

# CESPA

Centro de Estudios de la Situación  
y Perspectivas de la Argentina

**Diagnóstico y perspectivas del sistema financiero argentino**  
**I) Las relaciones financieras en la economía argentina en los años  
noventa**

*Mario Damill  
Nicolás Salvatore  
Lucio Simpson  
diciembre de 2003*



**Universidad de Buenos Aires**  
**Facultad de Ciencias Económicas**



Av. Córdoba 2122 (C 1120 AAQ) Ciudad de Buenos Aires  
Tel./Fax: 54-11-4370-6130 – E-mail: [cespa@econ.uba.ar](mailto:cespa@econ.uba.ar)  
<http://www.econ.uba.ar/cespa.htm>

**CESPA**

Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina

Primera edición: febrero 2004

Imprenta de la Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad de Buenos Aires  
Av. Córdoba 2122  
(C1120AAQ) Ciudad de Buenos Aires, República Argentina  
Tel/Fax (54.11) 4370.6130  
e-mail: [cespa@econ.uba.ar](mailto:cespa@econ.uba.ar)

Queda hecho el depósito que marca la ley

## Indice

<b>Introducción</b> .....	5
<b>1.1. Cambios en la década del noventa</b> .....	7
<b>1.2. Los superávits sectoriales en los años noventa</b> .....	11
<i>La contabilidad básica</i> .....	11
<i>Los superávits primarios</i> .....	14
<b>1.3. Los superávits sectoriales y las variaciones de las correspondientes posiciones financieras</b> .....	18
<i>El impuesto inflacionario</i> .....	19
<i>Los cambios de portafolio</i> .....	19
<b>1.4. El sector externo en los años noventa: usos y fuentes de financiamiento</b> .....	20
<i>La cuenta corriente del balance de pagos</i> .....	20
<i>La cuenta de capitales y el financiamiento del balance de pagos</i> .....	24
<i>El financiamiento de la acumulación de reservas</i> .....	28
<i>Fuentes y usos de divisas en una perspectiva agregada, y la consistencia stock-flujo</i> .....	28
<i>Pasivos y activos externos</i> .....	30
<b>1.5. El sector público en los años noventa: usos y fuentes de financiamiento</b> .....	32
<i>El desequilibrio fiscal en el largo plazo</i> .....	33
<i>El resultado fiscal bajo el régimen de caja de conversión</i> .....	34
<i>La fase inicial (1991-94)</i> .....	36
<i>La reforma previsional</i> .....	36
<i>La fase intermedia (1994-1997)</i> .....	37
<i>La deuda pública antes de la depresión</i> .....	38
<i>La depresión (1998-2001)</i> .....	39
<i>La deuda pública en la fase de depresión</i> .....	41
<i>El comportamiento del gasto del sector público consolidado</i> .....	41
<b>Referencias bibliográficas</b> .....	48

Este trabajo se realizó como parte de un estudio más amplio sobre los desafíos y oportunidades que presenta el sistema financiero local si se desea promover el microcrédito, una actividad que parece muy retrasado en relación a lo que pueden ser sus posibilidades potenciales en la Argentina. El estudio global fue encarado gracias a la ayuda de la Fundación Ford, a quien se le agradece su interés y generosa colaboración. El proyecto fue dirigido por Jorge Schvarzer y cubrió diversos aspectos de la cuestión, desde los financieros hasta los sociales y operacionales. El texto que sigue presenta una reflexión sobre las relaciones financieras en la economía argentina durante la década del noventa como antecedente para evaluar la posibilidad de que ese sistema (ya desaparecido) pudiera contener organismos dedicados al microcrédito. Los autores fueron apoyados en esta tarea por Marcela Fraguas, Luciana Juvenal y Daniela Lañin Rottenberg

## **Introducción**

La trama de relaciones financieras de la Argentina experimentó cambios fundamentales a lo largo de la década pasada. La apertura completa de la cuenta de capitales, una fuerte expansión del crédito interno y de los depósitos y la dolarización progresiva de los activos y pasivos bancarios estuvieron entre los rasgos más notorios. También hubo un aumento importante del endeudamiento externo así como una notable acumulación de activos en el exterior por parte del sector privado residente.

La fuerte expansión financiera del período estuvo, sin embargo, jalonada por dos importantes crisis, la última de las cuáles puso fin al largo período de vigencia del régimen de libre convertibilidad del peso a una paridad de 1 a 1 con el dólar de los Estados Unidos y barrió literalmente con la “profundización financiera” de los años previos.

En este trabajo examinamos en detalle los procesos financieros de la década pasada en la economía argentina. El primer capítulo está destinado a plantear el marco de consistencia macrofinanciera. Examinamos allí la evolución de los superávits sectoriales agregados, analizamos las relaciones de consistencia entre los flujos (los desequilibrios financieros sectoriales) y los stocks (las variaciones de activos y pasivos), tanto para el sector público cuanto para el “resto del mundo”, e indagamos también en algunos de los principales aspectos de la evolución del portafolio financiero de los grandes sectores agregados.

Luego, el segundo capítulo está destinado al estudio de la evolución del sistema financiero formal. Se examinan las regulaciones y también la evolución efectiva del sistema a lo largo de las diferentes etapas identificables en la década, considerando asimismo la calidad de su desempeño. Procuramos, por ejemplo, caracterizar la forma de funcionamiento del sistema financiero de los años noventa “en régimen”, es decir, una vez establecido de forma más o menos completa el esquema regulatorio característico y completada también la fase de reestructuración que siguió a la crisis desatada por el derrame de la crisis mexicana de diciembre de 1994. Este capítulo examina asimismo el desarrollo de la crisis de 2001-2002 y los principales procesos que tuvieron lugar a lo largo de la misma (como los efectos de la depreciación cambiaria, la pesificación de activos y pasivos bancarios que se realizó de manera asimétrica, las compensaciones a los bancos, etc.) y concluye con una sección en la que se procura trazar algunas líneas del desarrollo financiero de la Argentina con sentido prospectivo.

Si bien el estudio se refiere al caso argentino, los años noventa han estado marcados por una sucesión de crisis financieras y cambiarias en un conjunto de naciones. Estas crisis y los subsiguientes procesos de reestructuración financiera guardan semejanzas y también disimilitudes con la experiencia argentina, de las que pueden obtenerse enseñanzas y

elementos útiles para la definición de una agenda de temas de investigación. Es por eso que desarrollamos, en el tercer capítulo del trabajo, el examen de varias de las más importantes de esas crisis, procurando precisamente identificar semejanzas y contrastes, con el propósito de suministrar elementos útiles para pensar el caso argentino y las probables vías de salida de la crisis y de reestructuración del sistema financiero interno.

## **El marco de consistencia macrofinanciera**

### ***1.1. Cambios en la década del noventa***

Los años noventa en la Argentina están enmarcados por dos grandes crisis económicas, sociales y políticas. El hito inicial está definido por las dos explosiones hiperinflacionarias de 1989 y 1990.

La etapa económica que se abrió entonces, en 1990-91, habría de concluir en realidad ya entrada la década siguiente, con el colapso del régimen de convertibilidad al cierre de 2001.

Sin embargo, con una mirada de más largo plazo, puede decirse que esta última crisis clausura, en verdad, un largo período de economía abierta y marcada por recurrentes episodios de inestabilidad, que en cierta forma comienza poco después de la crisis de mediados de 1975, el Rodrigazo, y del golpe militar que se produjera algunos meses después. Por entonces llegaba a su fin, a su vez, un muy extenso período de crecimiento, a ritmo moderado, cuyos ejes habían sido el proceso de industrialización sustitutiva de importaciones, por un lado, y un estado económicamente muy activo, tanto en el establecimiento de regulaciones (como barreras comerciales no arancelarias, altos aranceles, tasas de interés decididas administrativamente por la autoridad monetaria, elevados encajes bancarios y mecanismos de crédito dirigido) cuanto en la producción de bienes y servicios a través de las empresas de propiedad y gestión estatal.

Todo ello configuraba un régimen de “acumulación con represión financiera”, según una expresión corriente en la literatura económica. Esta última característica, la denominada represión financiera, hace referencia a las regulaciones financieras internas (de tasas de interés y de destino del crédito, en especial), por un lado, pero también a los controles y restricciones a los movimientos de capitales desde y hacia el resto del mundo. El racionamiento del crédito interno y tasas de interés internas negativas, tanto activas cuanto pasivas, eran componentes característicos de ese esquema de funcionamiento.

Ciertamente, la economía argentina era, como otras de la región latinoamericana, considerablemente “cerrada” a los movimientos de capitales, en especial los de naturaleza financiera, hasta esa época.

Las limitaciones para los movimientos de capitales no se originaban únicamente en los controles cambiarios locales. Es cierto también que los flujos internacionales de fondos habían sido muy escasos desde la depresión de 1930. Un proceso de progresiva internacionalización financiera y de paulatina remoción de las restricciones a los movimientos de fondos comenzó a intensificarse desde fines de los años 50, pero limitado en lo sustancial a la esfera de las economías desarrolladas. Estos procesos giraron en gran medida en torno a la expansión del llamado “euromercado”,

es decir, de operaciones bancarias denominadas en dólares que comenzaron a ampliarse, inicialmente en Londres.

En los años setenta, luego del shock del petróleo en particular, el reciclaje de los petrodólares generó una enorme expansión de la capacidad prestable en el ámbito del euromercado. La abundancia de fondos que aparece en ese momento en los mercados de fondos privados inaugura una nueva etapa, no sólo para las finanzas internacionales, sino también, por lógica derivación, para las políticas económicas, en el mundo desarrollado y en la periferia.

Las economías latinoamericanas financieramente cerradas de la fase anterior no podían funcionar por períodos prolongados con déficit en la cuenta corriente del balance de pagos, debido a las dificultades para financiar un desequilibrio de ese tipo en el contexto financiero limitado de aquellos años. Hacia mediados de los años setenta estas economías tenían, consecuentemente, muy poca deuda externa acumulada. Esa era la contrapartida natural del escaso acceso que hasta entonces habían tenido a recursos financieros del exterior, o, visto de otro modo, del hecho de que venían financiando la inversión con recursos internos, sustancialmente.

Ese panorama cambiaría, como ya se indicó, luego del primer shock del petróleo. En el caso de la Argentina, en particular, la abundancia de fondos que aparece entonces en los mercados internacionales haría posible, ya entrada la segunda mitad de los setenta, la aplicación de un conjunto de políticas que combinaban reformas (apertura comercial y financiera) con un programa de estabilización de precios de nuevo diseño, basado en la fijación del tipo de cambio en condiciones de completa apertura de la cuenta de capitales. Existe una larga experiencia acumulada desde entonces que muestra que los programas de estabilización con anclaje cambiario atraviesan una fase inicial de apreciación cambiaria y expansión económica, en la que el resultado del comercio y la cuenta corriente del balance de pagos se deterioran. En las condiciones de restricción financiera de las etapas anteriores, por ende, programas de ese tipo hubiesen sido inviables, porque esos déficit eran difícilmente financiables. Pero a fines de los setenta, la apertura financiera es percibida como funcional al intento de estabilización, puesto que hace posible concebir que los ingresos de fondos del exterior financien el desequilibrio externo mientras se aguarda la “convergencia” entre la inflación interna y la internacional. En esos años, Argentina, Chile, Uruguay, las llamadas “experiencias del Cono Sur”, siguieron ese camino.

Hemos analizado en detalle esos procesos en varios trabajos, y no tiene sentido reiterar ese examen aquí<sup>1</sup>. De manera muy sintética, cabe señalar que, tal como sucediera en los casos de Argentina, Chile y Uruguay

---

<sup>1</sup> Véanse, por ejemplo: Frenkel (1983), Damill y Frenkel (1987), Frenkel y Simpson (2001).



mencionados, y como atestiguarían posteriormente otras experiencias basadas en conjuntos de medidas semejantes, esos programas de estabilización de economía abierta tienden a seguir un patrón común, cíclico, con una fase inicial expansiva a la que sucede luego una contracción que puede terminar en crisis cambiaria y financiera.

La Argentina experimentó ese ciclo a fines de los setenta, y la crisis posterior condujo a un largo período, entre 1982 y 1990, de una economía nuevamente “aislada” financieramente, es decir, sin crédito internacional (que volvió además a establecer controles de cambios y a montar una densa estructura regulatoria de la actividad financiera interna, con tasas de interés decididas administrativamente, altos encajes y crédito dirigido), pero que tenía a sus espaldas, esto sí, la carga de la deuda contraída en la fase precedente.

Más tarde, a comienzo de los años noventa, se iniciaría otro período en diversos aspectos comparable al de fines de los años setenta. Nuevamente se aunarían tres conjuntos de elementos básicos que habían estado presentes en la experiencia de los setenta: una serie de reformas liberalizantes (centradas en las aperturas comercial y financiera), una política de estabilización con “anclaje cambiario” y, finalmente (pero no menos importante), una marcada abundancia de recursos financieros externos. Estos factores darían lugar, también, a un comportamiento cíclico, con expansión, contracción posterior y crisis.

En verdad, el país experimentó ese ciclo dos veces en la década de los noventa. El gráfico que sigue es una buena ilustración de esa circunstancia, puesto que el comportamiento dinámico del producto bruto interno refleja el ciclo con mucha nitidez.

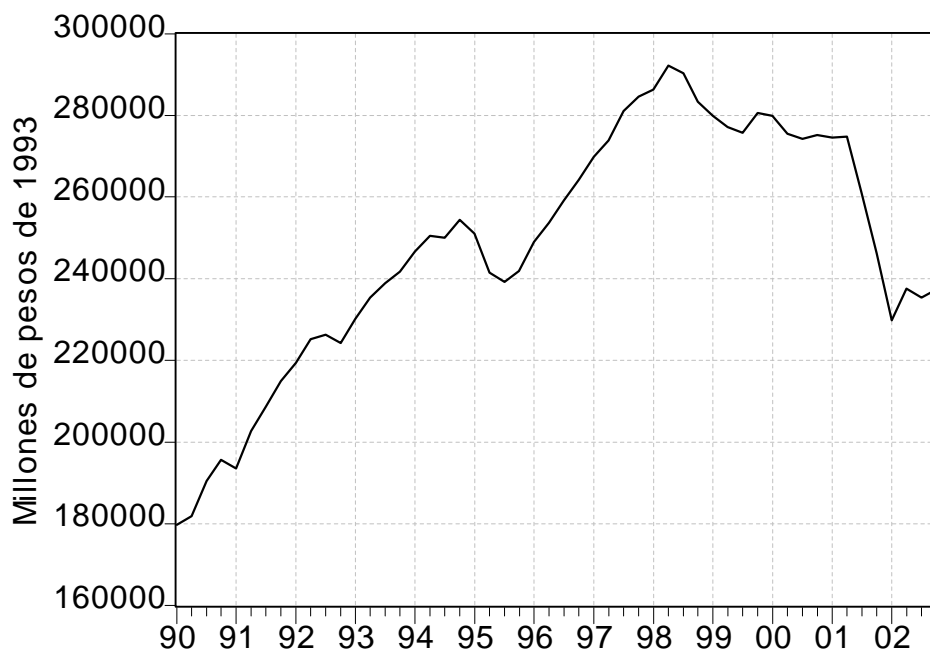
Hubo un primer ciclo, con una larga expansión, desde el inicio de 1990 hasta el cuarto trimestre de 1994, seguida por la breve recesión del tequila, que duró sólo tres trimestres. Y luego un segundo ciclo que, al revés, estuvo constituido por una expansión más corta, que concluyó a mediados de 1998, y posteriormente por la larga depresión que conduciría al final del régimen de convertibilidad, luego de agravarse notablemente desde mediados de 2001.

