



## **Documento de Trabajo N° 61**

---

# **La falacia del desendeudamiento del sector público en la Argentina**

**Evolución de la deuda post-*default* y sus impactos fiscales**

---

**Rubén M. Lo Vuolo**  
**Fernando Seppi**

**Enero 2008**  
ISSN 1668-5245



Los trabajos realizados para la elaboración de este documento, son parte de las actividades de los proyectos: “*Distribución progresiva del ingreso y acumulación de capital: conflictos, restricciones y políticas alternativas en el contexto argentino*” (PICT 2003 N° 2-14112) y “*Les conditions de stabilité de la croissance, L'épargne et la distribution des revenus en Argentine*” (por convenio CIEPP/CEPSEUPMF/ Institut Caisse des dépôts pour la recherche/CNP).



## ÍNDICE

<b>1- INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>3</b>
<b>2 - LA SALIDA DEL DEFAULT.....</b>	<b>5</b>
<b>3 - LA FALACIA DEL DESENDEUDAMIENTO ARGENTINO.....</b>	<b>9</b>
<b>4 - LOS ELEMENTOS QUE EXPLICAN LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA.....</b>	<b>11</b>
i. <b>Valores negociables vinculados al PBI.....</b>	<b>13</b>
ii. <b>Los intereses pagados y los intereses capitalizados.....</b>	<b>14</b>
iii. <b>El ajuste por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER).....</b>	<b>17</b>
iv. <b>El efecto canasta de monedas .....</b>	<b>20</b>
<b>5 - VARIACIONES DEL STOCK DE DEUDA.....</b>	<b>21</b>
<b>6 - DEUDA Y RESULTADO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO.....</b>	<b>23</b>
<b>7 - CONCLUSIONES.....</b>	<b>24</b>
<b>ANEXO I</b>	
<b>“La deuda pública y la cuenta de inversión” .....</b>	<b>26</b>
<b>ANEXO II</b>	
<b>“Resultado fiscal financiero y variaciones sobre el stock de deuda” .....</b>	<b>31</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>35</b>



## LA FALACIA DEL DESENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO EN LA ARGENTINA

### Evolución de la deuda *post-default* y sus impactos fiscales

Rubén Lo Vuolo y Fernando Seppi<sup>1</sup>

#### 1 Introducción

La trayectoria del proceso de generación y aplicación de ahorro a lo largo de la historia reciente de Argentina registra diferentes momentos de crisis, des-estructuración y re-estructuración. Un momento clave, en ese sentido, es el cambio que se produce en la década del setenta. Entre otras cosas, a partir de ese momento cambian los mecanismos de generación y captación de ahorro en el país.

En primer lugar, empieza a perder relevancia el ahorro nacional y a crecer la importancia del ahorro externo gracias al creciente proceso de endeudamiento público. Esto va conformando una dinámica económica que se aleja de los ciclos de un régimen de *stop-and-go* vinculado al estrangulamiento externo propio de un ciclo productivo, para re-estructurarse en base a una dinámica más afín con un régimen de *stop-and-go* vinculado a los ciclos del endeudamiento y de la valorización financiera.

La generación de ahorro pasa a estar vinculada a la valorización de capital financiero y eventualmente a la fuga de capitales. De este modo, se modifican algunos mecanismos de captación de ahorro no voluntario por parte del Estado que hasta ese momento permitían el financiamiento del recurrente déficit público con ahorro privado gracias a la inflación y a diversos mecanismos de subsidio. A partir de la última dictadura militar, el creciente endeudamiento público externo se coloca en el centro de fuertes procesos de transferencia de ingresos patrimoniales. La comprensión del proceso de endeudamiento es fundamental para entender las particulares características del proceso de ahorro a partir de aquí, vinculado a los títulos emitidos por el Estado, la valorización financiera, la fuga de capitales y las crisis por problemas de pago de los vencimientos de la deuda.

El proceso de ahorro en el país pasa a estar vinculado con los modos en que la deuda pública se fue estructurando y re-estructurando en sucesivas crisis de pago. Cada una de esas reestructuraciones implicó un brusco proceso de transferencia de riqueza entre los agentes económicos del país. Estos nuevos mecanismos de ahorro no voluntario capitalizaron a grupos privilegiados del capital concentrado absorbiendo sus deudas, permitiendo la compra de empresas públicas con títulos de la deuda pública, habilitando canjes de títulos públicos o por el más reciente mecanismo de “pesificación asimétrica” de créditos y deudas en el sistema social de pagos.

---

<sup>1</sup> Investigador Principal y Asistente de Investigación, respectivamente, del Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas (Ciepp). Los autores agradecen a Alberto Barbeito, Noemí Giosa Zuazúa, Jaime Marques-Pereira, Cecilia Lanata Briones y Corina Rodríguez Enríquez por sus valiosos comentarios a versiones preliminares de este trabajo.



Pese a esas reestructuraciones, la deuda se siguió incrementando y siguió intermediando en el proceso de ahorro y fuga de capitales del país. Las particularidades del Plan de Convertibilidad crearon un ambiente propicio para ello, y la salida de este régimen monetario no parece haber alterado sustancialmente esta lógica de funcionamiento.

Desde esta perspectiva, el reciente cambio de trayectoria económica post-Convertibilidad, con el *default* y la re-estructuración de la deuda, representa una etapa más del ciclo *stop-and-go* liderado por la valorización financiera vía endeudamiento que se repite desde la última dictadura militar. Este ciclo se sucede como secuencia entre un proceso de endeudamiento –público y privado–, que facilita el financiamiento del crecimiento económico, las transferencias patrimoniales y la fuga de capitales, para luego caer en una crisis de pagos y en la “socialización” de las deudas que todavía queda en poder de los privados.

La “generalización” de la crisis del sistema social de pagos se expresó de múltiples formas: creación de monedas locales<sup>2</sup>, promoción del trueque, drenaje de depósitos en el sistema financiero y posterior cooptación compulsiva por medias como el “corralito” y el “corralón”, “pesificación asimétrica” de créditos y deudas. Esta crítica situación fue una nueva excusa para que el poder político aplique medidas “generalizadas” de “rescate” de los agentes económicos mediante nueva emisión de deuda para salvar al sistema financiero. Este “saneamiento” del sistema financiero, incluyendo el rescate de las “monedas” emitidas por jurisdicciones provinciales implicó tanto una modificación en la estructura de la deuda pública como un incremento significativo de la misma<sup>3</sup>.

El factor principal de variación se originó en la emisión de títulos públicos destinados a sanear el sistema financiero. La colocación de los *Boden* comprendió tanto los entregados a ahorristas como los que se emitieron para compensar al sistema financiero por la pesificación asimétrica. Estas medidas son un ejemplo claro de los problemas para evaluar la evolución de la deuda pública post-*default*. ¿Por qué? Porque en el primer caso, no representaron un incremento neto del endeudamiento al momento de su colocación porque tienen como contrapartida valores en garantía a favor del Gobierno Nacional; sin embargo, provocan un incremento de deuda debido al descalce de monedas entre la constitución de las garantías y la fecha de cierre del período. En el caso de la colocación de bonos para compensar a las entidades financieras por la pesificación asimétrica, **se realizó sin ningún activo en contrapartida, impactando en su totalidad en incremento de deuda**<sup>4</sup>.

Estas medidas terminaron beneficiando a los grandes deudores, muchos de los cuales se habían capitalizado y fugado fondos gracias al mecanismo que habilitaba la deuda, y descargando el peso del ajuste sobre los sectores más vulnerables y con menor peso político. ¿Cómo? Mediante diversos instrumentos: el tradicional mecanismo de ahorro no voluntario derivado de la inflación sin ajuste equivalente de salarios, la directa cooptación de fondos de depósitos en el sistema bancario, la generación de superávit fiscal por pérdida de valor de prestaciones sociales, etc.

La evaluación de la actual situación de la deuda pública y del proceso de acumulación de la misma es una tarea compleja, particularmente por las características de los nuevos títulos emitidos durante el proceso de canje de la deuda en *default* y por la baja calidad de la información pública disponible en la materia. La versión oficial, avalada por muchos analistas, sostiene que el Estado argentino se encuentra transitando un proceso de “desendeudamiento”<sup>5</sup>. Esto tendría un impacto positivo sobre las cuentas fiscales en tanto aliviaría

<sup>2</sup> Ver Zanabria y Théret (2006).

<sup>3</sup> Según Martirene (2006), el conjunto de estas decisiones representó un aumento sustancial de la deuda pública nacional bruta, de casi 27.400 millones de dólares al cierre de diciembre del año 2002.

<sup>4</sup> Este último caso es un claro ejemplo de las operaciones que en la jerga fiscal son denominadas “*esqueletos dentro del armario*” o “*skeletons*”, para más detalles sobre esta problemática ver Martner y Tromben (2004).

<sup>5</sup> Mecon (2005).



las necesidades de financiamiento externo y estaría terminando con el proceso de valorización financiera alimentado por la deuda pública que caracterizó al país en los últimos años<sup>6</sup>.

Dos elementos se utilizan principalmente para sostener estos argumentos:

- i) el costo de los servicios periódicos es bajo y soportable fiscalmente;
- ii) el país está en condiciones de sostener un nivel creciente de ahorro público que se considera un elemento clave para la continuidad del actual régimen macroeconómico.

Para sostener estos argumentos, el abordaje dominante privilegia la observación de dos indicadores:

- i) la relación Stock de Deuda/PBI
- ii) la relación Superávit Primario/PBI.

Nuestra observación del problema indica que el razonamiento oficialista es, como mínimo, muy acotado, particularmente en lo que refiere al costo de la deuda y su impacto potencial sobre el superávit fiscal, esto es sobre el ahorro público. Esto cuestiona las supuestas virtudes atribuidas a la estrategia seguida en el canje y la existencia de un proceso de desendeudamiento del sector público nacional en la Argentina<sup>7</sup>.

## 2 La salida del *default*

El *default* de la deuda con agentes privados se mantuvo por un par de años y mientras tanto se pagó la deuda con organismos internacionales y otros acreedores privilegiados. El proceso de **re-estructuración de la deuda** comenzó en septiembre 2003 cuando se ofrecieron diversas alternativas a los acreedores. Las ofertas se fueron modificando a partir de allí, hasta que se llegó a la propuesta definitiva basada en los siguientes criterios:

1) reconocer como **legítima** la totalidad de la deuda heredada, sin cuestionar los procesos de dudosa legalidad (muchos de los cuales han sido denunciados judicialmente);

2) pagar en las condiciones pactadas la deuda con los **organismos internacionales**, pese a un discurso que denuncia su directa responsabilidad en las políticas que alimentaron la deuda y la crisis de la Argentina;

3) pagar en término la totalidad de la **nueva deuda emitida** por el Estado luego de la declaración de *default*, especialmente para compensar al sistema financiero por la “pesificación asimétrica”, beneficiando a algunos grupos muy concentrados de poder económico del país;

4) negociar con las **Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP)** quitas especiales, creando un bono específico con el objetivo primordial de evitar juicios y habilitarlas para continuar en el futuro tomando deuda pública.

5) proponer una **quita** sustancial al resto de los acreedores privados, cambiando las condiciones de tasa de interés y plazo de pago.

---

<sup>6</sup> A partir de la dictadura instaurada en 1976, la deuda operó dentro del país como un mecanismo que permitió la valorización financiera de flujos ahorro doméstico y externo a una tasa de interés doméstica mayor que la internacional, pese a que el difundido “Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos” auguraba una supuesta convergencia de las tasas de interés. La valorización financiera se volvió el estímulo principal del comportamiento de los agentes económicos con poder de decisión sobre la inversión y el endeudamiento el mecanismo principal a través del cual se canalizó ahorro doméstico hacia el exterior. Estos flujos de ahorro al exterior se canalizaban por dos canales: por un lado, el pago de intereses y amortización de capital y, por el otro, la fuga de capitales. Ver, por ejemplo, Basualdo (1987 y 1999).

<sup>7</sup> En este trabajo nos ocupamos de la deuda del sector público nacional. No consideramos la deuda del Banco Central de la República Argentina (BCRA) que ha crecido notablemente en los últimos años ni la de las Provincias.



La **coyuntura internacional** durante el proceso de canje de la deuda era muy favorable por tres razones fundamentales: i) las bajas tasas de interés en el mercado internacional y la falta de opciones rentables para los tenedores de títulos; ii) los abiertos cuestionamientos a las políticas del FMI tanto dentro como fuera del organismo, que facilitaron las negociaciones sin su intervención; iii) la aceptación generalizada acerca de las mejores condiciones macroeconómicas que se habían generado al salir de la regla de Convertibilidad.

En este contexto, el 14 de enero de 2005 se lanzó la **Oferta de Canje Global**, cuyo resultado fue anunciado el 18 de marzo de 2005. Según se muestran en el Cuadro 1 y en el Cuadro 2, el canje consistió en la emisión de tres bonos de libre elección (Par, Cuasi-Par y Discount).

**Cuadro 1**  
**Canje de la deuda y la re-estructuración**  
**En millones de dólares**

Títulos de la deuda	Deuda "vieja"	Deuda "reestructurada"
Bonos Par	15.000	15.000
Bonos Descuento	35.405	11.932
Bonos Cuasi Par	11.913	8.329
<b>TOTAL</b>	<b>62.318</b>	<b>35.261</b>

Fuente: Cuenta de Inversión (2005)



**Cuadro 2**  
**Características de los “nuevos” bonos**

	Discount	Par	Cuasi-Par	Total
Emisión de nueva deuda	20.170	10.000	8.330	38.500
Aceptación Menor 70%	18.470	15.000	8.330	41.800
Aceptación Mayor 70%				
Quita	66,3%	Ninguna	30,1%	
Moneda	Para títulos existentes en U\$, Euro y Yen: moneda original, U\$ y Peso + CER. Para títulos existentes en Pesos: Peso + CER. Para títulos en otras monedas: U\$, Euro y Peso + CER	Para títulos existentes en U\$, Euro y Yen: moneda original, U\$ y Peso + CER. Para títulos existentes en Pesos: Peso + CER. Para títulos en otras monedas: U\$, Euro y Peso + CER	Peso + CER	
Ley Vigente	New York (Peso y U\$), UK (Euro), Japón (Yen) y Argentina (Peso y U\$)	New York (Peso y U\$), UK (Euro), Japón (Yen) y Argentina (Peso y U\$)	Argentina	
Maturity	30 años	35 años	42 años	
Período de gracia del capital	20 años	25 años	32 años	
Duration	25,25 años	30,25 años	37,25 años	
Amortización	Pagos semianuales iguales durante los 10 últimos años (30 de junio y 31 de diciembre)	Pagos semianuales iguales durante los 10 últimos años (30 de junio y 31 de diciembre)	Pagos semianuales iguales durante los 10 últimos años (30 de junio y 31 de diciembre)	
Tasa de interés en U\$	8,28% (fija)	3,46% (promedio)	5,96% (fija) (3,31% en \$)	
Pagos de intereses	Años 1 a 5: 3,97% Años 6 a 10: 5,77% Años 11 a 30: 8,28%	Años 1 a 5: 1,33% Años 6 a 15: 2,50% Años 16 a 25: 3,75% Años 26 a 35: 5,25%	Años 1 a 10: 0% Años 11 a 42: 5,96% (3,31% en \$)	
Capitalización de intereses	Años 1 a 5: 4,31% Años 6 a 10: 2,51% Años 11 a 30: ----	Sin Capitalización	Años 1 a 10: 5,96% (3,31% en \$) Años 11 a 42: ----	
Pago de intereses	Dos veces al año (30 de junio y 31 de diciembre)	Dos veces al año (30 de junio y 31 de diciembre)	Dos veces al año (30 de junio y 31 de diciembre)	

Fuente: Damill, Frenkel y Rapetti 2005

Según la información oficial, los resultados prácticos del canje de la deuda fueron los siguientes:

1) Sobre un total de títulos por u\$s 81.836 millones que se ofrecieron como “elegibles” para el canje<sup>8</sup>, ingresaron al mismo u\$s 62.318 millones, equivalentes al **76,15%**.

