

CONTADOR PÚBLICO NACIONAL

**“FMI: VINCULACIÓN ENTRE LA TASA DE
ENDEUDAMIENTO DE ACUERDOS ESTABLECIDOS Y LA
TASA DE CRECIMIENTO REQUERIDA”**

AMPUERO, Juan Sebastián.
Registro 28828
Correo electrónico: juanseamp@gmail.com

OLGUIN, Walter Javier.
Registro 28908
Correo electrónico: seba_ruiz@hotmail.com

RUIZ, Sebastián Ariel.
Registro 28855
Correo electrónico: w.javier.olguin@gmail.com

SORROCHE, Gonzalo Ariel.
Registro 28912
Correo electrónico: Gonzalo.sorroche@gmail.com

Profesora Tutora: GJUKAN, Claudia Alejandrina

Mendoza, 2019



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO



FACULTAD DE
**CIENCIAS
ECONÓMICAS**

ÍNDICE

Resumen	8
Introducción	9
Capítulo I. Lineamientos Generales	12
I.1. El papel del Estado en la economía	12
I.1.1. La distribución del ingreso	13
I.1.2. El Estado y los impuestos	16
I.1.3. La regulación económica	18
I.2. Déficit fiscal	19
I.2.1. Alternativas contra el déficit	23
I.3. Crédito público	24
I.3.1. Las principales fuentes del crédito son:	25
I.4. Estructura de la deuda	26
I.4.1. Etapas de contratación	27
I.5. Efectos económicos de la deuda pública	28
I.6. Medición de la deuda	29
I.6.1. DEUDA / PIB	30
Capítulo II. Historia del Endeudamiento	34
II.1. Endeudamiento. Concepto y antecedentes en Argentina	34
II.2. Deuda externa	39
II.2.1. La deuda vieja	42
II.2.2. La deuda nueva	45
II.2.3. Default y devaluación, nueva etapa de la economía	50
II.3. El gobierno de Néstor Kirchner; Cristina Fernández y la deuda externa pública	55
II.3.1. La reestructuración de la deuda en default	55
II.4. Cancelación anticipada de deuda con el FMI y con España	58
II.5. Cristina Kirchner y reapertura del canje	60
II.5.1. Acuerdo con el Club de París	60
II.5.2. Incremento de la deuda y números no tan favorables	61
II.6. La deuda continúa creciendo	62
Capítulo III. Fondo Monetario Internacional	66
III.1. Origen de la institución	66

III.2. Política macroeconómica y del sector financiero	67
III.3. Quien toma las decisiones en el FMI.....	68
III.4. Recursos del FMI.....	70
III.4.1. Función de las cuotas.....	72
III.5. Asistencia técnica	73
III.5.1. Supervisa.....	74
III.5.2. Presta	75
III.5.3. Capacita.....	79
Capítulo IV. Crecimiento	81
IV.1. Concepto y clasificación.....	81
IV.1.1. Según la utilización de recursos:.....	82
IV.1.2. Según el objetivo	82
IV.2. Factores de crecimiento	85
IV.3. Medición	86
IV.3.1. El PIB como indicador de crecimiento.....	86
IV.3.2. Tasa de crecimiento en términos reales	90
IV.3.3. PIB real por habitante.....	91
IV.3.4. Medidas a favor del crecimiento económico	94
IV.4. Desarrollo	96
Capítulo V. Relación Deuda-PBI	101
V.1. Sostenibilidad.....	101
V.1.1. El indicador en el país	102
V.2. Riesgo del país.....	104
V.2.1. Factores que influyen en el riesgo país	106
V.3. Obligaciones	107
V.3.1. Memorándum 2018, metas cuantitativas y cualitativas.....	107
V.3.2. IV Revisión	108
V.3.3. Vencimientos	109
Conclusión	111
Bibliografía.....	113
Anexo I.....	114
Esquema Ahorro – Inversión – Financiamiento	114
Anexo II.....	115

Apéndice I – Carta de Intención (Acuerdo FMI)	115
Anexo III	118
Memorándum Acuerdo FMI – Actualizado.....	118
Anexo IV.....	131
Presentación gráfica oficial de la deuda.....	131



RESUMEN

El endeudamiento público es una herramienta muy utilizada, sobre todo en países deficitarios como Argentina. Uno de los organismos que brinda este tipo de financiamiento, y al que han recurrido frecuentemente los gobiernos de nuestro país es el Fondo Monetario Internacional. Es producto de esta recurrencia que surge la importancia de analizar esta organización, cuáles son sus funciones, y específicamente, intensificar el estudio sobre último acuerdo establecido.

Todo préstamo genera intereses, y por ello es necesario generar los recursos para cubrirlos, como también su capital. El objetivo de esta tesina es lograr entender y definir cuál es la vinculación entre la tasa de endeudamiento de acuerdos establecidos y la tasa de crecimiento requerida.

Esta tesina es de tipo descriptiva y correlacional, ya que detalla el problema observado y las causas que llevaron a la situación analizada y, por otro lado, se efectúa un análisis de la vinculación entre las variables que se plantean en el problema. Se trata de un estudio no experimental ya que se observan las variables tal y como suceden en su contexto natural. La metodología combina técnicas cualitativas, como el análisis de documentos, bibliografía y notas periodísticas, con técnicas cuantitativas en base al análisis de indicadores económicos.

Los resultados indican que, si bien existen países con un alto índice de endeudamiento que cuentan con economías y tasas de crecimiento positivas, estos son una excepción a la regla. Y por lo general, los países que recurren frecuentemente al endeudamiento entran en un círculo vicioso del que les es dificultoso salir, especialmente en países con economías inestables y subdesarrolladas como la de nuestro país.

Palabras claves: Endeudamiento Público, Fondo Monetario Internacional, crecimiento económico, historia de la deuda argentina, relación deuda-producto.

INTRODUCCIÓN

La Deuda Pública constituye un pilar fundamental de las economías, sean desarrolladas o no, siendo uno de los mecanismos de financiación más utilizados. No obstante, la toma de deuda no suele estar bien vista por la sociedad, aunque en ocasiones sea la única herramienta posible para un gobierno.

En Argentina, la deuda pública siempre ha representado una parte importante de los distintos presupuestos anuales, ya sea que el gobierno de turno opte por deuda externa o interna. Puntualmente, el gobierno de Mauricio Macri, por diversas circunstancias, optó por la deuda externa para financiar su presupuesto por las favorables tasas que se pueden alcanzar frente a las posibilidades internas. Específicamente, recurrió al Fondo Monetario Internacional, considerando que este organismo era el que otorgaba las mejores condiciones financieras.

El presente trabajo procura analizar las características de las políticas tomadas y a tomar por el gobierno de Mauricio Macri en relación con la deuda externa pública Argentina y más precisamente sobre el último endeudamiento que contrajo el Estado con el Fondo Monetario Internacional, en junio de 2018, y su posterior ampliación en septiembre de ese mismo año.

Esta tesina es de tipo descriptiva y correlacional, ya que detalla el problema observado y las causas que llevaron a la situación analizada y, por otro lado, se efectúa un análisis de la vinculación entre las variables que se plantean en el problema. Se trata de un estudio no experimental porque no se manipulan variables, sino que se observan tal y como suceden en su contexto natural. La metodología combina técnicas cualitativas, como el análisis de documentos,

bibliografía vinculada y notas periodísticas, con técnicas cuantitativas en base al análisis de indicadores económicos.

Con este proyecto, se busca poder conocer en líneas generales sobre la problemática del endeudamiento externo y dar respuesta a la siguiente pregunta:

¿Cuál es la vinculación entre la tasa de endeudamiento de acuerdos establecidos y la tasa de crecimiento requerida?

Luego de los compromisos pactados con el organismo internacional, se intenta analizar e interpretar la relación deuda – producto, siendo este el ratio de solvencia fiscal más popular, que mide el peso de los compromisos de deuda pública bruta sobre el valor que produce la economía en un año, en otras palabras la vinculación entre la tasa de endeudamiento y la de crecimiento. Se describirán las distintas políticas que tienen impacto sobre esa relación y confrontarán las metas establecidas con los índices actuales y proyectados.

Se intentan obtener los siguientes propósitos y objetivos:

- Explicar por qué y cómo se relaciona la tasa de endeudamiento con la de crecimiento.
- Conocer cuáles son las metas inflacionarias y fiscales para este año y el próximo.
- Cotejar los objetivos concertados con los resultados que van sobreviniendo.
- Comprender los elementos que integran el ratio deuda – PBI y cómo evoluciona.

Para una mejor organización, y así poder dar respuesta a la problemática y alcanzar los objetivos, se estructuró el proyecto en cinco capítulos. En el primero, se abordará sobre las definiciones y lineamientos generales del endeudamiento. En el segundo, se expondrá una reseña histórica de la deuda pública argentina y su evolución hasta la actualidad. En el tercero, se explicará la conformación y funcionamiento del Fondo Monetario Internacional. En el cuarto

se hablará sobre crecimiento económico, los factores que contribuyen al mismo, su medición y comparación con el desarrollo económico. En el último capítulo se expondrá la relación Deuda-PIB, indicadores como riesgo país y sostenibilidad y, por último, las obligaciones futuras del gobierno argentino y posibilidades de renegociación. Este esquema llevará a obtener datos e información necesaria para poder comprobar la hipótesis y establecer conclusiones.

Producto de la volatilidad económica permanente a la que se ve sometida el país, sumado a que se transcurre un año electoral, se ha decidido determinar el alcance del presente trabajo hasta el día 30 de junio de 2019, quedando las circunstancias posteriores a dicha fecha fuera del análisis correspondiente.



CAPÍTULO I

LINEAMIENTOS GENERALES

Para llegar a entender el punto central de este Trabajo de Investigación, es necesario que en primer lugar se aborden temas que conforman los *lineamientos*, para conseguir una mayor comprensión. Es adecuado en esta instancia advertir que en el presente capítulo se presentarán de modo sintético diversas temáticas económicas, a fin de introducirnos en el *pensamiento económico* y mirar desde esa perspectiva la problemática de la Deuda Pública, brindando un marco teórico que sirva para formar opinión fundada a la hora de juzgar políticas económicas adoptadas por el Gobierno a lo largo de la historia.

I.1. EL PAPEL DEL ESTADO EN LA ECONOMÍA

La intervención del Estado en la economía presenta gran controversia. A grandes rasgos se podrían separar las posturas al respecto en dos bandos: aquellos cercanos al *socialismo* que están a favor de una fuerte intervención del Estado, y los cercanos al *liberalismo* que se oponen a dicha intervención. Esto presenta bandos totalitarios, generando una división tajante que confrontada a la realidad de una sociedad, por menor que sea, queda sin aplicación, por lo que deberían combinarse en busca del equilibrio adecuado a la sociedad en cuestión. Por esta razón en economía se estudian *modelos económicos* como abstracción de la realidad, a fin de explicar determinados fenómenos; pero debiendo, ante una problemática puntual, estudiar la manera de combinar los aspectos positivos de cada uno a fin de buscar la aplicación de una solución que se adapte lo mejor posible. En consecuencia y siguiendo la idea presentada, al ser la economía una ciencia social y no exacta, no resultan aplicables recetas o fórmulas para afrontar determinado

problema obteniendo un resultado satisfactorio, sino que, por el contrario, aplicando mecanismos diseñados para resolver determinado problema, en confluencia con otros resulta insatisfactorio e incluso perjudicial.

En concreto pueden mencionarse a la distribución del ingreso, los impuestos y la regulación económica, como los tres aspectos más comunes de intervención estatal.

I.1.1. LA DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO

Ante la existencia de fallas en el mercado resulta necesario que el Estado ocupe un papel en la actividad económica procurando conseguir eficiencia, estabilidad económica, equidad y crecimiento.

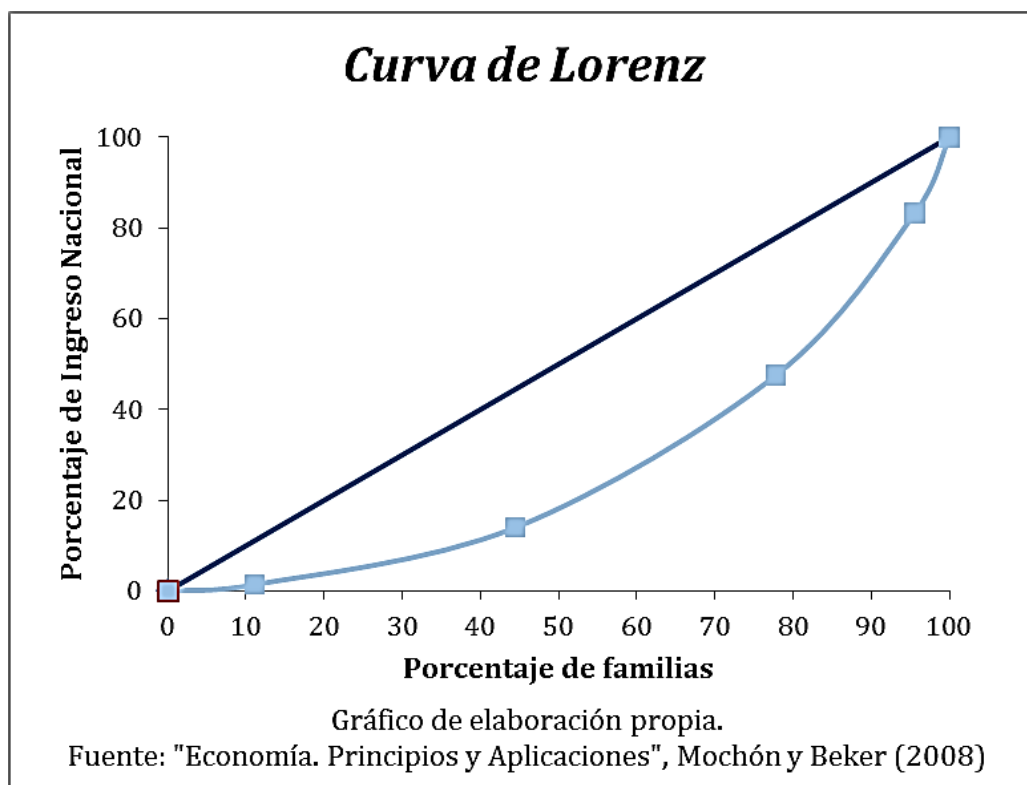
Así pues, la política distributiva busca modificar la distribución del ingreso entre los grupos sociales o los individuos para hacerla más equitativa. Los instrumentos que el Estado dispone para lograrlo son:

- Los impuestos: siempre que sean proporcionales al ingreso de las personas, o bien progresivos, modificando la distribución en beneficio de los menos favorecidos.
- Los gastos de transferencia: aquellos pagos que realiza el Estado a individuos sin recibir contraprestación alguna, como por ejemplo subsidios o planes sociales.
- Intervención directa en el mercado: donde aplica medidas tendientes a cumplir un objetivo, como puede ser la imposición de salarios mínimos, o establecer el precio de determinados bienes de consumo de primera necesidad.

I.1.1.1. Medición de las diferencias de ingresos. Curva de Lorenz.

En economía es común nutrirse de herramientas gráficas para explicar claramente las situaciones observadas, tal es el caso de la diferencia de ingresos. A este fin aparece la *Curva de*

Lorenz donde se muestra la relación entre los grupos de población y la participación sobre el ingreso nacional que los mismos representan.