En una perspectiva agregada, los componentes financieros del ciclo son muy claros, y son también muy semejantes en líneas generales en las dos “ondas” experimentadas en la década. Ellos se expresan sintéticamente en el comportamiento de dos variables: la variación de las reservas de divisas y la tasa de interés interna.

En una descripción estilizada, se observa que, en la fase inicial, los ingresos de capitales superan al déficit en cuenta corriente, por lo que se acumulan reservas. Esto impulsa el aumento de la cantidad de dinero y del crédito interno, alimentando el crecimiento de la demanda agregada y, por ende, del producto. Bajo el régimen de convertibilidad, la conexión entre la

evolución de las reservas de divisas y los agregados monetarios y crediticios internos es particularmente estrecha.

**Gráfico 1. Producto interno bruto trimestral desestacionalizado, a precios constantes de 1993**



**Fuente:** INDEC.

Adicionalmente, en esa etapa temprana, con un riesgo país relativamente bajo y credibilidad de la regla cambiaria, el arbitraje entre los mercados financieros internos e internacionales determina tasas de interés también relativamente bajas, las que contribuyen asimismo a alentar la expansión económica.

Luego, a lo largo de los meses, la propia expansión tiende a deteriorar el resultado en cuenta corriente, al tiempo que la progresiva acumulación de pagos de servicios financieros al exterior actúa en el mismo sentido.<sup>2</sup> Con ello, la fragilidad financiera externa de la economía aumenta. En otros términos, la economía tiende a hacerse más vulnerable a cambios desfavorables en el contexto financiero internacional. En ese marco, la prima de riesgo sube “endógenamente”, aunque en los dos ciclos la confluencia de una fragilidad creciente con fuertes shocks externos desfavorables (la crisis mexicana de diciembre de 1994, la crisis rusa de agosto de 1998, la posterior crisis y depreciación brasileña, el fortalecimiento del dólar frente a otras monedas, entre otros factores) hizo

<sup>2</sup> Al igual que la apreciación cambiaria y la apertura comercial al inicio de esta etapa.

que las subas fuesen muy bruscas y acentuadas, al igual que el consiguiente “freno” recesivo sobre el nivel de actividad.

En esta fase los mecanismos financieros operan a la inversa: se frenan también los ingresos de capitales (o se hacen negativos), las reservas de divisas dejan de crecer o bien se contraen y, con ellas, las cantidades de dinero y de crédito, comprimiendo la demanda agregada y el nivel de actividad.

En esta descripción sintética y muy agregada de los procesos financieros no hemos hecho distinción entre las finanzas del sector público y del sector privado residente. El déficit de la cuenta corriente del balance de pagos aparece entonces simplemente como la suma del déficit privado y del déficit público. En las secciones que siguen procuraremos una descripción más detallada de la evolución financiera a lo largo de los años noventa, comenzando por examinar el comportamiento de los déficit sectoriales y de su contrapartida en las “cuentas de stocks”.

Luego, en el segundo capítulo, abordaremos otro aspecto del desarrollo de la trama de relaciones financieras internas, como es el relativo al sistema financiero local, sus características, regulaciones y desempeño en esta década crucial.

## **1.2. Los superávit sectoriales en los años noventa**

### *La contabilidad básica*

Como se sabe, de la identidad básica de cuentas nacionales, o identidad de ingreso-gasto, puede deducirse, tras alguna manipulación algebraica, que la sumatoria de los superávit sectoriales de los distintos sectores económicos es necesariamente nula, “ex post”. En una aproximación macroeconómica, es habitual que se trabaje con tres sectores agregados: privado (P), público (G), y resto del mundo (E). Se tiene entonces la siguiente identidad:

$$(1) \text{SUPP} + \text{SUPG} + \text{SUPE} \equiv 0,$$

donde SUPE, el superávit del resto del mundo, es igual al resultado de la cuenta corriente del balance de pagos cambiado de signo (al que también se designa como “ahorro externo”).

Esa identidad es un punto de partida muy útil para el análisis financiero. Es sólo un primer paso, porque no nos permite observar los canales a través de los cuales se procesa la intermediación financiera, pero muy importante, por cuanto facilita una primera identificación de los sectores deficitarios, demandantes de fondos, y de aquellos que actúan como fuentes de recursos financieros en determinado período.

El gráfico que sigue presenta estos datos para la Argentina desde 1980, para hacer posible el examen de la década de los noventa desde una

perspectiva temporal más amplia. Las cifras se presentan en porcentajes del PIB.

Como se ve en la ilustración, varios elementos establecen un nítido contraste entre los años ochenta y los noventa. En primer lugar, el déficit en cuenta corriente (el superávit del resto del mundo) de los noventa promedia 3,2% del PIB, cifra que duplica a la media del decenio precedente.<sup>3</sup> Y la contrapartida interna de ese desequilibrio cambia también drásticamente: el sector privado pasa de un superávit de aproximadamente 5% del PIB por año, a un déficit de 0,7% (según resulta de comparar la media de 1980-90 con la de 1991-2001). Por contrapartida, el déficit público declina de 6,6% a 2,5% del producto en los mismos períodos.

Los cambios más nítidos en los sentidos mencionados se producen justamente en la fase de transición entre las dos décadas, entre 1990 y 1992. En esos dos años el superávit privado declina abruptamente, contrayéndose en el equivalente a aproximadamente 9 puntos del PIB. La principal contrapartida es un deterioro del resultado de la cuenta corriente del balance de pagos de 5 puntos del producto. Por el contrario, el resultado fiscal en esta etapa mejora de manera notable, en unos cuatro puntos del PIB (mejora que seguramente subestima la producida efectivamente, por cuanto los datos para los años ochenta no incluyen el déficit de las jurisdicciones provinciales, como ya se indicó).

La ilustración muestra que el aumento del déficit en cuenta corriente a lo largo de la primera expansión de los años noventa tuvo contrapartida prácticamente exclusiva en el comportamiento del déficit privado, mientras que, moviéndose en el sentido inverso, el sector público pasó de un elevado déficit en los años ochenta hacia una situación básicamente equilibrada en la fase temprana del decenio siguiente.

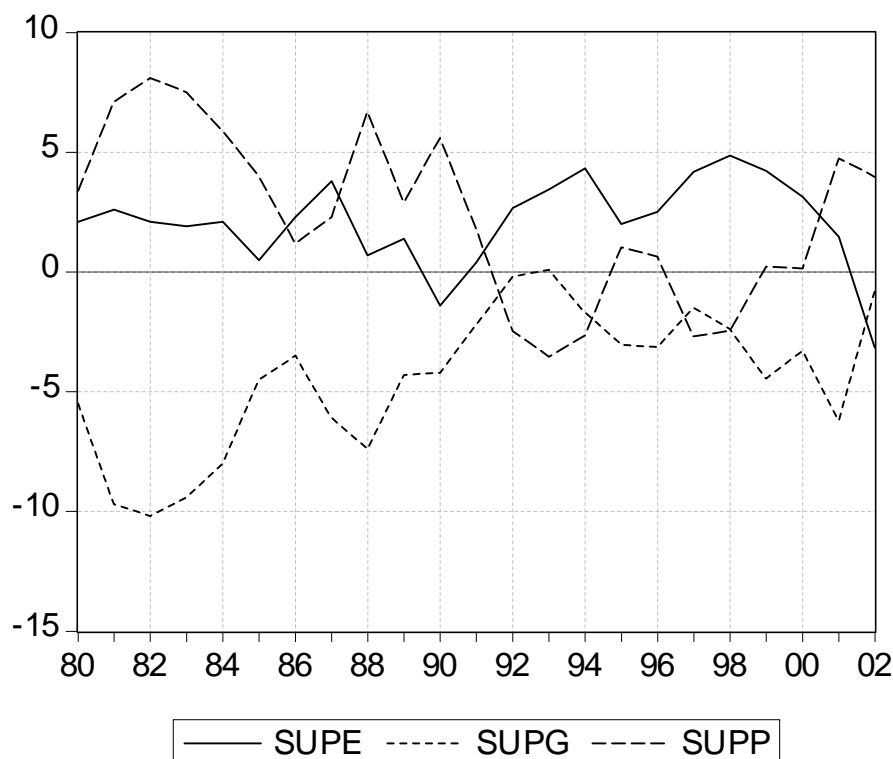
Más adelante, el ajuste provocado por la recesión de 1995 recayó completamente sobre el superávit privado, que se recompuso, mientras que las cuentas públicas seguían arrojando déficit. En la segunda expansión, entre 1996 y 1998, volvió a aumentar el déficit privado, pero sin superar los 3 puntos del producto en ningún año. En esta etapa, el déficit fiscal osciló en torno de 2,3% del PIB; todavía no mostraba la tendencia a incrementarse fuertemente que aparecería con nitidez a partir de 1998, en la fase de recesión. En este último período de la década el superávit privado se haría prácticamente igual a cero durante dos años, 1999-2000, para luego incrementarse con fuerza en la fase de desenlace de la crisis, a lo largo del

---

<sup>3</sup> Además de que el superávit del sector público en los años ochenta no incluye a las provincias y luego sí lo hace (como se señala al pie del gráfico), otro factor que afecta la homogeneidad temporal de las series graficadas deviene de los numerosos cambios metodológicos en el cómputo del balance de pagos, que alcanzan también al cálculo de la cuenta corriente, introducidos a lo largo de los años noventa. Al respecto puede verse: Damill y Kampel (1999). Pese a estos problemas, la descripción de hechos estilizados factible a partir de estas series puede considerarse, a grandes rasgos, adecuada.

bienio siguiente, reflejando la violenta contracción del gasto de consumo e inversión.

**Gráfico 2. Superávit privado (SUPP), superávit público (SUPG) y superávit del resto del mundo (SUPE), en el período 1980 – 2002, en porcentaje del PIB**



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y de Cetrángolo et al. (2000) para los años noventa. Las cifras para los ochenta provienen de: Damill et al. (1988 y 1994).

**Nota:** El superávit del sector privado fue obtenido por diferencia. El cálculo del superávit público para los años noventa incluye a las provincias y Ciudad de Buenos Aires, cosa que no sucede con el cómputo para los años ochenta. En el período 1991-2001 el déficit de esas jurisdicciones resultó equivalente a aproximadamente 36% del desequilibrio del sector público consolidado.

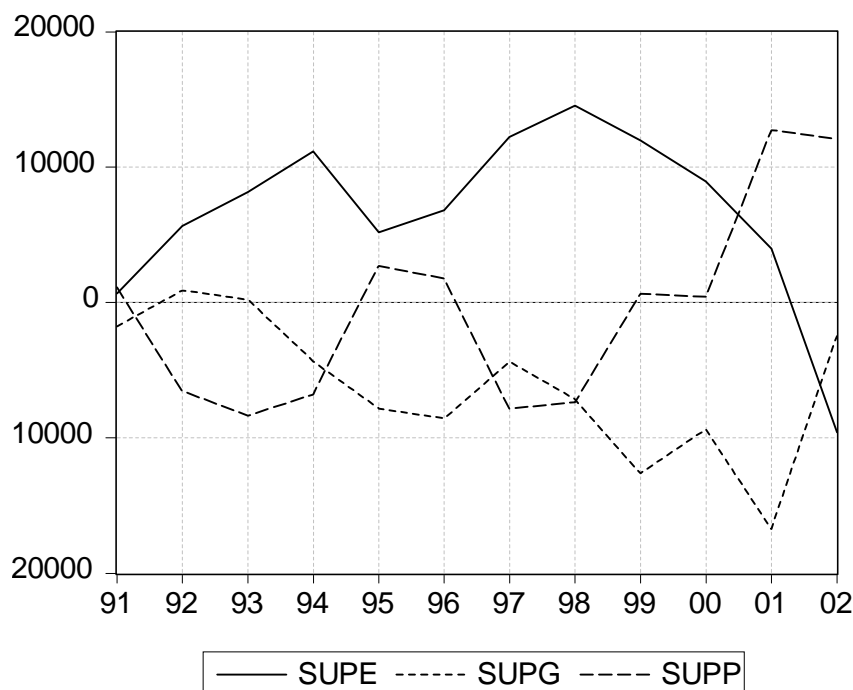
El gráfico y el cuadro que siguen permiten examinar en más detalle la década de los noventa.<sup>4</sup>

Se observa nuevamente con claridad el comportamiento contra-cíclico del superávit privado, mientras que el sector público presenta un resultado que tiene poca relación aparente con el ciclo, pero en todo caso, es levemente pro-cíclico: una mejora inicial, cuando las cuentas públicas están

<sup>4</sup> Con la ventaja de una mayor homogeneidad temporal de las series consideradas.

prácticamente equilibradas, seguida de un aumento del desequilibrio especialmente en 1995-96, una nueva mejora en 1997 y una nueva tendencia a un mayor déficit a lo largo de la depresión de 1998-2001.

**Gráfico 3. Superávit privado (SUPP), superávit público (SUPG) y superávit del resto del mundo (SUPE), en el período 1991 – 2002, en millones de pesos (o dólares).**



Fuente: Idem gráfico 2.