2) Por el valor total que entró en el canje, se **emitió una nueva deuda** equivalente a u\$s 35.261 millones, o sea un valor equivalente a **56,6%** de los bonos que entraron en el canje.

3) Se **redujeron los servicios de intereses a pagar**, que en diciembre de 2001 equivalían a u\$s 10.175 millones anuales, a un valor cercano a los u\$s 3.205 millones. Sin embargo – como se discutirá luego– los costos totales de la nueva deuda son superiores<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Según AGN (2006;50) “La deuda instrumentada en Títulos públicos en Situación de Pago Diferido y sus respectivos atrasos al 31/12/04, era de u\$s 102.536 millones, integrada por u\$s 61.216 millones de saldo de capital y u\$s 41.320 millones de atrasos de capital e intereses, valuada a los tipos de cambio de dicha fecha. A los efectos de la Propuesta de Canje de Enero de 2005, la Argentina reconoció como Deuda Elegible el stock de capital residual de los Títulos Públicos en moneda local y extranjera y los intereses devengados por dichos títulos al 31 de diciembre de 2001 y que permanecían impagos, lo que ascendió a u\$s 81.836 millones, valuados a los tipos de cambio del 31 de diciembre de 2003”. Este monto elegible se integra con: i) un capital residual en circulación al 31/12/01 de u\$s 79.700 millones; ii) intereses devengados e impagos hasta, pero sin incluir, el 31/12/01 por u\$s 2.100 millones.

<sup>9</sup> Como se presenta en el Cuadro 2, con los “nuevos” bonos la política de pago de los intereses implica la concentración de los mismos a partir del año once. Es decir, todo lo que no se paga en los primeros diez años, aún cuando no es exigible, se va capitalizando en el tiempo.



4) **Aumentó la participación de la deuda en pesos**, que pasó del 3% al 37%, mientras que la deuda en dólares se redujo del 66% al 37%. El resto de la deuda en otras monedas quedó en porcentajes similares.

5) Se **“simplificó” la estructura de la deuda pública**. De los 152 bonos elegibles, 8 legislaciones y 6 monedas; se emitieron 11 nuevos bonos, en sólo 4 legislaciones y 4 monedas.

6) Se **alargaron los plazos de vencimiento y bajaron las tasas de interés**, por lo que para el gobierno se redujo el “valor presente neto” de la deuda, estimando que antes del canje era de u\$s 162.300 millones y luego de u\$s 98.600 millones –sin considerar los bonos elegibles que no entraron en el canje y que, según el Gobierno, pueden “permanecer impagos indefinidamente”.

¿Quiénes adhirieron al canje? Frente a la propuesta de canje pueden distinguirse **tres grupos de actores adherentes**: i) los tenedores minoristas que no tenían posibilidades de iniciar juicios al Estado nacional y que sólo podían asumir pérdidas; ii) los especuladores que fueron comprando deuda para hacer diferencias en los mercados financieros; iii) los inversores “institucionales” –bancos y AFJP, que son lo mismo– que administran títulos de propiedad de otros y/o fueron beneficiados por otras medidas. Los **inversores institucionales con capacidad de reclamo** –organismos internacionales, bancos locales y acreedores extranjeros agrupados– no recibieron quita alguna o prefirieron no entrar en el canje. En síntesis, los acreedores que “eligieron” entrar en el canje fueron los más **débiles**, aquellos a los que las quitas que no los perjudicaban directamente (AFJP) o los que tomaron posiciones en bonos de la deuda a precios que les permitieron especular con su resultado.

La versión oficial, avalada por muchos analistas, pretende que la salida del *default* marca el fin del ciclo de endeudamiento del país y, con ello, de la preeminencia de la valorización financiera sobre la productiva. Incluso, se llega a hablar de la presencia de un proceso de **“des-endeudamiento”**. Este discurso se sostiene principalmente en la idea que su **costo actual** es muy bajo y fácil de soportar fiscalmente y ha llegado incluso a justificar el pago anticipado de la deuda con el FMI con reservas del Banco Central (BCRA)<sup>10</sup>.

Discutir la pertinencia de estos argumentos es clave para avizorar la probable trayectoria futura del proceso de ahorro e inversión en la Argentina. Como se afirmó, el proceso de endeudamiento es el que viabilizó el cambio de trayectoria de los procesos de generación y aplicación del ahorro desde la última dictadura militar. Esto no sólo tuvo impactos económicos, sino también fuertes impactos políticos en tanto la deuda del Estado se colocó en el centro del proceso de valorización del capital en el país, alterando la relación entre el capital productivo y el capital financiero.

Esto es más pertinente a poco que se observe que el crecimiento económico que actualmente impulsa el mecanismo del “tríptico virtuoso” de la macroeconomía –tipo de cambio alto, superávit fiscal y superávit comercial– depende en gran medida de la posibilidad de continuar atendiendo el pago de la deuda en los términos *post-default*. ¿Por qué? Primero, porque el peso de esos pagos es clave para el superávit fiscal. Segundo, porque la reversión de la preeminencia de la valorización financiera sobre la productiva es sensible a la presencia de títulos de la deuda como activos principales en el mercado de capitales y como opción de colocación de fondos del propio sistema bancario. Tercero, porque la propia política monetaria y el control de la inflación es sensible tanto a la posibilidad del BCRA de regular la oferta monetaria con colocación de su propia deuda. Cuarto, porque el factible crecimiento del pago de los compromisos de la deuda pone límites al gasto en otras políticas públicas.

---

<sup>10</sup> El gobierno argentino canceló anticipadamente u\$s 9.530 millones de deuda con el FMI, utilizando para ese pago las reservas del BCRA. Como contrapartida de esta cancelación, se generó una obligación del Tesoro con el BCRA por el mismo monto, instrumentada en una Letra Intransferible, denominada en dólares, con vencimiento íntegro en el año 2016. Para más detalles, ver Lo Vuolo (2005b).



En lo que sigue nos ocupamos de analizar la actual estructura y el probable impacto de la deuda pública sobre el resultado fiscal financiero del Tesoro<sup>11</sup>. Como veremos, el **razonamiento oficial es muy acotado**, particularmente en lo que refiere al **costo de la deuda y su impacto potencial sobre el superávit fiscal**; esto es, sobre el ahorro público.

### 3 La falacia del desendeudamiento argentino: evolución de la deuda post-*default* y superávit fiscal

Analizar la evolución del endeudamiento público desde la salida del *default* es una tarea muy compleja, principalmente por las características de los nuevos títulos entregados en el proceso de canje de la deuda. Conforme se explica en el **Anexo**, la deuda pública es el componente de mayor peso en el **pasivo del Tesoro Nacional**; la casi totalidad de la deuda es de responsabilidad directa del Tesoro Nacional.

En el Cuadro 3 puede observarse la evolución del peso sobre el PBI tanto de la deuda “directa” como “indirecta”. En el primer caso, se trata de aquella deuda por la que la Administración Central del Gobierno Nacional (AC) asume el carácter de deudora principal; esa deuda directa puede ser “corriente” –exigible dentro del mismo ejercicio económico– o “no corriente”<sup>12</sup>. La deuda se registra como “indirecta” cuando la AC se constituye en deudora subsidiaria, sea por garantía, aval o fianza otorgada.

De allí pueden extraerse algunas conclusiones preliminares con respecto a los procesos verificados en los últimos años. En primer lugar, la salida de la Convertibilidad significó un incremento sustantivo del peso de la deuda pública sobre el PBI, tendencia que ya se venía verificando en años previos. La situación se empezó a revertir cuando comienza la fase de crecimiento económico sostenido y luego como resultado del canje y la salida del *default* en el año 2005. Pese a esta salida, **el peso de la deuda en términos de PBI sigue siendo muy elevada e incluso mayor que en el último año de la Convertibilidad.**

**Cuadro 3**  
**Evolución Agregada de la Deuda Pública Directa e Indirecta**  
**En % del PBI**

Tipo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Corriente	8,26	9,46	21,28	13,81	14,81	10,59	9,39
No Corriente	36,84	43,75	126,75	116,75	103,23	64,79	56,42
<b>Total Deuda Directa</b>	<b>45,10</b>	<b>53,21</b>	<b>148,03</b>	<b>130,57</b>	<b>118,04</b>	<b>75,38</b>	<b>65,81</b>
Total Deuda Indirecta	1,35	1,69	4,46	10,09	8,94	8,07	6,97
<b>Total Deuda Directa e Indirecta</b>	<b>46,45</b>	<b>54,89</b>	<b>152,48</b>	<b>140,66</b>	<b>126,98</b>	<b>83,45</b>	<b>72,78</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Inversión

Nota: para una definición de los conceptos ver Anexo.

Asimismo, la salida del *default* derivó en un aumento del peso de la deuda que no está directamente en manos del Tesoro y que puede recaer bajo su responsabilidad por situaciones

<sup>11</sup> En el presente trabajo nos referiremos conceptualmente de un modo indistinto al Tesoro Nacional y a la Administración Central. La diferencia entre uno y otro corresponde a los Recursos de Afectación Específica. Sin embargo para este estudio se consideró más pertinente abordarlo cuantitativamente como la Administración Central.

<sup>12</sup> La diferencia en la contabilización está dada en función de la exigibilidad del componente. Si dicha exigibilidad es dentro del mismo ejercicio económico, el concepto se encuentra contenido en la porción corriente de la deuda; es decir, en cada año se contabiliza como corriente lo comprometido a pagar -tanto de capital, intereses, ajustes por CER, etc.- en dicho año según el prospecto de emisión. Por tanto, si es corriente debe ser pagado, considerándolo un concepto exigible. De lo contrario, es no corriente y por tanto no exigible. Para más detalles ver Manual de Contabilidad Pública (1999).



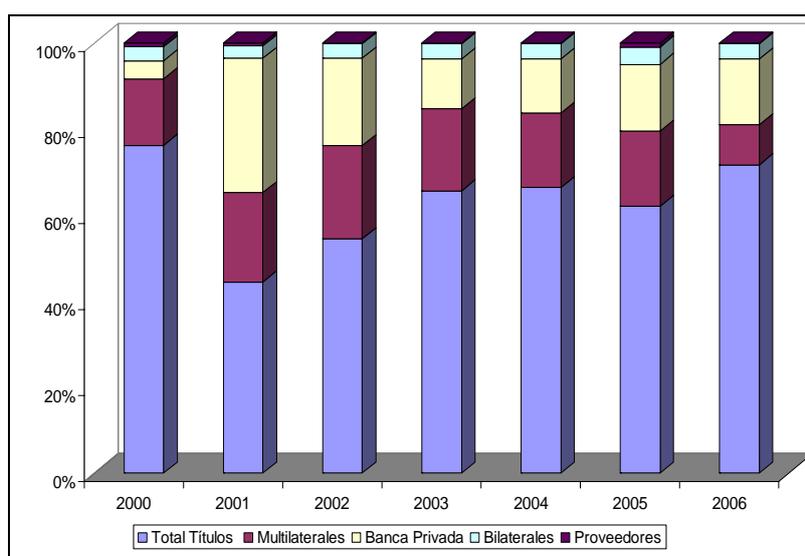
contingentes. Dentro de la deuda directa, **bajó el peso de la deuda corriente** pero, pese al crecimiento económico, dicho peso era en el año 2006 equivalente al año 2001. Lo que aumentó con relación a ese año es el peso de la deuda no corriente, lo cual es un primer indicio de que el impacto más relevante del *default* fue el **cambio en el cronograma de vencimientos de la deuda**.

El **Gráfico 1** muestra cómo se modificó el peso de los distintos instrumentos en los que está expresada la deuda de la Administración Central, que es la jurisdicción con mayor peso dentro del conjunto del Sector Público Nacional<sup>13</sup>. Luego de perder peso en el año 2001, los **títulos públicos** se recuperan como el instrumento predominante dentro de la deuda pública. En el año **2000** se registraba una fuerte proporción de títulos públicos, la cual cayó en el año 2001 como resultado del intento de “salvar” el régimen de Convertibilidad; en su lugar, avanzaron los bancos privados y los organismos multilaterales.

Superado este momento, vuelven los títulos a representar la parte más importante de la estructura de la deuda. Este dato es fundamental para comprender el papel de la deuda en relación con el ahorro y el proceso de valorización financiera. ¿Por qué? Porque los títulos públicos tienen una alta velocidad y facilidad de circulación al cotizar en mercados abiertos, con vencimientos de largo plazo. Mediante este instrumento, los acreedores pueden modificar su cartera de inversiones con cierta rapidez mientras que el emisor puede atomizar su colocación y conseguir más inversores.

**Gráfico 1**

**Estructura de la deuda de la Administración Central<sup>14</sup>**



Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Inversión

La recuperación de los títulos públicos en la estructura de la deuda pública se debe principalmente a la nueva deuda emitida para compensar los desajustes de la “pesificación asimétrica” y luego a nuevas emisiones derivadas de la salida del *default*. La pérdida de preeminencia<sup>15</sup> de los **organismos multilaterales** se explica en gran medida por el pago en el año 2006 de la **totalidad de la deuda con el FMI**; también se pagaron vencimientos con otros organismos multilaterales, mientras que los **préstamos bilaterales** mantuvieron su proporción.

<sup>13</sup> Como se muestra en el Anexo 1, luego del *default* aumentó la participación de otros organismos en el total de la deuda.

<sup>14</sup> La vinculación entre la banca privada y la Administración Central, que figura en el gráfico como banca privada, se realiza por medio de préstamos de la primera a la segunda.

<sup>15</sup> Desde el año 2002 hasta el 2006 hubo un pago neto de u\$s 26.482 millones en operaciones valuadas a la fecha de registro, según informa el Boletín Fiscal de la Secretaría de Hacienda del cuarto trimestre del 2006.



La **banca privada** había aumentado fuertemente su participación en el año 2001 como resultado de las operaciones con la banca extranjera y nacional que buscaron sostener la Convertibilidad. En primer lugar, el llamado “**blindaje financiero**” anunciado hacia finales del año 2000, anunció créditos extraordinarios no sólo del FMI, del BID y del Banco Mundial, sino también de España, de los bancos y las AFJP locales<sup>16</sup>. Frente al continuo drenaje de depósitos –y mientras el BCRA relajaba exigencias y buscaba inyectar liquidez<sup>17</sup>– el 2 de noviembre de 2001 se sancionó el Decreto 1387/01 presentado como un nuevo “**blindaje**”, pero ahora de las **entidades financieras**. Para ello, se buscaba mejorar artificialmente sus balances: 1) autorizando a que los deudores morosos pudieran cancelar sus pasivos con títulos públicos<sup>18</sup>; 2) lanzando el “**megacanje**” de títulos de la deuda pública en poder del sector financiero por los llamados “**préstamos garantizados**”<sup>19</sup>.