En este gráfico se presentan como variables el Porcentaje de Ingreso Nacional y el Porcentaje de Familias, y se muestra la relación entre ellos. La línea recta sólida denominada "*recta de equidistribución*" refleja el escenario hipotético en que todas las familias obtengan los mismos ingresos, donde se cumpliría la equidad en la distribución en su totalidad. Por otra parte, la línea de guiones presenta la desigualdad en la distribución donde se concentra un mayor porcentaje del ingreso nacional en menor porcentaje de familias. Esto se puede observar en la gráfica donde hasta el 50% de la población sólo se ha alcanzado un 20% de los ingresos; desde el 50% al 90% de la población se llega a un 60% del ingreso; y finalmente en solo el

último 10% de la población se concentra un 40% del ingreso nacional. En conclusión, se puede mencionar que a mayor separación de la curva respecto a la recta de equidistribución, mayor es la desigualdad en los ingresos de la población.

Ahora bien, este modelo de estudio presenta limitaciones de medición real puesto que solo mide el ingreso monetario y no el realizado en especie. Las transferencias en especie son aquellas que el Estado realice mediante bienes o servicios a los sectores más vulnerables, lo que en cierto modo disminuiría la separación de la curva de Lorenz respecto a la recta de equidistribución.

Otro método muy útil para cumplir esta función de medición es el ***Coefficiente de Gini***, resultando ser una de las herramientas con mayor aceptación a la hora de abordar esta temática. Este coeficiente se calcula como el área formada entre la Curva de Lorenz y la recta de equidistribución, obteniendo valores entre 0 y 1, donde 0 representa la perfecta distribución y la Curva de Lorenz sería coincidente a la recta de equidistribución, mientras que 1 al contrario significa una total desigualdad entre los ingresos. Puesto que la formulación matemática del Coeficiente de Gini es compleja, es conveniente no abordarla sugiriendo al lector interesado ampliar sus conocimientos al respecto por su cuenta.

I.1.1.2. La Redistribución: ¿Aceptada o Rechazada?

Se podría pensar que las personas forman su opinión al respecto en la búsqueda de su propio interés, sin embargo, existe evidencia basada en estudios realizados por economistas que indica que el propio interés no logra explicar el pedido de redistribución en su totalidad. Se ha comprobado que la redistribución es apoyada por personas de distintos sectores sociales, con influencia de sus creencias, ideologías y el capital social.

Llegar a conocer la actitud de la sociedad frente a la distribución del ingreso es importante por la magnitud que representa el gasto público en estas políticas, y además porque las preferencias sociales conducen el diseño de las instituciones y políticas públicas de un gobierno.

A continuación, serán mencionados de modo sintético los cuatro factores que influyen en la preferencia respecto a la redistribución (Fong, 2001);

- Reciprocidad: los contribuyentes podrían exigir contraprestación del beneficiario de las políticas redistributivas.
- Altruismo: podría convertirse en un motivo de apoyo a la distribución.
- Prevención del delito.
- Autodeterminación: por lo cual, quienes consideren los ingresos como fruto del esfuerzo, se oponen a la redistribución del ingreso.

I.1.2. EL ESTADO Y LOS IMPUESTOS

El impuesto es el pago realizado por los ciudadanos a la administración pública sin recibir de ella contraprestación directa. Es una clase de tributo que se establece respecto a los valores de ingresos, bienes y servicios, reduciendo el ingreso y gasto privado de los individuos para convertirse en fuente de recursos para el erario.

I.1.2.1. Los impuestos y la equidad

Para entender la relación del impuesto con la equidad, se presentan dos principios organizativos: el principio del beneficio y el principio de la capacidad de pago. El primero se funda en el pago de impuesto de los individuos con relación a los beneficios recibidos por los

servicios públicos, mientras que el segundo se conforma en la idea de que cada individuo debería pagar en proporción a su capacidad de soportar esa carga.

En base a esos principios, el sistema tributario tiende a lograr la equidad en un plano horizontal y vertical. La equidad horizontal se dará cuando individuos esencialmente iguales paguen los mismos impuestos, y la equidad vertical cuando los individuos con mayor capacidad de pago paguen mayores cantidades que aquellos con capacidad inferior.

I.1.2.2. Tipos de impuestos

El sistema tributario de un país, teniendo en cuenta los principios antes mencionados, establecerá una combinación de impuestos que le permita obtener recursos para afrontar el gasto público respetando la equidad e intentando que resulte eficiente. Para establecer dicha combinación se utilizarán:

- ❑ Impuestos proporcionales: donde los contribuyentes pagan en proporción a sus ingresos. Entre estos impuestos aparece el impuesto provincial sobre los Ingresos Brutos, Impuestos sobre los Bienes Personales, etc.
- ❑ Impuestos regresivos: donde los contribuyentes de menores ingresos pagan mayores impuestos que aquellos de ingresos altos, como proporción respecto a sus ingresos. Claro ejemplo de este tipo de impuestos es el IVA, por el cual una persona de bajos ingresos se ve obligada a consumir determinada canasta básica alcanzada por este impuesto que representará una mayor parte de sus ingresos en comparación con alguien de mayores recursos y capacidad de ahorro.
- ❑ Impuestos progresivos: donde al contrario del anterior, los contribuyentes con mayores ingresos pagarían mayores impuestos que aquellos de menores ingresos, en relación a

los ingresos de cada uno. En la normativa impositiva vigente en Argentina, el impuesto que resulta más cercano a este concepto es el Impuesto a las Ganancias de personas físicas mediante la aplicación de la escala del art. 90 de dicha ley, donde a mayores ganancias, mayor será la alícuota aplicable.

Y a la vez, observando si los impuestos gravan los bienes o la manifestación indirecta de riqueza, éstos pueden ser:

- Directos: cuando recaen directamente en el contribuyente, sea éste empresa o individuo.
- Indirectos: cuando se gravan los bienes y servicios utilizados por los contribuyentes.

I.1.3. LA REGULACIÓN ECONÓMICA

La regulación económica consta de normas que tienen por fin controlar las decisiones de las empresas respecto a los precios, las ventas o la producción. Este tema resulta muy sesgado por la inclinación política del gobierno, lo que determinará la cuantía de regulaciones aplicadas por cada mandatario, puesto que aquellos con una inclinación más liberal se soslayarían a la libertad de comercio, procurando intervenir lo menos posible.

En consecuencia, un gabinete económico altamente calificado adoptaría las medidas de regulación necesarias para contribuir a proporcionar estabilidad en la economía nacional, sin importar la inclinación ideológica o política del gobierno de turno. Esto significa adoptar medidas contrarias a los principios estribados por el partido que los representa en aras a un bien mayor a su propia convicción, el bien común.

Comprendidos los principales puntos de intervención del Estado en la economía, es menester dar inicio al abordaje de los lineamientos más precisos para introducirnos en el pensamiento de los capítulos siguientes. Resulta necesario en este punto estudiar el resultado de la participación económica del gobierno, inclinando el enfoque a aquellos resultados

negativos generados por un exceso de gastos respecto a los recursos que los financian. Posteriormente se mostrarán las herramientas para hacer frente al resultado estudiado y un detalle pormenorizado de su medición. En todos los casos se enumeran las distintas alternativas sólo ampliando las que contribuyen de manera directa a buscar respuesta al problema originador de este trabajo de investigación.

I.2. DÉFICIT FISCAL

En el campo de las finanzas públicas se estudia el proceso ingreso-gasto a través de flujos monetarios de una unidad económica, en este caso el Estado. Éste tiene a su cargo diversos fines tales como: servir a la comunidad, garantizar los principios, derechos y deberes consagrados en nuestra ley suprema, proveer educación, salud, seguridad, entre otros. Para lograrlos debe necesariamente realizar erogaciones, las cuales financiará a través de ingresos, que deberá obtener de fuentes alternativas proveedoras de recursos “originarios” o “derivados”.

Los primeros se refieren a que el Estado cuenta con un patrimonio propio, explotándolo sin depender del sector privado; proveniente de ventas y alquileres, o del superávit de las empresas públicas, si existiesen. En cambio, los segundos dependen exclusivamente del flujo unilateral de recursos desde el sector privado de la economía, principalmente a través de tributos o del uso del crédito público. En el estado moderno la participación porcentual de los recursos originarios en el presupuesto nacional es mínima.

Bajo el supuesto de discrepancias entre nivel total de gastos y recursos públicos surge el denominado desequilibrio presupuestario. Este puede presentarse como superávit (recursos > gastos), o como déficit (recursos < gastos). Con motivo de este trabajo es necesario centrarse en

la segunda situación, además de ser la más repetida en la historia argentina según se desarrollará párrafos más adelante.

Del latín déficit 'falta'. Como concepto general entiéndase por déficit la escasez o la deficiencia de alguna cosa que se necesita o que se considera como imprescindible. Se utiliza sobre todo en un contexto comercial, en el ámbito de las empresas y los Estados. Desde la perspectiva de la administración pública: “parte que falta para levantar las cargas del Estado, reunidas todas las cantidades destinadas a cubrirlas” (RAE, 2019).

En Argentina el déficit fiscal es uno de los problemas más grandes que tiene la economía. Sin embargo, la historia no manifiesta que se hayan realizado políticas para disminuirlo, evidencia de que gastar más de los recursos que ingresan ha sido un hábito de todos los gobiernos que ha tenido este país. En 118 años, desde 1900 hasta 2018, se encuentran sólo 10 años de equilibrio o superávit fiscal y 108 de déficit fiscal. En efecto, nuestro país vive en una interminable crisis económica, porque todo déficit fiscal, según como se financie, deriva en deuda o inflación que si perdura se transforma en default o en crisis inflacionaria.

En el siguiente gráfico se presentan los resultados fiscales de Argentina en el último siglo, donde se puede apreciar la evolución del resultado fiscal, en su mayoría déficit, y cómo la consecución de éstos deriva en default. Entiéndase este último como la imposibilidad de un país para hacer frente a sus obligaciones financieras. En total Argentina cayó en default cinco veces en un período de cuarenta años (picos inferiores en color rojo), donde el acaecido en el año 1975 fue el de mayor envergadura (pico inferior en color amarillo).



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO



FACULTAD DE
CIENCIAS
ECONÓMICAS

DELEGACIÓN
SAN RAFAEL

Resultado fiscal en % del PIB (1900-1960)

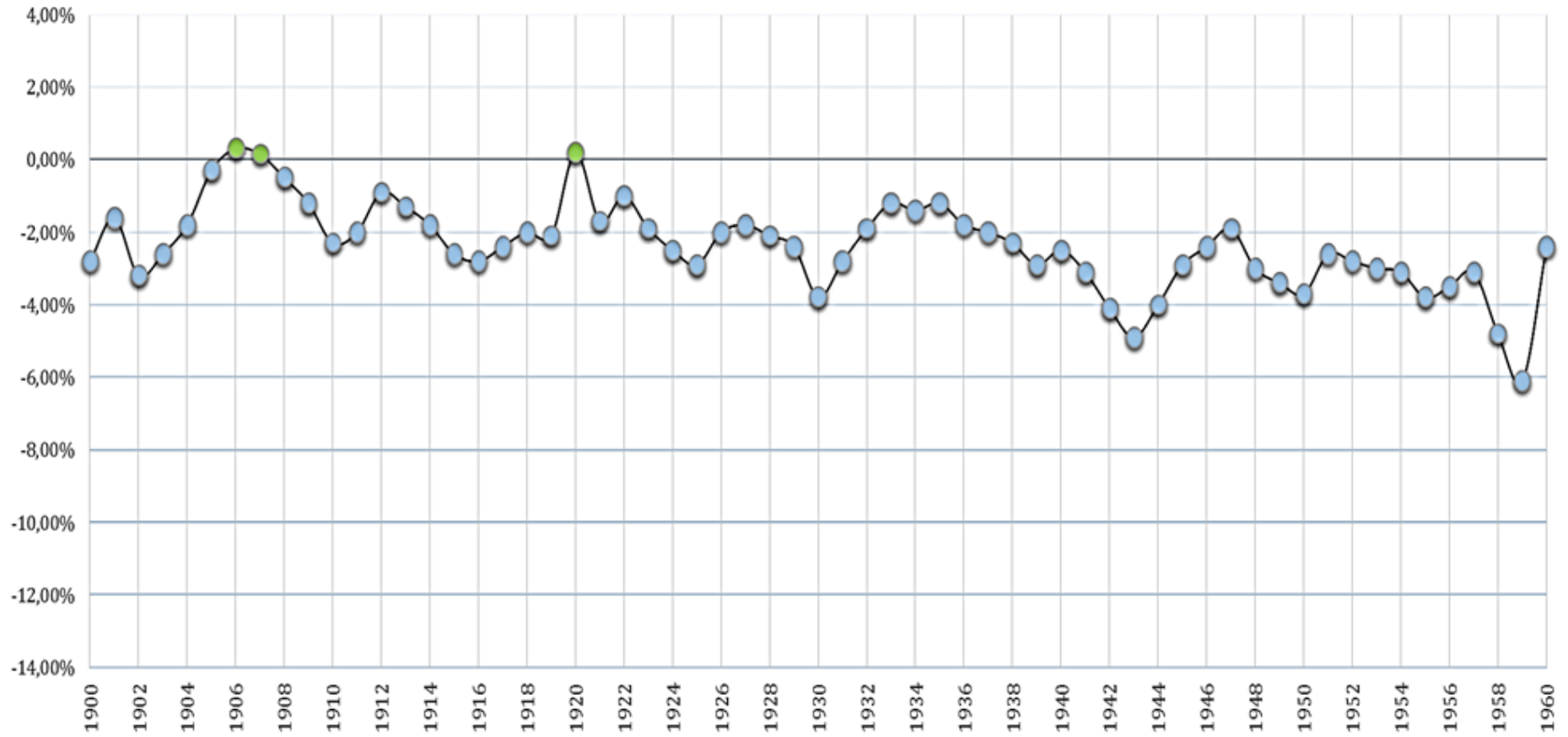


Gráfico de elaboración propia.
Fuentes diversas basadas en estimaciones.