### Los superávits primarios

La identidad (1) puede también escribirse para los superávits primarios de cada sector agregado considerado. Es decir, para los superávits calculados sin tomar en cuenta los pagos intersectoriales de intereses. Resultará entonces:

$$(2) \text{ SUPPPRIM} + \text{ SUPGPRIM} + \text{ SUPEPRIM} \equiv 0.$$

En el caso de las cuentas públicas, por ejemplo, está claro que la evolución del resultado primario es un mejor indicador de las variantes de la política fiscal en el tiempo, que el resultado total, sobre el que inciden fenómenos que, desde una perspectiva local, pueden considerarse exógenos, como la evolución de las tasas de interés internacionales, y otros como las variaciones de las primas de riesgo, que pueden también, en ciertas

circunstancias, ser afectados por fenómenos financieros, con relativa independencia de las características de la política fiscal vigente, como se argumentará más adelante en la sección dedicada específicamente al análisis del desempeño de las cuentas públicas en los años noventa. Otro tanto puede decirse de las cuentas del sector privado. De manera general, conviene observar los resultados primarios para complementar el análisis de los superávits globales, separando así los efectos de cambios en las condiciones financieras de los que devienen de los ingresos no financieros y de los gastos en bienes y servicios reales.

Incluimos a continuación las tablas con los datos anuales de los superávits sectoriales ya comentados, y posteriormente los relativos a los superávits primarios, seguidos del correspondiente gráfico.

En las tablas hemos agregado los resultados sectoriales en las tres etapas principales del período. La fase inicial 1991-94 (la “edad de oro” de la convertibilidad), luego una fase intermedia 1995-97, y la fase final, de depresión y crisis, extendida entre 1998 y 2001.

En el primer cuadro se observa muy nítidamente el contraste entre la evolución del sector público y la del sector privado. En la “edad de oro”, el déficit privado explica en un 80% el déficit en cuenta corriente (es decir, el superávit del resto del mundo). Pero las cuentas agregadas del sector privado cambian notablemente a lo largo del decenio. Su déficit disminuye abruptamente en la fase intermedia (cuando apenas equivale a algo menos de 15% del superávit del resto del mundo), para finalmente cambiar de signo en el último período.

El sector público, por el contrario, comienza con un pequeño desequilibrio, que aumenta considerablemente en la fase intermedia para crecer de manera aún más acentuada en la etapa final. El déficit público anual medio de 1998-2001 es unas nueve veces mayor que el registrado en la fase inicial. Como se ve en la última fila de la tabla 1a, el déficit acumulado por el sector estatal a lo largo de toda la experiencia de la convertibilidad “explica” 80% del déficit acumulado en la cuenta corriente del balance de pagos.

Sin embargo, la tabla 1b muestra matices interesantes, al igual que la comparación entre ambas tablas. En primer lugar, se constata que el resultado “primario” del resto del mundo no presenta una tendencia creciente hacia el final del período como la que se observa en 1a, lo que refleja naturalmente la enorme gravitación que tuvieron los flujos de pagos de intereses sobre las obligaciones externas, públicas y privadas. En segundo lugar, por la misma razón, tampoco se observa una acentuada tendencia del déficit primario público a aumentar. Si bien hay un cambio de signo del resultado primario público entre la “edad de oro” y el resto del período, dentro de éste la situación es oscilante pero sin una tendencia definida, como también puede verse en el gráfico 4. Cuando se considera el resultado del sector privado agregado, se observa que si bien se pasa de un

**Tabla 1a. Superávit sectoriales agregados**  
(en millones de pesos).

Período	Superávit fiscal	Superávit del resto del mundo	Superávit privado
1991	-1780	641	1138
1992	887	5521	-6408
1993	213	8030	-8243
1994	-4347	11147	-6800
1995	-7856	5172	2684
1996	-8575	6820	1755
1997	-4384	12238	-7854
1998	-7164	14532	-7368
1999	-12609	11928	681
2000	-9347	8860	487
2001	-16715	4611	12104
Acumulado 1991-94	-5026	25339	-20313
Acumulado 1995-97	-20815	24230	-3415
Acumulado 1998-01	-45835	39931	5904
Acumulado 1991-01	-71676	89500	-17824

**Tabla 1b. Superávit sectoriales agregados primarios**  
(en millones de pesos).

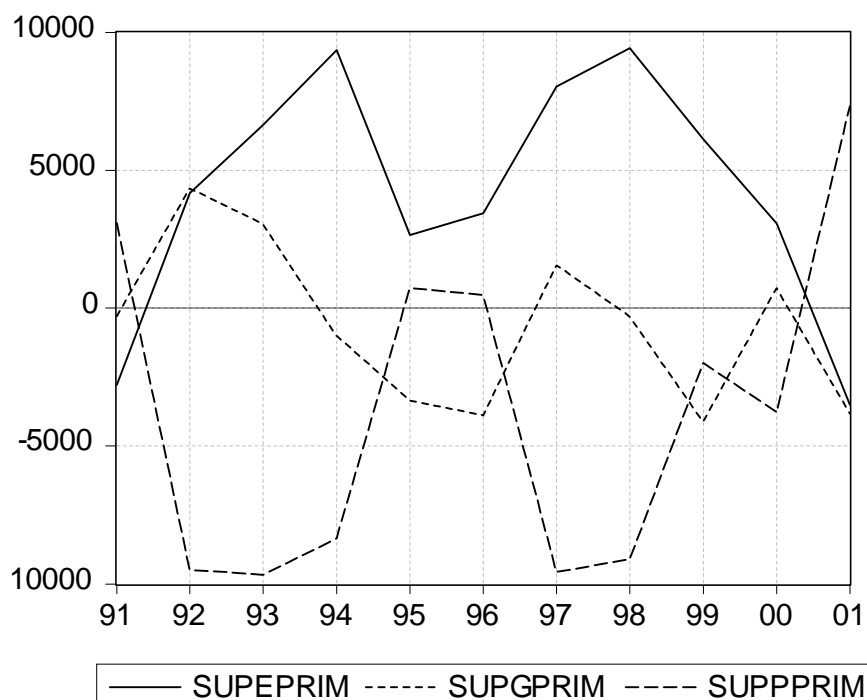
Período	Superávit fiscal	Superávit del resto del mundo	Superávit privado
1991	-298	-2783	3081
1992	4331	4164	-8494
1993	3037	6641	-9678
1994	-1006	9360	-8354
1995	-3363	2644	718
1996	-3895	3432	463
1997	1547	8026	-9573
1998	-316	9424	-9109
1999	-4118	6111	-1994
2000	721	3072	-3793
2001	-3822	-3509	7330
Acumulado 1991-94	6063	17381	-23444
Acumulado 1995-97	-5711	14103	-8392
Acumulado 1998-01	-7534	15099	-7565
Acumulado 1991-01	-7181	46583	-39401

**Fuente:** elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y de Cetrángolo et al. (2000) para 1991-94.

**Nota:** En este caso, en la estimación del superávit primario del sector público (que corresponde al S.Público consolidado) se restaron los intereses netos percibidos por el Banco Central del resto del mundo. En los años noventa esos ingresos netos fueron importantes, como consecuencia de la colocación de parte de las reservas en activos rentables. Pero el Banco Central transfería regularmente el producido por el “señoreaje” al Tesoro, por lo que es necesario hacer ese ajuste en este cuadro.



**Gráfico 4. Superávit primario privado (SUPPPRIM), superávit primario público (SUPGPRIM) y superávit primario del resto del mundo (SUPEPRIM), en el período 1991 – 2001, en millones de pesos (o dólares).**



**Fuente:** Idem tabla 1b.

fuerte déficit en la fase inicial a uno menor en la etapa intermedia, la estimación no arroja un superávit primario para el conjunto de la fase de depresión. Esto refleja el hecho de que una parte importante de los intereses que pesan sobre las cuentas públicas en la tabla 1a tienen allí contrapartida en el superávit privado, es decir, se trata en este caso de pagos (o devengamientos) crecientes de intereses sobre la deuda interna pública, los que por definición están ausentes en el cómputo volcado en la tabla 1b.

En el gráfico 4, que presenta los resultados primarios, se observa que el comportamiento contra-cíclico de las cuentas privadas aparece delineado más nítidamente que en la ilustración precedente, y también es más evidente la ausencia de tendencia, ya mencionada, del superávit primario estimado del sector público. Más adelante se explorará en mayor detalle este último concepto, porque, según se verá, es relevante desagregar el resultado del sistema previsional público en su cómputo.

### **1.3. Los superávit sectoriales y las variaciones de las correspondientes posiciones financieras**

Si, por un lado, la sumatoria de los superávit de todos los sectores económicos es nula, por otro, cada superávit sectorial tomado aisladamente tiene contrapartida en la variación de la posición financiera neta de ese sector. Así:

$$(3) \text{ SUP}_i \equiv \Delta\text{PFN}_i + B_i.$$

Esa relación muestra que la contrapartida del superávit del sector  $i$  es la variación de su patrimonio financiero neto ( $\Delta\text{PFN}_i$ ) en el mismo período, más un “ajuste” que designamos como  $B_i$  en la fórmula. Ese ajuste indica, de manera evidente, y para comenzar, que normalmente los superávit sectoriales no tendrán contrapartida exacta en la variación del patrimonio financiero del sector. La razón principal es la siguiente. La variación del patrimonio financiero neto de “ $i$ ” en el período “ $t$ ” es:

$$\Delta\text{PFN}_{i,t} = \text{PFN}_{i,t} - \text{PFN}_{i,t-1},$$

pero el patrimonio financiero puede incrementarse, por ejemplo, entre  $t-1$  y  $t$ , no sólo porque el sector del que se trate tenga eventualmente un superávit, sino también porque puede obtener ganancias de capital sobre sus posiciones financieras iniciales. Sí, por ejemplo, el sector era un tenedor neto de bonos al inicio del período, y los bonos suben de precio, esto tendrá un efecto positivo sobre el patrimonio financiero sectorial independientemente de que el sector mantenga una posición superavitaria o deficitaria. Naturalmente, también puede sufrir pérdidas de capital, que generarán un resultado similar pero de signo contrario.

Las ganancias o pérdidas de capital son la razón más general para incluir el término  $B_i$  en la ecuación (3). Por cierto, otras circunstancias pueden explicar ocasionalmente la divergencia entre un superávit sectorial y la variación del correspondiente patrimonio financiero. Por ejemplo, como veremos al tratar, más adelante, de la evolución fiscal en los años noventa, el patrimonio financiero podría modificarse como resultado del reconocimiento, en cierto período, de deudas devengadas en períodos anteriores, o bien por la existencia de quitas sobre deudas vigentes. Las privatizaciones con capitalización de deuda también modifican el patrimonio financiero de manera independiente del superávit sectorial. Esto sin mencionar el hecho, importante a efectos prácticos, de que las cuentas patrimoniales suelen elaborarse a precios distintos de los de mercado (las estadísticas de deuda pública, por ejemplo, se llevan a valor nominal residual), lo que introduce otro factor a considerar en la estimación empírica

de la relación entre superávit y patrimonio a partir de la información disponible.

### *El impuesto inflacionario*

Cuando las cuentas se plantean en términos reales, la inflación también gravita. Vale la pena en este punto volver al gráfico 2. Observábamos al analizarlo que el superávit privado fue muy elevado, sistemáticamente, a lo largo de los años ochenta, constituyéndose en la principal contrapartida del también muy elevado déficit de las cuentas públicas. Sin embargo, en ese período el desequilibrio fiscal se cubría en gran medida con emisión monetaria. Los recursos monetarios, a su vez, perdían aceleradamente valor real debido a la constante suba de los precios nominales.

Así, si bien, como se indicó más arriba, el superávit privado equivalió a aproximadamente 5 puntos del PIB en promedio entre 1980 y 1990, hemos estimado en otros trabajos que alrededor de 3% del PIB por año eran “capturados” por el llamado “impuesto inflacionario”, de manera que el superávit privado neto de esta transferencia real se reduce a 2%.<sup>5</sup>

Uno de los cambios más notables en la trama de relaciones financieras intersectoriales en la Argentina producidos a comienzos de los años noventa fue la casi desaparición de este fenómeno, debido a la sustancial declinación de las tasas de variación de los precios.

### *Los cambios de portafolio*

Otro elemento importante a considerar en el análisis del marco de consistencia macrofinanciera se pone en evidencia modificando ligeramente la expresión (3), según se hace a continuación:

$$(3') \text{ SUP}_i \equiv \Delta \text{AFIN}_i - \Delta \text{PASFIN}_i + B_i.$$

Allí se desagrega la variación del patrimonio financiero del sector  $i$  en variación del activo financiero ( $\Delta \text{AFIN}_i$ ) menos variación del pasivo ( $\Delta \text{PASFIN}_i$ ). En verdad, esta desagregación podría extenderse a cada tipo de instrumento financiero presente en la hoja de balance sectorial.

Al igual que (3), esta expresión establece el nexo contable entre los superávit sectoriales derivados de las cuentas nacionales (el lado izquierdo de la última expresión) y las variaciones de las posiciones financieras según se indica en el lado derecho.

Pero al plantearlo como en (3') se pone en evidencia, por ejemplo, que un sector puede incrementar su endeudamiento si su superávit es negativo, es decir, tiene déficit, pero también puede incrementar su deuda aunque su superávit sea nulo o positivo, si al mismo tiempo está, quizás, aumentando

---

<sup>5</sup> Ver Damill et al. (1994).

su activo financiero (por encima de lo que explicaría su superávit). En otros términos, variaciones en las posiciones financieras sectoriales reflejan en parte el financiamiento de déficit o la acumulación de superávit, pero reflejan también decisiones de portafolio, que pueden expresarse en cambios en las posiciones activas y pasivas (y por modificaciones en su estructura, es decir, en los instrumentos que las componen) relativamente independientes de los superávits. Un ejemplo muy característico de los años noventa, que retomaremos más adelante, es el siguiente: el sector privado tomó deuda en el exterior en este período, pero, para ese sector como un todo, el incremento de la deuda tuvo contrapartida, sustancialmente, en el aumento de las tenencias de activos financieros externos (como depósitos en bancos del exterior, títulos emitidos por gobiernos extranjeros, etc.).<sup>6</sup> Si un agente toma deuda simplemente para acumular activos financieros, el aumento simultáneo del pasivo y del activo afecta al lado derecho de la última expresión, únicamente, con independencia de la existencia de superávit o déficit.

A partir de este punto, habiendo descrito la evolución de los superávits sectoriales e introducido la conexión conceptual con las variables financieras, estamos en condiciones de abordar la evolución de cada uno de los sectores agregados considerados, examinando en mayor detalle el comportamiento de los superávits sectoriales pero también su contrapartida financiera o “por cuenta de capital”. En la sección siguiente lo hacemos con el sector externo, para enfocar posteriormente las cuentas fiscales.