Superada la crisis de 2001-2002 los bancos ceden participación, pero la empiezan a recuperar a partir de 2004<sup>20</sup>. En 2006 tenían una participación superior a los organismos multilaterales en la estructura de la deuda.

#### 4 Los elementos que explican la evolución de la deuda pública

En términos simplificados, dado un cronograma de vencimientos del pago de intereses y amortizaciones de la deuda pública, se denomina “**resultado fiscal primario**” al que se registra antes del pago de los intereses devengados y exigibles en el período de referencia. Se denomina “**resultado fiscal financiero**” al que registra luego del pago de esos intereses<sup>21</sup>.

¿Cuál es la relación que se debería verificar entre el resultado fiscal financiero y la evolución de la deuda? Si el resultado fiscal financiero fuera **equilibrado**, por definición significa que alcanzó para pagar los intereses exigibles **pero no para pagar parte de la amortización de capital del período**. ¿Qué se hizo con esa amortización de capital? O bien se tomó nueva deuda de una cuantía equivalente o se pagó con activos financieros existentes. Dicho de otro modo, cuando el resultado fiscal financiero es equilibrado, significa que no se modificó el **stock de la deuda pública neta** (deuda bruta menos activos financieros).

Por lo mismo, si existiera **superávit fiscal financiero**, esto significa que existe excedente para el pago de todo o parte de la amortización de capital del período. Si el excedente no se

<sup>16</sup> Estos créditos se ponían a disposición del gobierno argentino a una tasa equivalente a la mitad de la que le cobraba el mercado (cerca al 16% en dólares). Para ello, se firmó una nueva carta de intención con el FMI que, bajo sus ortodoxos condicionamientos, supuestamente provocaría una inmediata recuperación del crecimiento

<sup>17</sup> A comienzos de 2001, el sistema financiero registraba un récord de 90.000 millones de pesos/dólar de depósitos, que fueron cayendo paulatinamente, por lo que los bancos perdieron liquidez, aumentó la tasa del *call money* así como la presión sobre el BCRA para recibir asistencia con pases activos y se drenó el dinero disponible por el seguro de depósitos contratado desde 1996.

<sup>18</sup> Esta operatoria (que alcanzaba a las categorías 3 a 6 de morosos) estuvo vigente hasta el 15/05/2002. En lugar de previsionar pérdidas por créditos impagos, los bancos recibieron títulos que se convirtieron en “préstamos garantizados” (valuados al 100%). Así, cambiaron al deudor particular insolvente por el Estado (la sociedad), obteniendo una notable ganancia patrimonial.

<sup>19</sup> Si bien es difícil estimarlo, este canje involucró cerca de u\$s 16.000 millones (en valor nominal) de títulos nacionales y u\$s 9.000 millones de deudas provinciales. En el momento del canje, los títulos cotizaban en promedio al 35% de su valor nominal y los préstamos garantizados se imputarían al 100%. El decreto modificó el propio Código Civil para permitir que los créditos de todos los particulares, que provinieran de capital e intereses de títulos de la deuda pública que se encontraran vencidos, fueran compensables con cualquier deuda que tuvieran con el Estado. Se permitió así que los tenedores de la deuda (sobre todo grandes empresas) pagaran con ellos sus impuestos. Para un análisis de la secuencia de medidas financieras de salida de la Convertibilidad, ver Schwarzer y Finkelstein (2003).

<sup>20</sup> A partir de la reforma de la carta orgánica del BCRA en el año 2003 –perfeccionada mediante la Ley N° 25780– el BCRA comenzó a otorgar Adelantos Transitorios al Tesoro Nacional. Desde ese momento, el financiamiento que realiza el BCRA se encuentra contabilizado, según las planillas anexas de la Cuenta de Inversión, dentro de la Banca Privada.

<sup>21</sup> En el lenguaje técnico del FMI que utilizan la mayoría de los países, al resultado fiscal financiero se lo denomina “saldo global”.



aplica a ese pago (por ejemplo porque se prefiere tomar nueva deuda), entonces lo que se verifica es un aumento de los activos financieros disponibles. En otras palabras, siempre que exista un superávit fiscal financiero, se debería verificar una **reducción del endeudamiento neto**. En caso que el **resultado fiscal financiero fuera deficitario**, significa que aumentó el endeudamiento neto.

Este razonamiento convencional está siendo cuestionado y el caso de la deuda argentina es un buen ejemplo de ello<sup>22</sup>. En gran medida, este problema está vinculado al **método de registro contable de las operaciones de deuda y otros gastos** (ver Anexo 2). En el caso particular del registro de la deuda pública existen algunos aspectos en los que los criterios presupuestarios difieren de los contables y esto genera confusiones en el análisis<sup>23</sup>. Pese que la deuda pública **no evoluciona sólo a partir del cronograma de vencimiento del pago de intereses y amortizaciones**, en la Argentina se presupuestan aquellos gastos y recursos que serán **pagados o cobrados en el curso del ejercicio fiscal**, dándole más importancia a la **exigibilidad del pago de la obligación que a los efectos patrimoniales de las transacciones**.

Esta práctica altera la identidad que iguala a todo superávit fiscal financiero con la disminución del stock de deuda. A modo de ejemplo, al registrar sólo los ingresos y pagos en efectivo –lo que se denomina “base Caja”– **no se incluyen los gastos cancelados mediante la emisión de títulos de la deuda**. Esto lleva a que se verifique la siguiente situación: crece la deuda en el ejercicio fiscal –por la entrega de títulos– pero sin que haya una correspondencia en el resultado fiscal financiero, no afectando al superávit (o déficit) fiscal financiero<sup>24</sup>.

Estas discrepancias se han vuelto mucho más importantes a partir del proceso de canje de la deuda en *default* porque los nuevos títulos incorporan formas de pago que incrementan el costo de la deuda en un ejercicio, pero que no implican erogaciones en el mismo. Esto permite que el resultado fiscal financiero del Tesoro medido con criterio estrictamente de caja, no se corresponda con la evolución patrimonial de la deuda pública. Esta práctica distorsiona la apreciación del costo real de la deuda en cada período y la evolución de la solvencia fiscal del Estado.

¿Cuáles son estos elementos que hay que considerar para una mejor conciliación entre la evolución del resultado fiscal (variable flujo) con la evolución de la deuda pública (variable stock)<sup>25</sup>? Además del tratamiento de los títulos en *default* que no entraron en el canje (“*Hold Out*”)<sup>26</sup>, cuatro son los elementos a considerar:

- i) **los cupones de valores negociables vinculados al PBI;**

<sup>22</sup> Para mayores detalles es posible consultar en Von Hagen Jurgén y Guntram B. Wolff (2004), y Martner y Tromben, (2004), entre otros.

<sup>23</sup> En el Anexo 2 se detallan otros casos que muestran las dificultades que se presentan cuando se intenta conciliar el resultado fiscal financiero y la variación de la deuda pública, aún en el caso de que el primer indicador esté calculado sobre la base del devengado. Como se demuestra en este trabajo, la variación de la deuda es un indicador que está compuesto (impactado) por una mayor cantidad de operaciones y efectos fiscales que el resultado financiero.

<sup>24</sup> Para entender mejor las implicancias de estas particularidades se comentan dos casos, el primero en base caja y el segundo en base devengado. El primer caso es el de una determinada erogación que es cubierta mediante la emisión de algún bono a partir de una sentencia judicial; esta operación aumenta la deuda pero no es registrado su impacto en el resultado fiscal financiero si es en base caja. Este es el caso de los Bocones Previsionales. Asimismo, otro caso podría presentarse cuando estemos operando en base devengado; tal es el caso de las colocaciones de los Boden que se emitieron para compensar al sistema financiero por la pesificación asimétrica. Como es una transferencia al sector privado que fue perfeccionada por operaciones por debajo de la línea, no impacta en el resultado fiscal financiero aunque sí en el Stock de la Deuda. Para mayores detalles consultar la Cuenta de Inversión de los últimos cuatro años.

<sup>25</sup> Estos elementos son denominados en la literatura conciliación de los saldos y flujos (SFA) [*stock-flow adjustment or debt-deficit adjustment*] Para mayores detalles es posible consultar en Von Hagen Jurgén y Guntram B. Wolff (2004), Koen y van den Noord (2005), Martner y Tromben, (2004), entre otros.

<sup>26</sup> En el Prospecto presentado para el canje, en el apartado denominado “Risk Factors” o factores de riesgo, se pone de manifiesto como primer factor de riesgo que aquellos títulos elegibles para el canje que no se presenten, podrán permanecer impagos. Para más detalles ver Decreto 1735/04.



- ii) **la capitalización de intereses devengados (intereses capitalizados)**<sup>27</sup>;
- iii) **el ajuste del capital por coeficientes específicos de ciertos títulos (CER)**<sup>28</sup>;
- iv) **la canasta de monedas** en relación con el movimiento del tipo de cambio.

Estos elementos no son datos menores en la rentabilidad y en el costo de la deuda y en cierto modo explican el “éxito” del canje atribuido por el discurso oficial. ¿Por qué? Cuando se habla de los menores intereses a pagar y el alargamiento de los plazos de pago, no se tiene en cuenta la existencia de elementos “aleatorios” que aumentan el costo y que explican la aceptación del “alargamiento” de los plazos de vencimiento: cupones de valores negociables y de ajuste del capital por CER<sup>29</sup>. Al hablar del peso en la Caja del Tesoro de cada año, suelen no considerarse los intereses que fueron devengados y capitalizados en ese ejercicio. Al ponderar el cambio de nominación de monedas a favor de títulos de moneda nacional, no se explica que el ajuste por CER y el cupón atado al PBI pueden dar rendimientos positivos muy superiores a la variación de cotización de monedas. Finalmente, hay un elemento aleatorio que tiene que ver con la variación del valor de la deuda emitida en moneda foránea, según la cotización de la misma.

Teniendo en cuenta estos elementos, en lo que sigue realizamos ajustes al cálculo habitual de los costos de la deuda pública y de su impacto en los resultados fiscales<sup>30</sup>.

### *i. Valores negociables vinculados al PBI*

Entre otras características, ciertos bonos aplicados al canje de la deuda en *default* incorporaron mecanismos que premian a sus tenedores con un **cupón** que reporta una **renta extra** en el caso de que la economía argentina crezca por encima de determinada tasa. Las condiciones de pago establecidas sobre estos **valores negociables vinculados al PBI** indican que Argentina deberá pagar los cupones a partir del año 2005 y finalizando en 2034 o en el año en el que se alcance el límite máximo. El pago de esos cupones, respecto de cualquier año de referencia, se debe efectuar únicamente si se cumplen simultáneamente las **tres condiciones** siguientes:

- 1) Para el año de referencia, el PBI real efectivo debe superar el PBI real del caso base;
- 2) Para el año de referencia, el crecimiento anual del PBI real efectivo debe superar la tasa de crecimiento indicada para ese año en el caso base, y;

<sup>27</sup> Técnicamente serían “devengados no exigibles”, pudiendo los mismos ir capitalizándose en el tiempo en función de las características subyacentes del contrato de emisión del instrumento de deuda.

<sup>28</sup> El Coeficiente de Estabilización de Referencia, conocido por su sigla CER, es un índice de actualización aplicable a las obligaciones de las deudas pesificadas a partir del 4 de febrero de 2002. La base del coeficiente, es la variación del IPC (Índice de Precios al Consumidor) que es publicado por el INDEC. En general, la actualización de una deuda se calcula multiplicando el importe a actualizar por el coeficiente del día a que se quiere saber el resultado. La suma obtenida es la deuda actualizada. Las fórmulas para dicho cálculo se hallan establecidas en el la Resolución 47/02 del Ministerio de Economía.

<sup>29</sup> En el informe realizado por la AGN (2006/193) sobre la Cuenta de Inversión del Ejercicio Fiscal 2004 se destaca que “... no se incluye en el presupuesto del ejercicio el crédito presupuestario reconociendo el aumento de deuda por la indexación que implica la aplicación del CER. La Oficina Nacional de Presupuesto (ONP) debería incorporar en la jurisdicción 90 las partidas presupuestarias por el CER a devengar en el ejercicio; esto calculado de acuerdo a la pauta de inflación contenida en la misma ley de presupuesto...” También se realizan observaciones a nivel contable sobre el modo en que se contabilizó el CER.

<sup>30</sup> El concepto de devengado utilizado en este apartado intenta captar tanto lo exigible como lo no exigible, dando cuenta de la dinámica real de los compromisos asumidos. A partir de esto, se intentará no sólo romper la dinámica miope de presentación de la información pública, sino también poner luz sobre la necesidad de que las medidas de política económica tengan en cuenta los verdaderos compromisos de pago en los que se van incurriendo a lo largo del tiempo.



3) El total de los pagos efectuados sobre un valor negociable vinculado al PBI no debe superar el límite máximo de pago para ese valor negociable vinculado al PBI.

En el momento de su lanzamiento, el discurso oficial defendió este mecanismo señalando que buscaba vincular la capacidad de pago con la creación de riqueza del país. Sin embargo, el diseño específico de este cupón y el escenario macroeconómico del país no llevan necesariamente a estos resultados. Esto es así porque el cupón paga en función de la **tasa de crecimiento acumulado** y no sólo de la correspondiente al período en cuestión; y ese acumulado es válido aún si la economía crece levemente por debajo que la proyección inicial del gobierno.

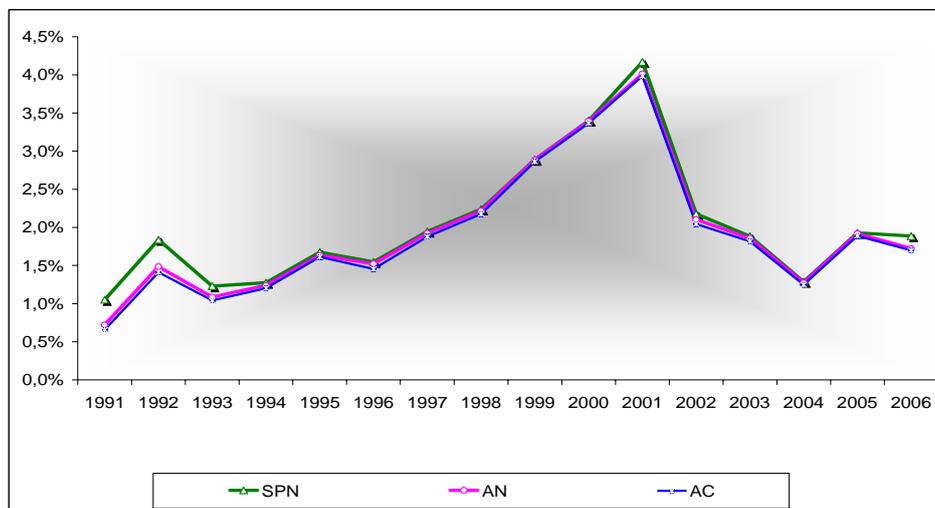
A modo de ilustración, en la Cuenta de Inversión (2006) se consigna que, para el año 2005 se verificaron las tres condiciones mencionadas precedentemente: i) el PBI real efectivo superó al PBI real del caso base ii) el crecimiento anual del PBI real efectivo (9,18%) superó la tasa de crecimiento indicada para ese año en el caso base (4,26%); y iii) por tratarse del primer cupón, no existen, al presente, pagos acumulados. Como resultado, el 15 de diciembre de 2006 se efectivizó el pago del primer cupón correspondiente a los Valores Negociables Vinculados al PBI del año 2005, por un total de \$1.175 millones (cerca de u\$s 380 millones). En tanto que los pagos para el año 2006 ascienden a u\$s 810 millones, y según estima Castiñeira R. (2007) para el año 2007 los pagos se aproximarán a u\$s 1.388 millones.