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO



FACULTAD DE
CIENCIAS
ECONÓMICAS

DELEGACIÓN
SAN RAFAEL

Resultado fiscal en % del PIB (1961-2018)

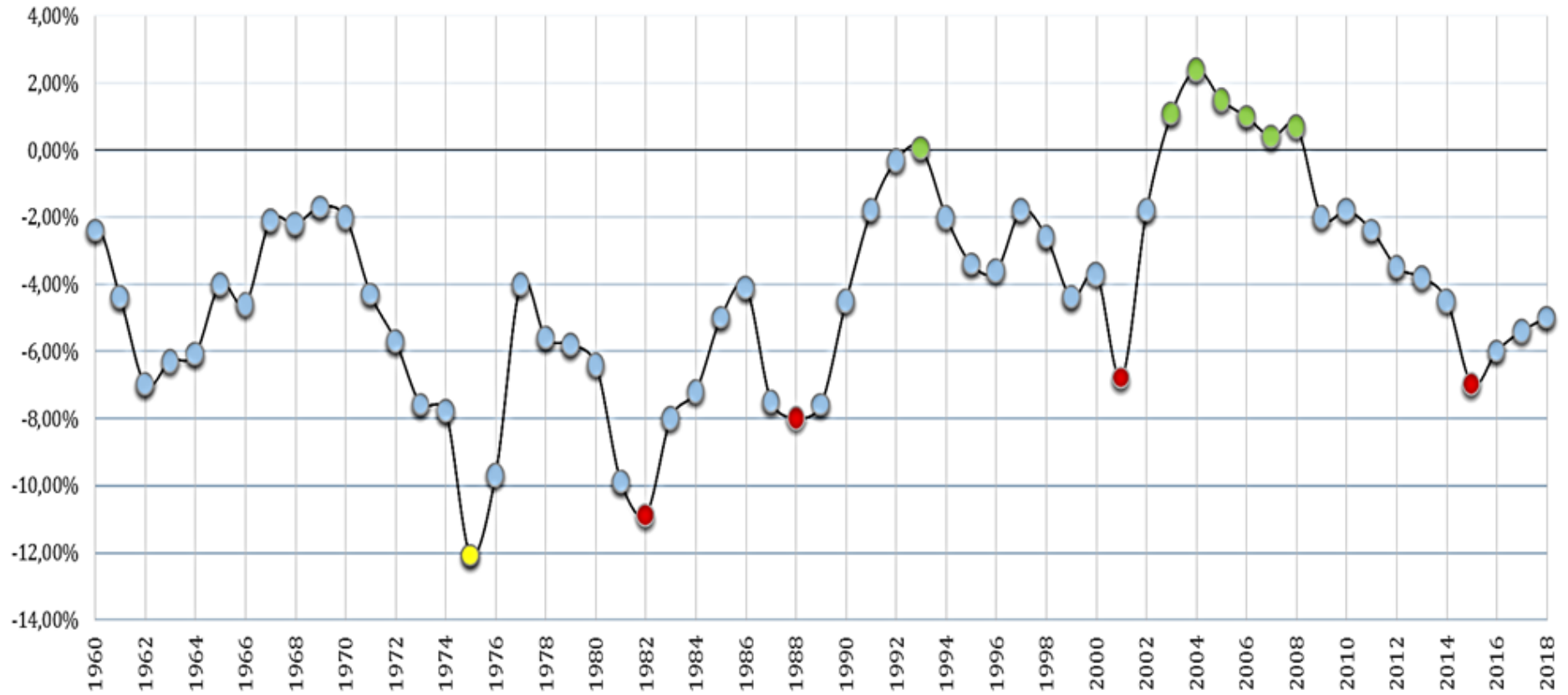


Gráfico de elaboración propia.
Fuentes diversas basadas en estimaciones.

I.2.1. ALTERNATIVAS CONTRA EL DÉFICIT

Para financiar el déficit se puede recurrir a dos formas básicas: la emisión monetaria y el crédito público. Respecto a la primera, el Banco Central de la República Argentina (BCRA), como organismo director del sistema financiero de la Argentina y entidad autárquica, se encarga de establecer políticas monetarias teniendo la facultad de modificar el stock de dinero, ya que, según la modificación de la Carta Orgánica (Ley 24.144 en su art 4 inc. B) establece que son funciones y facultades del banco regular la cantidad de dinero y las tasas de interés y regular y orientar el crédito.¹ En principio este método es considerado el más atractivo debido a que la recaudación es obtenida por la diferencia entre el valor nominal del billete y el costo de impresión que representa una porción insignificante con respecto del total, además no es necesaria la recaudación tributaria ni la suma de deuda que genera futuros intereses. A pesar de esto existe un gran repudio, esencialmente por sus predecibles consecuencias inflacionarias.

La otra alternativa es el crédito público, que es la aptitud política, económica, jurídica y moral de un estado que le permite hacerse de activos líquidos, para restablecer el equilibrio económico. La operación crediticia concreta mediante la cual el estado obtiene dicho préstamo, se denomina empréstito, en tanto que la obligación que contrae el estado con los prestamistas como consecuencia de tal constituye deuda pública.

Cabe destacar que cada gobierno formula un conjunto distinto de estrategias para conducir la economía del país. Dichas estrategias utilizan la manipulación de ciertas herramientas para obtener fines o resultados económicos específicos. Las alternativas antes mencionadas funcionan como dichas herramientas cuyo fin específico es atacar el déficit.

¹ Ley 24144, sancionada el 23/09/92, Boletín Oficial el 22/10/92.

I.3. CRÉDITO PÚBLICO

En línea con la temática de este trabajo, resulta necesario en esta instancia abordar con mayor detalle una de las alternativas mencionadas: el crédito público y sus incidencias políticas y económicas.

Con un fuerte sostén La Constitución Nacional, en su Artículo 4, enumera los fondos que conforman el Tesoro Nacional, y menciona como tales a “los empréstitos y operaciones de crédito que decreta el mismo Congreso para urgencias de la Nación o para empresas de utilidad nacional”, y el Artículo 75 inciso 4º otorga al Congreso la atribución de “contraer empréstitos sobre el crédito de la Nación”.

Según la Ley 24156 de Administración Financiera en su Artículo 56, se entiende por crédito público “la capacidad que tiene el Estado de endeudarse con el objeto de captar medios de financiamiento para realizar inversiones reproductivas, para atender casos de evidente necesidad nacional, para reestructurar su organización o para refinanciar sus pasivos, incluyendo los intereses respectivos. Se prohíbe realizar operaciones de crédito público para financiar gastos operativos”.² Las herramientas por las que se puede instrumentar el crédito público conforme al Artículo 57 son:

- a) “La emisión y colocación de títulos, bonos u obligaciones de largo y mediano plazo, constitutivos de un empréstito.
- b) La emisión y colocación de Letras del Tesoro cuyo vencimiento supere el ejercicio financiero.
- c) La contratación de préstamos.

² Ley 24156, sancionada el 30/09/92, Boletín Oficial del 26/10/92.

d) La contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el transcurso de más de un (1) ejercicio financiero posterior al vigente; siempre y cuando los conceptos que se financien se hayan devengado anteriormente.

e) El otorgamiento de avales, fianzas y garantías, cuyo vencimiento supere el período del ejercicio financiero.

f) La consolidación, conversión y renegociación de otras deudas”.

I.3.1. LAS PRINCIPALES FUENTES DEL CRÉDITO SON:

- El crédito de los individuos: la capacidad que una persona tiene para suscribir un empréstito está limitada por el monto de su ahorro, el cual el Estado impulsa mediante una política de crédito público a través de una reducción en la presión impositiva o beneficios que incentiven invertir en la emisión de títulos con tasas de intereses atractivas.
- El crédito de las instituciones financieras: a través de préstamos que conceden organismos financieros internacionales a sus países miembros, con el fin de promover su desarrollo y superar dificultades económicas financieras. En la actualidad las más reconocidas son el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo.
- El crédito de los bancos comerciales: nos referimos a la banca comercial clásica, capaz de crear medios de pago. Los bancos comerciales tienen un exceso de reservas, hallándose en condiciones de absorber una cantidad importante de títulos públicos sin que sea necesario provocar la reducción de la cartera de préstamos. La realidad es que el poder



de compra para adquirir los títulos públicos se crea y no se transfiere como en los casos de las fuentes anteriores. Este tipo de financiación resulta de carácter expansionista.

- ❑ El crédito del Banco Central: el Estado puede llegar a colocar títulos representativos de su crédito en el Banco Central, que lo depositará en sus cuentas o pondrá a su disposición la suma equivalente. Aquí se producirá un doble efecto acumulativo, ya que estamos en presencia de una de las formas de creación de moneda que, a través de la circulación del circuito financiero, provocará la creación de medios de pago. El crédito dentro del sistema bancario resulta promotor de un efecto expansionista en la economía.
- ❑

I.4. ESTRUCTURA DE LA DEUDA

En el Artículo 58 de la ley 24.156 “la deuda pública se clasifica en interna y externa, y en directa e indirecta. Se considera deuda interna, aquella contraída con personas físicas o jurídicas residentes o domiciliadas en la República Argentina y cuyo pago puede ser exigible dentro del territorio nacional. Por su parte, se entiende por deuda externa, aquella contraída con otro Estado u organismo internacional o con cualquier otra persona física o jurídica sin residencia o domicilio en la República Argentina y cuyo pago puede ser exigible fuera de su territorio. La deuda pública directa de la administración central es aquella asumida por la misma en calidad de deudor principal. La deuda pública indirecta de la Administración central es constituida por cualquier persona física o jurídica, pública o privada, distinta de la misma, pero que cuenta con su aval, fianza o garantía.”

En cuanto al plazo se puede distinguir entre deuda de corto, mediano y largo plazo. Esto depende del sistema de amortización y servicio de cada empréstito, y además de la posibilidad de renegociar la deuda que permita ampliar los plazos de vencimiento. Siendo de corto plazo



cuando no excede de un año, de mediano plazo hasta cinco años y de largo plazo cuando es superior a los cinco años.

I.4.1. ETAPAS DE CONTRATACIÓN

1) Aprobación: es competencia de la Oficina Nacional de Crédito Público encargarse de la programación y fiscalización de la deuda, de acuerdo a las posibilidades de cancelación de los servicios y las prioridades respectivas. En este proceso de autorización tiene también incidencia directa el Banco Central de la República Argentina, por los efectos en la balanza de pagos y, fundamentalmente, el Poder Legislativo en función de sus competencias indelegables atribuidas por la Constitución Nacional.

2) Negociación: comprende todas aquellas tareas orientadas a la obtención de información respecto del abanico de alternativas viables, las políticas crediticias con que se rigen las instituciones internacionales, las características de los mercados de capitales, el costo del endeudamiento, sus plazos de vencimientos, y el desarrollo de las economías.

3) Contratación: se establecen jurídicamente las disposiciones conformantes del crédito público convenido dentro del marco establecido por la Ley de Administración Financiera, debiendo definirse:

A. Sistema de emisión: suscripción pública con precio determinado, licitación pública según precios ofrecidos, colocación a través de un consorcio de entidades financieras (underwriting), venta directa al público en ventanilla, etc.

B. Modo de reembolso del capital: deuda perpetua en que solo se pagan intereses a perpetuidad, reembolso total en una sola fecha, reembolso parcial a lo largo de varios períodos sea por sorteo o mediante una cuota pagada a cada título, reembolso anticipado optativo para el Estado, etc.

C. Monto de intereses: calculados a tasa fija o a tasa flotante.

D. Actualización del capital e intereses: por índice de precios internos, por salarios, por tipo de cambio oficial.

E. Moneda y lugar de pago de los intereses y el capital: en moneda nacional o extranjera, en el país o en plazas del exterior.

F. Monto de cada título: según los posibles inversores, se elegirá unidades de alto o bajo valor.

G. Identificación del tenedor: títulos nominativos o al portador.

4) Administración y Control: nuevamente el organismo rector tendrá a su cargo acciones destinadas a gestionar, efectuar un seguimiento de la recepción de los recursos, y fiscalizar que estos se apliquen a sus fines específicos, así como también tramitar y supervisar el cumplimiento del pago de los servicios de la deuda, etc.

I.5. EFECTOS ECONÓMICOS DE LA DEUDA PÚBLICA

Al ser el Gasto Público uno de los principales destinos ante la toma de deuda pública, el estímulo al crecimiento económico a través de un aumento de éste se basa en teorías que formalizó el economista inglés John Maynard Keynes a principios del Siglo XX. Sus teorías sirvieron para sacar al mundo de la gran depresión de los años 30; ya que un mayor gasto público genera cierta “bonanza” durante algún tiempo, pero hay que recordar que en economía nada es gratis, y si el endeudamiento es excesivo, las consecuencias pueden ser desastrosas.

Debido a que este gasto tiene rendimientos marginales muy bajos, o incluso negativos, es muy probable que la economía no repunte, o peor aún, se contraiga después de ejercer este gasto público.



Que el Estado recurra a la deuda pública para financiar el déficit tiene dos potenciales consecuencias graves. En primer lugar, puede generarse un efecto expulsión (“Crowding Out”), ya que los sujetos y/o entidades deciden financiar al sector público por sobre el privado, al ofrecer éste mejores condiciones y otorgar garantías más sólidas. El problema está en que las fuentes de financiamiento son limitadas, por ende, las que se inclinan por respaldar un sector no lo harán al otro. Esto deriva en que el sector privado no pueda acceder al financiamiento necesario para funcionar y considerando que este es el motor principal de la economía podría darse que no repunte o peor aún, que se contraiga.

En segundo lugar, para poder cubrir el costo financiero de la deuda y eventualmente su saldo, el gobierno necesita mayores recursos por lo tanto debe aumentar los impuestos, desincentivando la inversión privada, lo que reduce la actividad económica de manera significativa produciendo una baja en la recaudación impositiva.

En la medida en que la deuda del gobierno crece y se percibe un mayor riesgo la tasa de interés aumenta, y se genera un círculo vicioso, que incrementa el déficit fiscal simplemente por el mayor costo de servir la deuda. La acumulación de los déficits fiscales en el tiempo va deteriorando la competitividad del sector privado, ya que cualquiera de sus tres alternativas de financiamiento perjudica la inversión, producción, empleo y crecimiento.

I.6. MEDICIÓN DE LA DEUDA

Para poder realizar comparaciones entre distintos países, economías y en distintos períodos de tiempo, lo ideal es medir la deuda pública en términos relativos. Una alternativa es expresarla per cápita dividiéndola entre la población del país, de forma que sabríamos cuánta deuda le correspondería devolver a cada habitante. En Argentina, en base al Presupuesto

Nacional 2019 el servicio de la deuda pública asciende a un total de \$ 745.652.000.000, es decir, que si cada argentino tuviera que pagar la deuda tendría que abonar \$16.592,64 por persona, teniendo en cuenta que según el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos la población estimada al 1 de Julio de 2019 es de 44.938.712” (INDEC, 2019).

Sin embargo, lo más habitual es expresar la deuda pública con respecto al Producto Interno Bruto. “El producto interno bruto (PIB) es el valor monetario de todos los bienes y servicios finales que se producen en una economía a lo largo de un período de tiempo determinado. Es igual a la suma de los valores agregados brutos de todas las unidades institucionales residentes dedicadas a la producción, entendiéndose por residentes a una unidad institucional que se encuentra en territorio económico de un país y mantiene un centro de interés económico en ese territorio” (INDEC, 2019).

La deuda pública es una variable stock, que resulta de la acumulación de las variables de flujo respectivas, registradas en el pasado, expresada en una unidad monetaria. El PIB, en cambio es una variable flujo, que se mide en unidades o períodos de tiempo, en este caso a lo largo de un año.

I.6.1. DEUDA / PIB

Si dividimos una variable entre otra, observamos que el ratio Deuda/PIB está expresado en años o en porcentaje de año.

El ratio puede verse afectado positiva o negativamente por distintas variables:

- Un aumento del stock nominal de la deuda incrementa directamente la relación.

Efecto cantidad.

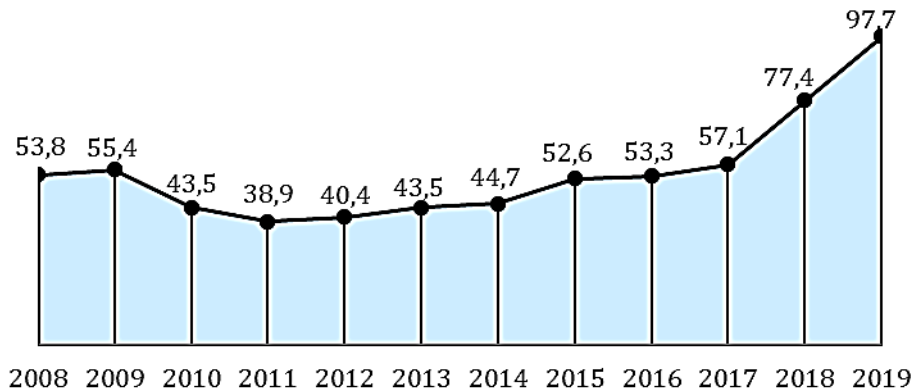
-
- ❑ La suba del tipo de cambio disminuye tanto el PIB como la deuda en pesos (ambos medidos en dólares) y, por consiguiente, el efecto es positivo, pero su impacto depende de la participación de la deuda en pesos sobre el stock total.
Efecto devaluación.
 - ❑ El acrecentamiento de los precios se traduce instantáneamente en una expansión del PIB (si se mide a precios corrientes), disminuyendo el ratio de la deuda.
Efecto precios.
 - ❑ El desarrollo de la economía provoca un aumento del PIB, que reduce el ratio.
Efecto crecimiento.