#### ***1.4. El sector externo en los años noventa: usos y fuentes de financiamiento***

Esta sección presenta de manera sintética, a la par que actualiza, perfecciona y completa un estudio de las cuentas externas de la Argentina realizado con anterioridad, con la ventaja de que es ahora posible cubrir la década de los noventa y, en especial, el período de convertibilidad, en su totalidad.<sup>7</sup>

##### *La cuenta corriente del balance de pagos*

Comenzaremos por describir sucintamente el comportamiento de la cuenta corriente. El primer componente, el balance de comercio (de bienes y servicios reales) tiene un comportamiento marcadamente contra-cíclico, que es nítidamente ilustrado por el gráfico siguiente.

Ese carácter contra-cíclico resulta fundamentalmente de una elevada elasticidad-producto de las importaciones, mientras que las exportaciones

---

<sup>6</sup> Veremos que, en realidad, el aumento en el valor de los activos externos en poder del sector privado residente superó a la acumulación de deuda bruta por parte del mismo sector, en los años noventa.

<sup>7</sup> Véase Damill (2000).

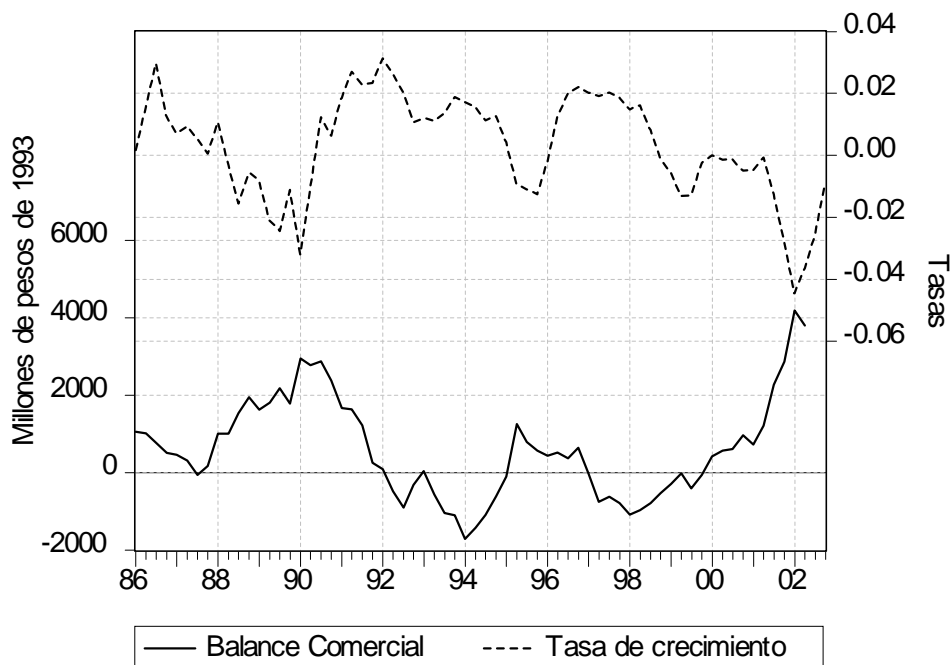
tienen una muy baja vinculación con el ciclo de actividad, de manera que en el análisis macroeconómico de corto plazo es habitual que se las considere determinadas exógenamente.

El otro componente importante de la cuenta corriente del balance de pagos es el saldo de las rentas de la inversión. Con signo invertido (es decir, definiéndola en términos de “pagos netos”, en lugar de cómo ingresos netos), esos saldos se vuelcan en la ilustración que se incluye a continuación.

Se observa allí, por un lado, una baja asociación con el ciclo. La cuenta de intereses, en particular, presenta una marcada tendencia ascendente a lo largo de casi toda la década. Puesto que la Argentina es un país deudor neto del resto del mundo, y también receptor neto de inversión directa, la cuenta “rentas netas de la inversión” presenta siempre resultados negativos y normalmente abultados en comparación con el balance de comercio.

La cuenta corriente como un todo muestra así un comportamiento contracíclico, que deviene del que es propio del saldo de comercio, pero atenuado por el carácter relativamente inercial de las rentas de la inversión.

**Gráfico 5. Tasas de crecimiento del producto y balance del comercio en términos reales**



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

**Nota:** las tasas de crecimiento del producto representadas son las trimestrales (en “tanto por uno”), calculadas para el producto desestacionalizado. Se representan las tasas medias móviles de cuatro trimestres.

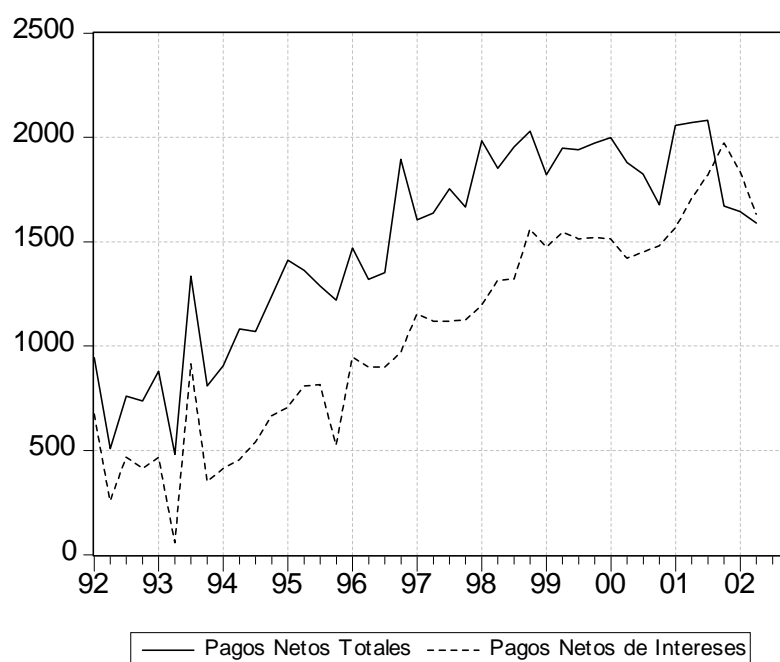
En la década pasada el saldo comercial se deterioró fuertemente en un inicio, al calor de la expansión económica de los tempranos noventa. El incremento del déficit del comercio fue alentado también por la apertura (reducción de aranceles y supresión de numerosas barreras cuantitativas) y por la apreciación cambiaria. Como el gráfico 5 muestra, se pasó, entre 1990 y 1994, de la permanente generación de superávit comerciales a una zona de déficit. Las excepciones se verificarían únicamente, en la década, en momentos de recesión, como en 1995 y luego, en los años finales del decenio, en la fase de depresión, y más acentuadamente como resultado de la profundización de la crisis en los meses finales del régimen de convertibilidad e inmediatamente después de su ruptura.

El comportamiento contra-cíclico del comercio tiene una consecuencia inmediata y sistemática: a lo largo de las expansiones, las necesidades de financiamiento en divisas de la economía nacional tienden a aumentar.

Empujada inicialmente, en los tempranos noventa, por el comercio, y luego por los crecientes pagos de intereses, originados en las fuertes entradas netas de capitales de los períodos previos, la cuenta corriente pasó a ser crecientemente deficitaria, aumentando así la vulnerabilidad externa de la economía, como se señalara más arriba al describir los rasgos estilizados del ciclo. Luego, mejoraría durante la recesión de 1995, para volver a deteriorarse en la expansión posterior y recomponerse parcialmente otra vez durante la depresión de fin de período.

### **Gráfico 6. Pagos netos de rentas de la inversión**

(datos trimestrales en millones de dólares constantes de 2000)



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

Cuando se observan los datos de la composición sectorial del déficit de la cuenta corriente, presentados en la tabla 2, se constata que todos los sectores agregados fueron deficitarios. La información disponible permite en este caso tratar separadamente a los sectores público (incluyendo aquí al Banco Central), privado no financiero<sup>8</sup> y financiero.

Se constata que el déficit en cuenta corriente del sector gobierno con el resto del mundo decreció inicialmente, para luego subir año tras año de manera sistemática hasta el fin del período, debido al sendero también expansivo de los pagos de intereses. El resultado del sector privado es el que presenta las oscilaciones más acentuadas, siguiendo las fluctuaciones del comercio y, por ende, el comportamiento del nivel de actividad. Así, de un superávit inicial de poco más de 4500 millones de dólares, en 1991, este sector pasa a un déficit de casi 8500 millones en 1994. Luego la recesión de 1995 ese desequilibrio se reduce, para volver a aumentar con la subsiguiente expansión. En la fase de depresión posterior a 1998 el resultado de la cuenta corriente privada con el resto del mundo se modifica acentuadamente, en especial en 2001-2002, cuando el sector privado pasa a generar un muy fuerte superávit. A pesar de ello, el sector privado explica una fracción muy elevada del déficit en cuenta corriente acumulado en todo el período, no muy diferente a la que generó el sector gobierno, mientras que el peso del sector financiero es relativamente menor.

**Tabla 2**

**Saldo de la cuenta corriente y desagregación por sector económico**  
(en millones de dólares).

Año	Sector Gobierno	Sector Financiero	Sector privado no Financiero	Saldo de la cuenta corriente
1991	-4423	-797	4548	-672
1992	-2509	-243	-2769	-5521
1993	-1981	-577	-5472	-8030
1994	-2284	-403	-8459	-11147
1995	-2835	-1009	-1328	-5172
1996	-3471	-763	-2586	-6820
1997	-3877	-593	-7768	-12238
1998	-4228	-1006	-9298	-14532
1999	-4770	-858	-6300	-11928
2000	-4947	-816	-3096	-8860
2001	-5979	-1250	2618	-4611
2002	-5636	-512	15534	9385
Acumulado 1991-1994	-11197	-2020	-12152	-25370
Acumulado 1995-1997	-10183	-2366	-11682	-24230
Acumulado 1998-2001	-13945	-2681	-18694	-35320
Acumulado 1991-2001	-41304	-8317	-39911	-89531

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

<sup>8</sup> Al que se atribuye el saldo del comercio de mercancías y servicios reales.

### *La cuenta de capitales y el financiamiento del balance de pagos*

Como se explicara más arriba al describir los rasgos financieros estilizados del ciclo, la cuenta de capitales experimentó ingresos que cubrieron con creces el déficit en cuenta corriente en las fases de expansión. El punto puede observarse en el gráfico 7.

En los tempranos noventa, en consecuencia, se acumularon reservas, y esa acumulación estuvo en la base del proceso de expansión financiera interna y del crecimiento del PIB. La recesión de 1995 se evidencia también claramente en el gráfico: los movimientos de capitales declinaron y, puesto que la cuenta corriente ajustó de manera mucho más lenta, durante algunos meses cayó el acervo de reservas. La consiguiente contracción de la liquidez, junto con la simultánea suba de las tasas de interés, motorizó la caída del producto agregado.

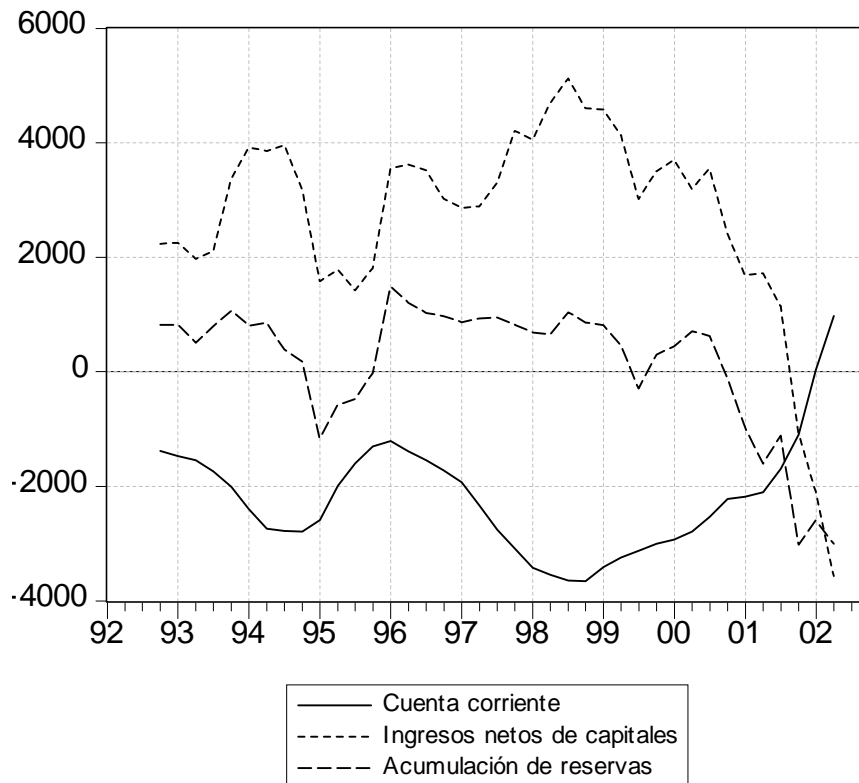
La mecánica de la segunda expansión es muy similar a la de la primera. Ya desde fines de 1995 se recuperan los ingresos de capitales, pasan a superar al déficit corriente, se acumulan reservas y esto alimenta el crecimiento del crédito y de la demanda agregada. Más tarde, desde mediados de 1998, este mecanismo monetario comienza otra vez a funcionar en reversa.

Otro hecho estilizado muy importante se pone en evidencia si se consideran los ingresos de capitales por sector de destino, como se ilustra en el gráfico siguiente.

Allí se observa, en primer lugar, que los ingresos de capitales privados fueron dominantes en la primera expansión de la década, a pesar de que es en esa fase que se concentra la parte más importante de los ingresos generados por las privatizaciones de empresas estatales. Luego, durante la recesión de 1995, los senderos de los movimientos de capitales con destino público y privado divergen. Mientras que el sector privado se convierte en una fuente muy escasa de divisas (en verdad en un demandante neto de divisas por cuenta de capital durante un breve lapso), los ingresos destinados al sector público aumentan considerablemente. Estos fueron en gran medida el resultado del paquete de ayuda externa coordinado en ese año por el FMI, como respuesta al contagio de la crisis mexicana. Ese paquete de apoyo financiero habría de convertirse en un factor clave para permitir acortar la duración de la recesión y paliar los efectos de la crisis financiera, sentando las bases de una nueva recuperación. Estos fondos del exterior permitieron financiar un fuerte activismo monetario, en particular, sin violar las normas establecidas por la ley de convertibilidad, aunque la carta orgánica del Banco Central sí fue modificada para ampliar el margen de maniobra de la autoridad monetaria frente a la crisis.