#### *ii. Los intereses pagados y los intereses capitalizados*

En el Gráfico 2 se puede apreciar que el peso de los intereses pagados en relación con el PBI cae sustancialmente con el *default* de la deuda, explicando en gran medida el superávit fiscal del Estado Nacional en esos años. También se observa cómo **esta tendencia decreciente se revierte una vez que el país salió del default**. En dicho gráfico también puede apreciarse el comportamiento de los intereses pagados según las distintas jurisdicciones del Gobierno, donde se ve que la mayor responsabilidad en el pago dentro del total del sector público (serie SPN) la tiene la Administración Central (serie AC), jurisdicción que puede tomarse como representativa de la “tendencia”.



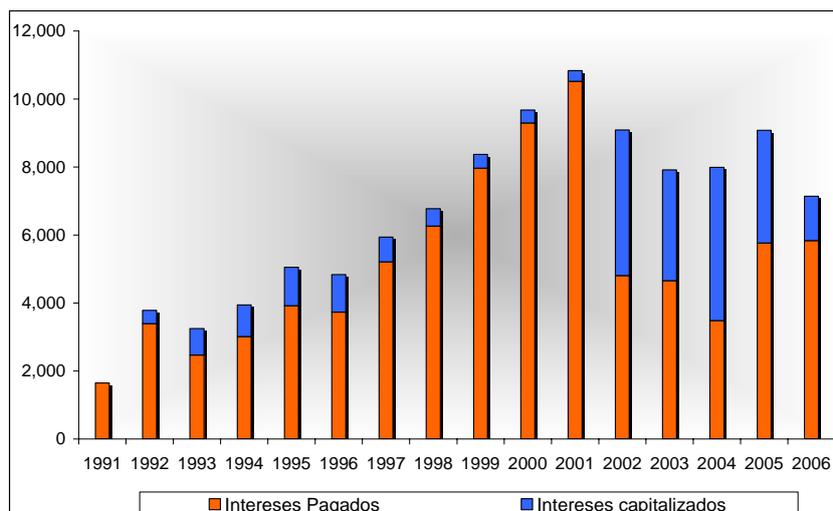
**Gráfico 2**  
**Intereses pagados por los distintos sectores del Sector Público Nacional**  
**En % del PBI**



Fuente: Elaboración propia a partir de publicación de la Secretaría de Hacienda (2005) y de la Cuenta de Inversión.

Otro dato interesante surge del **Gráfico 3**, donde se compara el peso de los intereses pagados y de los intereses capitalizados a valores constantes para la AC<sup>31</sup>. Allí se observa cómo la importante caída de los intereses pagados durante el *default* y luego de su abandono, se corresponde con un aumento sustantivo de los intereses capitalizados. Valuados a valores constantes, los intereses capitalizados en el período 2002-2006 representan casi 40% del total de intereses. El promedio anual de la suma entre intereses pagados y los capitalizados se aproxima al valor del año 1999 y supera al resto de los años de la década del noventa.

**Gráfico 3**  
**Componentes del costo (intereses pagados e intereses capitalizados) de la deuda pública de la Administración Central**  
**En millones de pesos de 1993**



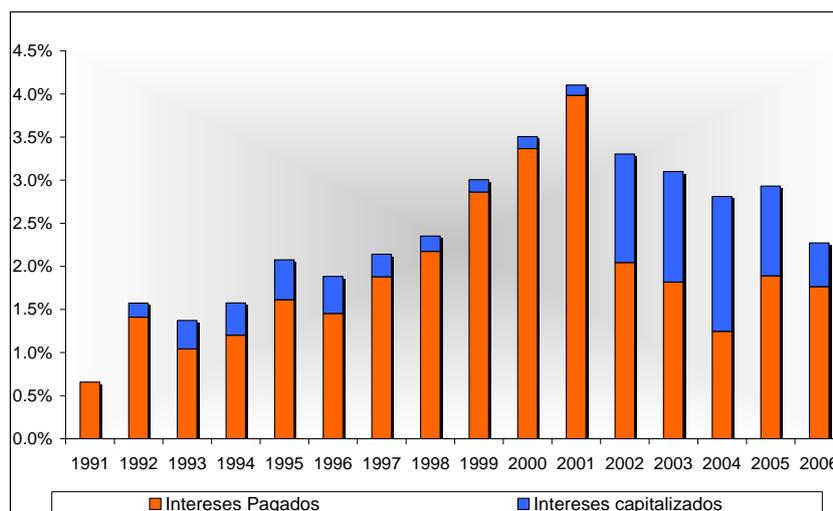
Fuente: Elaboración propia a partir de publicación de la Secretaría de Hacienda (2005) y de la Cuenta de Inversión.

<sup>31</sup> La información de los Intereses Capitalizados proviene de dos fuentes. Entre 1991 y 1994 la fuente es del trabajo de Teijeiro (1996). Desde el año 1995 en adelante, del Boletín Fiscal de la Secretaría de Hacienda.



El **Gráfico 4** compara el peso de los intereses pagados y capitalizados como proporción del PBI. Si bien se observa una reducción del peso de los mismos luego de la salida de la Convertibilidad y durante el período del *default*, en un período de vigoroso crecimiento del PBI, la suma de ambos componentes también se ubica por encima de muchos años de la década del noventa.

**Gráfico 4**  
**Componentes del costo (Intereses pagados e intereses capitalizados) de la deuda pública de la Administración Central**  
**En % del PBI**



Fuente: Elaboración propia a partir de publicación de la Secretaría de Hacienda (2005) y de la Cuenta de Inversión.

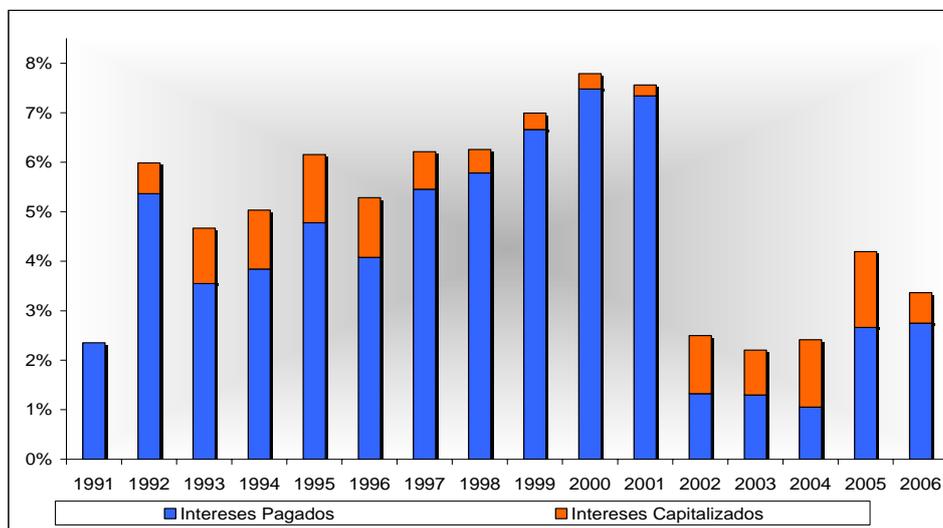
Una forma de evaluar el “costo de la deuda” es a partir de la comparación entre los flujos de intereses pagados y de los intereses capitalizados con el stock de deuda pública. Este indicador puede considerarse un *proxy* del costo promedio del endeudamiento público<sup>32</sup>. Como muestra el **Gráfico 5**, el costo promedio anual de la deuda pública cayó fuertemente luego del *default*, para volver a recuperarse una vez que se salió del mismo: para el año 2006 el costo representó un 3,4%, comparado con el 2,5% durante el *default* y 7,6% en diciembre de 2001. Esta situación refleja, por un lado, las mejores tasas obtenidas en el proceso de canje y, por el otro, la creciente incidencia de otros elementos a medida que los bonos de ese canje van madurando o se empieza a emitir nueva deuda<sup>33</sup>.

<sup>32</sup> Este indicador es comúnmente utilizado por diferentes publicaciones especializadas, entre ellas se destacan los informes de ejecución que trimestralmente publica Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública (ASAP), donde se estima el ratio entre los intereses pagados y el stock de deuda bruta.

<sup>33</sup> Si consideramos la dinámica del proceso de endeudamiento separándola en cuatro períodos, el ratio promedio de la misma durante 1992-1998 fue de 5,66%, para 1999-2001 fue de 7,45%, para 2002-2004 del 2,37% y por último para 2005-2006 del 3,78%.



**Gráfico 5**  
**Componentes del costo (intereses pagados e intereses capitalizados) de la deuda pública de la Administración Central**  
**En % del Stock de Deuda Bruta**



Fuente: Elaboración propia a partir de publicación de la Secretaría de Hacienda (2005) y de la Cuenta de Inversión.

En síntesis, el peso de los intereses capitalizados y no pagados en el período correspondiente a su devengamiento es muy relevante para el análisis de la evolución de la deuda, su costo y su incidencia fiscal. La falta de consideración de este componente distorsiona la relación entre el resultado fiscal y la evolución de la deuda y subestima su costo (rendimiento).

### iii. El ajuste por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER)

Otro tema poco abordado y que distorsiona la conciliación entre la evolución del resultado fiscal financiero (variable flujo) con la evolución de la deuda pública (variable stock), tiene que ver con el papel del **ajuste del valor del capital** de los títulos emitidos *post-default*. Estos criterios de ajuste son un elemento esencial para evaluar la rentabilidad de estos títulos y, de allí, el papel que los mismos juegan en la canalización del ahorro. También, para explicar la aceptación del cambio en la composición de la deuda a favor de títulos nominados en moneda nacional y el modo en que una inflación creciente puede impactar sobre el costo de la deuda.

En el **Gráfico 6** queda claro el aumento significativo del valor de las obligaciones vinculadas al ajuste por el CER: en el período 2002-2006 se acumularon obligaciones muy cercanas, en valores constantes, al total de intereses (tanto pagados como capitalizados). Para que se comprenda adecuadamente el mecanismo de ajuste, hay que tener en cuenta que el incremento de la incidencia del CER no es sólo un “efecto precio” (aumento del “índice de precios”) sino también un “efecto stock” (aumento del peso de la deuda que tiene esa cláusula de ajuste del capital)<sup>34</sup>. Una situación similar se da en 2005, donde la fuerte incidencia del CER en el costo de la deuda<sup>35</sup> se explica tanto por el aumento del índice de precios como por la

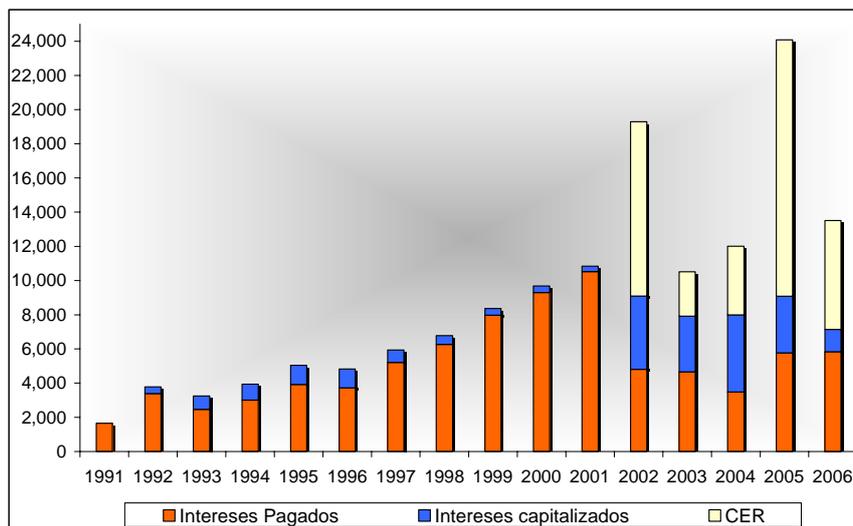
<sup>34</sup> Por ejemplo, en el 2002 el aumento de la incidencia está ligado a la pesificación de obligaciones denominadas en dólares y luego ajustadas por el CER, perfeccionadas mediante los Boden.

<sup>35</sup> Previamente se destacó la magnitud de la deuda que es ajustada por CER. El monto ascendió a u\$s 15.526 millones como consecuencia de dicho canje. Ver Cuadros 1 y 2.



mayor incidencia de los bonos con esta cláusula en el total del stock luego del canje de la deuda en *default*.

**Gráfico 6**  
**Componentes del costo (intereses pagados, intereses capitalizados y CER) de la deuda pública de la Administración Central**  
**En millones de pesos de 1993**

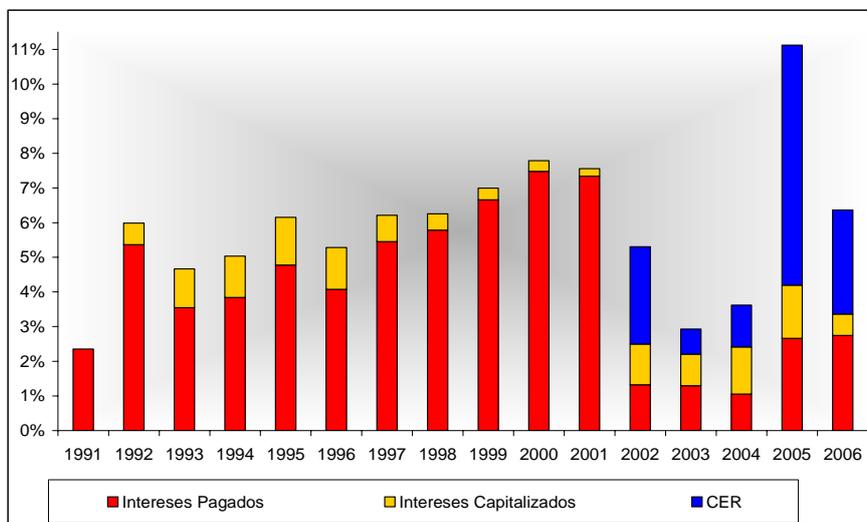


Fuente: Elaboración propia a partir de publicación de la Secretaría de Hacienda (2005) y de la Cuenta de Inversión.

En el **Gráfico 7** se expone la incidencia de estos componentes sobre el valor del total del stock de la deuda. Allí se observa que, luego de una importante reducción en los años del *default*, una vez producido el canje se regresa a un costo total similar o superior a los niveles previos a la crisis. De hecho, en el año 2005 se llegó a un costo promedio "implícito" máximo de 11,1% sobre el stock de la deuda, para luego reducirse a 6,4%. Si se considera en forma conjunta los **intereses capitalizados y el CER**, componentes no registrados en el balance financiero del período, los mismos representaron **69% del total de los costos de la deuda para el período 2002-2006**.



