totales correspondientes a un nivel de gobierno toda deuda de un gobierno con otro gobierno del mismo nivel. Por ejemplo, la deuda intragubernamental de una parte del gobierno central frente a un organismo como la seguridad social (que funciona a nivel del gobierno central) debe aparecer como partida informativa y no se contabilizaría en la deuda total del gobierno central con el resto de la economía y el mundo. En este trabajo seguimos esta metodología.

¹² Fondo Monetario Internacional, *Manual de estadísticas de las finanzas públicas* (Washington, 1986)

El mismo manual aconseja excluir de las cifras de endeudamiento público, la deuda flotante por obligaciones del gobierno pendientes de pago, a menos que se reconozcan y se conviertan en obligaciones contractuales. Está claro que esta metodología es apropiada para la deuda flotante que rige entre el **plazo normalmente corto** que se devenga una erogación y la fecha en que la misma se paga. A los efectos de dotar de exactitud y consistencia a las cuentas públicas, conviene no tener en cuenta dicha deuda flotante ya que por lo general se cancela en gran parte dentro del mismo ejercicio presupuestario. Consideramos que **de ninguna manera puede aplicarse este criterio lógico al caso de viejas deudas pendientes de consolidación, que datan de años y hasta décadas, como es el caso de las obligaciones que el gobierno argentino consolidó en bonos con acreedores. Por ende, la estimación de un saldo de deuda pendiente de consolidación a distintas fechas es parte importante de este trabajo.**

2. Álgebra bajo diferentes regímenes fiscales

En lo que resta de este capítulo presentaremos un **sencillo álgebra del endeudamiento público y su relación con el resultado del sector público, bajo cuatro regímenes fiscales simples y alternativos:**

- i) un régimen de Convertibilidad como el que Argentina tiene desde 1991;**
- ii) un régimen que mantenga la deuda pública constante en términos nominales;**
- iii) una restricción conjunta de las dos anteriores; y**
- iv) un modelo de solvencia intertemporal que permita al Estado honrar los compromisos de la deuda y mantener el stock de deuda pública constante como porcentaje del producto bruto.**

2. i. La regla de la Convertibilidad

En el régimen monetario y fiscal que el Congreso de la Nación aprobó en 1991, el Banco Central está obligado a **mantener en su activo un saldo de reservas internacionales, valuadas a una tasa de cambio de un peso por dólar, equivalente a por lo menos el 100% de la base monetaria¹³.**

¹³ La base monetaria se compone de la circulación monetaria y los depósitos de los bancos en el Banco Central (netos de los saldos por operaciones de pasivos). Cuando en enero de 1995 se deci-

Es la regla conocida mediante la cual por cada peso en circulación, el Banco Central debe guardar un dólar en reservas que a su vez constituyen prenda común de la base monetaria y son inembargables. La ley de convertibilidad autoriza al Banco Central a incluir, dentro de la definición de reservas, bonos del gobierno nacional denominados en monedas extranjeras, valuados a precios de mercado y hasta un 20% del total de reservas.¹⁴

Un cumplimiento estricto de este régimen económico implicaría que, a lo largo de un periodo razonable, el Banco Central cubra exclusivamente con reservas en oro y divisas (y por lo tanto sin bonos) sus pasivos monetarios, o, lo que es semejante, que los bonos públicos integren exclusivamente las llamadas reservas excedentes. Así, si el Banco Central cuenta con reservas en oro y divisas iguales o superiores a los pasivos monetarios en pesos, y el saldo de bonos en cartera del Banco Central son reservas excedentes, ello estaría reflejando que el Banco Central no se encontraría financiando al sector público. Bajo este sistema, todos los gastos del sector público (ya sea en moneda local o externa y ya sean gastos corrientes, de inversión o servicios de la deuda pública) deben financiarse fuera del Banco Central, sin que la institución monetaria deba emitir nuevos pesos o transferir divisas de sus reservas, que están prendadas en favor de los tenedores de pasivos monetarios, para el sector público.