**Gráfico 7. Balance de pagos: cuenta corriente, ingresos netos de capitales y variación del stock de reservas**  
(medias móviles de cuatro trimestres en millones de dólares corrientes)



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

Algo después, el inicio de la segunda expansión fue muy diferente al de la primera: el segundo ciclo de los noventa resultó, en efecto, mucho más dependiente de los ingresos netos de fondos destinados al sector público, como el gráfico muestra con nitidez. Estos ingresos netos se mantuvieron casi todo el tiempo por sobre los 2000 millones de dólares por trimestre, hasta entrado el año 2000. Los ingresos netos de capitales con destino en el sector privado, por su parte, demoraron en recuperarse luego de la crisis del tequila y, por el contrario, reaccionaron rápidamente, retrayéndose, desde mediados de 1998.

El contraste en el comportamiento de la cuenta de capital de los sectores público y privado se observa también en la tabla 5, más abajo.<sup>9</sup> Los ingresos netos de capitales privados son claramente predominantes en la “edad de oro” de la convertibilidad, pero equivalen a sólo poco más de 25% de las

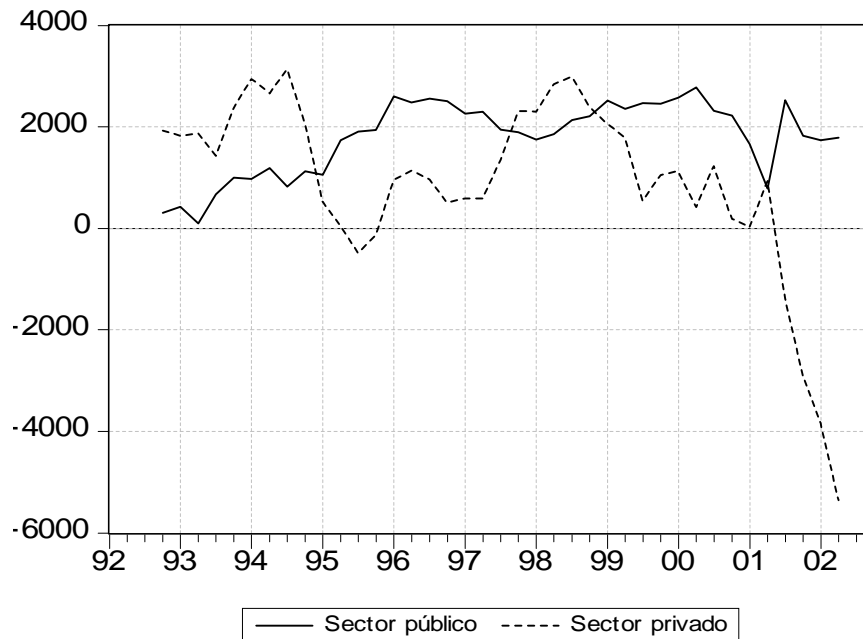
<sup>9</sup> Las tablas 4, 5, 6 y 7 no incluyen al año 1991 dado que la información de balance de pagos disponible para ese año, anterior a la serie metodológicamente homogénea disponible, no permite una desagregación clara de la cuenta de capital y financiera en los componentes que aquí nos interesan.

entradas totales en la fase intermedia, y se convierten en negativos en la etapa final, mientras que los que tienen destino en el sector público son crecientes y, en la etapa 1998-2001 explican en realidad la totalidad de los ingresos netos, casi con exactitud.

Es interesante también observar la composición de los ingresos por tipo de inversión, según los datos incluidos en la tabla 4. La inversión directa da cuenta de alrededor de 70% de las entradas netas de fondos en el lapso 1992-2001, y esa proporción fue creciente a lo largo de la década. Con todo, es muy intensa la declinación de estas entradas en los últimos años del período, a partir de 1999.<sup>10</sup> También declinan notoriamente las inversiones de cartera y otras, que se hacen negativas a partir de 2000.

**Gráfico 8. Balance de pagos: ingresos netos de capitales por destino según sector económico**

(medias móviles de cuatro trimestres en millones de dólares corrientes)



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

<sup>10</sup> En realidad el pico de la inversión directa es el año 1997, cuando se concretan fuertes ingresos dirigidos al sistema bancario, que en ese año experimenta una fuerte desnacionalización. El salto del año 1999 que se observa en la tabla 4 es, en realidad, en buena medida un hecho de naturaleza contable. En ese momento se concretó la compra de YPF por Repsol. Pero la operación consistió esencialmente en la adquisición por parte de esta última de acciones a un conjunto de tenedores minoritarios, cuyas tenencias individuales no alcanzaban a 10% del paquete accionario y, por lo tanto, según la convención contable, se consideraban inversiones “de cartera” y no “directas”. Al adquirirlas Repsol, esas fracciones dispersas pasaron a constituirse en inversiones directas. Por ende, en 1999 el balance de pagos registra un ingreso muy fuerte en concepto de inversión directa, pero también, como contrapartida, una salida de parecido orden de magnitud en el rubro “inversión de cartera”.

**Tabla 4. Saldos de la cuenta de capital y financiera desagregados por tipo. (en millones de dólares)**

Año	Inversión Directa Sector Gobierno (a)	Inversión Directa Total (b)	Inversión de Cartera y otras inv. Total (c)	Saldo de la cuenta de capital y financiera (b)+ (c) =(d)	(b)/(d) (en %)
1992	2853	5505	3430	8935	61,6
1993	3515	7742	5743	13485	57,4
1994	481	6752	5974	12726	53,1
1995	1113	6700	509	7209	92,9
1996	580	7938	4094	12031	66,0
1997	892	10549	6177	16726	63,1
1998	351	7081	11201	18282	38,7
1999	4192	13213	368	13581	97,3
2000	34	7191	1304	8496	84,6
2001	25	2197	-7772	-5575	-39,4
2002	0	669	-13279	-12610	-5,3
Acumulado 1992-1994	6849	19999	15147	35146	56,9
Acumulado 1995-1997	2585	25187	10779	35966	70,0
Acumulado 1998-2001	4602	29682	5102	34784	85,3
Acumulado 1992-2001	14036	74868	31028	105896	70,7

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

**Tabla 5. Saldos de la cuenta de capital y financiera desagregados por sector. (en millones de dólares)**

Año	Sector Gobierno	Sector Financiero	Sector Privado no Financiero	Saldo de la cuenta capital
1992	1226	1016	6693	8935
1993	3991	1370	8124	13485
1994	4502	1557	6667	12726
1995	7762	2769	-3322	7209
1996	10035	-1498	3494	12031
1997	7586	-321	9461	16726
1998	8850	4018	5414	18282
1999	9812	2362	1407	13581
2000	8885	-695	305	8496
2001	7304	848	-13727	-5575
2002	1294	-762	-13142	-12610
Acumulado 1992-1994	9719	3943	21484	35146
Acumulado 1995-1997	25383	950	9633	35966
Acumulado 1998-2001	34851	6533	-6600	34784
Acumulado 1992-2001	69953	11426	24517	105896

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

### *El financiamiento de la acumulación de reservas*

La desagregación sectorial de las principales cuentas del balance de pagos que se ha planteado abre la posibilidad de examinar las contribuciones sectoriales a la variación de reservas en el período y en sus diferentes etapas. El punto es de mucha importancia, habida cuenta del papel relevante de esta última variable en el comportamiento dinámico bajo el régimen de convertibilidad, según se describiera más arriba.

El examen de la tabla 6 ilustra al respecto. El balance de divisas del sector público fue positivo casi todo el tiempo, con excepción de 1992 y de 2002, que se incluye también en el cuadro a pesar de que ya está fuera del período de convertibilidad. Pero resultó especialmente relevante en las etapas intermedia y final, en cada una de las cuales la contribución estatal a la acumulación de reservas rondó los 15 mil millones de dólares. En la edad de oro inicial, sin embargo, el sector privado no financiero tuvo un papel muy importante, explicando poco menos de 60% de la variación de reservas. Se observa que a partir de 1994, sin embargo, la contribución tiende a ser negativa, y muy acentuada en la etapa final, sobre todo en el año de la crisis, 2001. Excluyendo este último año, y considerando el conjunto del lapso 1992-2000, se observa que la variación de reservas fue del orden de los 19,2 mil millones de dólares. La “contribución” del sector público fue de casi 32 mil millones, mientras que la del sector privado no financiero resultó negativa, y próxima a los 9 mil millones. Esto vuelve a evidenciar algo que ya se había mencionado más arriba. Es decir, que durante la convertibilidad, a partir de la crisis de mitad de período, el funcionamiento macroeconómico se hizo más y más dependiente de la generación de divisas por parte del sector público, a través de la colocación de deuda en los mercados internacionales.

### *Fuentes y usos de divisas en una perspectiva agregada, y la consistencia stock-flujo*

La tabla 7 presenta de una forma muy agregada y sintética la consistencia stock-flujo del sector externo de la economía para el período de convertibilidad (dejando de lado el año 1991 por las circunstancias más arriba apuntadas).

En la tabla presentamos el año 2001 separadamente del resto, porque en él, desatada la corrida contra los bancos y contra el peso, el comportamiento de las diferentes partidas difiere considerablemente del observado previamente.

Entre 1992 y 2000 la cuenta corriente del balance de pagos acumuló un déficit de poco más de 84 mil millones de dólares. Sin embargo, esa cifra sólo explica un 54% de las necesidades de financiamiento totales en el período. En efecto, a ese desequilibrio hay que agregar, para estimar las

necesidades de financiamiento totales en divisas (excluyendo naturalmente las amortizaciones de compromisos adquiridos con anterioridad), la acumulación de activos externos por parte del sector financiero y del sector privado no financiero. Estos últimos, en particular, resultaron equivalentes a aproximadamente 25% de las necesidades de financiamiento totales, equivalentes a poco más de 155 mil millones de dólares.

**Tabla 6. Saldos del balance de pagos desagregados por sector**  
(en millones de dólares)

Año	Sector Gobierno	Sector Financiero	Sector privado no Financiero	Errores y Omisiones	Variación de Reservas
1992	-1283	773	3924	29	3443
1993	2010	793	2652	-1435	4020
1994	2218	1154	-1793	-790	789
1995	4927	1760	-4650	-2185	-147
1996	6564	-2261	908	-1576	3635
1997	3709	-914	1692	-1095	3393
1998	4622	3012	-3884	-390	3360
1999	5042	1503	-4893	-393	1259
2000	3938	-1512	-2791	-120	-484
2001	1324	-402	-11109	-2707	-12893
2002	-4342	-1274	2392	-1615	-4839
Acumulado 1992-1994	2945	2720	4783	-2196	8252
Acumulado 1995-1997	15201	-1416	-2049	-4856	6880
Acumulado 1998-2001	14927	2602	-22676	-3610	-8758
Acumulado 1992-2000	31748	4308	-8833	-7955	19268
Acumulado 1992-2001	33073	3906	-19942	-10662	6375

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

**Nota:** El resultado del balance de pagos es igual a la variación de reservas más la cuenta "Ajustes por variación de tipo de pase". Aquí hemos agregado este último concepto, con el signo invertido, a la cuenta "Errores y omisiones". Para el período 1992-2001 en su conjunto la partida "Ajustes por variación de tipo de pase" arroja un saldo acumulado de – 347 millones de dólares.

Estos requerimientos se cubrieron en parte con ingresos de fondos de inversión directa y otros correspondientes a inversión de cartera en acciones, que, al igual que los primeros, no tienen contrapartida en la generación de deuda. Aproximadamente un 47% de los requerimientos totales de divisas en el período 1992-2000 fueron cubiertos por estos ingresos. Las necesidades de financiamiento remanentes resultaron del orden de los 83 mil millones de dólares. La deuda bruta se incrementó, en efecto, en una cifra bastante semejante a esa, creciendo en el período en poco más de 85 mil millones de dólares. Esta discrepancia corresponde a diferencias de valuación, diferencias de cambio, a los "errores y omisiones"

en la confección del balance de pagos, entre otros factores. De todos modos, se trata de una diferencia muy pequeña en términos relativos. Se observa en la misma tabla que el panorama del año 2001 contrasta nítidamente con la fase anterior. En primer lugar, el déficit en cuenta corriente, debido a la profunda recesión, resulta mucho menor a la media de los años precedentes. En segundo término, se constata la caída abrupta de las reservas de divisas. También caen fuertemente los activos externos del sector financiero, lo que constituye en realidad otra manifestación del mismo fenómeno, por cuanto una parte sustancial de los encajes bancarios (los “requisitos de liquidez”), que se encontraban en depósitos de las entidades financieras en el exterior, fueron utilizados para hacer frente a la corrida contra los depósitos, alimentando así la fuga de capitales. Por el contrario, es también muy importante en ese año la acumulación de activos externos por parte del sector privado no financiero, la que resulta prácticamente idéntica a la contracción de las reservas de divisas del Banco Central. Obsérvese que, para el conjunto del período 1992-2001 la acumulación de activos externos por parte del sector privado no financiero supera los 51 mil millones de dólares, lo que equivale a casi 35% del total de las necesidades de financiamiento del período y, aún más llamativo, a poco más de 65% de la variación de la deuda externa bruta total.

**Tabla 7. Necesidades de financiamiento externo y fuentes**  
(en millones de dólares)

	Valores acumulados	1992-2000	2001	Total
(1)	Déficit de cuenta corriente	84248	4611	88859
(2)	Variación de reservas	19268	-12893	6375
(3)	Variación de activos externos Sector Financiero	13583	-10665	2918
(4)	Variación de activos externos S. Privado no Financiero	38666	12865	51531
(5)=(1)+(2)+(3)+(4)	Total necesidades de financiamiento	155764	-6081	149683
(6)	IED más inversión de cartera en acciones	72671	2197	74868
(7)=(5)-(6)	Necesidades de financiamiento netas	83093	-8278	74815
(8)	Variaciones de la deuda externa bruta total	85241	-6333	78908
(9)=(8)-(7)	Diferencia	2148	1945	4093

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

### *Pasivos y activos externos*

En la tabla 8 puede verse la desagregación de la deuda externa bruta por sectores y su evolución a lo largo de la década.

Se constata, para comenzar, que si bien la variación de la deuda pública ocupó un papel dominante en la dinámica que conduce a la crisis, sólo explica 45% de la variación de la deuda externa bruta total entre 1991 y 2001. La fracción de las obligaciones externas que más rápidamente se incrementó es la correspondiente al sector privado, que si bien partió de niveles extremadamente bajos, se expandió a un ritmo medio anual de casi

26% en el período. La tasa de crecimiento de la deuda total fue, en media, de 8,6% anual en el mismo lapso.