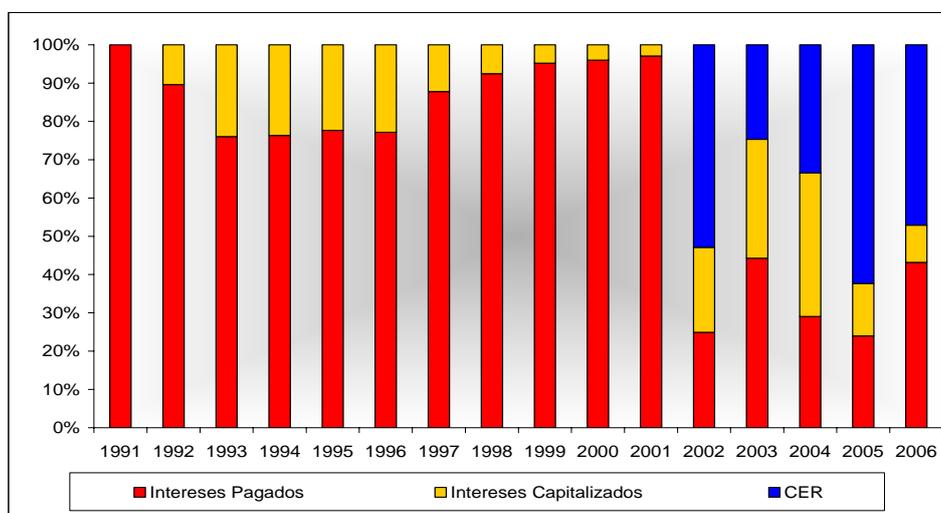
**Gráfico 7**  
**Componentes del costo (intereses pagados, intereses capitalizados y CER) de la deuda pública de la Administración Central**  
**En % del Stock de Deuda Bruta**



Fuente: Elaboración propia a partir de publicación de la Secretaría de Hacienda (2005) y de la Cuenta de Inversión.

Considerando sólo el ajuste por CER, durante el período 2002-2006 la deuda se incrementó en 14,66 %, con un promedio anual de 2,93 %. Esta incidencia tiende a ser creciente: entre 2002 y 2004, el CER explica un incremento de la deuda de 1,58 % promedio anual mientras que ese promedio se eleva a 4,96% en 2005 y 2006. El creciente peso relativo del CER entre los distintos componentes del costo de la deuda queda expuesto en el Gráfico 8: a partir del año 2005, el ajuste por CER representa más del 50% del total del costo “implícito” de la deuda.

**Gráfico 8**  
**Participación relativa de los componentes del costo (intereses pagados, intereses capitalizados y CER) de la deuda pública de la Administración Central**  
**En %**



Fuente: Elaboración propia a partir de publicación de la Secretaría de Hacienda (2005) y de la Cuenta de Inversión.



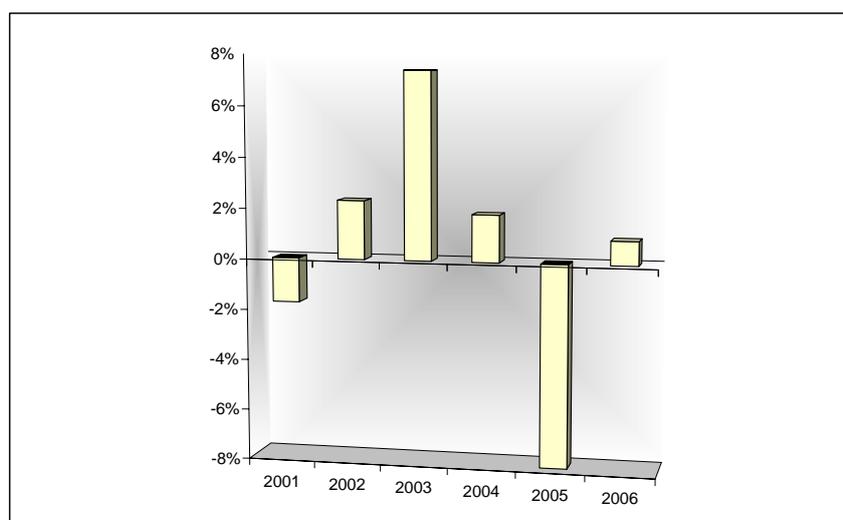
Para muchos analistas, el creciente peso del CER en el costo total de la deuda es una de las “justificaciones” de la intervención política que sufre el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), especialmente desde inicios del 2007. Desde allí, el INDEC viene sufriendo distintas intervenciones por parte del Ministerio de Economía (organismo del cual el Instituto depende) con el objeto de alterar la metodología de cálculo de los indicadores oficiales, especialmente el **Índice Precios al Consumidor (IPC)**. Esta intervención, con directo desplazamiento de personal técnico a cargo de las tareas, ha resultado en la publicación de índices con registros mucho más bajos de los que estimaría la metodología habitual. Entre otros efectos, esta manipulación baja el costo del ajuste del CER en el stock de deuda.

#### iv. El efecto canasta de monedas

Al analizar la evolución de la deuda, otro efecto aleatorio importante es el llamado “efecto canasta de monedas”. Este efecto es provocado por el impacto en moneda nacional de las variaciones de la cotización de las **diferentes monedas en las que está nominado el stock de deuda pública**. En otras palabras, refleja la variación del valor en moneda nacional de la deuda nominada en divisas. A diferencia de los otros elementos considerados, en este caso **la variación puede ser positiva o negativa** con respecto al período previo, dependiendo del movimiento de la cotización de las diferentes monedas.

Coherentemente, en el **Gráfico 9** se observa el carácter oscilante del efecto tipo de cambio sobre el valor de la deuda: en los años 2001 y 2005 produjo una ganancia de capital –apreciación de la moneda en que está nominada la deuda–, mientras que en los restantes años –2002, 2003, 2004 y 2006– el efecto fue una pérdida de capital –depreciación de la moneda en que está nominada la deuda<sup>36</sup>. En el Gráfico 9, la ganancia de capital se representa con un “costo negativo” y las pérdidas de manera inversa. Como puede apreciarse, pese a que en la estructura de la deuda post-canje existe una menor ponderación de la deuda nominada en divisas, **el efecto canasta de monedas es muy elevado** y supera en muchos años a los intereses pagados.

**Gráfico 9**  
**Efecto del costo canasta de monedas de la deuda pública de la Administración Central**  
**En % del Stock de Deuda Bruta**



<sup>36</sup> La ganancia de capital tiene que ver con la depreciación de la moneda en que está nominada la deuda, mientras que las pérdidas de capital tienen que ver con la apreciación de dicha moneda.



Fuente: Elaboración propia a partir de publicación de la Secretaría de Hacienda (2005) y de la Cuenta de Inversión.

Si bien estas eventuales ganancias o pérdidas son “supuestas”, en tanto no se acumulan, es de suponer que en el largo plazo la tendencia será a la depreciación de la moneda nacional frente a las divisas extranjeras. Así, la emisión de deuda en divisas tiene impactos que superan al campo fiscal, en tanto la necesidad de compra moneda extranjera coloca presiones sobre la política monetaria y la política cambiaria, generando a lo largo de la historia fuertes perturbaciones en la economía argentina con impactos directos en la tasa de interés, la cotización cambiaria, la inflación, etc.

## 5 Variaciones del Stock de Deuda: la falacia del des-endeudamiento

Una vez analizados los distintos componentes del costo de la deuda y los motivos por los cuales los mismos no están reflejados correctamente en el balance financiero que habitualmente presenta el Tesoro, podemos exponer de un modo más ilustrativo los elementos que explican la evolución de la deuda. Así como el costo de la deuda no se explica simplemente por los intereses pagados, tampoco las **variaciones del stock de deuda** se explican sencillamente por la diferencia entre nuevas emisiones y amortizaciones. Es por ello que en este apartado se analiza la dinámica del Stock de la deuda pública, a partir de la descomposición de los flujos y variaciones más importantes en la explicación del comportamiento de la misma.

Para analizar los elementos que explican las variaciones del valor del stock de la deuda, trabajamos con los datos del principal responsable de su pago, la Administración Central<sup>37</sup>, en base a la información de los Boletines Fiscales de la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía. La información se presenta en los **Cuadros 9 y 10**.

**Cuadro 9**  
**Evolución de los stocks de la Deuda Pública de la AC**  
**En pesos, % PBI**

CONCEPTOS	2001	2002	2003	2004	2005	2006
I) STOCK BRUTO INICIAL (a)	46,36	53,76	147,57	138,79	127,33	73,51
II) STOCK BRUTO FINAL (b)	53,76	147,57	138,79	127,33	86,97	76,17
III) Hold Out	0	0	0	0	13,46	12,20
IV) STOCK BRUTO FINAL (Sin Hold Out) (c)	53,76	147,57	138,79	127,33	73,51	63,97
V) STOCK ACTIVOS FINANCIEROS (d)	3,63	7,81	16,22	12,93	10,14	8,51
VI) STOCK NETO FINAL (Sin Hold Out) ((IV)-(V))	50,13	139,76	122,57	114,40	63,37	55,46

(a) Stock de Deuda al 01-01 de cada año

(b) Stock de Deuda al 31-12 de cada año incluyendo deuda no presentada al canje.

(c) Stock de Deuda al 31-12 excluyendo la deuda no presentada al canje.

(d) Stock de los Activos Financieros<sup>38</sup> al 31-12.

Fuente: Boletín Fiscal

En primer lugar, en el Cuadro 9 puede observarse que al 31 de diciembre de 2006 el valor del stock de la deuda sobre el PBI todavía era mayor que el existente antes del *default*, ya

<sup>37</sup> La deuda se refiere a la Administración Central y las garantías que pudiera darle la misma a otras reparticiones del Estado Nacional, Provincias, Privados, etc.

<sup>38</sup> Comprende solamente Activos Financieros relacionados con operaciones de crédito público. En consecuencia no están contemplados los depósitos u otras inversiones financieras que realiza el Estado. Para una lectura crítica sobre las características de la política de inversiones financieras del Estado Argentino es posible consultar AGN (2003/103) y Barbeito, Rodríguez Enriquez y Seppi (2007).



sea que considere o no a los *Hold Out*. Claramente, ese valor muestra una tendencia declinante desde el pico del año 2002; similar tendencia muestran los activos financieros de la AC. En este sentido se destaca que el incremento que tienen los activos financieros está directamente relacionado al **proceso de resolución del “default” de las provincias, habiendo quedado la Nación como el acreedor más importante de las mismas**. Según informan las planillas anexas del Boletín Trimestral de la Secretaría de Hacienda del IV Trimestre del 2006, del total de Activos Financieros que tiene la AC, el 85,6% es con cargo a las provincias, en especial la conversión de la deuda de las provincias (BOGAR) que tiene un peso relativo del 65% del total de de Activos Financieros que tiene la AC. **Por tanto la posibilidad de hacer líquido el stock de activos financieros computado está supeditada al desempeño fiscal de las provincias.**

Cuando se analiza la misma información, pero en este caso valuando el stock de la deuda en dólares, las conclusiones no difieren mayormente. En realidad se incorpora un dato preocupante: en el año 2006 se revirtió la tendencia declinante que venía registrando la serie desde el año 2004. Otra vez, es muy difícil justificar que el país está experimentando un proceso de des-endeudamiento.

**Cuadro 10**  
**Evolución de los stocks de la Deuda Pública de la AC**  
**En millones de dólares**

CONCEPTOS	2001	2002	2003	2004	2005	2006
I) STOCK BRUTO INICIAL (a)	128.018	144.453	137.320	178.821	191.296	128.630
II) STOCK BRUTO FINAL (b)	144.453	137.320	178.821	191.296	152.186	162.802
III) Hold Out	0	0	0	0	23.556	26.076
IV) STOCK BRUTO FINAL (Sin Hold Out) (c)	144.453	137.320	178.821	191.296	128.630	136.725
V) STOCK ACTIVOS FINANCIEROS (d)	9.759	7.263	20.893	19.425	17.743	18.195
VI) STOCK NETO FINAL (Sin Hold Out) ((IV)-(V))	134.694	130.057	157.927	171.871	110.887	118.530

(a) Stock de Deuda al 01-01 de cada año

(b) Stock de Deuda al 31-12 de cada año incluyendo deuda no presentada al canje.

(c) Stock de Deuda al 31-12 excluyendo la deuda no presentada al canje.

(d) Stock de los Activos Financieros<sup>39</sup> al 31-12.

Fuente: Boletín Fiscal

Si ahora pasamos a considerar el impacto de los elementos más importantes en la evolución anual del stock de deuda pública, siguiendo la misma estructura conceptual del cuadro anterior, esto es ilustrado en el **Cuadro 11**<sup>40</sup>.

<sup>39</sup>Comprende solamente Activos Financieros relacionados con operaciones de crédito público. En consecuencia no están contemplados los depósitos u otras inversiones financieras que realiza el Estado. Para una lectura crítica sobre las características de la política de inversiones financieras del Estado Argentino es posible consultar AGN (2003/103) y Barbeito, Rodríguez Enriquez y Seppi (2007).

<sup>40</sup> En este caso se trabaja directamente con la explicación de la variación anual del Stock de Deuda que excluye a la deuda no presentada en el canje. Esta variación es explicada a partir de los conceptos centrales



**Cuadro 11**  
**Análisis del impacto de cada componente en las variaciones del stock de deuda pública de la AC.**  
**En % PBI**

CONCEPTOS	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Acum 2001-2006
VARIACIÓN DEL STOCK BRUTO (a)	7,40	93,81	-8,78	-11,46	-53,82	-9,54	17,62
I) OPERACIONES (b)	6,07	10,50	3,78	0,20	-16,87	0,52	4,19
II) AJUSTES DE VALUACIÓN	-0,83	9,74	12,65	5,24	0,20	2,93	29,93
1)Tipo de Cambio	-0,95	3,58	10,36	2,19	-5,80	0,61	9,99
2)CER	0,00	4,34	1,01	1,44	4,92	1,93	13,63
3)Capitalización ( c )	0,12	1,82	1,27	1,61	1,09	0,40	6,31
III) OTROS (d)	2,16	73,57	-25,21	-16,90	-23,68	-14,25	-4,31
V) VARIACIÓN DE LOS HOLD OUT	0,00	0,00	0,00	0,00	-13,46	1,26	-12,20

(a) Variación del Stock de Deuda al 31-12 de cada año (diferencia entre el stock bruto inicial y el stock bruto final sin *hold out* del cuadro 9).

(b) Saldo neto de las operaciones ordinarias instrumentadas durante cada año (Adelantos transitorios del BCRA, Letras del Tesoro, Multilaterales, Préstamos Garantizados, entre otras).

(c) Capitalización de Bonos del Canje, Préstamos Garantizados, entre otras.

(d) Considera todas las variables que a modo de residuo no se tomaron en cuenta, por una cuestión de facilitar el abordaje. Es decir que de la variación anual del stock de deuda se corresponde con la suma de las partidas "Operaciones", "TC, CER, Capitalizaciones", "Hold Out" y "Otros". Para los años 2005 y 2006, el componente "Otros" está calculado con el descuento de los *Hold Out*.