La evolución del saldo de bonos necesarios para el respaldo de los pesos suele ser visto como un buen indicador de la evolución de las cuentas del sector público: una participación creciente de bonos en el "backing" de la base monetaria estaría indicando un déficit fiscal, mientras que una sobreconvertibilidad (reservas en divisas en exceso de la base monetaria) estaría indicando un superávit fiscal.

dió la dolarización de estos últimos depósitos, los saldos en dólares continuaron dentro de la definición del pasivo monetario convertible. Finalmente, la reforma llevada a cabo en agosto de 1995 permitió a los bancos colocar parte de sus requisitos mínimos de liquidez en operaciones de pase y en letras de liquidez bancaria. El Banco Central emitió una Comunicación ("A" 2359 del 30 de agosto) por la que establece que el pasivo monetario convertible incluye todos estos pasivos del BCRA que son continuación de la original definición de base monetaria. Las divisas que son propiedad del gobierno, colocadas en las reservas del BCRA en una cuenta a su nombre y utilizadas para el pago de los servicios de la deuda, también se encuentran incluídas como un pasivo monetario del BCRA.

¹⁴ Aunque la Carta Orgánica del Banco Central lo autoriza a incluir, a partir del segundo Directorio luego de publicada la misma, hasta un 33% de títulos públicos en respaldo de los pasivos monetarios.

Sin embargo, demostraremos en esta sección que la relación entre respaldo de la moneda y presupuesto fiscal no es necesariamente tan directa. Si es cierto que el stock de bonos aplicados al respaldo de la base monetaria es una buena medida de la necesidad del sector público de financiarse a través del Banco Central, pero no necesariamente de la existencia de superávit o déficit fiscal.

Si en la situación inicial el stock de reservas internacionales es igual a los pasivos monetarios del Banco Central, el cumplimiento estricto de la regla de convertibilidad exige, en términos de flujos, que la variación de las reservas en oro y divisas (ΔRes) sea igual a la variación de la base monetaria (ΔBM), para que el saldo de bonos (Bon) en el backing permanezca constante igual a cero. Esta igualdad de los flujos refleja la tradicional idea de que el Banco Central sólo puede emitir pesos con respaldo, es decir recibiendo un dólar a cambio¹⁵.

$$(1) \Delta Bon = \Delta Res - \Delta BM = 0$$

Analizamos las operaciones que realiza el Banco Central tanto con el sector gobierno (OSG) y con el sector privado (OSP) y tanto en pesos (p) como en dólares (d). Excluimos por simplicidad la asistencia financiera que el Banco Central puede otorgar al sistema financiero. En todos los casos, dichas operaciones pueden estar afectando el nivel de las reservas y de los pasivos monetarios, en algunos casos simultáneamente y en otros no. Por simplicidad, hacemos una serie de supuestos realistas sobre la moneda en que el gobierno realiza una serie de operaciones. Por ejemplo, suponemos que el gobierno tiene y contrae solamente deudas denominadas en moneda extranjera (dólares), que los ingresos por privatizaciones también son en dólares y que los impuestos y los gastos operativos se realizan en pesos. Cambiar estos supuestos no alteraría ninguno de los resultados y solamente contribuiría a complicar el álgebra y la claridad expositiva.

$$(2) \Delta Res = OSP + OSGd$$

¹⁵ Estrictamente, un saldo positivo de bonos puede estar reflejando el financiamiento que el Banco Central otorga al sistema financiero en su carácter de prestamista de última instancia, como ocurrió en la Argentina a lo largo de 1995. Sin embargo, dado el alcance de este trabajo, no nos ocuparemos de esta cuestión bancaria para centrar el análisis en los aspectos fiscales.

La ecuación (2) postula aquellas operaciones del Banco Central que hacen variar las reservas. Respecto a las operaciones con el sector privado nos concentramos exclusivamente en aquellas por las cuales el Banco Central convierte pesos en dólares o viceversa, a una tasa fija de 1 a 1.

Macroeconómicamente, el saldo del balance de pagos va a estar determinado por el saldo de la cuenta corriente y del movimiento de capitales (compensatorios y no compensatorios), aunque no vale la pena extenderse sobre este tema en este trabajo. Cuando el sector privado le entrega (o vende) divisas al Banco Central, recibe pesos y viceversa y no realiza ningún otro tipo de operación con el Banco Central. Por lo tanto esta variable OSP volverá a aparecer en la ecuación que postula la variación de la base monetaria.