De todos modos, como ya se ha señalado, a pesar de este rápido ritmo de endeudamiento, el sector privado no financiero no fue un aportante neto de divisas para la economía. La tabla 9 muestra una de las razones: cuando se comparan las variaciones de los pasivos externos del sector privado con la de los correspondientes activos externos, se pone en evidencia que, con la sola excepción de la “edad de oro” de 1991-94, los activos externos crecieron siempre más, o a lo sumo aproximadamente lo mismo (esto último en la fase intermedia, entre 1995 y 1998) que la deuda bruta. Para el período 1991-2000, la diferencia entre el incremento de los activos externos privados y el correspondiente a la deuda bruta alcanza a los 5,2 mil millones de dólares, y salta a las proximidades de los 20 mil millones cuando se incorpora el año 2001 al cómputo. Si se agregan los sectores financiero y privado no financiero, el panorama se modifica un tanto, pero no sustancialmente. De todos modos, este sector agregado acumuló más activos externos que deuda en el período, y la correspondiente diferencia supera en este caso los 11 mil millones de dólares.

**Tabla 8. Deuda externa bruta por sectores**  
(en millones de dólares).

Sector	1991	1994	1997	2001	Variación (1991-2001)	Tasa anual media 1991-2001 (%)
Público	52739	61267	74912	88259	35520	5,3
Financiero	5074	10800	50589	16723	11649	12,7
Privado no Financiero	3521	13842	29551	35261	31740	25,9
Total	61334	85909	125051	140242	78908	8,6

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

**Tabla 9. Variaciones de activos y pasivos externos sectoriales**  
(en millones de dólares)

Período	Variaciones de					
	la deuda externa del sector				los activos externos de los sectores	
	Público	Financiero	Privado	Total	Financiero	Privado
1991:4 a 1994:4	8529	5726	10321	24575	1728	566
1994:4 a 1995:4	5924	2952	4361	13238	821	11174
1995:4 a 1998:2	9222	11579	15607	36407	15307	15050
1998:2 a 2000:4	8438	-555	3139	11021	-4274	11876
2000:4 a 2001:4	3408	-8053	-1688	-6333	-10665	12865
1991:4 a 2000:4	32112	19702	33428	85241	13583	38666
1991:4 a 2001:4	35520	11649	31740	78908	2918	51531

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

### **1.5. El sector público en los años noventa: usos y fuentes de financiamiento<sup>11</sup>**

Considerada hasta aquí la evolución del sector externo, pasamos al examen del sector público consolidado.

Con pocas excepciones, en la mayor parte de las interpretaciones del colapso del régimen de caja de conversión instalado en Argentina en 1991 se identifica al desequilibrio fiscal como causa central, cuando no excluyente, de esa crisis<sup>12</sup>.

Por cierto, no hay dudas de la presencia de un ostensible desbalance financiero del sector público en los tramos finales de ese esquema macroeconómico. Sin embargo, esa evidencia no habilita, por sí sola, una lectura causal. Nuestra propia interpretación de la forma de funcionamiento de ese régimen monetario entiende como principales problemas para la sustentabilidad del mismo a los derivados de la apreciación cambiaria y sus consecuencias sobre la vulnerabilidad externa de la economía.<sup>13</sup>

En verdad, la evaluación del desempeño fiscal en la década de los noventa ha estado oscurecida por las serias limitaciones de los datos disponibles. No se cuenta, por ejemplo, con cifras oficiales consolidadas de las obligaciones financieras del sector público nacional previas a 1993. Tampoco con las relativas a la deuda provincial anterior a 1996, ni con datos completos de ingresos y gastos estatales (base devengado) para el sector público nacional, con anterioridad a 1994. Esto dificulta la caracterización de las condiciones iniciales de la década, complicando también, en consecuencia, la evaluación de lo acontecido entre los extremos del período.

Es un hecho conocido, además, que existe una discrepancia importante entre las cifras de desequilibrio fiscal y las variaciones de la deuda pública producidas en este lapso. Esta aparente inconsistencia entre las cifras de flujos y las variaciones de stocks es difícil de comprender y de resolver a partir de los datos publicados. En esta sección procuramos, entre otros aspectos, cerrar de la mejor forma posible esa brecha informativa, lo que resulta imprescindible a nuestro criterio para poder plantear un juicio

---

<sup>11</sup> El contenido de esta sección, en cuya elaboración participaron también Roberto Frenkel y Luciana Juvenal, fue presentado previamente en Damill, Frenkel y Juvenal (2003).

<sup>12</sup> Perry y Servén (2002) ubican al desequilibrio fiscal como uno entre múltiples factores causales de la crisis. Calvo et al. (2002), en cambio, desplazan el centro de atención hacia los efectos de la volatilidad de los flujos de capitales. Tampoco Hausmann y Velasco (2002) entienden que el desbalance financiero de las cuentas públicas haya tenido un papel decisivo. Lo atribuyen, además, a los efectos de la reforma previsional privatista llevada a cabo en 1994 y no a una política fiscal fuera de control.

<sup>13</sup> Cf. Damill, Frenkel y Maurizio (2002). Esta visión caracteriza también a algunos trabajos referidos más específicamente a la cuestión fiscal, como el elaborado por Gaggero y Gómez Sabaini (2002).



razonablemente fundado sobre el desempeño fiscal de la Argentina en esa década crucial.

Presentamos aquí, por ejemplo, estimaciones de la deuda pública para todo el período, y también identificamos los principales factores que permiten explicar las diferencias entre los datos de flujos (el déficit de las cuentas públicas) y las variaciones de stocks (es decir, de la deuda del sector estatal). A partir de estos datos delineamos, asimismo, un análisis de la evolución de las cuentas fiscales y de la deuda pública en el decenio, del que se desprenden conclusiones contrastantes, en varios aspectos, con las que caracterizan a la interpretación más difundida de la crisis.

#### *El desequilibrio fiscal en el largo plazo*

Para evaluar el desempeño fiscal en la década comenzamos por situarla en una perspectiva de más largo plazo. Lo hacemos considerando los datos de la tabla 10, incluida a continuación.

Esas estimaciones muestran con nitidez que el desbalance financiero fiscal se atenuó notablemente en los años noventa. Se alcanzó en promedio una situación equilibrada de las cuentas públicas "antes de intereses" (es decir, un resultado primario balanceado), lo que implica un considerable ajuste de más de 5 puntos del PIB en comparación con lo observado en los dos decenios precedentes.

**Tabla 10. Resultado fiscal consolidado (Nación más Provincias y Ciudad de Buenos Aires). Promedios por período, en porcentaje del PIB**

Período	Resultado Primario sin privatizaciones	Resultado Primario	Intereses	Resultado Total sin privatizaciones	Resultado Total
1961-1970	-3,4	-3,4	0,7	-4,0	-4,0
1971-1980	-6,0	-6,0	1,0	-7,0	-7,0
1981-1990	-5,1	-5,1	2,0	-7,0	-7,0
1991-2000	-0,4	0,1	2,2	-2,6	-2,1

**Fuente:** Cetrángolo y Jiménez (2003) y Gaggero (2003).

El resultado global también mejoró en cifras de ese orden de magnitud. Para el conjunto de la década, en promedio, el déficit se asemeja además a la carga de intereses de la deuda, algo superior a 2% del PIB.

### *El resultado fiscal bajo el régimen de caja de conversión*

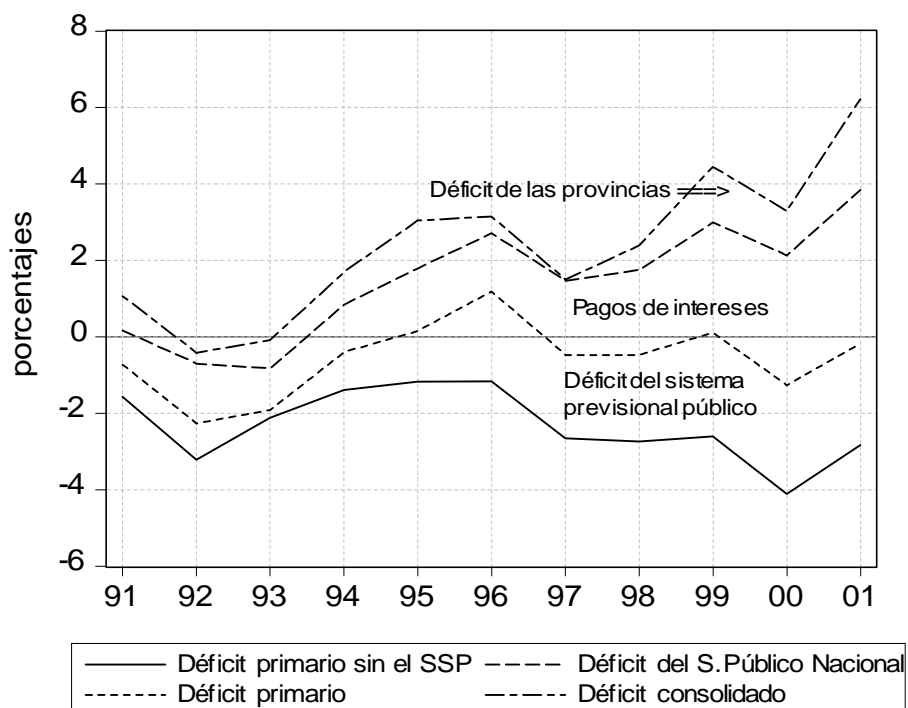
Esos promedios para la década de los noventa resultan, sin embargo, de comportamientos bastante diferentes a lo largo de la misma. Pueden identificarse, a grandes rasgos, tres etapas marcadamente distintas: la fase inicial (1991-94), un período intermedio anterior a la depresión (1995-97), y el lapso final que desembocaría en la crisis del régimen macroeconómico. Los principales hitos que separan esas fases son la reforma previsional de 1994, primeramente, y en segundo término el inicio, en 1998, de la contracción económica que se extendería hasta comienzos de 2002, y que coincide con la crisis rusa de aquel año.

Considerando el panorama macroeconómico, la primera etapa fiscal se corresponde con la fase de estabilización de precios y de fuerte expansión del producto, alimentada por ingresos importantes de capitales. La segunda se inicia con la breve recesión de 1995 provocada por el efecto tequila, a la que sigue una rápida expansión. Luego, el tercer período está dominado por un cuadro depresivo deflacionario en todo su desarrollo.

Describimos enseguida los principales hechos relativos al desempeño fiscal en esas fases a partir del gráfico y de los cuadros siguientes.

### **Gráfico 9. Déficit fiscal en los años noventa**

*(base devengado, en % del PIB)*



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y de Cetrángolo et al. (2000) para el período anterior a 1994.

**Tabla 11a. Resultados fiscales en la década de los noventa**  
(base devengado, en millones de dólares, a precios corrientes)<sup>14</sup>

Período	Res. Prim. sin Seg. Soc. (1)	Res. de la Seg. Social (2)	Res. Primario (3)	Pagos de Intereses (4)	Resultado del Sec. Público Nacional (5)	Res. de las Prov. (6)	Res. del Sec. Púb. Cons. (7)
Acumulado 1991-94	18154	-6495	11658	10654	1004	-6116	-5112
Acumulado 1995-97	13967	-16193	-2226	14036	-16262	-4553	-20815
Acumulado 1998-01	34851	-29656	5195	35271	-30076	-15759	-45835
Acumulado 1991-01	66972	-52345	14627	59960	-45333	-26428	-71762

(2) No corresponde exactamente al déficit del sistema de seguridad social público, sino a la diferencia entre los pagos previsionales reflejados en las cuentas del Gobierno Nacional y los ingresos propios de ese sistema, derivados de aportes patronales y de contribuciones jubilatorias sobre el salario. Ese sistema también recibe ingresos a partir de otras fuentes, como una parte de la recaudación del impuesto a las ganancias, etc.

(3) = (1) + (2).

(5) = (3) - (4).

(7) = (5) + (6).

**Fuente:** elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía, y de Cetrángolo et al. (2000) para 1991-94.

Los tempranos años noventa atestiguaron una muy significativa mejora de las cuentas públicas. La etapa inmediatamente anterior, en la que la economía atravesó varios episodios de marcada inestabilidad e hiperinflación, había licuado los ingresos fiscales reales. Estos se recompusieron notablemente como resultado de la estabilización de precios posterior al lanzamiento del plan de convertibilidad, y también de la rápida recuperación económica que se había iniciado un poco antes, en 1990, y que el éxito estabilizador apuntaló.

Por otra parte, la estabilidad macroeconómica facilitó las tareas de la administración tributaria, área en la que se produjeron importantes mejoras en el período, las que operaron en el mismo sentido<sup>15</sup>. Las cifras de presión tributaria incluidas más adelante, en la tabla 13, atestiguan la significativa recomposición de la capacidad recaudatoria en este lapso.

<sup>14</sup> Las cifras nominales incluidas en las tablas de esta sección pueden considerarse millones de pesos o de dólares indistintamente, en tanto corresponden, todas ellas, al período en que estuvo vigente la paridad 1 a 1 entre ambas monedas.

<sup>15</sup> Gaggero y Gómez Sabaini (2002), Cetrángolo y Jiménez (2003).

**Tabla 11b. Resultados fiscales en la década de los noventa**  
(base devengado, promedios por período, en porcentaje del PIB)

Período	Res. Prim. sin Seg. Soc.	Res. Primario	Pagos de Int.	Res. del Sector Público Nac.	Res. del Sector Público Cons. (1)	Ingresos por priv. de empr. públicas (2)	Resultado Consolidado sin privatizaciones (3)
Promedio 1991-94	2,07	1,33	1,20	0,13	-0,56	0,60	-1,16
Promedio 1995-97	1,66	-0,29	1,70	-1,99	-2,56	0,49	-3,05
Promedio 1998-01	3,07	0,45	3,13	-2,68	-4,09	0,37	-4,46
Promedio 1991-01	2,32	0,57	2,04	-1,47	-2,39	0,49	-2,88

(3) = (1) - (2)

Fuente: idem tabla 10a.

#### *La fase inicial (1991-94)*

Como puede verse en el gráfico 9, el sector público consolidado alcanzó un pequeño superávit en el bienio 1992-93. Para toda esta fase inicial el resultado promedio fue, sin embargo, negativo, aunque promedió apenas 0,56% del producto (tabla 11b).

Estos fueron, por otro lado, los años en que el proceso de privatizaciones iniciado en 1990 adquirió mayor envergadura. Si se dejan de lado los ingresos de recursos líquidos que el sector público obtuvo de esta fuente, el desbalance asciende a 1,16% del PIB. Las cifras muestran, por otro lado, que aproximadamente la mitad de ese desequilibrio se debió al rojo de las finanzas provinciales.

Ese resultado promedio puede descomponerse, a partir de las cifras de la tabla 11b, en un superávit primario del sector público nacional (SPN) de algo más de 2% del PIB sin considerar el resultado del sistema de seguridad social (SSS)<sup>16</sup>, un déficit de 0,74% del PIB del SSS, y pagos de intereses de 1,2%. A eso debe agregarse el déficit provincial (-0,69%) para obtener el resultado consolidado.