El resultado del ratio indica el porcentaje de producción de bienes y servicios de un año que habría que destinar para pagar la deuda pública. Esta forma de medir la deuda pública es inconveniente y corre el riesgo de subestimarla, ya que los servicios de la deuda únicamente se abonan con ingresos del sector público, no con la totalidad del PIB. Sin embargo, es un método que permite una rápida comparación entre países ya que encontrar una fórmula alternativa sería complejo, debido a la capacidad y circunstancias en la que se encuentra cada país para hacer frente a la deuda.

Para el caso argentino, gráficamente se ilustra la mencionada relación respecto a los últimos 11 años, donde el año actual presenta un alto porcentaje cercano al 100%.



Deuda en % del PIB



2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019

Gráfico de elaboración propia. Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

El cierre del año para el ratio Deuda/ PIB dependerá entonces de la evolución del precio del dólar, variable sobre la que sólo hay incertidumbre. En pleno año electoral, la expectativa es que la fuga vuelva a ser fuerte, presione sobre el valor de la divisa y consuma reservas en el camino. Se trata de un partido abierto. La importancia del indicador reside en que es observado por los mercados como señal de la capacidad de repago de la deuda. La economía se enfrenta a una dicotomía: con el dólar quieto, se pierde competitividad y se pone en riesgo la reciente mejora del rojo externo. Con el dólar subiendo, se dispara el ratio, por la fuerte concentración de obligaciones en moneda extranjera (BAE Negocios, 17/06/19).

Tal y como se anticipó en el comienzo del capítulo, se han abordado de modo sintético diversos temas que hacen al marco teórico que ayudará al lector a la comprensión de los capítulos posteriores. En el siguiente, también con cierto espíritu introductorio, se desarrollará la historia de la Deuda Argentina para luego profundizar a partir del capítulo tercero en lo

específico de este trabajo de investigación: el FMI, el último acuerdo firmado y los ratios a evaluar según el problema planteado.



CAPÍTULO II

HISTORIA DEL ENDEUDAMIENTO

Seguidamente se enunciarán los hechos principales que el país mantuvo con el fondo desde sus inicios hasta la actualidad. Además, se incorporan acontecimientos referidos a la deuda pública externa en cada gobierno.

II.1. ENDEUDAMIENTO. CONCEPTO Y ANTECEDENTES EN ARGENTINA.

Se entiende por Crédito Público a la capacidad que tiene el Estado para endeudarse con el objeto de captar medios de financiamiento. “Crédito” proviene del Latín “credere”, (creer- tener fe), de lo que se desprende que “crédito público” es una medida de la “credibilidad” del Estado, mientras que el sistema de crédito público lo componen el conjunto de principios, normas, organismos, recursos, y procedimientos que intervienen en las operaciones que realiza el Estado, con el objeto de captar medios de financiamiento que implican endeudamiento o modificación de la estructura de sus pasivos. A su vez se entiende por “deuda pública” al conjunto de obligaciones contractuales que asume el Estado como consecuencia del uso del crédito público. Dichas obligaciones contractuales 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.

Existen diversas formas de endeudamiento para un país, pudiendo recurrir a contraer deudas con otros organismos, o mediante la emisión de bonos o títulos. El presente capítulo se enfoca al endeudamiento con otros organismos, puntualmente con el Fondo Monetario Internacional, tal y como lo anticipa el título, para lo cual se realizará un repaso histórico de la relación de nuestro país con el organismo mencionado.



Ya son 63 los años de historia económica que envuelven a la Argentina con este organismo. Los cuales han consistido en una gran cantidad de acontecimientos de vital importancia para comprender la relación actual mantenida entre el ente y la Nación, abarcando una abundancia de acuerdos, desembolsos y pagos entre uno y otro. A continuación, se resumirá dicha historia en 13 acontecimientos críticos:

- ❑ 1956: Tras el derrocamiento de Juan Domingo Perón, quien definía al Fondo como “un nuevo engendro putativo del imperialismo”, la Argentina ingresa formalmente al FMI, durante el gobierno de facto de Pedro Eugenio Aramburu, por consejo del ministro Raúl Prebisch, Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe (CEPAL), quien elaboró un diagnóstico de la situación económica de la Argentina y un plan de acción para resolver los problemas económicos. La propuesta produjo un rechazo generalizado de muchas de las fuerzas políticas, lo cual le valdría su persecución y posterior exilio en Montevideo.
- ❑ 1958-1962: durante la presidencia de Arturo Frondizi se concretó la primera ayuda financiera por parte del organismo con el objetivo de lograr un equilibrio económico frente al déficit de ese momento. En 1958 se recibe la primera financiación por USD 75 millones complementándose a finales del año 1959 con USD 100 millones más, justificados en el progreso del plan de estabilización nacional puesto en marcha. Llegando al final de este período el gobierno se vio obligado a tomar un crédito con el Banco Central de la República Argentina (BCRA), mayor a lo permitido en cláusulas del convenio firmado con el FMI, debido a una fuga de capitales y el vencimiento de pagos, llevando a que el fondo declare a la Argentina en violación de los acuerdos firmados (Nemiña, 2013)



-
- ❑ 1963-1966: El presidente Arturo Umberto Illia, mediante la aplicación de políticas destinadas a una disminución de la deuda externa, decide durante su mandato apartarse de los condicionamientos del fondo. Pero conjuntamente fijó medidas proteccionistas, tales como la restricción de importaciones, reestatización de empresas privadas y el control casi total de cambios, todo lo cual llevó a un debilitamiento de la formación de la capital, producto de la desincentivación de la inversión (Nemiña, 2013)
 - ❑ 1966-1973: Se retorna a las negociaciones con el fondo desde la llegada de Juan Carlos Onganía (gobierno de facto), en 1967, durante la etapa del “desarrollismo eficiente”, se firma un acuerdo *Stand-By*, con condiciones similares al del 1958 firmado por Frondizi. Los respectivos créditos no fueron utilizados. En 1971 continúa al mando del mismo gobierno Alejandro Agustín Lanusse, con quien termina de incrementarse la deuda externa en un 46% al finalizar este periodo.
 - ❑ 1973-1976: Durante el tercer gobierno de Juan Domingo Perón y luego el de María Estela Martínez, se mantuvieron las relaciones con el FMI ya que seguía siendo país miembro, pero con ciertos cuestionamientos y una marcada posición contraria a realizar convenios y a ajustarse a las sujeciones realizadas por el organismo de créditos.
 - ❑ 1976-1983: En este periodo de dictadura encabezada por Jorge Rafael Videla, Roberto Eduardo Viola, Leopoldo Galtieri y Reynaldo Bignone, el fondo tuvo un papel central en la política económica. El apoyo financiero del organismo fue el puntal que le permitió a estos gobiernos reponer las reservas y llevar a cabo un programa de estabilización, pero a cambio de una multiplicación del endeudamiento con el organismo.
 - ❑ 1983 - 1989: En la vuelta de la democracia con Raúl Alfonsín, a pesar de que el partido radical guardaba cierta desconfianza con el organismo, optan por acordar y conferir un



plan económico que impone el fondo para atribuir créditos. Sin embargo, ante una inflación ascendente y una deuda impagable, el presidente declara el default. El cúmulo de todas estas dificultades lo llevan a entregar el mandato de forma anticipada a Carlos Menem. Anteriormente el FMI ya había retirado el apoyo crediticio que había sido acordado por 2967 millones U\$D, pero sólo desembolsado 2246 millones U\$D.

- ❑ 1989 - 1999: La relación de Carlos Menem con el FMI fue muy estrecha, fue así para mantener el plan de Convertibilidad que establecía una paridad cambiaria entre el peso argentino y el dólar. Fueron varias las reformas ideadas por el organismo y realizadas por el gobierno, entre las más importantes la de privatizar empresas de servicios públicos. Cerrando el gobierno con una suma total de acuerdos por 2138 millones U\$D (Nemiña, 2013).
- ❑ 1999 - 2001: Debido a la crisis económica durante los años 2000 y 2001 y el plan de Convertibilidad, la administración del entonces presidente Fernando de la Rúa intentó poner fin a la misma con nuevos préstamos que superaron los 12.500 millones U\$D (Infobae, 07/07/18). La crisis llegó a un punto inadmisibles donde colapsaron los bancos debido a la fuga de inversiones y la negativa de refinanciar la deuda por parte del FMI. En diciembre del 2001 el presidente renuncia a su cargo después de un estallido social e institucional, siendo uno de los peores pasajes en la historia del país.
- ❑ 2002 - 2003: Fueron 17 meses los que estuvo bajo la presidencia Eduardo Duhalde y contrajo con el FMI un préstamo por USD 3230 millones y una reestructuración de la deuda en los plazos de entre tres y cinco años la cual se había declarado en default por la decisión del presidente interino (por siete días) Adolfo Rodríguez Saá en diciembre de 2001 (Nemiña, 2013).



-
- ❑ 2003 - 2007: El gobierno de Néstor Kirchner firma el último acuerdo por un monto de 6194 millones U\$D antes de decidir anticipar el pago total de la deuda mantenida con el fondo por la suma de 13212,84 millones U\$D que incluye capital e intereses. Dicha cancelación fue realizada con reservas del Banco Central de La República Argentina, cuestión que fue muy criticada. También desautoriza al organismo a realizar sus correspondientes auditorías periódicas. De esta forma queda el país apartado de toda relación con el organismo financiero (Infobae, 07/07/18).
 - ❑ 2007 - 2015: Durante los ocho años de mandato de Cristina Fernández el país y el organismo de crédito internacional no tuvieron relación. Esto fue así, a pesar de que hubo ciertas señales de acercamiento para obtener nuevas líneas de crédito, pero Argentina no lo logra por la crisis que atraviesa y la falta de confianza que generan las medidas políticas adoptadas (como fue la escasa transparencia en índices indicadores de la situación económica del país).
 - ❑ 2015 - 2019: El actual presidente Mauricio Macri solicitó ayuda financiera al organismo en mayo de 2018, como medida de emergencia ante una fuerte suba en la cotización del dólar. Con este pedido el país es nuevamente deudor del fondo luego de su cancelación total en el 2006. El acuerdo consistió en el clásico *Stand-By* que implica un crédito de 57.100 millones U\$D, según el organismo el más grande otorgado al país, a desembolsar entre 2018 y 2019 un 88% y el 12% restante en el 2020 y 2021 con el próximo gobierno, a reembolsar en un período de entre tres y cinco años (Memorándum del Acuerdo con el FMI, 2018).

Veintisiete son los acuerdos que la Argentina firmó con el organismo de crédito internacional desde el año 1956 hasta el 2018. Siempre se trató de cumplir con las condiciones y

requerimientos exigidos en los convenios, adecuando estos a los planes de las políticas económicas de los gobiernos de turno, pero sin lograr los resultados esperados y con una deuda que perdura en la actualidad y que se incrementa con el paso de los años.

II.2 DEUDA EXTERNA

La deuda de Argentina con el FMI forma parte de un conjunto de empréstitos más amplio que se denomina Deuda Externa. Esta se compone de deuda pública (contraída por el Estado) y deuda privada (contraída por particulares y empresas). Es la acumulación de deudas que mantiene un país con acreedores extranjeros, entre los cuales se encuentran bancos del exterior, gobiernos de otros países u organismos internacionales como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

La historia de la deuda externa argentina inició escasos años después de que se convirtiera en país independiente. Atravesó por diferentes períodos de endeudamiento que estuvieron vinculados a numerosos cambios políticos y económicos, escoltados por crisis institucionales.

Todo se inicia el 19 de agosto de 1822 cuando la Junta de Representantes de Buenos Aires sanciona una ley que facultaba al Gobierno a contraer empréstitos para ser utilizados en la construcción del puerto, la fundación de tres ciudades situadas entre Buenos Aires y Carmen de Patagones y el establecimiento de pueblos en la nueva frontera, además de abastecer de agua corriente a la ciudad. El ministro de finanzas de Bernardino Rivadavia solicitó la suma de 2.800.000 de libras esterlinas de las cuales sólo llegaron 570.000, en su gran mayoría letras de cambio. Ninguno de los objetivos antes mencionados se realizó con esas sumas de dinero y dicho empréstito se terminó de pagar 80 años después y prácticamente 8 veces más de lo solicitado en ese entonces.



Así es como comenzó la historia de la deuda de Argentina. Luego de este hecho existieron numerosos empréstitos y desembolsos a lo largo de los años. A los fines de este trabajo se comenzarán a evaluar los existentes a partir del siglo XX para poder comprender y evaluar la situación en que se encuentra el país en la actualidad.

Entre la primera y segunda década del siglo pasado, se continúa con el endeudamiento sostenido en los años precedentes a través de la banca británica. Con la presidencia de Hipólito Yrigoyen la deuda se sigue incrementando para financiar el déficit fiscal generado en su gran mayoría por la abultada contratación de empleados públicos. La situación se empeora en 1914 debido a la reducción de exportaciones y a la estrechez financiera que produce el retiro del capital europeo, precipitando de esta manera la crisis. Dos años más tarde la deuda había alcanzado £ 121 millones y acompañada de un aumento de la tasa de interés por parte del Banco de Inglaterra, produjo la reversión del flujo de capitales extranjeros y le impidió al país financiar el déficit en la balanza de pagos. Luego de esto Argentina entra en una profunda recesión. Desde 1913 a 1917, se retrajo un 20% el PIB, siendo peor aún la caída del PIB per cápita que descendió a un 34%.

Con Marcelo Torcuato de Alvear como presidente desde el año 1922 a 1928 se volvió a incrementar la deuda externa y la influencia británica en las políticas económicas. En los años siguientes hasta 1938 la deuda continúa en línea ascendente durante los gobiernos de facto de José Félix Uriburu y Agustín Pedro Justo.

Durante el primer gobierno de Juan Domingo Perón, la recuperación de la deuda representó una demostración de independencia y poder, este resultado ayudaba a dar consistencia al discurso con rasgos nacionalistas y populares. De 1947 a 1951 se produce la baja en las tasas de interés, acompañada de estabilidad económica y reducción de la deuda externa



que se cancela completamente en 1952 con el desembolso de más de 12.000 millones de pesos del empréstito argentino-británico. Desde 1824 con el acuerdo con la casa Baring Brothers no sucedía una situación similar en la historia argentina, que desplazó al país de su posición (deudora hasta ese entonces), para ubicarlo en el lugar de un país acreedor por la suma de 5000 millones de pesos.

Con el golpe de estado de 1955 dirigido por el general Pedro Eugenio Aramburu que derroca a Juan Domingo Perón, se concretó un nuevo préstamo para financiar importaciones europeas. Se pacta un crédito de USD 700 millones con bancos europeos, acompañado de un efecto inflacionario que había sido casi inexistente en la primera mitad del siglo XX. Al culminar la dictadura argentina vuelve a ser un país deudor cuyo compromiso sobrepasaba los USD 1000 millones.

Este cambio en la política exterior que pasó de una totalmente independiente y con cancelación de la deuda, a una completamente alineada con Estados Unidos se ve complementada con el ingreso del país al FMI y al Banco Mundial, dispuestos por el gobierno de Pedro Eugenio Aramburu en 1956. La Argentina entra en la órbita de la inflación y el endeudamiento con nuevos préstamos para poder cancelar créditos anteriores.