Respecto a las operaciones con el sector gobierno en divisas, el Banco Central administra no sólo las reservas que están prendadas en favor de los tenedores de pesos sino también las divisas que son propiedad del gobierno (depositadas en una cuenta a su nombre), dentro de las reservas del BCRA, y a partir de 1995 incluidas en las estadísticas oficiales como un pasivo monetario del BCRA. Simplificadamente, suponemos que se reducen a cuatro tipos de operaciones, dos de las cuales implican ingreso de divisas y dos egresos de divisas. Los ingresos por privatizaciones (PRIV) y el endeudamiento por créditos al gobierno (CG) implican ingresos fiscales en divisas que hacen aumentar las reservas del Banco Central. Los pagos por intereses de la deuda gubernamental (IDG) y por amortizaciones de la deuda gubernamental (ADG) asumimos que se realizan en divisas y hacen caer las reservas.

$$(3) \text{ OSGd} = \text{PRIV} + \text{CG} - \text{IDG} - \text{ADG}$$

En la práctica, estas operaciones se efectúan desincronizadamente (un día puede ingresar un dólar y otro día salir un dólar y en el interín las reservas estarán subiendo y bajando) y sin que necesariamente impliquen una contrapartida monetaria en pesos (sin que el gobierno reciba pesos cuando ingresa un dólar ni lo entregue cuando está gastando un dólar)¹⁶.

¹⁶ Desde 1995, los saldos de las cuentas del gobierno están incluidos dentro del pasivo monetario a respaldar con reservas; por ende, la desincronización entre ingresos y egresos fiscales ha dejado de afectar la relación de convertibilidad en la medida que se cumpla el requisito de financiamiento fuera del

Pasamos a las operaciones en moneda nacional que hacen variar la base monetaria.

$$(4) \Delta BM = OSP + OSGp$$

El Banco Central puede realizar operaciones con el sector privado y con el sector gobierno. Las operaciones con el sector privado son las mismas que las citadas en la ecuación del sector externo, cuando se convierten pesos en dólares y viceversa.

Respecto a las operaciones con el sector gobierno en moneda nacional, vamos a suponer que se remiten exclusivamente a cubrir el llamado resultado operativo del gobierno, esto es la diferencia entre la recaudación por impuestos (IMP) y los gastos operativos (G), ambos en moneda nacional. Está implícito el supuesto que cuando el gobierno tiene superávit y los impuestos exceden a los gastos en moneda nacional, el sobrante es depositado en el Banco Central, absorbiendo base monetaria¹⁷.

$$(5) OSGp = IMP - G$$

Con estas cinco sencillas ecuaciones, estamos en condiciones de precisar la condición fiscal que exige la ley de Convertibilidad para que se cumpla el postulado de que el gobierno financia todos sus gastos fuera del Banco Central, esto es que el stock de bonos en el backing de la base monetaria permanezca constante y que el saldo y la variación de las reservas en oro y divisas sea igual a la variación de la base monetaria y viceversa.

Efectuando la resta de la ecuación (2) que explica la variación de reservas, menos la (4) que explica la variación de la base monetaria, e introduciendo la información suministrada por las ecuaciones (3) y (5) (operaciones del Banco Central con el gobierno en pesos y en dólares), surge la condición para que se verifique la regla de la convertibilidad ($\Delta Res - \Delta BM = 0$). Debe cumplirse que:

Banco Central.

¹⁷ En la realidad el sector público no financiero puede atesorar sus excedentes financieros en pesos en una entidad financiera (por ejemplo, el Banco de la Nación) y de hecho durante algún tiempo así lo hizo, evitando la absorción monetaria del superávit fiscal. En esta sección, por simplicidad, hacemos caso omiso a esta posibilidad.

$$(6) \quad (\text{PRIV} + \text{CG} - \text{IDG} - \text{ADG}) - (\text{G} - \text{IMP}) = 0$$

Expresada de esta manera, la ecuación (6) establece que para mantener cien por ciento de convertibilidad entre pesos y dólares, el gobierno debe compensar el saldo de sus operaciones en divisas (primer paréntesis) con el saldo de sus operaciones en pesos (segundo paréntesis). Por ejemplo, si el gobierno es deficitario en dólares porque los ingresos por privatizaciones y endeudamiento no alcanzan para cubrir el pago de los intereses y amortizaciones de la deuda, debe compensarlo con un superávit en pesos, esto es, un exceso de sus ingresos sobre los gastos. O viceversa (superávit en dólares y déficit en pesos), pudiendo ser ambos paréntesis estrictamente iguales a cero.