#### *La reforma previsional*

En 1994 el sistema previsional, hasta entonces consistente en un híbrido que combinaba un mecanismo de reparto con proporcionalidad (vinculación

<sup>16</sup> Superávit que se reduce a alrededor de 1,47% si no se toman en cuenta los ingresos por privatizaciones.

de los beneficios jubilatorios con el salario de los activos) fue reformado, dando lugar a la coexistencia de un sistema privado de capitalización con un sistema público en el que permanecían los trabajadores ya retirados y parte de los activos que optaran por tal alternativa.

No examinaremos aquí en detalle esa reforma.<sup>17</sup> El punto más importante en relación con los resultados fiscales a lo largo de los años noventa es el impacto sobre el desequilibrio del subsistema previsional público. Puesto que muchos aportantes se trasladaron (y con ellos sus aportes) hacia el nuevo sistema privado, los ingresos de la seguridad social estatal declinaron muy sensiblemente. El aumento de las necesidades de financiamiento del SSS a partir de 1994 es ilustrado muy claramente en el gráfico 9.<sup>18</sup>

#### *La fase intermedia (1994-1997)*

Con la reforma previsional se inicia otra fase de la evolución fiscal de los noventa. Es también en este período intermedio que se comienza a recurrir a las que genéricamente se ha denominado "devaluaciones fiscales": medidas destinadas a reducir la carga tributaria (sobre los sectores productores de bienes transables, principalmente) con el fin de compensar los problemas derivados de la apreciación real del peso, un rasgo congénito del régimen de caja de conversión.

Como consecuencia de estos factores, la pérdida de recursos del SSS y la devaluación fiscal, el déficit se incrementa. Lo hace a pesar de que en 1995, luego del shock externo derivado de la crisis mexicana, se vive la primera experiencia importante, en los años noventa, de políticas fiscales procíclicas. El gobierno incrementa la tasa del IVA en ese año, junto con otras medidas dirigidas a paliar el efecto de la recesión sobre la recaudación tributaria.

En promedio, el desbalance financiero fiscal se eleva en alrededor de 2 puntos del PIB en comparación con la etapa anterior. Pero, según puede deducirse de las cifras de la tabla 11b, el superávit primario del SPN, sin seguridad social, apenas declina en 0,4% del producto.

El peso principal en el deterioro de las cifras consolidadas lo tiene el déficit del SSS, que aumenta en el equivalente a 1,2% del PIB aproximadamente. Es decir que un 60% del incremento del desbalance fiscal se explica por la evolución del sistema previsional público nacional (mientras que casi 25% corresponde al aumento de la carga de intereses sobre la deuda). Obsérvese, por otra parte, que en esta etapa el desequilibrio de las provincias está en realidad cayendo (baja a 0,57% del PIB en promedio, en

---

<sup>17</sup> Un análisis de la misma puede encontrarse en Cetrángolo (1994).

<sup>18</sup> La definición del desequilibrio de la seguridad social reflejado en el gráfico es la misma que se señala en la nota (2) de la tabla 11a.

esta fase), alcanzándose una situación equilibrada en 1997, como muestra el gráfico 9.

### *La deuda pública antes de la depresión*

Para completar la descripción de la evolución fiscal que estamos planteando aquí, desde una perspectiva macroeconómica, es imprescindible hacer referencia a la evolución de la deuda.

Como ya se indicó, hay una importante discrepancia entre las cifras relativas al endeudamiento estatal a lo largo de los años noventa y lo que podría deducirse a partir de las cifras del déficit consolidado.

En la tabla 14, incluida más abajo, cuantificamos esa discrepancia para las tres fases que estamos caracterizando, e identificamos además los principales factores que la explican.

Como se ve, la mayor discrepancia se concentra justamente en la primera etapa, hasta 1994. En ella las obligaciones financieras del gobierno argentino y de las provincias aumentaron alrededor de 22 mil millones de dólares por encima de lo que permitiría explicar el desequilibrio financiero del sector público consolidado. Ello a pesar de que en este período el rescate de títulos a través de las privatizaciones superó los 7100 millones de dólares, y hubo una quita de capital, con la firma del Plan Brady, que se ha estimado en poco más de 2300 millones de esa moneda.

Sin embargo, como ponen en evidencia las cifras del cuadro mencionado, el grueso de esa discrepancia deriva del reconocimiento, en estos primeros años de la convertibilidad, de deudas (previsionales y con proveedores del estado) devengadas en su gran mayoría en períodos anteriores.

Aún así, es muy destacable el hecho, que el gráfico 10 revela, de que la deuda pública, medida como porcentaje del PIB, se mantiene básicamente estable en esta etapa, por debajo de 30% (para la deuda total), y de 25% en el caso de la deuda externa. Esta última en realidad tiende a declinar, en parte como resultado de la apreciación cambiaria y también como consecuencia del rápido crecimiento del producto.

En síntesis, la fase 1991-1994 se caracterizó por una muy fuerte mejoría de las cuentas públicas y por la absorción no traumática de un gran volumen de deuda generada principalmente en otros períodos, es decir, por una normalización de pasivos, muchos de ellos litigiosos. Si algo parece claro de estas cifras, en especial de las volcadas en el gráfico 10, es que no había signo alguno de insostenibilidad fiscal hacia 1994, cuando la economía es alcanzada por el shock externo derivado de la crisis de México.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> La apreciación cambiaria tendió a reducir el cociente deuda producto, en la medida en que una elevada fracción de las obligaciones financieras del estado se encontraba denominada en moneda extranjera. En este punto, la fragilidad externa y la fragilidad financiera fiscal están muy directamente vinculadas, puesto que los ingresos fiscales son en moneda nacional.

En la etapa siguiente, la proporción deuda-producto da un salto ascendente. Pero como se ve también en el gráfico 10, el mismo se concentra en 1995. Es en parte un efecto de la recesión (que por sí sola incrementaría la relación deuda producto), pero refleja principalmente el paquete de ayuda externa articulado por el FMI, que permitió dejar rápidamente atrás el episodio de contracción y crisis financiera que siguió al Tequila.

Como la ilustración también sugiere, una vez superado ese episodio, en la fase expansiva que le siguió (1996-97), la relación entre la deuda pública total y el PIB parecía tender a estabilizarse nuevamente, y en un nivel bajo en cualquier comparación internacional: próximo a 35%. La deuda externa incluso se reduce, en forma leve, como proporción del producto.

Nuevamente, y a pesar del aumento del déficit corriente y del desbalance del sistema previsional público, la evidencia parece distar mucho de sugerir un riesgo de insostenibilidad de naturaleza fiscal, hacia 1997, antes del inicio de la depresión.

#### *La depresión (1998-2001)*

En casi todos los planos, el panorama que hemos descrito hasta aquí cambia sustancialmente luego de ese último año, en especial a partir de la crisis rusa de agosto de 1998, cuyo impacto da inicio a una contracción económica que resultaría inusualmente prolongada.

El gráfico 9 y la tabla 12, que se presenta a continuación, ayudan a comprender algunos rasgos centrales de la evolución fiscal en esta etapa.

En primer lugar, el déficit del sector público consolidado ingresa en una trayectoria marcadamente ascendente, que lo llevaría a rondar los 6 puntos del PIB en 2001. Ello a pesar de que en esta larga fase hubo varias rondas (a fines de 1998, a fines de 1999 y en 2001) de políticas fiscales contractivas, pro-cíclicas, instrumentadas con la intención de revertir esa tendencia.<sup>20</sup>

Las cifras de la tabla 12 nos permiten poner la evolución fiscal en perspectiva, comparando el desequilibrio promedio del período depresivo con 1994, el último año de la fase inicial de los años noventa.

El déficit anual promedio de 1998-2001 (que, según el criterio de lo devengado, ascendió a 11.458 millones de dólares), resultó superior al registrado en 1994 en 7.112 millones de esa moneda.

¿Dónde se originó ese incremento? Como se ve, la cuota mayor de la explicación corresponde al aumento de los pagos de intereses (+6.784 millones), y en segundo lugar a la ampliación de la brecha del sistema de seguridad social (+4.867 millones). Una cifra relativamente menor (+592 millones) es explicada por el desbalance provincial, aunque es cierto que

---

<sup>20</sup> Gaggero (2003).

este seguía una trayectoria creciente, como se puede constatar por ejemplo en el gráfico 9.

El cuadro también pone en evidencia que las políticas fiscales pro-cíclicas, si bien inadecuadas, no fueron inefectivas: generaron un sustantivo incremento del superávit primario (sin seguridad social), de más de cinco mil millones de dólares, en promedio anual. Aunque, como ya señalamos, eso no fue suficiente para compensar el aumento de los intereses y del desbalance previsional.

**Tabla 12. Comparación del déficit público promedio de 1998-2001 con el de 1994.** (base devengado, en millones de dólares, a precios corrientes)

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

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

El comportamiento explosivo de la cuenta de intereses de la deuda se observa nítidamente en la tabla 13. El peso de los intereses sobre los recursos tributarios, que ya había aumentado algo luego de 1994, comienza una vertiginosa carrera ascendente después de 1996. En 2000, antes del desenlace de la crisis, ese cociente se acercaba al 19%, duplicando el valor que había tenido a mediados de la década. Eso se debió en parte a la reducción de los ingresos tributarios por la recesión. Pero sustancialmente, se originó en la suba de la tasa de interés promedio sobre la deuda pública total. Esa tasa fue estimada aproximadamente mediante el cociente entre los pagos anuales de intereses y el stock total de obligaciones a fines del año anterior, y se incluye también en la tabla 13. La tasa media de interés pasó de 5,8% en 1996 a 9,4% en 2001. Debe tomarse en cuenta, además, que cierta proporción de la deuda se encontraba pactada a tasa fija. De modo que la suba de las tasas de interés en el segmento a tasa variable fue extremadamente fuerte.



### *La deuda pública en la fase de depresión*

Impulsada por la suba de la prima de riesgo país (con la que se correlaciona muy estrechamente en el período 1997-2001), la trayectoria ascendente de la tasa de interés a la que se ha hecho referencia se refleja en el déficit consolidado, como ya se indicó, y también el sendero explosivo que asume entonces la deuda pública (gráfico 10).

La descripción que hemos planteado hasta aquí muestra que se trató, sustancialmente, de un problema financiero, de una "trampa de endeudamiento" en un contexto de turbulencia financiera externa que gravitó negativamente sobre las primas de riesgo. En 1997, antes del impacto de la crisis rusa, el déficit consolidado era inferior a 2% del PIB (gráfico 9), venía declinando, y la deuda pública total no superaba el 35% del producto. Más allá de las evidencias acerca de cierto aflojamiento de la disciplina de la Tesorería, y especialmente en las provincias, hacia la fase final del gobierno de Carlos Menem, el cuadro que se ha descrito no sugiere que el camino hacia la crisis haya sido el resultado de una política fiscal discrecional y fuera de control. Por el contrario, ya hemos visto que las políticas activas de carácter pro-cíclico consiguieron generar un superávit primario importante (sin considerar el desequilibrio de la seguridad social), muy superior al de los tempranos años noventa. Sin embargo, estas políticas, que alimentaron, por otro lado, la continuidad del cuadro deflacionario, no bastaron para poner freno al crecimiento de la deuda.

Además, como se observa en el gráfico 10, el crecientemente dificultoso acceso al financiamiento externo en ese contexto internacional desfavorable hizo que ganara peso, en forma progresiva, el endeudamiento interno del sector público (con el sistema previsional privado y con los bancos, principalmente). Mientras tanto, la deuda externa tendía a estabilizarse, aunque la relación deuda externa-producto seguía ascendiendo, moderadamente, sobre todo por la declinación del PIB. El cociente entre la deuda del sector público consolidado y el producto superaría el 55% en 2001. Había aumentado 20 puntos en sólo 4 años.

### *El comportamiento del gasto del sector público consolidado*

En las secciones precedentes hemos examinado principalmente la evolución del desequilibrio financiero fiscal y de sus aspectos financieros. Para completar ese análisis incluimos ahora la información agregada sobre la evolución del gasto público a lo largo de la década de los noventa.

La relevancia de este aspecto resalta porque algunas de las visiones que ponen el eje en la cuestión fiscal como la matriz de la crisis en Argentina enfatizan el supuestamente muy fuerte incremento del gasto estatal como la verdadera raíz del problema.

El gasto público se incrementó visiblemente entre los extremos de la década. Como se analizara en la sección precedente, eso se debió en

buena medida al fuerte aumento de las tasas de interés sobre la deuda pública en la segunda mitad del decenio. Sin embargo, si se considera el gasto primario, que refleja más directamente los impulsos de política fiscal, puede verse que su incremento bajo la convertibilidad dista de ser explosivo. El gráfico 11 presenta las cifras correspondientes, para el sector público consolidado, en términos per capita y en moneda constante. Se incluye también la serie correspondiente al producto bruto interno per capita.

**Tabla 13. Presión tributaria del sector público consolidado y peso de los intereses de la deuda total del sector público consolidado (en porcentajes)**

Año	Presión Tributaria (% del PIB) (1)	Tasa media de interés sobre la deuda pública (%) (2)	Intereses sobre ingresos tributarios (%) (3)
1991	18,8	nd	5,6
1992	20,8	6,6	8,3
1993	21,3	5,0	6,0
1994	21,1	5,5	6,9
1995	20,9	6,1	9,2
1996	19,6	5,8	9,7
1997	21,0	6,7	10,9
1998	21,4	7,6	12,2
1999	21,4	8,3	15,9
2000	21,9	8,9	18,5
2001	21,1	9,4	23,4

(1) Según los datos en base caja. Incluye las contribuciones al sistema previsional público.

(2) Estimada como el cociente entre los pagos de intereses de cada año y el stock de deuda al final del año anterior.

(3) Los ingresos tributarios incluyen las contribuciones al sistema previsional público.

**Fuente:** elaboración propia a partir de datos de Gaggero (2003) y del Ministerio de Economía.

**Tabla 14. Déficit fiscal y variación de la deuda pública.** (en millones de dólares a precios corrientes)

Período	Déficit del Sector Público Cons. (1)	Variación de la Deuda Pública Bruta (2)	Discrepancia (3)	Deudas de otros per. (4)	Intereses capitaliz.- (5)	Dif. de cambio (6)	Variación de activos (7)	Quita del Plan Brady (8)	Rescate de títulos de deuda por privat. (9)	Otros factores (10)
1992-1994	3247	25094	21847	22859	2255	-599	3205	2323	7111	3561
1995-1997	20815	22659	1844	3892	3135	-3381	2842	0	40	-4604
1998-2001	45835	52817	6982	5947	1624	-5665	-152	0	0	5228
Total	69897	100570	30673	32698	7014	-9645	5895	2323	7151	4185

(2) No incluye la deuda del Banco Central.