Ante la situación evidente de que era imposible para el Gobierno militar saldar la deuda, el ministro de finanzas convoca a los 11 países acreedores a reunirse en la ciudad de París, cuyo resultado fue el llamado “Club de París” un foro informal de acreedores oficiales y países deudores, cuya finalidad es la de organizar formas de pago, como también así generar reestructuraciones de deuda (para acceder a la asistencia solicitada, debió modificar su política económica y obtener la convertibilidad a dólares de sus saldos comerciales favorables con los países acreedores europeos del Club de París). Con el final de la dictadura, Argentina estaba en



default y la deuda externa había aumentado a finales de 1958 superando a las reservas de oro y divisas en más de USD 1100 millones. En 1962 al caer Arturo Frondizi, alcanzaba USD 1800 millones y luego del gobierno de facto de José María Guido en 1963 rodeaba los USD 2100 millones.

En el lapso de gobiernos militares entre Juan Carlos Onganía y Alejandro Agustín Lanusse (1966-1972) la deuda llegó a 4800 millones. Entre los Gobiernos de Héctor José Cámpora, Juan Domingo Perón y María Estela Martínez de Perón (1973-1976) alcanzó los 7800 millones, es decir, unos USD 320 per cápita. Para los años setenta, Argentina tenía pleno empleo y con distribución de la riqueza más equitativa de la región, no obstante, la inflación elevada perjudicaba gravemente la competitividad de la economía.

A partir de este momento “se marcaron -aunque no de manera rígida- dos momentos claves; el que va de 1976 a 1993 (Deuda Vieja), y el que va de 1993 a 2001 (Deuda Nueva). Estos momentos constituyen los antecedentes que nos permitirán avanzar luego del contexto reciente que se abre con caída de la convertibilidad, default, devaluación, post default reestructuración y cancelación anticipada con el FMI, nueva reestructuración del 2010, cancelación a los llamados fondos buitres y el -todavía supuesto- nuevo ciclo de endeudamiento externo” (Lucena, 2017: 22).

II.2.1. LA DEUDA VIEJA

Hacia fines de la década del 60 y principios de los 70, es decir años antes a la globalización financiera reciente, la Argentina tenía un endeudamiento externo “equilibrado” que representaba alrededor del 10 al 15 % del Producto Bruto Interno. A partir de entonces, a raíz de principalmente dos grandes transformaciones, el porcentaje de la deuda en relación al PBI tendió a incrementarse, así como su centralidad y la de los acreedores en cualquier diseño



de política económica, erosionando la soberanía de las políticas económicas nacionales. La primera de estas transformaciones se dio en el plano internacional a partir de los cambios en el sistema financiero global producidos por la llamada “crisis del petróleo” en 1973, que aumentó la masa de dinero disponible en los organismos multilaterales de crédito, quienes volcaron esta liquidez (con tasas de interés relativamente bajas, 5,6% anual) hacia los países llamados “emergentes”, no atendiendo necesariamente a las necesidades de desarrollo de los países receptores, sino más bien para colocar el “exceso” de petrodólares acumulados en sus bancos.

La segunda de estas transformaciones se dio en el plano interno, donde fue emergiendo un modelo Rentístico-Financiero (1976-2001) asentado sobre la “Valorización Financiera” como modelo de acumulación de capital, que romperá las bases del aparato productivo del país. Este modelo se inició con el golpe de Estado de 1976, y con las políticas económicas del ministro José Martínez de Hoz. Tenía como principales características, la redistribución de ingresos adversa a los asalariados, la liberalización del sistema financiero, la apertura comercial, además de una política antiinflacionaria basada en la sobrevaluación de la moneda nacional. La liberalización del sistema financiero se tradujo rápidamente en un aumento de las tasas de interés internas que se volvieron mucho más elevadas que las del resto del mundo; situación que representó un gran negocio para las grandes empresas y bancos locales: se endeudaban en dólares para colocar sus activos en pesos en el sistema financiero local, y luego transformarlos nuevamente en divisas, acumularlas en el extranjero y utilizarlas como respaldo para nuevos préstamos, fenómeno conocido como la “bicicleta financiera”.

La situación en ese momento cambió con la suba de las tasas de interés externas dispuesta por las autoridades estadounidenses. La tasa Libor (sobre la que se determinaba el servicio de las deudas, contratadas a tasas flotantes), pasó de 5.6% en 1979 a 16.8% en 1981.

Pero la historia de la "Deuda Vieja" no concluye allí. La frutilla de la torta fue la estatización de la deuda privada. En 1981 el aumento en las tasas de interés internacionales y el fracaso de las políticas del ministro de economía José Martínez de Hoz confluyeron en una devaluación significativa de la moneda, fuga masiva de capitales, default; un sistema financiero que se vio al borde del colapso. La llamada "salvación" vino de la mano del presidente del Banco Central de aquel entonces Domingo Cavallo, quien implementó "seguros de cambio" que terminaron licuando la deuda externa privada, estatizándola en los hechos. Esta situación le costó al Estado Argentino-y por lo tanto, al pueblo argentino- USD 14.500 millones entre 1981 y 1983. Este "seguro de cambio" no contempló a las empresas públicas, que sobre-endeudadas se convertirían luego una presa fácil para los grupos económicos locales y extranjeros.

Con el gobierno de Alfonsín a partir de 1983 la tasa de endeudamiento creció, pero a un ritmo mucho menor, como producto de la capitalización de intereses devengados, sólo se tomaba deuda para pagar parte de los intereses, de USD 45.000 millones en 1983 pasó a USD 60.000 millones en 1990. Por supuesto, esto se reflejó en la economía en general: en 1990, el PBI por habitante era inferior al de 1981 en un 21%. El correlato obligado del avance de la valorización financiera por sobre la valorización productiva -además de una fuerte desindustrialización y primarización de la economía-, fue el endeudamiento externo creciente.

El modelo Rentístico Financiero tuvo como hilo conductor y reaseguro a largo plazo al endeudamiento externo público, que pasó de USD 7.900 millones en 1975 a 45.000 millones en 1983, de 60.000 millones en 1990 y 155.000 millones en el 2000. Si se incorporan otros rubros, que también constituyen deuda externa y se recalcula la deuda privada, supera los USD 200.000 millones (Lucena, 2017: 06-09).



II.2.2. LA DEUDA NUEVA

En 1988 la Argentina entró en cesación de pagos. Al principio de los 90 con el nuevo gobierno de Menem se comenzaron a realizar pagos parciales para avanzar en un acuerdo con los acreedores externos, y se diseñaron mecanismos de reestructuración que le darían “solución” al problema de la deuda. Estos mecanismos de “solución” fueron fundamentalmente, la privatización de empresas públicas y el Plan Brady, finalmente suscriptos en 1993. Con el Plan Brady se salió de la moratoria y se regularizaron los pagos. Se llevó a cabo a través de un proceso de “titularización” de la deuda externa pública, cambiando el tipo de acreedor. Los préstamos fueron reemplazados por títulos públicos, liberando a los acreedores con bonos públicos -que rápidamente se podían vender en el mercado- y activos públicos (empresas privatizadas), frente a posibles riesgos de no pago.

Durante los años 90, el endeudamiento externo público de la Argentina volvió a crecer a un ritmo acelerado, reestructuración de por medio (que incluye gran parte de la deuda vieja reconvertida a bonos Brady en 1993, a la que se agregaron nuevos compromisos), pasando de unos USD 58.588 millones en 1991 a unos USD 144.657 millones en 1999.

La “Deuda Nueva” (1993-2001) tenía una naturaleza diferente de la llamada “Deuda Vieja”. En principio los acreedores eran otros, mientras que antes del Plan Brady los acreedores eran fundamentalmente los bancos internacionales y organismos multilaterales de crédito que tenían comprometido varias veces sus capitales en operaciones posiblemente incobrables y poniendo en riesgo el sostenimiento del sistema financiero internacional, luego de la reestructuración la mayor parte de la deuda es con tenedores de bonos “particulares” diversificados en el “anonimato”.

La profundización del modelo Rentístico-Financiero durante la “Convertibilidad” que se inicia con el gobierno de Menem-Cavallo, basado en una sobrevaluación del peso con un tipo de cambio fijo, poseía una inviabilidad macroeconómica que la historia trágicamente mostraría: si el país crecía, las importaciones aumentaban y se producía un déficit externo; sino, existían menos recursos fiscales y había déficit presupuestario. Sin embargo, durante algunos años existió crecimiento: porque llegaron cuantiosos capitales extranjeros para especular con la bolsa y las tasas de interés, al tiempo que compraban empresas y aumentaban la deuda pública y privada. Pero, el estrangulamiento externo no era la única traba macroeconómica al crecimiento, también estaba la ausencia de una demanda agregada, vinculada al alto desempleo, los bajos salarios y jubilaciones, correlato de los sucesivos “ajustes” fiscales regresivos y la baja inversión.

El modelo Rentístico-Financiero se sostenía con la toma de deuda constante que actuaba como reaseguro de la Convertibilidad, durante el decenio de los 90 se tomaron en promedio USD 20.000 millones anuales. Y los servicios de la deuda se pagaban con ajustes fiscales. La profundización del modelo durante los años 90 fue posible también por un renovado acceso al financiamiento externo principalmente a partir de 1991, ciclo que se cerró nuevamente a mediados de 1995, momento en que el Estado se vio “obligado” a colocar deuda para reemplazar el cierre del financiamiento de los bancos internacionales.

El axioma que planteaban -y aún plantean- los “Gurúes” del modelo Rentístico-Financiero consistía en que para que haya crecimiento era necesario el fomento a las inversiones extranjeras, y para ello había que generar políticas que dieran “confianza” a los presuntos inversores. Para obrar en consecuencia era necesario realizar las políticas que demandaba el “mercado”. Pero este análisis parece olvidar que entre 1992 y 1998 la inversión extranjera

directa creció extraordinariamente en Argentina, sin dar lugar a un proceso de crecimiento y desarrollo sostenido.

En 1999 asumió el gobierno del Estado Fernando De la Rúa que adhirió a la tesis Fiscalista, según la cual la causa de la recesión era el déficit fiscal. Lo que lo llevó a tomar una política fiscal austera como herramienta para sacar a la economía de la recesión. Sin embargo, el destino de la convertibilidad ya estaba marcado. El círculo vicioso del modelo, que lo llevó a una inevitable crisis, se sintetizó en la persistencia de una política de endeudamiento público que se expresó y resumió en la fórmula de: cumplir a cualquier precio con el pago de los servicios de la deuda para lograr confianza financiera, y así poder volver a los mercados de capitales para obtener más crédito público, lo que significó más deuda. Esto, en un contexto financiero internacional de crisis (crisis rusa de 1998, crisis asiática, y luego crisis en Brasil en 1999), se vio agravado por el aumento de la tasa del riesgo país, que aumentaba los intereses y el stock de la deuda. La economía argentina sufrió entonces los efectos de un gravísimo desfinanciamiento estructural del Estado, que estuvo centrado en tres puntos: 1) el aumento exponencial de los intereses de la deuda dentro del gasto público, 2) la baja de recursos producida por la privatización del sistema previsional y 3) el efecto de la baja de los aportes patronales, tanto por el aumento de desempleo y la reforma tributaria, como por la baja casi a la mitad que le hizo el exministro Cavallo.

El resultado de la combinación de estos elementos en un contexto de una marcada recesión (en el período 1999-2001 el producto por habitante cayó en 13% y la desocupación abierta trepó hasta el 23%), fue un aumento exponencial del endeudamiento externo público. Es en este sentido que el problema de la deuda externa pública argentina es un problema de



inviabilidad del modelo y no un problema fiscal o de liquidez, como insistían -e insisten también ahora- los teóricos e intelectuales orgánicos del neoliberalismo.

Al agravarse la crisis de la deuda, en diciembre del año 2000 el país llegó a un acuerdo de “salvataje” con el FMI. El llamado “Blindaje” tenía como objetivo prolongar la vida del esquema Rentístico-Financiero, a través de la búsqueda de nuevos capitales externos sin los cuales el modelo se derrumbaba. La función del “Blindaje” era asegurar el pago de las deudas que vencían en el año 2001, “salvando” no al país, sino a sus acreedores, porque pudieron pagarse los servicios de los préstamos, cuya altísima tasa de interés se basaba en el riesgo país. Este paquete (blindaje) de USD 40.000 millones, se integraba de dos préstamos del FMI por USD 13.700 millones, 2.500 millones del Banco Mundial, 2.500 millones del BID, 1.000 millones del gobierno de España, 10.000 millones de aportes de bancos comerciales, 3.000 millones de aportes de las AFJP, a los que había que sumarle otros 7.000 millones previstos por canje de la deuda pública. Como contrapartida de este “salvataje”, los acreedores aumentaban sus “condicionalidades” a través de, principalmente, las “cartas de intención” del FMI.

El *blindaje* cumplió su objetivo, evitar la cesación de pagos, pero la crisis del modelo neoliberal de acumulación -basado en la valorización financiera- se agigantaba cada vez más. A medida que se aplicaban las nuevas y viejas “recomendaciones” de ajuste fiscal del FMI para cumplir los servicios de la deuda, el impacto negativo sobre la economía en un contexto de recesión que llevaba casi tres años generaba, cada vez mayores agujeros fiscales en las arcas del Estado.

El gobierno decide entonces en junio del 2001 realizar un nuevo canje de deuda, el llamado *megacanje*, con el objetivo de descomprimir los vencimientos de deuda del quinquenio 2001-2005. Los resultados de esta restructuración de títulos públicos por unos USD 30.000



millones (alrededor del 24% de la deuda del sector público nacional) fueron desastrosos, el costo financiero para el país fue de alrededor de USD 54.000 millones, es decir, casi dos veces el monto de la operación de canje de títulos.

Estos resultados precipitaron nuevas maniobras desesperadas, como la ley de “déficit cero”, entendida como equilibrio entre gastos operativos y recursos presupuestarios. Que incluyó el tristemente célebre recorte del 13% de sueldos y jubilaciones superiores a 500 pesos, para seguir asumiendo los compromisos financieros con los acreedores. Finalmente, en noviembre del 2001 se llevó adelante una segunda operación de canje dirigida a los tenedores de bonos locales, bancos y a las AFJP que aceptaron canjear USD 42.000 millones de títulos públicos por igual cantidad de “préstamos garantizados” con ingresos tributarios. La operación no pudo revertir el desarrollo de la crisis en curso. La salida de depósitos bancarios, la fuga de capitales y la contracción de las reservas internacionales habían comenzado en octubre de 2000.

Luego de una efímera recuperación lograda gracias al anuncio del Blindaje, el proceso se intensificó a partir de marzo de 2001 y se extendió hasta mediados de junio, cuando el gobierno volvió a emitir una nueva “señal”: el *megacanje* para revertir las expectativas negativas. Esta situación condujo a que el gobierno de Fernando de la Rúa y Domingo Cavallo, finalmente impusiera, a comienzos de diciembre, fuertes restricciones al retiro de fondos de los bancos (*corralito*) y a las operaciones de cambio. Pero a esta altura la caída del modelo Rentístico-Financiero de convertibilidad ya era un hecho; la bomba había estallado, la contradicción entre deuda y crecimiento era insalvable, se decía que debíamos hacer los máximos sacrificios para cumplir con los servicios de la deuda y así se llegaría al crecimiento, pero la deuda representaba el eje de un modelo de valorización financiera que no generaba crecimiento y desarrollo, sino que más bien era un obstáculo para el mismo. Finalmente, tras la renuncia del presidente de La

Rúa, el 24 de diciembre del 2001 el fugaz presidente Rodríguez Saá declaró el default de casi la mitad de la deuda externa pública Argentina, alrededor de USD 89.000 millones; el remanente, en lo sustancial, deuda con organismos multilaterales 32.362 millones y los recientemente emitidos préstamos garantizados 42.258 millones permanecieron en situación regular.