La ecuación (6) puede reescribirse para interpretarla de otra manera intuitiva.

$$(7) \quad (\text{CG} - \text{ADG}) + (\text{IMP} + \text{PRIV} - \text{G} - \text{IDG}) = 0$$

Así expresada, la ecuación dice que para cumplir con la ley de convertibilidad, el gobierno debe conseguir nuevos créditos para financiar el pago de las amortizaciones de deuda ($\text{CG} = \text{ADG}$) si al mismo tiempo tiene equilibrio fiscal, entendido éste como que con el ingreso por impuestos y por privatizaciones alcanza a erogar el pago de los gastos operativos y por intereses de la deuda pública. En este capítulo no vamos a incursionar en el debate acerca de si los ingresos por privatizaciones deben ser incluidos como un ingreso corriente arriba de la línea (incluido dentro del segundo paréntesis) o como una fuente de financiamiento abajo de la línea (incluido dentro del primer paréntesis). De la misma manera tampoco vamos a distinguir en los gastos operativos entre gastos corrientes y erogaciones de capital. Por simplicidad, todo está incluido homogéneamente dentro del resultado fiscal de caja del sector público.

Sin embargo, las ecuaciones (6) y (7) que reflejan los requisitos fiscales de la ley de convertibilidad no introducen ninguna restricción adicional a que el sector público financie todos sus gastos fuera del Banco Central. La ley de Convertibilidad no impone condiciones como por ejemplo que haya equilibrio fiscal. No introduce ninguna restricción para que el gobierno no tenga un déficit fiscal incluso después de privatizaciones (que el segundo paréntesis de la ecuación (7) sea negativo) con tal de que lo esté cubriendo con ingresos suficientes por

endeudamiento obtenido fuera del Banco Central (que el primer paréntesis sea positivo y como mínimo equivalente al negativo del segundo paréntesis). Visto de esta manera, el equilibrio fiscal no es una condición necesaria de lo que establece la ley de Convertibilidad.

Adicionalmente, podemos decir que el equilibrio fiscal (después de computar los intereses de la deuda pública) tampoco es condición suficiente para el cumplimiento de la ley de Convertibilidad. El sector público puede tener equilibrio o incluso superávit fiscal y sin embargo estarse afectando el cumplimiento de la ley de Convertibilidad, en el sentido de que deban computarse bonos dentro de las reservas del Banco Central. Por ejemplo, si el segundo paréntesis de (7) fuera positivo (como reflejo de un superávit fiscal), la ecuación puede aún resultar negativa si el gobierno no está en condiciones de conseguir nuevos créditos que alcancen a financiar los vencimientos por amortizaciones de deuda pública. Deberá recurrir, por lo tanto, a las reservas del Banco Central. Caso contrario, debiera exigírsele al superávit fiscal del segundo paréntesis que fuera tan importante que influya a las propias amortizaciones de la deuda, lo que resulta un ejercicio totalmente teórico.

En síntesis, contrariamente a lo que usualmente se piensa, la ley de convertibilidad no impone condiciones respecto al resultado fiscal del gobierno. La ley de convertibilidad puede respetarse con déficit fiscal arriba de la línea, mientras el gobierno acceda a financiamiento debajo de la línea, y puede no cumplirse en el sentido de requerir una cobertura de la base monetaria con bonos, aún con equilibrio fiscal arriba de la línea si el gobierno tiene problemas de financiamiento debajo de la línea.

Un breve resumen de los valores verificados en Argentina entre 1991 y 1995 permite clarificar estos conceptos. A lo largo de estos cinco años, el gobierno y el Banco Central han respetado la ley de Convertibilidad. A fines de marzo de 1991, fecha de lanzamiento del programa, el Banco Central tenía reservas en oro y divisas por US\$ 4.620 M y pasivos monetarios por \$ 4.800 M., debiendo afectar US\$ 180 M de sus tenencias de bonos (valuados a precios de mercado) al "backing" del peso (ver cuadro 34). Este respaldo prácticamente íntegro en oro y divisas se mantuvo muy cerca del 100% entre 1991 y 1994. En diciembre de ese año, las reservas en oro y divisas ascendían a US\$ 16.029 M y los pasivos monetarios a \$ 16.267 M, con una afectación de bonos por