Fuente: Boletín Fiscal

Este análisis nos permite descomponer los flujos más importantes que explican las variaciones en el Stock Bruto de la Deuda. Como puede observarse, de los **17,62 puntos porcentuales del PBI** en que se incrementó el Stock de Deuda Bruta entre los años 2001 y 2006, **solo 4,19 puntos porcentuales se explican por las operaciones de deuda**. El componente más importante en la explicación del incremento el Stock de Deuda son los **ajustes de valuación**: 76,2% del incremento del Stock de Deuda Bruta se explica por flujos ajenos a las operaciones ordinarias instrumentadas durante cada año. Entre los componentes que redujeron el stock de deuda, el más importante es el que registra los *Hold Out*.

En consecuencia las características de la **nueva estructura de la deuda que resultó post-default** cuestionan la perspectiva que considera que la argentina está en un proceso de desendeudamiento. También las opiniones acerca del bajo costo anual de la deuda que se apoyan en el análisis sólo de los intereses pagados.

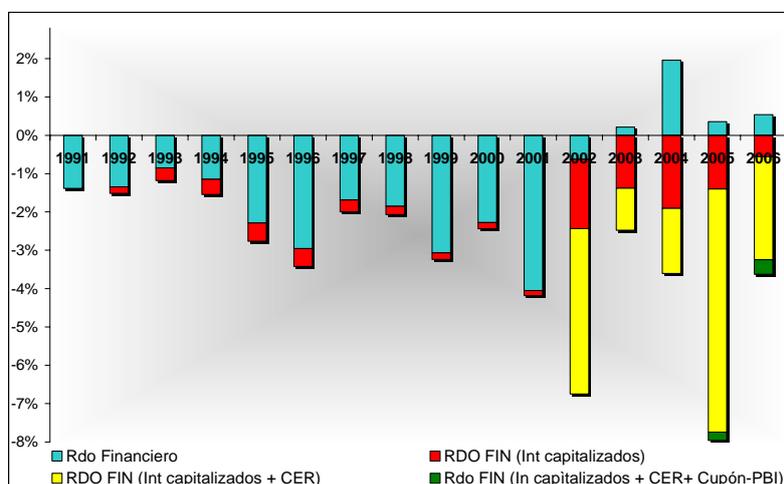
## 6 Deuda y resultado financiero del sector público

Con los elementos analizados, es posible evaluar más ajustadamente la situación del endeudamiento público en el período de post-Convertibilidad, y de allí su impacto en el resultado fiscal financiero y en el ahorro. A modo de ilustración, en el **Gráfico 10** comparamos, para el conjunto de la Administración Nacional, el resultado fiscal financiero calculado del modo habitual –considerando sólo los intereses pagados– y el **resultado fiscal financiero que resultaría de adicionar sólo los intereses capitalizados, el CER y el cupón PBI**. Como puede observarse, considerando el impacto de estos tres componentes de la deuda pública, **desde el año 2002 el resultado financiero de caja ha subestimado fuertemente el impacto económico de la deuda pública**. Esto explica una aparente paradoja: pese a que el país ha tenido un resultado fiscal financiero superavitario en los últimos años, concomitantemente se verificó un fuerte



**aumento del stock de deuda pública en más de 28.724 millones de dólares nominales, sólo considerando el ajuste de los intereses capitalizados y el CER<sup>41</sup>.**

**Gráfico 10**  
**“Nueva” estimación del resultado fiscal financiero de la Administración Nacional**  
**En % del PBI**



Fuente: Elaboración propia a partir de publicación de la Secretaría de Hacienda (2005) y de la Cuenta de Inversión.

Esa subestimación equivale a casi **20% del PBI acumulado en el período 2002-2006 (un promedio de 3,96% del PBI anual)**; del total acumulado, 6,19% corresponde a los intereses capitalizados y el resto al CER. Más que un des-endeudamiento, lo que se está verificando es un **traslado hacia futuro** de la carga de pago de los componentes más importantes que definen el costo de la deuda. Esto ofrece dudas acerca de la “tranquilidad” que el país goza en materia fiscal. Todo indica que la consistencia de las actuales reglas macroeconómicas ha de exigir un esfuerzo adicional en materia de superávit fiscal a media que los componentes poco visibles de la deuda pública empiecen a ser exigibles. También exige una observación más fina al momento de cuantificar el verdadero costo anual de la deuda pública.

## 7 Conclusiones

La re-estructuración de la deuda *post-default* no implica el inicio de un proceso de des-endeudamiento en el país ni tampoco es garantía de un peso fiscal soportable para las cuentas públicas. El principal impacto derivado de la reestructuración es la reducción de la importancia de los intereses pagados anualmente frente a otros ítems del costo-rendimiento de la deuda: el cupón vinculado al PBI, los intereses capitalizados, el CER o incluso las variaciones del tipo de cambio. Muchos componentes del costo-rentabilidad de la deuda están acumulando su peso y han de impactar en las futuras cajas del Tesoro público.

El análisis previo explica los motivos por los cuales no coinciden la evolución del resultado fiscal financiero (variable flujo) y la evolución de la deuda pública (variable stock) del sector público nacional. Este nos llevó a demostrar que el costo (rendimiento) de la deuda supera largamente al que registra el Tesoro como los intereses pagados en cada año. Este

<sup>41</sup> Si consideramos los pagos realizados en concepto del Cupón-PBI, el aumento del stock de deuda pública llega casi a los 30 mil millones de dólares nominales.



análisis cuestiona algunas de las ideas habituales que difunde el discurso oficialista sobre la actual situación de la deuda pública argentina.

En primer lugar, si bien los **intereses pagados** anualmente se han reducido significativamente con respecto a la situación previa al *default*, en el cálculo del costo (rendimiento) de la deuda pública, este componente tiene una importancia relativa menor frente a otros que son menos visibles. Si se tuvieran en cuenta el conjunto de los componentes, el costo de la deuda *post-default* es más elevado que durante muchos de los años de la década del noventa.

En segundo lugar, esos intereses pagados y registrados anualmente en la cuenta financiera del Tesoro Nacional, no son todos los intereses devengados en el año en cuestión. Los **intereses capitalizados** son también parte del costo anual de intereses de la deuda y si se los tiene en cuenta no es tanta la reducción de intereses como suele sugerir el discurso oficialista, que sólo tiene en cuenta lo que se registra como pagado.

En tercer lugar, **no es claro que el mecanismo del cupón del PBI haya sido beneficioso para el país** y todo indica que su presencia en el costo total de la deuda pública será creciente dado el mecanismo del cálculo del PBI acumulado.

En cuarto lugar, **tampoco es claro que la mayor presencia de deuda nominada en moneda nacional haya bajado los costos de la deuda**, dada la **importancia creciente del componente CER** en la determinación de ese costo. Todo indica que este componente debería seguir incrementando su presencia, sobre todo si se considera que la inflación que proyecta el país desde 2007 supera ampliamente a la informada oficialmente.

En quinto lugar, si bien la participación de la deuda nominada en divisas es menor que en los años previos al *default*, **el costo imputable a las variaciones de divisas sigue siendo elevado**. De hecho, en muchos años supera al costo de los intereses pagados.

En síntesis, estas conclusiones cuestionan la idea de que en la Argentina se está viviendo un proceso de des-endeudamiento, que el costo de la deuda es bajo y que al país le va a resultar sencillo atenderlo. También cuestiona la idea de que la deuda ha dejado de ocupar un lugar central en el proceso de valorización financiera del capital del país: los papeles de la deuda siguen dando un rendimiento muy elevado financieramente, por lo que la deuda pública argentina sigue siendo un elemento importante de **canalización de los ahorros líquidos y de valorización del capital financiero**. La diferencia es que, en contraste con lo que sucedía en el pasado, la rentabilidad actual de la deuda no se vincula principalmente con los intereses pagados, sino con **diversos mecanismos de capitalización de intereses y de ajuste del capital principal**.



## ANEXO I

### LA DEUDA PÚBLICA Y LA CUENTA DE INVERSIÓN<sup>42</sup>

El análisis de la deuda pública reclama precisiones técnicas para comprender su alcance. Es bastante común creer que todo pasivo del Tesoro constituye por su naturaleza, deuda pública. Sin embargo, las finanzas públicas y la misma Ley de Administración Financiera distinguen dos tipos de pasivos: i) la “deuda flotante” (también conocida como “deuda exigible”) y ii) la **deuda pública propiamente dicha**.

La deuda flotante está constituida por aquellos gastos que han sido devengados pero que permanecen como **obligaciones no canceladas por la Tesorería**. Estas obligaciones surgen de la ejecución diaria del presupuesto y están respaldadas por las disponibilidades líquidas<sup>43</sup>. La deuda flotante (esté vencida o no) no se registra en la partida “deuda pública” sino que se contabiliza como un pasivo en una partida diferente.

La “deuda pública”, según lo determina la Ley de Administración Financiera, comprende exclusivamente aquellas obligaciones contractuales que surjan de las operaciones de **crédito público**<sup>44</sup>, que involucran toda la capacidad que tiene el Estado Nacional para endeudarse con el objeto de obtener medios de financiamiento<sup>45</sup>. Supuestamente, dichos medios de financiamiento no pueden ser utilizados para la financiación de gastos operativos<sup>46</sup>; si bien esta situación está expresamente prohibida, en la práctica no se cumple estrictamente<sup>47</sup>.

La deuda pública –en su composición y en los flujos– es una categoría de naturaleza **patrimonial**. Para su registro, se utiliza el criterio de “devengado”, el cual incluye no sólo los atrasos por los servicios impagos, sino también los intereses capitalizados y los efectos de la variación del indicador de ajuste de la misma, que es el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER).

El artículo 95 de la Ley N° 24.156 de Administración Financiera, dispone cuál es la información mínima que debe formar parte integrante de la Cuenta de Inversión y en su inciso c) prevé que la misma deberá exhibir **el estado actualizado de la deuda pública interna, externa directa e indirecta**.

Este estado ha ido formando parte de la Cuenta de Inversión y su finalidad es la de exponer las variaciones operadas entre el inicio y el final de cada ejercicio fiscal, así como también la conformación cualitativa y cuantitativa del stock de la deuda pública al cierre.

<sup>42</sup> Las Heras (2004) y Collazo (2001)

<sup>43</sup> Los flujos fiscales en “base caja” y “devengado” pueden diferir cuando el Estado acelera o retrasa los pagos, dado un mismo nivel de devengamiento presupuestario de gastos.

<sup>44</sup> El sistema de crédito público se compone de un conjunto de principios, normas, organismos, recursos y procedimientos que intervienen en las operaciones que realiza el Estado.

<sup>45</sup> Estas obligaciones se denominan “servicio de la deuda pública” y están compuestas por las amortizaciones del capital, los intereses y las comisiones y gastos que se comprometen al formalizar las operaciones de crédito público

<sup>46</sup> En el actual sistema de crédito público, el destino de los recursos captados queda reservado exclusivamente a inversiones reproductivas, atención de casos de evidente necesidad nacional, reestructuración de su organización o refinanciación de sus pasivos, quedando expresamente prohibido su uso para financiar gastos operativos, excepto gastos para asistencia técnica financiados por organismos multilaterales de crédito.

<sup>47</sup> Las sucesivas leyes de presupuesto sancionadas en los últimos años se han caracterizado por el desequilibrio entre recursos genuinos y gastos, y tal como se señalara en la introducción, ese desequilibrio debió cubrirse con endeudamiento. La sanción de la Ley N° 25152/99 de solvencia fiscal, ha intentado encauzar esta situación pero su cumplimiento también fue desvirtuado.



Este compendio informativo establece un marco referencial dentro del cual se inserta la información sobre la deuda pública<sup>48</sup>. La integración de la totalidad de la información que contiene la Cuenta de Inversión es lo que permite visualizar, entre otros aspectos, la importancia relativa que la deuda pública tiene respecto del patrimonio neto de la Administración Central (AC).

El artículo 58 de la Ley 24.156 clasifica la deuda pública según dos criterios. En primer lugar, según la naturaleza del deudor. En este sentido, la deuda pública es considerada “**directa**” cuando la AC asume el carácter de deudora principal de la obligación; e “**indirecta**”, cuando la AC se constituye en deudora subsidiaria, sea por garantía, aval o fianza otorgada<sup>49</sup>.

Por otro lado, se clasifica la deuda pública según su **ámbito de exigibilidad**. La misma puede ser: i) deuda interna si ha sido contraída con acreedores domiciliados dentro del territorio argentino o bien si el pago de la misma pueda ser exigido dentro del mismo; ii) deuda externa cuando el acreedor se domicilia en el exterior o bien cuando la misma pueda ser exigida fuera del territorio nacional.

La deuda pública que forma parte del pasivo expuesto en los estados contables de la AC es la **deuda directa, tanto interna como externa**. La deuda indirecta, por ser una deuda contingente, sólo se encuentra informada en las notas a los estados contables, pero no forman parte integrante del pasivo del mismo. Por otro lado, según la exigibilidad de sus vencimientos originales, la deuda pública se clasifica en “corriente” y “no corriente”<sup>50</sup>.

La deuda pública es el componente más importante del pasivo del estado contable de la AC. Como se observa en el Cuadro A.1, el pasivo más que duplica al activo, por lo que el patrimonio neto resulta claramente negativo. Este indicador desmejoró notablemente en el 2002 como resultado del incremento de la deuda pública en moneda nacional. Con el canje de la deuda luego del *default* se produce una reducción pero su peso relativo sigue siendo muy elevado. De hecho, en el 2006, el peso de la deuda pública respecto del patrimonio neto permanece por encima de los valores de los años finales de la Convertibilidad.

---

<sup>48</sup> A partir del año 1998, la Contaduría General de la Nación elabora e incluye dentro de la Cuenta de Inversión, los primeros estados contables de la Administración Central. A partir de ese hito, la Cuenta de Inversión sufre un cambio sustantivo en su enfoque: deja de ser un instrumento exclusivamente financiero e incorpora a la misma la situación económica y patrimonial del citado ente.

<sup>49</sup> Según destaca el Manual de Crédito Público (1999) “*el aval es una forma peculiar de garantía por la que el Estado Nacional se obliga accesoriamente para el cumplimiento de una obligación crediticia contraída por una entidad pública, privada o mixta*” con características que brindan “*mayores seguridades y medios más expeditivos (...) a favor del acreedor, pudiendo accionar directamente contra el Estado, sin necesidad que haya excusado el contrato.*”

<sup>50</sup> Estos conceptos se definen en el cuerpo principal del trabajo.