En los primeros días del gobierno provisional de Eduardo Duhalde la medida central fue ponerle fin al plan de convertibilidad y la devaluación del peso (Lucena, 2017: 09-14)

II.2.3. DEFAULT Y DEVALUACIÓN, NUEVA ETAPA DE LA ECONOMÍA

La caída del producto y del empleo continuó luego de la ruptura de la convertibilidad, pero sólo por un muy breve período. En efecto, contrariando la mayor parte de las opiniones y creencias, incluidas las de diversos funcionarios del FMI, los traumáticos episodios políticos y económicos que pusieron fin al régimen de convertibilidad fueron seguidos por una depresión aún más profunda. En 2002 el PBI se contrajo un 10,9%, recién en el último trimestre empezó a repuntar, pero en el medio Argentina llegó a los peores índices de pobreza e indigencia de su historia. La recuperación, se inició apenas dos trimestres después de esos eventos. El detonante fue precisamente el cambio brusco de precios relativos a favor de los sectores productores de bienes transables.

En el inicio de la fase, la recomposición económica fue impulsada por los excedentes que quedaban de los saldos exportables, así como por una leve sustitución de bienes importados por bienes producidos internamente. Varias de las políticas que jugaron papeles muy importantes en esta etapa debieron enfrentar la oposición del FMI, que insistía con sus reiteradas “recomendaciones”.

Cabe mencionar entre las políticas en cuanto al comercio exterior, que traccionaron la recuperación a las siguientes: la reimplantación de controles cambiarios, el establecimiento de



impuestos a la exportación (retenciones), y la regulación de las tarifas de los servicios públicos privatizados.

El Fondo Monetario Internacional insistió en la libre flotación del peso y el gobierno de Eduardo Duhalde adoptó este régimen por un breve lapso. Una vez instaurada la flotación del peso la paridad se disparó, alcanzando niveles próximos a \$4 por dólar, en un marco de expectativas de subas mucho mayores, disparando la inflación. La reimplantación de los controles cambiarios fue esencial para contener la burbuja cambiaria, así como la espiral inflacionaria.

Los factores que actuaron expansivamente fueron principalmente las variables de comercio internacional: exportaciones e importaciones, y en especial las primeras. La demanda comenzó a ser abastecida de a poco, por bienes producidos internamente, y esta sustitución de importaciones benefició en particular al sector manufacturero, fundamentalmente a las PYMES, que comenzaban a producir aprovechando la capacidad instalada, es decir sin realizar grandes inversiones.

Sin embargo, luego de una corta etapa inicial, la fuente del dinamismo económico se desplazó claramente hacia los componentes de la demanda interna -fortaleciendo el proceso de producción Pyme- en especial a la inversión, que creció a un ritmo anual cercano al 40% entre 2002 y 2004, y también al consumo privado. Aunque esta afirmación contrasta en algunos puntos con la de otros autores, como es el caso del Dr. Gastón A. Varesi que afirma que si bien despegó la inversión y el consumo, si uno compara la participación de los componentes de la demanda agregada en relación al PBI, entre los periodos 1993-2001, y 2002-2007, el único que evoluciona en términos comparativos son las exportaciones. Este crecimiento en la producción

fue traduciéndose en mejoras de los índices de empleo, lo que a su vez fue traccionando el consumo y alimentando el multiplicador del crecimiento, vía desarrollo del mercado interno.

La situación de default actuó como posibilidad del proceso de recuperación, no sólo porque se dejó de pagar una parte de la deuda (la deuda titularizada, puesto que a los organismos multilaterales se les siguió pagando) sino también porque el gobierno no necesitó dar “señales” a los mercados, además de permitir cierto margen de autonomía relativa al diseño de políticas macroeconómicas.

Sin embargo, la devaluación tuvo un alto costo que cayó fundamentalmente sobre las clases trabajadoras y los sectores populares vía caída del ingreso real, ya que como sabemos las mega-devaluaciones expresan un shock distributivo en detrimento del salario nominal y real. La administración de la devaluación en ese momento no fue “ordenada”, o sí lo fue, pero en función de las fracciones económicas más concentradas.

El gobierno transitorio de Eduardo Duhalde no arbitró la transición, sino que cedió ante los reclamos de las diferentes fracciones de la clase dominante Argentina y extranjera, potenciando el conflicto entre ellas en aras por reposicionarse en la nueva situación, coincidiendo -eso sí- entre ellas en que la principal variable de ajuste son los ingresos populares.

La devaluación de la moneda significó un fuerte impacto sobre la estructura contractual de la economía, ya que en su mayoría los contratos heredados estaban dolarizados. El gobierno recurrió a nuevas emisiones de deuda para disminuir los efectos negativos que la caída de la convertibilidad tuvo sobre la economía, beneficiando a las distintas fracciones dominantes que integraban la coalición de gobierno, y compensando a las fracciones que habían sido desfavorecidas por la salida devaluacionista y pesificadora, como el capital financiero y las privatizadas.

La “pesificación asimétrica” de los créditos bancarios -1 dólar 1 peso-, benefició fundamentalmente a los grandes grupos económicos locales nucleados en el llamado “grupo productivo nacional”. Este grupo, integrado por la Unión Industrial Argentina (UIA), la Cámara Argentina de la Construcción (CAC) y Confederaciones Rurales Argentinas (CRA), (principales impulsores y beneficiarios de la devaluación), aumentando la deuda en casi USD 15.000 millones. Aunque bien, las medidas fueron para los bancos, salvándolos de tener que asumir el costo de la pesificación asimétrica, esto fue una doble movida para favorecer a los grupos productivos y compensar a los bancos.

El gobierno de Duhalde también benefició al sistema financiero que tras la pesificación tenía en riesgo su patrimonio, por lo cual el gobierno para resolver ese saldo compensó a los bancos emitiendo nuevos títulos por unos USD 5.900 millones, además de seguir dejando en sus manos a las AFJP. También como se señala más arriba el gobierno tomó la “recomendación” del FMI y le cedió la flotación cambiaria. Por otra parte, la pesificación de los depósitos a 1.40 por dólar, desató fuertes reclamos de los ahorristas por lo que el gobierno lanzó canjes voluntarios de depósitos, emitiendo bonos por unos USD 6.000 millones. Otra fuente de endeudamiento fueron los pasivos de las provincias con los bancos, que pasaron a la órbita nacional, engordando la deuda en unos casi USD 10.000 millones.

La administración de la devaluación tuvo un impacto sobre el stock de la deuda de unos USD 28.500 millones. Un dato relevante es la comparación del peso de la deuda externa pública en diciembre del 2002 con relación al PBI de diciembre del 2001. La devaluación de la moneda aumento el ratio de menos del 50% al 145%, con lo que la Argentina se transformó en uno de los países que tenía más comprometida su potencial riqueza con relación a la deuda. Éste no es para nada un dato menor, puesto que es el porcentaje de lo que se debe con respecto a lo que se tiene

y produce, lo que define si la deuda es un problema de grandes magnitudes en cuanto a las posibilidades de crecimiento económico o no.

En enero del 2003 el gobierno de Duhalde y el Staff del FMI acordaron en un memorándum, en el que el gobierno se comprometía a realizar por un año, y luego ser renegociado por tres años más, una serie de exigencias que demandaba el FMI, tales como: un crecimiento del superávit primario para cubrir vencimientos de obligaciones con el organismo; se incluían metas de ajuste a las provincias; el desmantelamiento de los controles cambiarios; una nueva ley de coparticipación federal; un compromiso de revisar la situación financiera de las empresas de servicios públicos privatizadas; el compromiso de negociar la deuda en default con los acreedores, asegurando la consulta y el asesoramiento de los acreedores privados de EEUU, Europa y Japón; una reforma a la ley de quiebras; una reforma fiscal más regresiva todavía; y finalmente la posibilidad de la privatización de la banca pública nacional (Banco Nación, Banco de la Provincia de Buenos Aires y Banco de la Ciudad de Buenos Aires), vía capitalización a través de la emisión pública de acciones. Básicamente un paquete de medidas como si el FMI hubiera sido electo para conducir los destinos de la Argentina.

Se trata en realidad de un proyecto de una fracción del establishment local, particularmente la que había sido desfavorecida con la salida devaluacionista: las privatizadas y los acreedores, legitimados por el FMI, al cual el gobierno de Duhalde suscribe (Lucena, 2017: 14-18).

II.3. EL GOBIERNO DE NÉSTOR KIRCHNER; CRISTINA FERNÁNDEZ Y LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA

II.3.1. LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA EN DEFAULT

Néstor Kirchner asumió la presidencia el 25 de mayo del 2003 y desde su asunción el gobierno se encargó de subrayar que existía voluntad de pagar y su intención no era terminar en default. En cada discurso expresaba que no se iba a “comprometer el crecimiento para pagar deuda” y que “la deuda no se iba a pagar con el hambre de los argentinos”.

Durante el mes de septiembre de 2003, el gobierno gestionado por Kirchner acompañado por su ministro de economía Roberto Lavagna negoció una reprogramación de las obligaciones en default a la que se llamó “canje de la deuda”, con los organismos financieros multilaterales como el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo y otros menores.

La reestructuración propuesta afectaba bonos por USD 81.800 millones, programando una quita del 75%, que implicaba una rebaja de casi 62.000 millones sobre el capital, lo que conformaba una nueva deuda de 20.450 millones que reemplaza a la anterior. Esta oferta, alargaba plazos (hasta 30 y 40 años de gracia por pagos de capital) y pretendía menores tasas de interés y proyectaba una importante pesificación del pasivo externo, que se encontraba fuertemente dolarizado (La Nación, 09/01/15).

Se planeaba emitir tres franjas o clases de bonos:

- Par (con mayores plazos de vencimiento, sin reducción o con una pequeña reducción de su valor de capital)
- Cuasi-Par o bonos C (que requeriría un aporte de fondos)
- Discount o Descuento (con una reducción del valor nominal).



Estos títulos se podrían consolidar en dólares, euros, yenes o pesos indexados. El plan no incluía la deuda emitida con posterioridad al default, entre ella los distintos tipos de BODEN (bonos entregados a jubilados, trabajadores estatales y ahorristas que los aceptaron a cambio de los depósitos retenidos por el “corralito”)

La propuesta del gobierno desde el comienzo generó un gran rechazo tanto del FMI como de los bonistas. El organismo y el G-7 forzaron a Argentina para que optimizara el esfuerzo fiscal y proporcionara muestras de buena fe ante las negociaciones.

Ante esta situación, se decide paralizar las relaciones con el fondo hasta que terminaran las tratativas sobre la deuda en default. Meses después se arrojó la que se denominó “propuesta de Buenos Aires” con el objetivo de aproximar posiciones con los bonistas. En esta nueva propuesta permanecía la quita del 75% pero se reconocería el 100% de intereses vencidos y no cancelados.

A cambio de los títulos en mora, se ofrecían tres nuevos bonos:

- El bono Par (que no implicaba quita del capital original adeudado) pagaría un interés inicial del 1.33 % subiendo progresivamente hasta alcanzar el 5.25 % a los 25 años de su emisión, y tendría un plazo de 33 años (vencimiento año 2038).
- El bono Cuasi Par (que incluía una reducción del 30.1 % del capital) pagaría un interés del 3.31 % más un coeficiente ligado al índice de precios al consumidor, y tendría un plazo de 30 años.
- El bono Descuento (que implicaría una quita del 66.3 %) pagaría el mayor interés, 8.28 %, y tendría un plazo de 28 años (con vencimiento en el año 2033).

Esta nueva emisión reemplazaría el pasivo de USD 81.800 millones por nuevos bonos por 35.500 millones, lo cual implicaba una importante mejora respecto de los USD 20.450 millones de la propuesta presentada anteriormente (Lucena, 2017: 20).

En enero de 2005 inició el canje de los viejos bonos por los nuevos y finalizó en marzo de 2005. Tuvo una aceptación del 76,15% de los tenedores de la deuda en default. Se sacaron USD 62.300 millones y se otorgaron 35.500 de bonos nuevos a cambio (USD 15.000 millones títulos Par, USD 8.330 de Cuasi-Par y USD 11.900 millones de Discount) lo que significó una quita aproximada del 65%.

Con esta maniobra se logró disminuir la deuda pública en unos USD 60.000 millones y moderar la exposición de las finanzas públicas al riesgo cambiario, debido a que el 44% de los nuevos títulos fueron emitidos en pesos indexados a la inflación. Por esta causa el gobierno intervino el INDEC, ya que cada punto de inflación que admitía, eran millones más que se pagaban.

A pesar de la restructuración y la posterior salida del default, la situación continuó siendo alarmante, el pasivo pasó de casi USD 190.000 millones a USD 140.000 millones. A pesar de haber realizado una quita de alrededor de unos USD 50.000 millones la deuda tras el canje se asemejaba a la deuda del país en el 2001. Sin embargo, desde el gobierno se manifestaban satisfechos por los resultados de la negociación (Lucena, 2017).

A pesar del optimismo, y si bien con la restructuración de la deuda se había logrado disminuir el stock de la deuda, así como su peso relativo con respecto al PBI, que pasó del 120% al 70%, el endeudamiento restante continuaba siendo muy preponderante, en particular los servicios que no estaban en default. Debido a esto se instauró el ideal de que el desafío principal

del gobierno era negociar el refinanciamiento de la deuda con los organismos multilaterales, principalmente con el FMI y por ende la aceptación de las condicionalidades impuestas por éste.

II.4. CANCELACIÓN ANTICIPADA DE DEUDA CON EL FMI Y CON ESPAÑA

Desde el inicio del mandato de Néstor Kirchner, las relaciones entre el FMI y el gobierno fueron complicadas y tensas. El organismo presionaba con sus habituales condicionalidades, entre las que se destacaban: un crecimiento del superávit primario para cubrir vencimientos de obligaciones con el organismo y con los acreedores; metas de ajuste a las provincias; desmantelamiento de los controles cambiarios; una nueva ley de coparticipación federal; más flexibilización laboral; enfriamiento de la economía como control de la inflación; un compromiso de revisar la situación financiera de las empresas de servicios públicos privatizadas (especialmente las de energía); el compromiso de negociar la deuda en default con los acreedores, asegurando la consulta y el asesoramiento de los acreedores privados de EEUU, Europa y Japón; una reforma a la ley de quiebras; una reforma fiscal más regresiva todavía que la actual; y finalmente la posibilidad de la privatización de la banca pública nacional (Banco Nación, Banco de la provincia de Buenos Aires y Banco de la Ciudad de Buenos Aires), vía “capitalización” a través de la emisión pública de acciones.

Como se dijo anteriormente, mientras se realizaban las tratativas con los acreedores en default, las presiones crecieron y el gobierno resolvió congelar las relaciones con el FMI hasta concluir el canje. Luego de cumplida la restructuración, con más fuerza y mayor legitimidad frente a los resultados conseguidos el gobierno se lanzó a negociar la refinanciación de los vencimientos con los organismos multilaterales de crédito, entre ellos el FMI. En las reuniones, el organismo de crédito aceptaba refinanciar vencimientos, pero imponía condiciones.