Cuadro N° 34

Activos y Pasivos del BCRA a lo largo de la Convertibilidad

Cifras expresadas en Millones

	Reservas Netas de Libre Disponibilidad (**)			Pasivos Financieros (**)			Títulos Públicos en Reserva	
	Colocaciones a Plazo	Resto	Total	Circulación Monetaria	Resto	Total	En Millones	En %
	I	II	III = I + II	IV	V	VI = IV + V	W = W - W	WV = WV / W
Mar-91	2.009	2.611	4.620	3.375	1.425	4.800	190	3,8
abr	1.965	2.659	4.625	3.913	993	4.906	281	5,7
may	2.600	2.533	5.132	4.254	1.244	5.498	365	6,7
jun	2.787	2.794	5.580	4.729	888	5.617	37	0,7
jul	3.149	2.500	5.649	4.962	1.053	6.015	366	6,1
ago	3.076	2.412	5.488	5.022	1.119	6.141	653	10,6
sep	3.241	2.920	6.161	5.145	1.299	6.444	283	4,4
oct	3.811	2.341	6.153	5.355	1.372	6.727	574	8,5
nov	4.120	2.469	6.589	5.753	1.468	7.221	632	8,7
dic	5.490	2.396	7.886	6.896	669	7.565	-321	-4,2
ene-92	5.658	2.393	8.051	6.605	1.388	7.993	-59	-0,7
feb	5.490	2.385	7.865	6.550	1.865	8.455	590	7,0
mar	6.076	2.289	8.365	6.461	1.573	8.033	-332	-4,1
abr	6.526	2.418	8.944	6.655	2.006	8.661	-284	-3,3
may	6.995	2.398	9.393	6.907	2.455	9.362	-31	-0,3
jun	7.528	1.865	9.393	7.524	1.653	9.277	-116	-1,3
jul	8.187	1.796	9.983	7.779	2.272	10.051	59	0,7
ago	8.228	1.741	9.969	7.621	2.328	9.949	-29	-0,2
sep	8.436	1.478	9.913	7.556	1.915	9.470	-443	-4,7
oct	8.599	1.637	10.236	7.732	2.199	9.932	-304	-3,1
nov	8.112	1.548	9.660	7.988	1.740	9.728	67	0,7
dic	8.467	2.597	11.064	9.648	1.363	11.010	-54	-0,5
ene-93	9.500	1.882	11.382	9.143	2.589	11.831	469	4,0
feb	9.649	1.841	11.490	9.011	2.576	11.586	97	0,8
mar	9.693	1.956	11.648	8.765	1.875	10.640	-1.008	-9,5
abr	9.090	2.126	11.216	9.080	2.956	12.036	820	6,8
may	9.429	1.922	11.351	9.127	2.971	12.098	747	6,2
jun	9.306	2.075	11.382	8.666	2.230	11.896	514	4,3
jul	10.300	2.450	12.750	10.056	3.158	13.215	464	3,5
ago	12.171	2.027	14.198	10.101	4.454	14.564	366	2,5
sep	10.752	2.507	13.258	10.221	2.890	13.111	-147	-1,1
oct	10.922	2.471	13.393	10.008	4.199	14.204	811	5,7
nov	11.047	2.421	13.468	10.117	4.289	14.406	938	6,5
dic	12.632	2.655	15.287	12.173	3.016	15.189	-98	-0,6
ene-94	12.789	2.583	15.343	11.445	4.815	16.260	917	5,6
feb	13.110	2.124	15.234	11.317	4.845	16.162	928	5,7
mar	12.488	2.295	14.761	11.205	3.616	14.821	60	0,4
abr	11.799	2.585	14.384	10.979	4.401	15.379	995	6,5
may	12.121	2.632	14.753	10.936	4.782	15.718	965	6,1
jun	12.431	2.411	14.842	11.396	3.062	14.457	-385	-2,7
jul	12.995	2.443	15.438	11.872	4.215	16.087	650	4,0
ago	12.914	2.258	15.172	11.344	4.396	15.741	569	3,6
sep	12.010	2.732	14.742	11.381	2.992	14.372	-369	-2,6
oct	11.855	2.782	14.638	11.430	4.002	15.431	795	5,2
nov	11.939	2.379	14.318	11.274	3.704	14.979	661	4,4
dic	13.032	2.997	16.029	13.317	2.960	16.267	238	1,5
ene-95	10.406	3.387	13.792	11.728	2.582	14.310	518	3,6
feb	10.324	2.753	13.077	11.328	2.814	14.142	1.065	7,5
mar	7.397	2.800	10.197	10.851	1.532	12.383	2.188	17,7
abr	7.880	3.621	11.501	11.070	2.509	13.639	2.138	15,7
may	7.597	3.301	10.898	10.784	2.366	13.150	2.252	17,1
jun	8.345	4.257	12.603	11.187	1.944	13.131	528	4,0
jul	9.787	3.018	12.805	11.877	2.679	14.556	1.751	12,0
ago	8.396	2.673	11.269	11.371	2.149	13.520	2.251	16,6
sep	9.796	3.041	12.837	11.114	2.711	13.824	987	7,1
oct	9.615	2.584	12.199	11.102	3.105	14.207	2.909	14,1
nov	9.010	3.265	12.275	11.056	3.027	14.083	1.907	12,8
dic	12.032	3.932	15.963	13.050	3.354	16.404	441	2,7