**Cuadro A.1.**  
**Principales componentes del activo, pasivo y patrimonio neto de la Administración Central**  
**En % PBI**

Concepto	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>ACTIVO</b>	<b>19,99</b>	<b>21,21</b>	<b>39,51</b>	<b>32,69</b>	<b>30,90</b>	<b>31,40</b>	<b>29,67</b>
Activo corriente	2,36	3,09	2,52	2,18	2,78	2,39	2,86
Activo no Corriente	17,63	18,12	36,99	30,51	28,12	29,01	26,81
<b>PASIVO</b>	<b>48,08</b>	<b>57,54</b>	<b>155,27</b>	<b>135,78</b>	<b>122,83</b>	<b>78,66</b>	<b>69,05</b>
Pasivo corriente	10,15	11,63	25,95	16,95	17,92	12,50	11,52
<b>Deuda Pública</b>	8,26	9,46	21,28	13,81	14,81	10,59	9,39
Pasivo no Corriente	37,93	45,91	129,31	118,83	104,92	78,66	57,53
<b>Deuda Pública</b>	36,84	43,75	126,75	116,75	103,23	64,79	56,42
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>-28,10</b>	<b>-36,32</b>	<b>-115,76</b>	<b>-103,09</b>	<b>-91,93</b>	<b>-47,26</b>	<b>-39,38</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Inversión

Los cambios en la estructura de la deuda pública operan a través de distintos instrumentos que dispone el Estado Nacional para concretar las operaciones de crédito público. Estas modalidades se encuentran señaladas en la Ley de Administración Financiera Gubernamental en su artículo 57 y son las siguientes:

- La emisión y colocación de títulos, bonos u obligaciones de largo y mediano plazo, constitutivos de empréstitos;
- la emisión y colocación de letras del Tesoro (cuyo vencimiento supere el ejercicio presupuestario vigente);
- la contratación de préstamos con instituciones financieras;
- la contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el transcurso de más de un ejercicio financiero posterior al vigente;
- el otorgamiento de avales, fianzas y garantías, cuyo vencimiento supere el período del ejercicio financiero<sup>51</sup>;
- la consolidación, conversión y renegociación de otras deudas.

La estructura de la deuda pública nos permite inmediatamente visualizar cuál es la composición instrumental del endeudamiento. Esta observación tiene gran importancia por sus implicancias financieras y administrativas, tanto desde el punto de vista de la gestión como desde el punto de vista de su registro, valuación y exposición.

Como puede apreciarse en el Cuadro A.2, la modalidad de empréstitos predominantes, es aquella que se encuentra instrumentada mediante **títulos públicos**. Esta circunstancia se ve favorecida porque los títulos públicos tienen facilidad de circulación al cotizar en mercados abiertos y la posibilidad de obtener vencimientos más largos para su repago. Esta forma de instrumentar los empréstitos resulta ventajosa tanto para los acreedores como para los deudores, ya que a los primeros la facilidad de circulación les permite modificar su cartera de inversiones con cierta rapidez en la búsqueda de maximizar su beneficio; mientras que a los segundos les permite acceder a mercados más amplios donde la atomización del riesgo torna más permeable la obtención del financiamiento deseado<sup>52</sup>.

<sup>51</sup> De este modo se asigna al endeudamiento indirecto similar tratamiento que al resto de las operaciones de crédito público. A su vez, no se lo considera un gasto, por cuanto estaría sujeto a una eventualidad o contingencia sujeta al cumplimiento del avalado, aunque tampoco se constituye una previsión sobre la misma.

<sup>52</sup> En el cuerpo principal se destacó el "atractivo" que tiene este tipo de instrumento de financiamiento al posibilitar atraer fondos frescos que pueden ser aplicados con mayor flexibilidad que los restantes.



**Cuadro A.2.**  
**Estructura de la deuda pública**  
**En millones de pesos de 1993**

Tipo de Deuda	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>ADMINISTRACION CENTRAL</b>							
Títulos	91.958,2	61.160,4	179.792,4	203.209,4	201.139,2	142.453,6	155.259,9
Multilaterales	18.731,6	28.453,0	71.580,8	59.035,2	52.478,2	40.219,3	20.186,5
Banca Privada	5.084,0	42.995,6	66.995,0	35.944,0	38.117,5	35.726,4	33.189,4
Bilaterales	3.934,1	3.969,8	11.021,1	10.975,8	10.740,1	9.293,7	7.591,1
Proveedores	1.002,8	910,0	683,3	580,2	518,0	2.068,5	332,3
<b>TOTAL ADMINISTRACIÓN CENTRAL (1)</b>	<b>120.710,7</b>	<b>137.488,8</b>	<b>330.072,6</b>	<b>309.744,5</b>	<b>302.993,0</b>	<b>229.761,5</b>	<b>216.559,2</b>
<b>RESTO DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL</b>							
Multilaterales	2.416,6	3.343,2	8.051,4	4.782,8	4.386,0	3.852,6	3.250,7
Banca Privada	759,8	609,5	1.170,8	19.875,9	19.558,8	19.602,4	18.780,1
Bilaterales	498,4	428,9	1.090,3	1.084,1	930,1	796,4	710,0
Proveedores	13,0	9,9	19,0	8,7	11,9	308,3	242,1
<b>TOTAL RESTO DEL SPN (2)</b>	<b>3.687,8</b>	<b>4.391,5</b>	<b>10.331,6</b>	<b>25.751,5</b>	<b>24.886,7</b>	<b>24.559,8</b>	<b>22.982,9</b>
<b>TOTAL (1+2)</b>	<b>124.398,5</b>	<b>141.880,3</b>	<b>340.404,2</b>	<b>335.496,0</b>	<b>327.879,7</b>	<b>254.321,2</b>	<b>239.542,1</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Inversión

A los títulos públicos le siguen en importancia los préstamos obtenidos de organismos multilaterales de crédito, a los que la Nación se encuentra asociada. Los principales organismos internacionales de los que se ha obtenido financiamiento son el Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>53</sup>; el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF)<sup>54</sup> y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID)<sup>55</sup>.

Por otro lado, los préstamos denominados bilaterales son líneas país-país y básicamente se originaron como consecuencia de la reestructuración de la deuda pública dentro del marco del club de París y otros clubes de similares características. Son préstamos destinados a la prefinanciación de exportaciones, la adquisición de maquinarias y otros bienes destinados al sector productivo.

En el Grafico A.1 tenemos la importancia relativa de la deuda pública de la AC sobre el total del Sector Público Nacional. Aún cuando la misma continua representando el grueso de la deuda pública, los restantes componentes del Sector Público Nacional han crecido en importancia a partir del año 2003.

<sup>53</sup> Las líneas de crédito otorgadas por el FMI se destinan principalmente a la restauración del equilibrio de sus balanzas de pagos y a la estabilización de sus tasas de cambio.

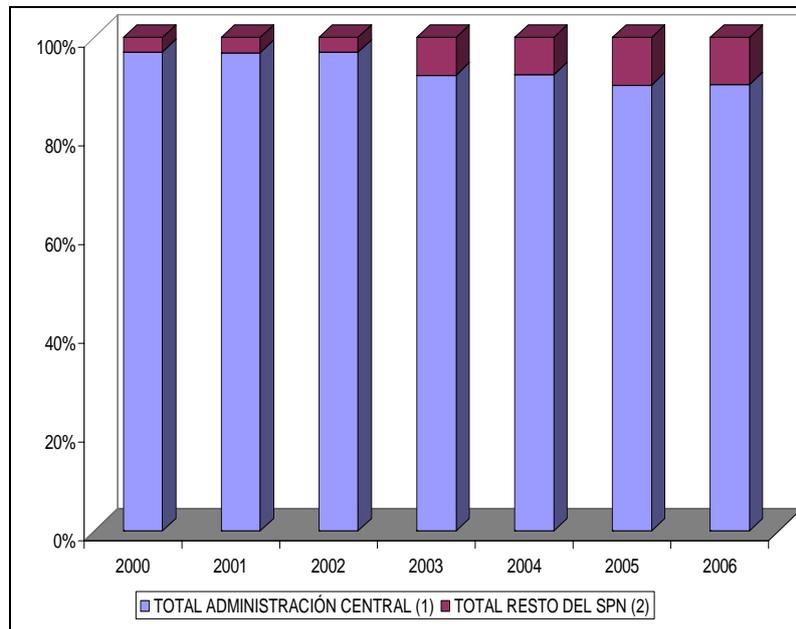
<sup>54</sup> La característica principal de los préstamos obtenidos del BIRF es que son líneas de crédito destinadas a financiar proyectos de inversión específicos tanto del sector público como del sector privado, siempre que los dirigidos a este último sean avalados por el Estado.

<sup>55</sup> Los préstamos obtenidos del BID son líneas de crédito que tienen como objetivo financiar proyectos específicos o directos o bien los denominados préstamos globales o indirectos. En los primeros, el que recibe el préstamo es el beneficiario final del mismo. En el caso de los globales o indirectos el crédito es recibido por un organismo administrador que se encarga de dividirlo en subpréstamos.



**Gráfico A.1.**

**Estructura de la deuda pública total  
En %**



Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Inversión



## ANEXO II

### RESULTADO FISCAL FINANCIERO Y VARIACIONES DEL STOCK DE LA DEUDA

En términos simplificados, y tal como fue comentado en el cuerpo principal de este documento, un resultado fiscal financiero equilibrado debería implicar que el stock de la deuda pública neta (deuda bruta menos activos financieros) no se modifica en ese período, ya que el saldo financiero después del pago de intereses es cero y cada amortización que debe realizarse es afrontada por un nuevo endeudamiento de idéntica cuantía. En consecuencia todo superávit fiscal financiero debería estar asociado a una reducción de la deuda neta, mientras que todo déficit, a un endeudamiento neto positivo.

Sin embargo, hay ciertos elementos que es preciso tener en consideración dado que alteran la identidad señalada. Estos elementos son denominados en la literatura<sup>56</sup> como conciliación de saldos y flujos (SFA) [*stock-flow adjustment or debt-deficit adjustment*] y conceptualmente permiten vincular la evolución del resultado fiscal financiero (variable flujo) con la deuda pública (variable stock).

Para ello, hay que considerar que en el caso de Argentina existen excepciones al método del devengado en las normas técnicas de la Administración Pública Nacional. En el caso particular del registro de la deuda pública existen algunos aspectos en los que **los criterios presupuestarios difieren de los contables**. Estos criterios deben ser considerados y efectuarse los ajustes pertinentes.

Si bien el **criterio del devengado** previsto en la ley 24.156 para el registro de las transacciones es común tanto para el sistema de presupuesto como para el de contabilidad, la práctica habitual es presupuestar aquellos gastos y recursos que serán pagados o cobrados en el curso del ejercicio fiscal. La impronta financiera que tiene el Presupuesto Público lleva a darle más valor a la **exigibilidad del pago de la obligación que a los efectos patrimoniales de las transacciones**.

*¿Qué situaciones podrían darse para que no coincidan las variaciones financieras y patrimoniales?*

En primer término, la identidad entre el resultado fiscal financiero y el patrimonial no se verifica si el primero está medido en base caja, dado que al registrar sólo los ingresos y pagos en efectivo este tipo de registro no incluye los gastos cancelados mediante la emisión de títulos de la deuda. Al no captar estos gastos en los registros de caja, se tiene un crecimiento de la deuda por la entrega del título pero sin que haya una correspondencia en el resultado fiscal financiero.

Una posible solución a esa situación, consiste en utilizar el resultado fiscal financiero calculado por el método del devengado. De todas formas, la solución no es tan sencilla, porque es necesario considerar previamente las **excepciones** que existen a dicho método en las normas técnicas de la Administración Pública Nacional.

a) Cómputo de intereses por endeudamiento.

En el régimen presupuestario vigente los intereses no siguen estrictamente el criterio de devengado. Esto es consecuencia de que en el presupuesto los intereses se proyectan en función de **cuándo debe realizarse el pago de acuerdo al contrato**, dejando de lado la parte que se devenga y/o capitaliza que no sea exigible durante el ejercicio en curso.

<sup>56</sup> Para mayores detalles es posible consultar en Von Hagen y Wolff (2004) y Martner y Tromben (2004), entre otros.



Es decir que en lo que se refiere a los intereses se presenta una bifurcación en el entendimiento del concepto de devengado conforme al grado de exigibilidad. Presupuestariamente sólo se contabilizarán aquellas obligaciones cuya exigibilidad opera durante un ejercicio fiscal dado y se excluyen todos aquellos pagos devengados en el ejercicio pero cuya exigibilidad se producirá en ejercicios posteriores. Este enfoque sobre la exigibilidad de la obligación del pago es similar a las clasificaciones económicas del presupuesto –es decir transacciones corrientes y no corrientes– **como si el impacto patrimonial pudiera posponerse**. Como fue analizado previamente, esto es un corolario del modo en que la Ley de Administración Financiera dio primacía al enfoque financiero por sobre el patrimonial.

Por tanto, el tratamiento de las cuentas públicas que sostiene el régimen presupuestario vigente –tanto en su versión “devengado” como en la versión “caja”– computa a los gastos de intereses por los pagos efectivamente realizados, no por los devengados. Por lo tanto, aquellos conceptos que incrementan el stock de deuda por ser devengados –aún cuando sean no exigibles– y capitalizados no aparecen. Este criterio, a pesar de ser muy cuestionable desde el punto de vista de una correcta contabilización –como así un mantenimiento actualizado de los stocks de la deuda pública a una fecha determinada–, resulta imprescindible su registro, por cuanto implica un incremento cierto de las obligaciones contraídas por el Estado Nacional.

#### b) Cómputo del CER

El ajuste del CER tampoco se encuentra expresado en las cifras del devengado presupuestario, mientras no sea exigible el pago. Es decir, es otra situación de gasto devengado que aumentan el stock de la deuda pública, pero que no se reflejan en el resultado fiscal financiero.

#### c) Cómputo de préstamos a provincias y otros entes del sector público

Otra práctica sustentada en leyes, es la de incluir préstamos a provincias y otros entes del sector público en la partida inversiones financieras, computando por debajo de la línea de resultado un gasto que debería reducir el resultado fiscal financiero<sup>57</sup> cuando se otorga el préstamo y disminuirlo cuando se recupera<sup>58</sup>.

#### d) Cómputo de recursos extraordinarios (venta o incorporación de activos públicos)

Conforme a ciertos organismos internacionales como el FMI, deberían excluirse los ingresos por privatizaciones de las empresas públicas de la estimación del resultado fiscal financiero del año, por tratarse de ingresos extraordinarios. Estos ingresos extraordinarios deberían ser contemplados en los registros “debajo de la línea” como una “fuente de financiamiento” y no como un ingreso.; este criterio nunca se aplicó en el país. Un caso similar son los activos correspondientes a los ahorros de los aportes de los afiliados al sistema de AFJP y que fueron transferidos recientemente al sistema de reparto administrado por el Estado.

#### e) Reconocimiento o consolidación de deudas no financieras con terceros (servidores públicos, jubilados, retirados, proveedores y contratistas del Estado, sentencias judiciales, etc.) originadas en ejercicios pasados.

En este caso, existe controversia acerca de si estas medidas afectan o no el superávit primario por el lado de los gastos<sup>59</sup>.

El argumento para no incluirlo arriba de la línea es que se desmejoran los resultados del presente por causa de obligaciones públicas no resueltas en los ejercicios pasados. Por otra

<sup>57</sup> Dentro de los gastos de capital existe una partida específica denominada inversiones financieras, para asignar estas aplicaciones de recursos que no tienen como objetivo la rentabilidad o la liquidez.

<sup>58</sup> Para un análisis minucioso sobre dicha práctica durante los años 1999-2001 se recomienda ver AGN (2003/103).

<sup>59</sup> Para un análisis más profundo sobre las discusiones ver Tejeiro (1996) y Martirene (2004).



parte, no es tan claro que estos gastos incidan sobre la demanda agregada dado que en muchos casos son atesorados por los beneficiarios.

Las razones que se oponen a considerarlo como una amortización de deuda, son: 1) que los efectos económicos y financieros se producen cuando el gasto se reconoce, 2) como normalmente la deuda se cancela con bonos de mediano y largo plazo, se incrementa la deuda pública; 3) se trata de gastos de naturaleza corriente o de capital, para nada asimilables a la amortización de la deuda o a un incremento de activos financieros<sup>60</sup>.