A mediados de diciembre del 2005 el gobierno comunicó que pagaría de forma anticipada el total del pasivo con el FMI por USD 9.500 millones (Lucena, 2017).

El acuerdo se llevaría a cabo con reservas del Banco Central, luego de haber creado por decreto las llamadas “reservas de libre disponibilidad”, que permitió al gobierno acudir a las tenencias del BCRA que excedieran la cobertura del 100% de la base monetaria.

A cambio de las reservas tomadas para cancelar la deuda, el gobierno dio a la institución financiera una “letra intransferible” por el mismo monto a pagar en el plazo de 10 años y con una tasa de interés en dólares, similar a la que recibía el Banco Central por sus reservas en los bancos internacionales que era aproximadamente del 2%.

El 3 de enero de 2006 se deja de tener deuda con el Fondo Monetario Internacional ya que se efectivizó el pago anticipado por la suma de USD 9.530 millones. La operación se realizó con reservas que se redujeron de USD 28.054 millones a USD 18.575 millones (Página 12, 12/05/18). El pasivo externo continuó siendo de USD 124.332 millones, la gran diferencia es que ya no se le debía más al FMI, ahora la suma de USD 9530 millones se le debía al Banco Central, es decir que el país no se desendeudaba, sino que existió un cambio de acreedor, teniendo en cuenta un dato no menor, que los costos de deberle a un organismo externo no son iguales que deberle a un organismo financiero interno. Se debe tener en cuenta que desde 2002, los índices en general eran favorables, por ejemplo, estabilidad cambiaria (\$ 3 a USD 1), crecimiento continuo en las reservas internacionales, baja en los indicadores de desempleo y pobreza. Todo este conjunto de mejoras permitió que se pudiera hacer el pago e incluso las reservas finalizaron ese año con un aumento de USD 4000 millones. Es decir, de USD 28.078 millones, las reservas del Banco Central descendieron a 18.580 millones y finalizaron el año con 32.037 millones (Clarín, 04/01/06).

Al año siguiente, en enero de 2007 se firma un acuerdo de reestructuración de la deuda con España, asociada al préstamo que recibió el país en marzo de 2001. La deuda ascendía a USD 982,5 millones y serían reembolsados en un plazo de 6 años a una tasa Libor de +140 puntos básicos (La Vanguardia, 01/02/19).-

II.5. CRISTINA KIRCHNER Y REAPERTURA DEL CANJE

Durante los 8 años de la presidencia de Cristina Kirchner el país y el organismo de crédito internacional prácticamente no tuvieron relación.

En el año 2010 se ejecutó un nuevo canje de los bonos todavía en default, que no ingresaron en 2004 y 2005. Varios fueron bonistas que aceptaron esta nueva negociación, sin embargo, quedó un grupo de acreedores que apostaron a la vía judicial, los llamados “fondos buitres”.

De la nueva tratativa, los resultados evidenciaron que los acreedores ofrecieron canjear bonos por USD 12.067 millones de un monto total de deuda de USD 18.283 millones, alcanzando un nivel de aceptación del 66%. De esta forma, la deuda se encontraba regularizada en un 92,4%, sólo quedaban sin reestructurar aquellos bonistas que apostaban a la vía legal de largo plazo y de futuro incierto. El nivel de endeudamiento quedó en un 50% del PIB aproximadamente (Lucena, 2017).

II.5.1. ACUERDO CON EL CLUB DE PARÍS

En mayo de 2014, el Gobierno de Cristina Fernández de Kirchner con el ministro de economía Axel Kicillof logran un acuerdo para acabar con la deuda del Club de París. Se cancelaría en el plazo de cinco años y contemplaba un desembolso en efectivo al inicio de USD 1.150 millones: USD 650 millones en julio de 2014 y los restantes 500 millones en mayo de

2015. A solicitud de Argentina, el FMI no intervino en el arreglo. Se estableció un pago mínimo de 3 % que Argentina debía afrontar por año y fijó un criterio de pagos adicionales en caso de aumento de las inversiones provenientes de los países miembros del Club. Si durante el plazo de cinco años, las inversiones adicionales eran escasas para cubrir la deuda total, el país podía posponer los vencimientos hasta dos años (El Cronista, 29/05/14).

II.5.2. INCREMENTO DE LA DEUDA Y NÚMEROS NO TAN FAVORABLES

A pesar de que el gobierno de Cristina Kirchner predicaba una política de desendeudamiento, la realidad fue otra. Si bien se había cancelado la deuda externa con el Fondo y el Club de París, el endeudamiento no es sólo eso, sino que se debe tener en cuenta la deuda interna (cuando se toma dinero directamente de las oficinas del Estado como ANSES, el Banco Central o el Banco Nación). Tanto una deuda como otra crecieron durante este período.

El piso de la deuda externa se alcanzó en 2006, en 2007 ya el endeudamiento volvió a crecer y con altibajos se llegó en 2011 según datos oficiales a una deuda de USD 140.655 millones, teniendo en cuenta el intervencionismo que se produjo durante esos años en el INDEC que dio muestras según muchos especialistas en la materia, de "improvisación, fallas y oscurantismo en la comunicación e impericia técnica" y "falta de credibilidad en sus datos".

A cierres del año 2014, la deuda pública era de USD 233.381 millones, con una proporción del 42,8% del PIB. Ese incremento de la deuda comparado con el crecimiento del gasto público a un ritmo muy superior al de los recursos tributarios, pese a que alcanzaron niveles récord, provocó un estancamiento de la economía.

Desde comienzos del 2015 la deuda pública se expandió a un ritmo de U\$D 67,8 millones diarios, concluyendo el mismo en una suma de U\$D 240.000 millones representativa del 45,6% del PBI.

Por otro lado, la deuda interna desde mediados de 2005 tuvo una clara tendencia al aumento en millones de dólares, de 65.000 millones se pasó a 141.000 millones en diciembre de 2013, terminando en 2015 en 161.000 millones.

En definitiva, en materia de deuda los datos en los años de este gobierno no fueron tan favorables y luego de ocho años en el poder, la presidente Cristina Kirchner entregó el mandato con la mayoría de indicadores económicos en retroceso, con una caída de casi 40% (de USD 45.511 millones a USD 27.383 millones) en las reservas del BCRA, una deuda pública que aumentó y que quedó por encima del nivel anterior a la reestructuración de 2005, y siendo el 2015 el cuarto año consecutivo con déficit primario (Lucena, 2017; Infobae 09/12/15).

II.6. LA DEUDA CONTINÚA CRECIENDO

En diciembre del 2015 asume el gobierno de “Alianza Cambiemos” quien tiene como presidente a Mauricio Macri. Desde el comienzo esta gestión avanzó fuertemente con una serie de políticas “neoliberales” que generaron algunos desajustes fiscales y comerciales ampliando camino hacia la toma de deuda pública.

Un informe del Observatorio de Políticas Públicas de la Universidad Nacional de Avellaneda (UNDAV), mostró que en cuatro años el gobierno tomó USD 61.898 de deuda externa por minuto, USD 3.713.876 por hora, USD 89.133.021 por día, USD 2.711.129.382 por mes, y USD 32.533.552.587 por año. "El endeudamiento fue mayoritariamente en moneda extranjera. Dicha deuda creció en un 61% por unos USD 98 mil millones en apenas 3 años y medio. La deuda en moneda local creció apenas un 6%, en unos USD 4,5 mil millones".



"Los vencimientos de corto representan una mayor proporción en relación a 2015 ya que crecieron en un 80% en 3 años y medio".

De esos USD 223.971 millones en concepto de vencimientos, 173.000 millones están nominados en moneda extranjera, de los cuales más USD 50.000 millones deberán ser devueltos al FMI, todo esto deberá ser enfrentado por el próximo gobierno.

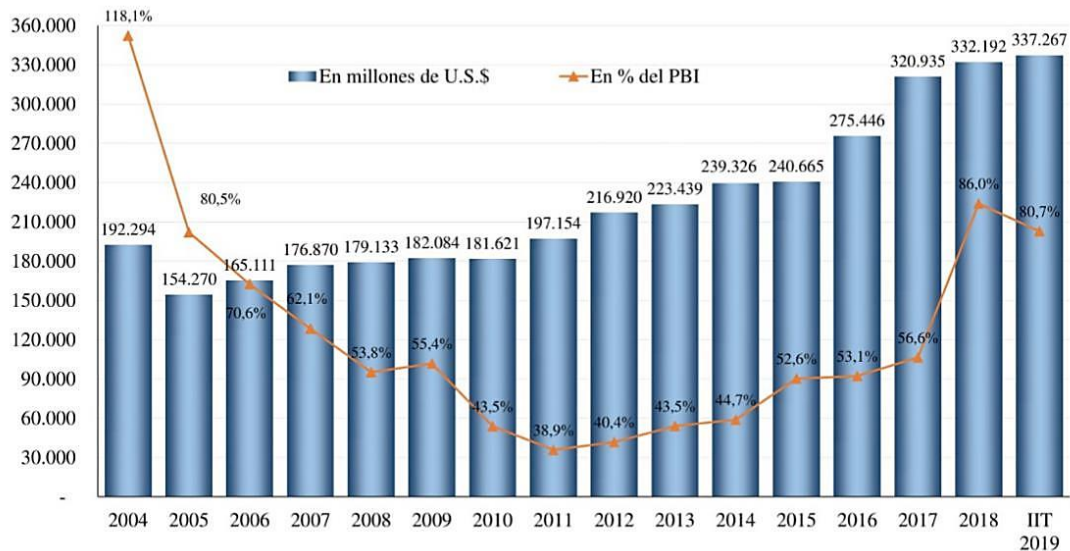
Dichos pagos al fondo se concentran en 2022 y 2023, cuando se deberán desembolsar unos USD 45 mil millones. Justamente en dichos años es donde se concentran los mayores montos de devoluciones en moneda extranjera.

Por otra parte, las Letras del Tesoro correspondientes a los meses de septiembre, octubre, noviembre y diciembre, que fueron "reperfiladas" por el actual gobierno, representan USD 25.547 millones, de los cuales la mitad deberán cancelarse en el período 2020-2023.

En conclusión, la deuda pública argentina, creció más del 50% entre diciembre de 2015 y junio de 2019, lo que representa un monto de más de USD 334.000 millones. Ha aumentado enormemente en los últimos 3 años y medio, así como ha empeorado su composición, tanto por el crecimiento de los vencimientos de corto plazo, como por el crecimiento de la deuda en moneda extranjera, y por los montos que se le deben a inversores privados y organismos multilaterales (Iprofesional, 12/09/19).



Evolución de la Deuda Bruta de la Administración Central⁽¹⁾



Fuente: Secretaría de Finanzas, Ministerio de Hacienda

Como se ve a lo largo de la historia argentina, la deuda externa ha constituido una gran traba de desarrollo. Si bien el endeudamiento externo puede generar crecimiento, no podrá generar desarrollo económico mientras el servicio de la deuda siga constituyendo una pesada carga para la economía y agravando las cifras de las variables macroeconómicas.

Preocupa el fuerte endeudamiento que posee actualmente el país ya que representa aproximadamente el 80% del PBI. Argentina es oficialmente el país con mayor deuda pública de América Latina y el Caribe en proporción al tamaño de su economía, se ubica en la cima del ranking cerca de Venezuela. Son datos alarmantes y se tendrá que observar su evolución, tanto en el corto como largo plazo e independientemente del gobierno de turno, si se tienen intenciones de mejorar la situación del país.



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO



FACULTAD DE
**CIENCIAS
ECONÓMICAS**

DELEGACIÓN
SAN RAFAEL



CAPÍTULO III

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El propósito de este capítulo es proporcionar información sobre esta organización financiera; su composición; funciones; servicios que desempeña, ya que son escasamente difundidos y esperando ayuden a comprender la importante incidencia que tiene en cuestiones políticas y sociales a nivel mundial.

III.1. ORIGEN DE LA INSTITUCIÓN

El Fondo Monetario Internacional (FMI) es un organismo financiero a nivel mundial, conformado en la actualidad por 189 países, con sede en Washington DC, Estados Unidos. Oficialmente comenzó a existir el 27 de diciembre de 1945, cuando los 29 países fundadores confirmaron el convenio, entre los principales objetivos era impedir que las grandes potencias, luego de la segunda guerra mundial cayeran en una situación similar a la de la crisis de la década del treinta.

“La idea de crear el FMI se planteó en julio de 1944 en una conferencia de las Naciones Unidas celebrada en Bretton Woods, Nuevo Hampshire (Estados Unidos), cuando los representantes de 44 países (África del Sur, Australia, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Costa Rica, Cuba, Dinamarca, Ecuador, El Salvador, Egipto, Estados Unidos, Etiopía, Filipinas, Francia, Grecia, Guatemala, Haití, Holanda, Honduras, India, Irán, Irak, Yugoslavia, Liberia, Luxemburgo, México, Nicaragua, Nueva Zelanda, Noruega, Panamá, Paraguay, Perú, Polonia, Reino Unido, República Dominicana, Checoslovaquia, Unión Soviética, Uruguay y Venezuela) acordaron establecer un marco de cooperación económica internacional destinado a evitar que se repitieran las devaluaciones cambiarias competitivas que



contribuyeron a provocar la Gran Depresión de los años treinta. La principal misión del FMI consiste en asegurar la estabilidad del sistema monetario internacional; es decir, el sistema de pagos internacionales y tipos de cambio que permite a los países y a sus ciudadanos efectuar transacciones entre sí” (FMI, 2018).

III.2. POLÍTICA MACROECONÓMICA Y DEL SECTOR FINANCIERO

El FMI evalúa principalmente los resultados económicos, concepto que puede nombrarse como “resultados macroeconómicos”. Esto engloba el gasto total, producto, empleo, inflación y también la balanza de pagos, es decir, la posición externa que ocupa un país en función a las transacciones que realiza con el resto del mundo. El organismo se centra tanto en medidas de política que tienen que ver con el presupuesto público, la gestión de las tasas de interés, el dinero y el crédito, y el tipo de cambio, propias de la macroeconomía, como también con la política del sector financiero, que comprende la regulación y supervisión bancaria y de otras entidades financieras. Además, presta atención a las medidas en materia laboral que tienen incidencia en el empleo y la fluctuación de los salarios. Asesora a los países miembros sobre los mecanismos a aplicar para mejorar las medidas adoptadas en los sectores mencionados con el fin de alcanzar de manera más eficaz los objetivos de altos niveles de empleo, baja inflación y un crecimiento económico sostenible en el tiempo.

Además del trabajo que realiza para afianzar el sistema financiero internacional y agilizar la lucha contra la pobreza, también contribuye a que la globalización funcione en beneficio de todos.