Notas:

(*) Comprende los siguientes rubros del Activo del BCRA: Cxv, Billetes, Depósitos a la Vista, en cuenta corriente y a Plazo Fijo y saldos de ALADI.

(**) Desde el 31-3-91 hasta el 31-1-95, los pasivos a cubrir por el BCRA consistieron en la Circulación Monetaria, los Depósitos en cuenta corriente y los Depósitos en cuenta corriente especiales netos de las Operaciones de Pases. A partir del 31-1-95 (Comunicación "A" 2333) los citados depósitos en pesos en cuenta corriente se "desatan", originando que la Circulación Monetaria se equipare con la Base Monetaria; sin embargo, los pasivos que el BCRA debe respaldar quedan invariables.

Finalmente, en el 2° trimestre de 1995 (Comunicación "A" 2350 del 14 de julio) se establecieron los requisitos mínimos de liquidez, los que originan un cambio en la definición de los pasivos del BCRA; estos pasivos financieros, además de los pasivos monetarios, comprenden la posición neta de pesos y los letras de liquidez bancaria (estos dos últimos conceptos sustituyen parcialmente los depósitos en cuenta corriente). En la serie no se incluyen los depósitos del sector público en el BCRA, debido a la imposibilidad de contar con la totalidad de los datos.

US\$ 238 M, el 1,5% de las reservas totales. Dado que la ley permite computar hasta 20% del respaldo al peso en bonos, el Banco Central disponía prácticamente de la totalidad de las reservas excedentes para afrontar eventualidades.

Precisamente, la crisis de confianza sobre el sistema bancario que se desató en 1995 llevó al BCRA a utilizar el margen de reservas excedentes. El respaldo del peso decayó a lo largo de 1995 hasta un monto de \$ 2.186 M en marzo de 1995, se mantuvo alrededor de esos niveles hasta el cuarto trimestre hasta caer a US\$ 441 M a fin de año de necesidad de afectación de bonos. El aumento del saldo de bonos respaldando los pasivos monetarios a lo largo del año se explica casi exclusivamente por razones extrafiscales como el otorgamiento de redescuentos al sistema financiero por un monto de \$ 1.800 M ante la crisis de confianza desatada durante el primer trimestre del año. El hecho de que el saldo de bonos públicos en cartera del Banco Central que respalda a los pesos en circulación haya tenido su origen en redescuentos del sistema financiero y no en faltantes presupuestarios habilitará en los próximos capítulos a otorgarle un carácter especial al aumento de la deuda pública cuya contrapartida es un activo del Banco Central.

2. ii. La regla de la deuda pública constante en términos nominales

Una regla fiscal alternativa podría consistir en establecer algún tipo de restricción sobre la evolución del stock total de la deuda pública. Una regla fiscal estricta sería establecer que la deuda pública (DG) se mantenga constante en términos nominales. A lo largo de esta sección, no haremos distinción entre las operaciones fiscales (ingresos, gastos, endeudamiento) que se realizan en efectivo, de aquellas operaciones que pueden haber involucrado movimientos no en efectivo sino con instrumentos de deuda. Así, por ejemplo, el estado durante estos últimos años realizó algunas privatizaciones, cobró ciertos impuestos atrasados, etc. no mediante ingresos en efectivo sino directamente contra cancelación de deuda pública. De la misma manera, ciertas erogaciones no implicaron movimientos de caja sino un endeudamiento implícito tal como el devengamiento de intereses de una deuda que se capitaliza en el principal de la deuda. A lo largo del trabajo hacemos detallada mención de estos procedimientos.