Desde el punto de vista estrictamente técnico, estos gastos deberían figurar “por arriba de la línea”, dentro de la partida que adecua la naturaleza del gasto que da origen al reclamo y en el año en que se perfecciona el reconocimiento de los mismos.

f) Otros factores que inciden sobre la deuda pública y no sobre el resultado fiscal financiero

- Diferencias de cotización: el presupuesto no prevé ni como recurso ni como gasto las diferencias de cotización positivas o negativas respectivamente que surgen del revalúo de los stocks de deuda al cierre de cada ejercicio fiscal.
- Utilidad generada en las operaciones de reestructuración de la deuda pública: es habitual que cuando la reestructuración de la deuda pública se efectúa mediante el canje de títulos se produzca una utilidad como consecuencia de que los títulos rescatados se encuentran valuados a su valor nominal y el valor del rescate se realiza a precios de mercado, los que generalmente son de inferior cuantía. Esa utilidad no se encuentra prevista como recurso presupuestario.
- Cuando el análisis de la deuda se realiza bajo el formato de deuda bruta: finalmente, siguiendo a Martirene (2006), es necesario resaltar que cuando el análisis de la deuda se realiza bajo el formato de deuda bruta, hay que tener especialmente en consideración la variación de los activos financieros ya que –aún asumiendo la ausencia de los ajustes descriptos en los párrafos anteriores (tipo de cambio, reconocimiento de deuda, efecto CER, etc.) – parte del superávit podría destinarse a la compra de estos activos, con lo que la deuda bruta se reduciría en un valor menor al superávit (también podrían usarse activos para cancelar deuda, por lo que podría haber una reducción del stock bruto hasta con un déficit fiscal financiero). Esta situación se resuelve utilizando el concepto de deuda neta; siempre y cuando el stock de activos financieros computados tenga bajo riesgo de incobrabilidad.

Los casos mencionados son suficientes como para mostrar las dificultades que se presentan cuando se intenta **conciliar el resultado fiscal financiero y la variación de la deuda pública**, aún en el caso de que el primer indicador esté calculado sobre la base del devengado.

Es importante dilucidar esas diferencias porque la variación de la deuda es un indicador que está compuesto (impactado) por una mayor cantidad de operaciones y efectos fiscales que el resultado fiscal financiero<sup>61</sup>. El uso del criterio de devengado en la estimación de la deuda pública responde al concepto más puro del mismo, por lo que incluye no sólo los atrasos por los

<sup>60</sup> Nuestro país ha evolucionado desde el tratamiento extrapresupuestario seguido en las sucesivas colocaciones de bonos de consolidación o instrumentos similares hasta el régimen actual que establece la inclusión como gasto primario de las cancelaciones originadas en transacciones no financieras, con algunas excepciones. Esto fue establecido en la Ley N° 25.152 de Solvencia y Responsabilidad Fiscal. En el artículo 3° inc. a) se dispone que “no podrán incluirse como aplicación financiera (amortización de deudas) gastos corrientes y de capital que no se hayan devengado presupuestariamente en ejercicios anteriores”, con las siguientes excepciones (inciso f, artículo 2° de la ley): a) atención de las leyes de consolidación de deudas, de acuerdo al límite establecido anualmente en cada ley de presupuesto nacional; b) los préstamos que el Estado Nacional repase a las provincias. Para ver algunas excepciones que se han aplicado últimamente se puede consultar Martirene (2006).

<sup>61</sup> No obstante, si éste incluye todas las transacciones devengadas de las operaciones corrientes y de capital del Sector Público, sigue siendo el indicador que muestra los esfuerzos que está realizando el gobierno para mantener las cuentas públicas en un sendero sustentable y compatible con el cumplimiento de los fines indelegables del Estado.



servicios impagos, sino también los intereses capitalizados y los efectos de la variación del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER).



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Asociación Argentina de Presupuesto (ASAP). Informes varios. <http://www.asap.org.ar/>
- AGN (2003/103) *Informe sobre el Endeudamiento y Déficit de la Administración Nacional Período 1999-2001*. Gerencia de Control de la Deuda Pública. [www.agn.gov.ar](http://www.agn.gov.ar)
- AGN (2006) “Estudio Especial sobre Administración de pasivos del Estado Canje Default 2005”. *Documento Técnico N° 26*. Gerencia de Control de la Deuda Pública. [www.agn.gov.ar](http://www.agn.gov.ar)
- AGN (2006/193). *Informe del Auditor Cuenta de Inversión Ejercicio Fiscal 2004*. [www.agn.gov.ar](http://www.agn.gov.ar)
- Barbeito A., Rodríguez Enríquez, C. y Seppi F., (2007), “Análisis del Presupuesto Nacional 2008: Otro año de ficción”, *Serie Análisis de Coyuntura Ciepp, Nro 16*, Octubre
- Basualdo, E. (1987), *Deuda externa y poder económico en la Argentina*, Buenos Aires, Nueva América.
- Basualdo, E., (1999), *Acerca de la naturaleza de la Deuda Externa, y la definición de una estrategia política*, Edición Universidad de Quilmes – FLACSO.
- Basualdo, E., (2006), *Estudios de historia económica argentina: Desde mediados del siglo XX a la actualidad*, Siglo XXI Editores, Buenos Aires.
- Brodersohn, M., (2007), *Informe Especial N° 369*. Econométrica. [www.econometrica.com.ar/](http://www.econometrica.com.ar/)
- Castiñeira R., (2007). *Informe Especial N° 381*. Econométrica. [www.econometrica.com.ar/](http://www.econometrica.com.ar/)
- Cibils A. y Lo Vuolo R. (2005), “Nothing certain but debt and taxes: Lessons from Argentina’s recent debt debacle”, *Serie Documentos de Trabajo N° 49*, Buenos Aires, CIEPP.
- Collazo, A., (2001), “El registro de la deuda pública. La deuda pública y su incidencia en los estados contables de la administración central. El sistema de crédito público”. XVI CONGRESO NACIONAL DE CONTADURIAS GENERALES. SAN LUIS.
- Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005) “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”, *Desarrollo Económico*, Vol. 45, N°. 178. (Jul. - Sep., 2005), pp. 187-233, Buenos Aires.
- Goldberg, L. y Lo Vuolo, R. (2006), *Falsas Promesas. Sistema de previsión social y régimen de acumulación*, Buenos Aires, CIEPP-Miño y Dávila.
- Las Heras, J. M. (2004), *Estado eficiente: administración financiera gubernamental. Un enfoque sistémico*. Ed. O. Buyatti
- Lo Vuolo, R. (2005a), “Canje de deuda y salida del default en Argentina: los problemas de la estrategia financiera elegida”, *Serie Análisis de Coyuntura N°7*, Buenos Aires, CIEPP.
- Lo Vuolo, R. (2005b), “Pagos anticipados al FMI: honrar las deudas con los más fuertes, descargar su costo con los más débiles”, *Serie Análisis de Coyuntura N°10*, Buenos Aires, CIEPP.
- Lo Vuolo, R. (2001): *Alternativas. La economía como cuestión social*. Buenos Aires: Altamira.



- Martirene, Roberto (2004). Argentina: Aspectos técnicos de la relación Argentina – FMI. Bases metodológicas del nuevo Acuerdo. XVI Seminario Internacional de Política Fiscal de CEPAL. Santiago, 26 al 29 de enero de 2004.
- Martirene, R., (2006), “Presupuestar en Argentina, antes y después de la crisis de la deuda pública. Enseñanzas, posibilidades y recomendaciones”, *Serie Gestión Pública* N° 60. Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Naciones Unidas. <http://www.eclac.org/>
- Martner, R. y Tromben, V. (2004), “La sostenibilidad de la deuda, el efecto bola de nieve y el pecado original”, *Serie Gestión Pública* N° 46, Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social (ILPES), Santiago de Chile, junio.
- Ministerio de Economía y Producción-Secretaría de Política Económica (2005):
- *Evolución reciente de la economía argentina y perspectivas de sostenibilidad. Un enfoque comparado*, en [www.mecon.gov.ar](http://www.mecon.gov.ar)
- Secretaría de Hacienda (2005), *Sector Público Argentino no Financiero: Cuenta Ahorro-Inversión-Financiamiento (1961-2004)*, Buenos Aires, Ministerio de Economía y Producción.
- Secretaría de Hacienda (2003), *El Sistema Presupuestario Público en Argentina*.
- Secretaría de Hacienda (1999a), *Manual de Contabilidad Gubernamental*.
- Secretaría de Hacienda (1999b), *El Sistema de Crédito Público en el Marco del Programa de Reforma de la Administración Financiera Gubernamental* Libro y Anexo.
- Schvarzer, J. y Finkelstein, H. (2003): *El sistema financiero durante el corralito y el corralón. Una costosa transición*, CESP, Notas de Coyuntura N° 12, abril.
- Tejeiro, M., (1996) “La política fiscal durante la convertibilidad”, *Documento de Trabajo*, Centro de Estudios Públicos.
- Von Hagen J. y Guntram B. Wolff (2004), “What do deficits tell us about debt? Empirical evidence on creative accounting with fiscal rules in the EU” Discussion Paper Series 1: Studies of the Economic Research Centre No 38. Deutsche Bundesbank.
- Zanabria, M. y Théret, B. (2006), « L’expérience des monnaies provinciales dans la crise de convertibilité, une comparaison de leurs succès et de leurs échecs visant à mettre à jour les conditions d’un régime de monnayage véritablement fédéral », *Colloque Analyses et pratiques du développement: enjeux et diversité des approches de la francophonie*, UPJV/CRIISEA, Amiens, octubre.



## Últimos trabajos publicados en [www.ciepp.org.ar](http://www.ciepp.org.ar)



### DOCUMENTOS DE TRABAJO

61. **La falacia del desendeudamiento del sector público en la Argentina.**  
Rubén M. Lo Vuolo y Fernando Seppi (Enero 2008)
60. **Fases económicas y trayectorias laborales. El rol de la fuerza de trabajo femenina.**  
Corina Rodríguez Enríquez (Diciembre 2007)
59. **Lineamientos para el debate de una estrategia de política económica y social para la Argentina.**  
Alberto Barbeito, Laura Goldberg, Noemí Giosa Zuazúa, Rubén Lo Vuolo, Corina Rodríguez Enríquez (Diciembre 2007)
58. **The capitalist development of China and Latin America.**  
Joseph Halevi (Octubre 2007)
57. **Seguridad Ciudadana: De las respuestas tradicionales a la "Prevención del delito a través del desarrollo social"**  
Alberto Montbrun (Julio 2007)
56. **"When social health insurance goes wrong: lessons from Argentina and Mexico."**  
Peter Lloyd-Sherlock (Marzo 2007)
55. **"La política social en la Argentina post-convertibilidad: políticas asistenciales como respuesta a los problemas de empleo."**  
Corina Rodríguez Enríquez y Fernanda Reyes (Diciembre 2006)
54. **"Lo que dice y lo que calla la literatura sobre microfinanzas."**  
Laura Goldberg (Diciembre 2006)
53. **"Argentina: Los límites del análisis del comportamiento virtuoso de los agregados macroeconómicos."**  
Rubén M. Lo Vuolo (Diciembre 2006)
52. **"Las crisis de racionalidad y de motivación en América Latina y sus respuestas nacionales."**  
Fernando Errandonea (Noviembre 2006)
51. **"Lineamientos para una estrategia de desarrollo energético."**  
Alberto Barbeito; Rubén Lo Vuolo (Julio 2006)
50. **"Los Fondos Fiduciarios en Argentina: La Privatización de los Recursos Públicos."**  
Rubén M. Lo Vuolo; Fernando Seppi (Abril 2006)
49. **"Nothing Certain but Debt and Taxes: Lessons From Argentina's Recent Debt Debacle"**  
Alan Cibils; Rubén M. Lo Vuolo (Noviembre 2005)
48. **"Hacia una nueva forma de observación de la economía y la sociedad. La atribución de sentidos en los sistemas sociales"**  
Sergio A. Cutri; Rubén M. Lo Vuolo (Noviembre 2005)
47. **"De la marginalidad y la informalidad, como excedente de fuerza de trabajo, al empleo precario y al desempleo como norma de crecimiento"**  
Noemí Giosa Zuazúa (Octubre 2005)



46. **"Consideraciones acerca de la imposición sobre herencias y donaciones"**  
Fernando Seppi (Agosto 2005)
45. **"La reforma de la reforma: un nuevo sistema previsional para la Argentina"**  
Laura Goldberg; Rubén Lo Vuolo (Julio 2005)
44. **"La economía del cuidado: un aporte conceptual para el estudio de políticas públicas"**  
Corina Rodríguez Enríquez (Mayo 2005)
43. **"La pobreza en Argentina: un problema distributivo"**  
Laura Goldberg (Enero 2005)
42. **"Transporte y Distribución del Gas Natural"**  
Sebastián Eloy Calleja (Noviembre 2004)



## ANÁLISIS DE COYUNTURA

16. **Análisis del Presupuesto Nacional 2008: Otro ejercicio de ficción.**  
Alberto C. Barbeito, Corina Rodríguez Enríquez y Fernando Seppi (Octubre 2007)
15. **Inseguridad energética en Argentina**  
Alberto C. Barbeito, Rubén M. Lo Vuolo (Julio 2007)
14. **El fondo de la cuestión de los fondos**  
Fernando Seppi (Mayo 2007)
13. **Presupuesto Nacional 2007: los límites de la repetición"**  
Alberto C. Barbeito y Corina Rodríguez Enríquez (Noviembre 2006)
12. **"La estrategia de la administración Kirchner para enfrentar los problemas del mercado de empleo."**  
Noemí Giosa Zuazúa (Julio 2006)
11. **"La política monetaria 2003-2006."**  
Alan Cibils (Julio 2006)



## DOCUMENTOS PARA LA DISCUSION

- **"Contribución Especial. El Banco Ciudad: descapitalización y legislatura porteña".** Alberto C. Barbeito (Septiembre 2007)
- **"Responsabilidad compartida". Regular la Flexibilización Laboral.** Noemí Giosa Zuazúa (Julio de 2007)
- **El empleo precario en Argentina.** Noemí Giosa Zuazúa (Mayo 2007)
- **Aunque lo vistan de seda... Una crítica a la propuesta de reforma provisional.** Laura Goldberg (Febrero 2007)
- **Progresistas eran los de antes.** Roberto Gargarella (Enero 2007)



- **Presentación sobre el acoso sexual.** Paola Bergallo (Julio 2006)
- **La desregulación de la República: Implicancias de los "Superpoderes" en el proceso presupuestario.** Corina Rodríguez Enriquez y Fernando Seppi (Julio 2006)
- **Escrito presentado ante la Suprema Corte de Justicia Bonaerense en el caso caratulado Riquelme Lujan M. o NN Persona por nacer s/ Denuncia (Amicus curiae: Aborto en caso de violacion de joven demente)** (Julio 2006)
- **La falla de la Corte Constitucional de Colombia: una crítica al fallo que concede la reelección al Presidente Alvaro Uribe.** Roberto Gargarella (2005)  
Revista LA SEMANA – Colombia
- **¿Qué hay de nuevo, viejo? La reforma previsional como caricatura de las reformas de los años noventa.** Laura Goldberg (2005)