(2) - (1) = (3)

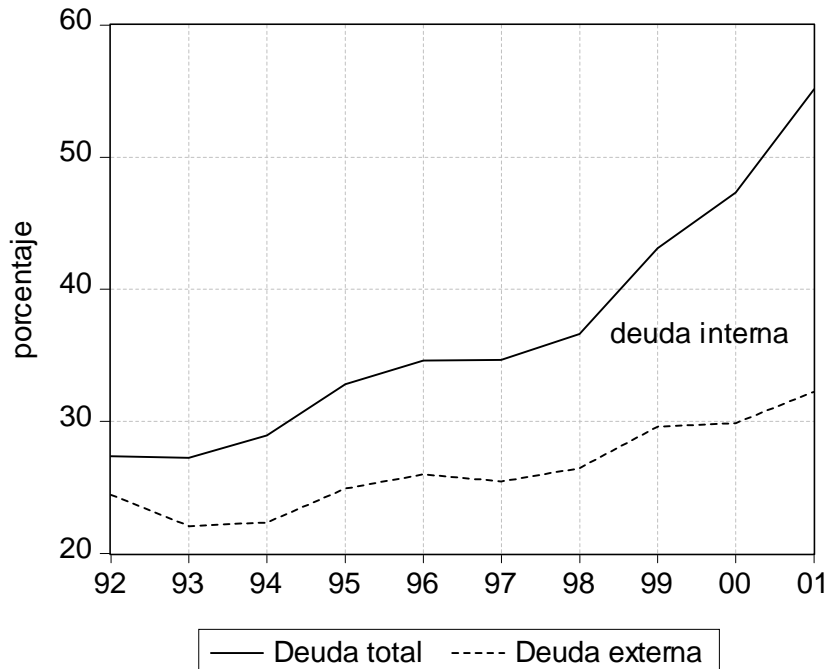
(3) = (4) + (5) + (6) + (7) - (8) - (9) + (10)

(8) Incluye, en 1992-94, restando, 2323 millones de dólares correspondientes a la estimación de la quita generada por el Plan Brady.

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

**Nota:** la variación de la deuda del Banco Central con los organismos multilaterales, no incluida aquí, fue de 2771 millones de dólares entre 1991 y 2000. En el año de la crisis, 2001, dio un salto de 8867 millones, debido en buena medida al financiamiento obtenido del FMI para recomposición de reservas. Esa deuda no se incluye aquí porque no tiene origen ni uso fiscal.

**Gráfico 10. Evolución de la deuda del Sector Público consolidado como porcentaje del PIB**



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

**Nota:** cada observación corresponde al promedio de los saldos de deuda de comienzo y fin del año correspondiente, dividido por el PIB a precios corrientes del mismo año.

Lo primero que se observa en esas series es el comportamiento definitivamente pro-cíclico del gasto público primario, que acompaña a la evolución del producto per capita a lo largo de los dos ciclos experimentados en los noventa, aunque los puntos de inflexión no coinciden exactamente con los del PIB. Hay una fase inicial de aumento de las erogaciones estatales por habitante, paralela a la fuerte expansión económica de inicios de la década. Luego se registra una declinación a mitad del decenio, coincidentemente con la recesión de 1995, desatada por el efecto tequila. Hay una recuperación posterior y una nueva declinación a fin de período.

El comportamiento del gasto primario deflactado por el índice de precios implícitos del producto muestra un comportamiento que se asemeja estrechamente al del PIB per capita. Esa serie de gasto alcanza un valor de 121 en 2001 (con base 100 en 1991). Ese aumento corresponde a una tasa de 1,9% anual, levemente superior a la del PIB por habitante, que en ese mismo lapso creció a una tasa media de 1,5%.

Por otra parte, si se deflacta el gasto primario por el índice de precios al consumidor, el nivel de 2001 es casi el mismo, apenas 3% más elevado que el registrado en 1991.

**Gráfico 11. Gasto primario del sector Público Consolidado base devengado, en términos per capita y a precios constantes, y PIB per capita (1991 = 100)**



- (1) Gasto primario per capita deflactado por el Índice de precios implícitos del PIB.
- (2) PIB per capita a precios constantes.
- (3) Gasto primario per capita deflactado por el IPC

**Nota:** estas series de gasto público incluyen el correspondiente a Obras Sociales, tanto en el nivel provincial como nacional, así como las cajas previsionales provinciales no transferidas, conceptos no incluidos en las cifras de la Secretaría de Hacienda, lo que resulta en un guarismo mayor para el gasto total (diferencia que alcanza, en el año 2000, a aproximadamente 3 puntos porcentuales del PIB).

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Gastos Sociales Consolidados.

En el gráfico 12 presentamos las cifras de gasto primario del Sector Público Consolidado junto con las correspondientes al gasto total, medidas como proporción del PIB.

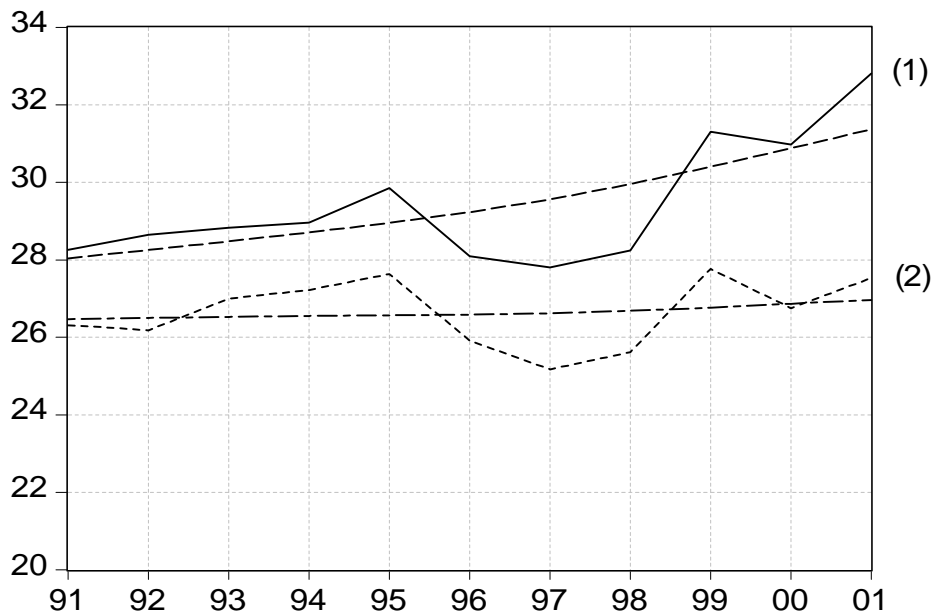
Se observa allí que el gasto primario oscila a lo largo de la década en torno a una media de 26,6% del PIB. Si bien aumenta en la fase depresiva iniciada en 1998, al final de ese período alcanzaba a 27,5% del producto, apenas 0,9% de punto por sobre la media de la década, y aproximadamente en el mismo nivel registrado en 1995. El gasto total presenta, en cambio, un comportamiento alcista mucho más definido, debido a la suba de las tasas de interés y a la consecuente dinámica explosiva de la deuda a partir de 1998, que se ha analizado más arriba. La media de la década es, en este caso, equivalente a 29,4% del PIB, pero en 2001 se encontraba 3,4% del producto por encima de esa cifra, alcanzando un valor de 32,81% en términos del producto total, guarismo que es, además, 4,55 puntos más elevado que el de 1991.

En síntesis, en la segunda mitad de la década de los noventa, la principal componente incremental del gasto corriente público fueron, tal como hemos visto, los intereses de la deuda pública. El aumento de la tasa de interés característico de la fase contractiva del ciclo incidió directamente sobre el crecimiento de la deuda pública, contribuyendo a una dinámica perversa de mayor deuda y mayor riesgo.

El análisis de sostenibilidad de un inversor detecta en este caso múltiples fuentes de incertidumbre. Por un lado, se verifica la dinámica macroeconómica común a los procesos que desembocan en crisis: el déficit de cuenta corriente y la deuda externa aumentan, hay creciente necesidad de ingresos de capitales y se incrementa la fragilidad financiera externa de la economía como un todo. Por otro lado, en paralelo con ese proceso, se verifican el aumento de la deuda pública y las crecientes necesidades de financiamiento del sector público.

La tendencia al aumento de la prima de riesgo país y de la tasa de interés puede asociarse con la situación de las cuentas externas del país o con la evolución de las finanzas públicas. O con ambas, como de hecho hicieron los informes de los analistas de los fondos de inversión y las agencias calificadoras de riesgo.

**Gráfico 12. Gasto primario y gasto total del Sector Público Consolidado sobre PIB, y sus líneas de tendencia, en porcentajes**



- (1) Gasto total
- (2) Gasto primario

**Nota:** estas series de gasto público incluyen el correspondiente a Obras Sociales, tal como se indica al pie del gráfico 11.

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Gastos Sociales Consolidados.

Sin embargo, aún cuando las dudas asociadas a la sostenibilidad de la deuda pública hayan pesado significativamente en las evaluaciones de riesgo de los inversores, esto no debería ocultar las fuentes originales del déficit y la deuda del sector público. La principal causa no fue una política fiscal dispendiosa, sino el efecto combinado de la fragilidad externa y el contagio de las crisis de Asia, Rusia y Brasil.

## Referencias bibliográficas

- 📖 Cetrángolo, O. (1994): “El nuevo sistema previsional ¿Una reforma definitiva?”, *Serie Notas*, número 2, CECE, Buenos Aires.
- 📖 Cetrángolo, O, M. Damill, R. Frenkel y J. P. Jiménez (2000): “La sostenibilidad de la política fiscal en América Latina. El caso argentino”, en: Talvi, E. y C.Végh (Eds.), *¿Cómo armar el rompecabezas fiscal? Nuevos indicadores de sostenibilidad*, BID, Washington, D.C.
- 📖 Cetrángolo, O., y J. P. Jiménez (2003): “Política fiscal en Argentina durante el régimen de convertibilidad”, *Serie gestión Pública número 108*, CEPAL, Santiago de Chile.
- 📖 Damill, M. (2000): “El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la convertibilidad”, *Boletín Informativo Techint*, número 303, Buenos Aires.
- 📖 Damill, M., J. M. Fanelli y R. Frenkel (1994): “Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta. Argentina”. *Documento CEDES*, número 105, Buenos Aires.
- 📖 Damill, M., J. M. Fanelli, R. Frenkel y G. Rozenwurcel (1988): *Las relaciones financieras en la economía argentina*. Ediciones del IDES, Buenos Aires.
- 📖 Damill, M. y R. Frenkel (1987): “ De la apertura a la crisis financiera. Un análisis de la experiencia argentina de 1977 a 1982”, en BCRA, *Ensayos Económicos*, número 37, Buenos Aires.
- 📖 Damill, M. y R. Frenkel (2003): “Argentina: Macroeconomic Performance and Crisis” trabajo preparado para el encuentro *Initiative for Policy Dialogue (IPD) Macroeconomic Policy Task Force*, Barcelona, España, 2-3 junio, 2003.
- 📖 Damill, M., R. Frenkel y L. Juvenal (2003): “Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en Argentina”, *Documento de Trabajo* número 4, CESP, Buenos Aires.
- 📖 Damill, M., R. Frenkel y R. Maurizio (2002): *Argentina, una década de convertibilidad. Un análisis del crecimiento, el empleo y la distribución del ingreso*. OIT, Santiago de Chile. (<http://www.oitchile.cl>).
- 📖 Damill, M., R. Frenkel y R. Maurizio (2003): “Políticas macroeconómicas y vulnerabilidad social. La Argentina en los años noventa”, *Serie Financiamiento del Desarrollo*, número 135, CEPAL, Santiago de Chile.
- 📖 Damill, M. y D. Kampel (1999): “Análisis del balance de pagos de la Argentina: cambios metodológicos y desempeño reciente”, *Serie Documentos de Economía*, número 14, Universidad de Palermo-CEDES, Buenos Aires.
- 📖 Frenkel, R. (1980): “El desarrollo reciente del mercado de capitales en Argentina”, *Desarrollo Económico*, vol. 20, número 78, Buenos Aires.



- 📖 Frenkel, R. (1983): “Mercado financiero, Expectativas Cambiarias y Movimientos de Capital”, *El Trimestre Económico*, vol. L (4), Núm.200, México.
- 📖 Frenkel, R. y L. Simpson (2001): “The Two Waves of Financial Liberalization in Latin America”, en: Amitava Krishna Dutt y Jaime Ros (eds.): *Development Economics and Structuralist Macroeconomics, Essays in Honour of Lance Taylor*, Edward Elgar Publishing, Massachusetts.
- 📖 Gaggero, J. (2003): “La cuestión fiscal bajo la convertibilidad”, Buenos Aires, *mimeo*.
- 📖 Gaggero, J. y J.C. Gómez Sabaini (2002): *Argentina. Cuestiones macrofiscales y políticas tributarias*. CIEPP-OSDE, Buenos Aires.
- 📖 Haussmann, R. y A. Velasco (2002): “Hard money’s soft underbelly: Understanding the Argentine crisis”, *mimeo*, Kennedy School of Government, Harvard University.
- 📖 Melconián, C., R. Santángelo, D. Barceló y C. Mauro (1997): *La deuda pública argentina entre 1988 y 1996. Programa de Consolidación y de la Reforma Administrativa y Financiera del Sector Público Nacional*, Buenos Aires.
- 📖 Mussa, M. (2002): “Argentina and The Fund: From Triumph to Tragedy”, *Working Papers*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- 📖 Perry, G. y L. Servén (2002): “La anatomía de una crisis múltiple: qué tenía Argentina de especial y qué podemos aprender de ella”. *Desarrollo Económico*, número 167, Vol. 42, Buenos Aires.
- 📖 Teijeiro, M. (1996): *La política fiscal durante la convertibilidad*. Centro de Estudios Públicos, Buenos Aires.

---

**El CESPA (Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina) fue creado en 2001 por el Rector de la Universidad de Buenos Aires, como parte integrante del Instituto de Investigaciones Económicas de la Facultad de Ciencias Económicas. Su propósito consiste en realizar estudios e investigaciones sobre la economía argentina, con el objeto de contribuir al conocimiento de su situación real y sus perspectivas de mediano plazo. Su director es Jorge Schvarzer.**