$$(8) \Delta DG = 0$$

La condición más obvia para cumplir con esta regla es que, abajo de la línea, el flujo de endeudamiento al que accede el gobierno (CG) sea como máximo igual a los vencimiento por amortizaciones de deuda (ADG), o sea que $CG - ADG = 0$. Sin embargo, el sentido económico de esta restricción lo obtenemos si profundizamos en las condiciones arriba de la línea que permitirían el cumplimiento de la misma.

$$(9) \Delta DG = (G + IDG - IMP - PRIV) - (OSGd + OSGp)$$

La ecuación (9) establece que la variación de la deuda pública está influida básicamente por dos cuestiones: lo que ocurre arriba de la línea con las cuentas fiscales (primer paréntesis) y la existencia o no de financiamiento por parte del Banco Central que señala el segundo paréntesis, tanto en pesos como en dólares.

La primera lectura intuitiva de esta ecuación establece que si el gobierno tiene equilibrio fiscal (primer paréntesis igual a cero) y no recibe financiamiento del Banco Central (segundo paréntesis también igual a cero), la deuda estará permaneciendo constante en términos nominales. Pero también hay otras posibilidades.

Un primer ejemplo sería que hubiese un déficit fiscal financiado íntegramente por el Banco Central (ya sea con emisión de base monetaria o con uso de las reservas); en este caso, la regla de la deuda pública constante también se estaría verificando ya que este déficit estaría siendo financiado por el Banco Central, y no con endeudamiento en el sentido estricto. Otro ejemplo interesante sería si hubiese equilibrio fiscal pero el gobierno recibiera financiamiento del Banco Central para cubrir las amortizaciones de la deuda; en este caso, el stock de deuda pública permanecería no sólo constante sino incluso cayendo en términos nominales.

En los dos últimos casos, el cumplimiento de la regla de la deuda pública constante implicaría, sin embargo, no respetar la relación de convertibilidad que estudiamos en la sección 1. Alternativamente, la deuda pública podría estar subiendo aún en un contexto de equilibrio fiscal si la misma tuviera como contrapartida una situación de sobreconvertibilidad, o sea donde el gobierno deposita el "exceso" de endeudamiento en las reservas del Banco Central.

Muy rápidamente hemos podido observar que una regla fiscal que impusiera únicamente que la deuda pública nominal se mantenga constante no establece condiciones estrictas sobre la situación arriba de la línea si al mismo tiempo no hay restricciones sobre la evolución de los activos y pasivos del Banco Central.

2. iii. La regla conjunta

Estamos ahora en condiciones de evaluar qué tipo de política fiscal implica imponer al mismo tiempo que, en un plazo razonable de tiempo, deba cumplirse simultáneamente con que el Banco Central respalde con 100% de reservas a sus pasivos monetarios (por lo menos en términos de flujos a partir de un momento inicial en el cual pueden o no coincidir los stocks de pasivos y activos del Banco Central) y que la deuda pública se mantenga constante en términos nominales.

Estrictamente podría trabajarse de dos maneras diferentes. La primera regla conjunta sería establecer una doble condición: por un lado que se respete la ley de convertibilidad y por el otro que además la deuda pública se mantenga constante en términos nominales.

Revisando las ecuaciones (6) y (9) que imponían las condiciones para ambas restricciones, es fácil deducir que deben cumplirse simultáneamente dos condiciones. La primera es que el gobierno tenga equilibrio fiscal, o sea que los ingresos por impuestos y por privatizaciones cubran los gastos operativos y los intereses de la deuda pública. La segunda es que el gobierno acceda a financiamiento para honrar los vencimientos por amortizaciones de deuda.

$$(11) \text{ IMP} + \text{PRIV} - \text{G} - \text{IDG} = 0$$

$$(12) \text{ CG} = \text{ADG}$$

De respetarse ambas condiciones, se estará verificando que el Banco Central mantiene reservas internacionales para respaldar 100% a los pasivos monetarios y además que la deuda pública del gobierno se mantiene constante en términos nominales. Cualquier otra combinación de política fiscal va a estar alterando la relación de convertibilidad y/o el stock de deuda pública.

Una **segunda regla conjunta**, menos estricta que la anterior en términos de que cada ecuación (11 y 12) debería estar en equilibrio en forma independiente, y que no implicaría un régimen de convertibilidad, sería consolidar ambas restricciones, considerando a los pasivos monetarios como una deuda más del gobierno y a las reservas del Banco Central como un activo del gobierno. La regla consolidada equivaldría a decir que la deuda pública neta del gobierno (es decir la deuda más los pasivos monetarios menos las reservas internacionales) debe permanecer constante, como establece la ecuación (13).

$$(13) \Delta BM + DG - Res = 0$$

Esta regla consolidada es menos estricta pues únicamente establece la necesidad de equilibrio fiscal arriba de la línea presentada en la ecuación (11) y elimina la necesidad de cumplir con la regla de abajo de la línea de la ecuación (12). Sólo con que el sector público tenga equilibrio fiscal, se estará cumpliendo con la restricción que impone la ecuación (13). En este caso, el gobierno tendrá el grado de libertad, no disponible con la doble restricción individual, de elegir la forma de financiar el vencimiento por amortizaciones de deuda: si mediante endeudamiento fuera del Banco Central o mediante el acceso a los activos o pasivos del Banco Central.

3. iv. La regla de solvencia de largo plazo del sector público

En economías donde el producto bruto (PBI) crece y/o donde la tasa de inflación (π) es diferente de cero, esto es donde la variación del llamado producto bruto nominal es distinta de cero, puede ser apropiado establecer una regla fiscal a la que puede llamarse de solvencia intertemporal, porque relaciona el endeudamiento con la capacidad de pago del gobierno. Una regla así establecería que el stock de la deuda pública debe permanecer constante como porcentaje del producto bruto.

$$(14) (\Delta DG / \pi \cdot PBI) = 0$$

Esto es, que el cociente entre la deuda del gobierno y el producto bruto nominal permanezca constante. Diferenciando este cociente, y haciendo las simplificaciones correspondientes se llega a que:

$$(15) \Delta DG / (\pi \cdot PBI) = (\delta + y) \cdot d$$

Esta ecuación postula que para que la deuda pública permanezca constante como porcentaje del producto bruto, el déficit fiscal financiado con endeudamiento, como porcentaje del producto bruto, debe ser como máximo igual al producto de dos factores: por un lado, la suma de la tasa de inflación " π "¹⁸ y la tasa de crecimiento del producto bruto real " y "; por el otro lado, el stock de deuda como porcentaje del producto bruto reflejado por " d ".

Como un ejemplo, si la deuda pública asciende al 30% del PBI, la inflación es del 2% anual y la economía crece al 3%, el gobierno podría tener un déficit fiscal financiado con endeudamiento equivalente al 1,5% del PBI = $(2\%+3\%) \times 30\%$. Otra manera de interpretar esta regla es que el gobierno debe honrar con superávit fiscal solamente la diferencia entre la tasa de interés real que paga por su deuda y la tasa de crecimiento económico de la economía, calculada esta diferencia en función del tamaño de la deuda pública.

Bajo esta regla, la deuda pública puede estar subiendo en términos nominales pero dado que la economía crece y hay inflación positiva, hay un cierto margen de déficit fiscal nominal compatible con la regla de solvencia que la deja constante como porcentaje del producto bruto. Claramente, esta regla de solvencia fiscal aparece entonces como la menos estricta y rígida de todas; sin embargo es la más realista para una economía estable, en crecimiento económico y con un mercado de capitales que funciona adecuadamente. No hay ningún problema para asimilar esta regla a un esquema de convertibilidad y obtener una regla conjunta similar a la de la tercera sección.

¹⁸ Para que un país pequeño cumpla de una manera más genuina la regla fiscal de solvencia, puede ser adecuado referirse no a la tasa de inflación interna sino a la tasa de inflación internacional, sobre todo en un programa que tiene fijada la tasa de cambio. En este caso, utilizando como regla la tasa de inflación de los EE.UU. se evita que la deuda pública pueda estar cayendo como porcentaje del PBI como consecuencia de un proceso de atraso cambiario donde la tasa de inflación interna sea sistemáticamente superior a la internacional.