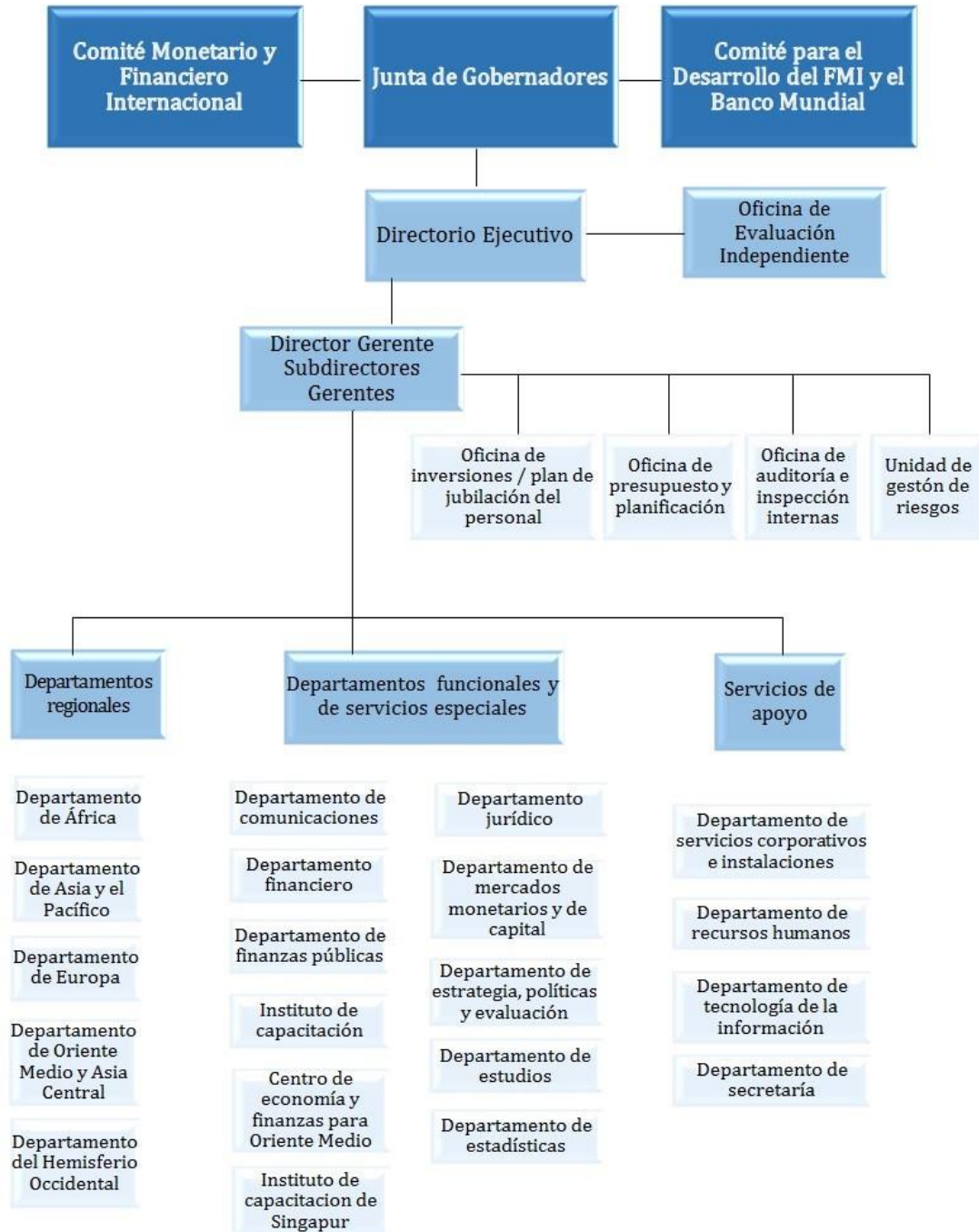
III.3. QUIEN TOMA LAS DECISIONES EN EL FMI

El organismo internacional está representado y gestionado por un Directorio Ejecutivo compuesto por veinticuatro (24) miembros designados por votación, presidido por un Director Gerente actualmente de manera interina el estadounidense David Lipton, acompañado de un Primer Subdirector Gerente y dos Subdirectores Gerentes más.

El órgano evalúa la labor general del FMI, desde la situación económica anual de los países miembros analizada por el personal técnico hasta cuestiones de política económica de importancia mundial.

La Junta de Gobernadores es la autoridad máxima del organismo quien delega la gestión cotidiana al Directorio reservándose la supervisión final, el aumento de cuotas, elección de directores ejecutivos, admisión y separación de miembros, modificaciones e interpretaciones del Convenio Constitutivo y estatutos. Todas las decisiones se adoptan por mayoría de votos, salvo disposición expresa en contrario. Está representada por un gobernador titular y un suplente de cada país miembro que en general son el ministro de hacienda o el presidente del banco central de ese país.

Para conocer la estructura general del organismo, a continuación, se expone su organigrama donde se visualizan los diferentes sectores con sus respectivas dependencias, al igual que la relación de jerarquía entre unos y otros.



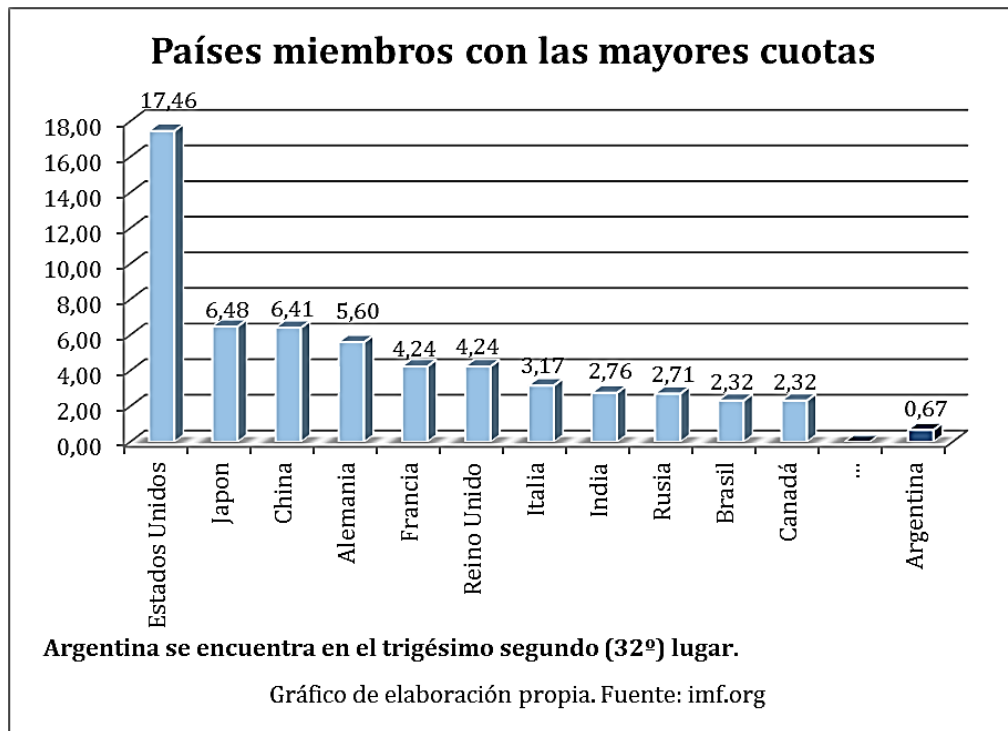
Organigrama de elaboración propia. Fuente: imf.org



III.4. RECURSOS DEL FMI

Los recursos proceden principalmente de las cuotas que abonan los países miembros, las cuales varían de acuerdo con su posición económica relativa que tiene su economía a nivel mundial. Cuando un país accede al fondo, debe pagar la cuarta parte del total de su cuota en divisas ampliamente admitidas (como dólar estadounidense, euro, yen o libra esterlina). Las tres cuartas partes remanentes se pagan en moneda del país.

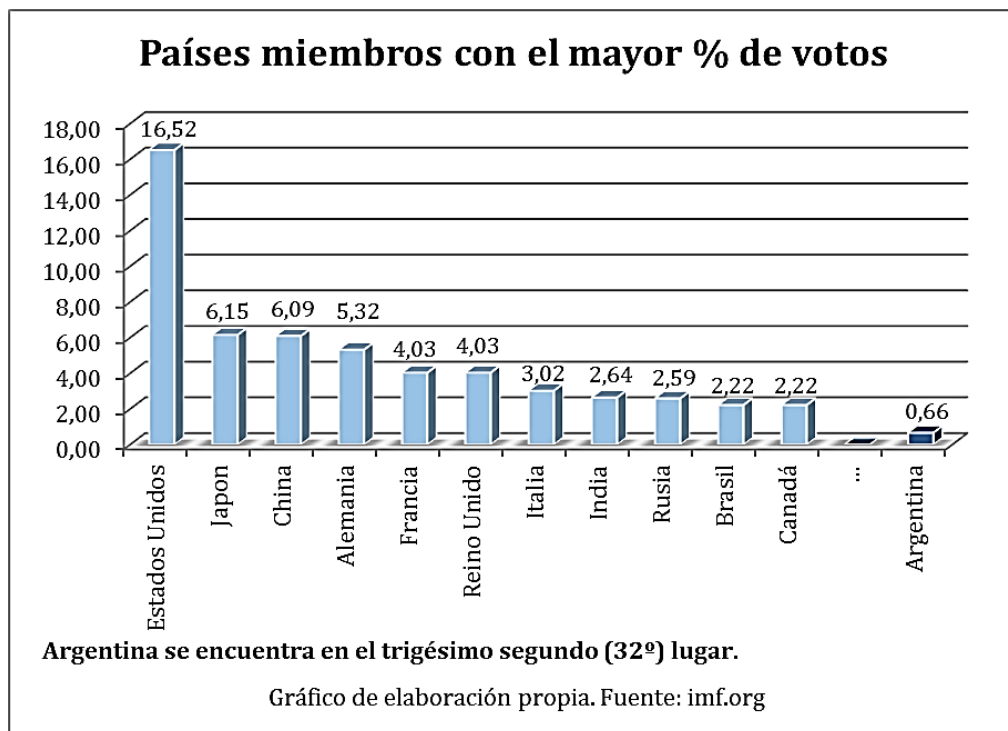
En el siguiente ranking se reflejan los países miembros con las cuotas más altas conforme a su posición económica, y el lugar que representa la República Argentina entre los 189 países miembros.





Con un máximo de cinco años las cuotas se revisan, y cuando se incrementan, los países tienen que realizar pagos complementarios, teniendo en cuenta que toda modificación de las cuotas debe ser aprobada por el 85% de los votos de los países miembros. Cabe destacar que en la actualidad bastaría sólo con la disconformidad de Estados Unidos, para no llegar a esa mayoría, en base a la información suministrada por el FMI en su página web oficial respecto al porcentaje de votos de los países miembros.

En el siguiente gráfico se presentan los países con mayor porcentaje de votos.



Otro método importante de obtención de recursos para complementar los ingresos provenientes de las cuotas es la captación de crédito mediante dos mecanismos denominados Nuevos Acuerdos para la Obtención del Préstamo (NAP) y los Acuerdos Generales para la

Obtención de Préstamos (AGP). Los dos proveen de una capacidad actual que supera el billón de dólares y son utilizados en aquellos casos en que los recursos resulten insuficientes para atender las necesidades de los países integrantes, como por ejemplo una gran crisis financiera. Varios países miembros e instituciones están dispuestos a prestar recursos adicionales al FMI a través de los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (NAP), el principal respaldo del FMI para los recursos provenientes de las cuotas.

Además de los procedimientos mencionados anteriormente que el organismo emplea para captar recursos, posee una cuantiosa tenencia de oro que asciende a unos 90,5 millones de onzas troy, es decir, 2.814.550 kilogramos. Esto lo convierte en uno de los mayores poseedores oficiales de oro a nivel mundial. No obstante, el Convenio Constitutivo delimita estrictamente la utilización de estas tenencias, únicamente con la aprobación de la mayoría del 85% del total del número de votos de los países miembros. El FMI no puede comprar ni realizar ningún tipo de transacciones en oro, solo puede vender o recibirlo como pago por parte de un país miembro.

III.4.1. FUNCIÓN DE LAS CUOTAS

La cuota establece la relación institucional y financiera que existe entre un país miembro y el FMI. Suscribir la cuota determina el tope de los recursos financieros que el país miembro está obligado a suministrar. También determina en gran medida la cantidad de votos que le pertenece a cada país miembro en las decisiones que adopta el organismo. A cada uno se le otorga 250 votos básicos (por integrar el fondo), y un voto adicional por cada DEG 100.000 de cuota. Por último, establece el monto de financiamiento que se puede obtener del FMI (su límite de financiamiento se basa en su cuota). Actualmente, por acuerdos Stand-By y los del servicio ampliado, un país puede adquirir en préstamo hasta el 100% de su cuota anualmente y el 300% en forma acumulada, pero pudiendo elevarse este monto en circunstancias extraordinarias.



III.4.1.1. Fórmula de cálculo de las cuotas

$$(0,50 * PIB + 0,30 * Apertura + 0,15 * Variabilidad + 0,05 * Reservas) \text{ factor de compresión}$$

La fórmula de cálculo de las cuotas se utiliza para ayudar a evaluar la posición relativa de los países miembros en la economía mundial y puede desempeñar una función para orientar la distribución de los aumentos de cuotas. La fórmula actual se acordó en 2008 y se está considerando el uso de una nueva fórmula de cálculo de las cuotas en el contexto de la decimoquinta revisión general de cuotas (FMI, 2018).

III.5. ASISTENCIA TÉCNICA

El FMI asiste a los países miembros de la siguiente manera:

- Examina y supervisa la evolución económica y financiera nacional y mundial y asesora a los países miembros sobre las medidas económicas que implementan.
- Les presta divisas duras en respaldo a la política de ajuste y reforma que sirva para corregir problemas de balanza de pagos y que fomente el crecimiento sostenible.
- Ofrece una amplia gama de asistencia técnica, y capacitación a funcionarios públicos y de los bancos centrales, en los campos de su especialidad (Clift, 2004)

ARTÍCULO IV DEL CONVENIO CONSTITUTIVO DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Obligaciones referentes a regímenes de cambio

Sección 1. Obligaciones generales de los países miembros



Reconociendo que el sistema monetario internacional tiene como fin esencial establecer un marco que facilite el intercambio de bienes, servicios y capital entre los países y sirva de base a un crecimiento económico sólido, y que un objetivo primordial es el de fomentar de modo constante las condiciones fundamentales y ordenadas necesarias para la estabilidad económica y financiera, los países miembros se comprometen a colaborar con el Fondo y entre sí para establecer regímenes de cambios ordenados y promover un sistema estable de tipos de cambio.

En particular, todo país miembro:

i) hará lo posible, teniendo debidamente en cuenta sus circunstancias, para orientar sus políticas económicas y financieras hacia el objetivo de estimular un crecimiento económico ordenado con razonable estabilidad de precios;

ii) procurará acrecentar la estabilidad fomentando condiciones fundamentales y ordenadas, tanto económicas como financieras, y un sistema monetario que no tienda a producir perturbaciones erráticas;

iii) evitará manipular los tipos de cambio o el sistema monetario internacional para impedir el ajuste de la balanza de pagos u obtener ventajas competitivas desleales frente a otros países miembros, y

iv) seguirá políticas cambiarias compatibles con las obligaciones a las que se refiere esta Sección (FMI, 2011: 05-06)

III.5.1. SUPERVISA

El Convenio Constitutivo prevé que el organismo realice tareas de vigilancia al sistema monetario internacional que comprende una firme supervisión, es decir, un seguimiento de las políticas financieras y económicas de los países miembros. Para ello los países colaboran con el FMI en la labor de asegurar un sistema estable de tipos de cambio, guiar las medidas políticas

hacia un crecimiento sostenido con solidez razonable de los precios y proporcionar la información necesaria para que pueda realizar su trabajo de seguimiento.

III.5.1.1. Tipos de supervisión:

- Supervisión bilateral: examen de las políticas de los países acompañado de un asesoramiento sobre la situación económica de cada uno.
- Supervisión multilateral: análisis del escenario de la economía mundial.

III.5.1.2. Consulta del Artículo IV

Es el procedimiento que los economistas del organismo efectúan, en general anualmente, al país miembro para intercambiar dictámenes con funcionarios del gobierno y del banco central, como también los principales aspectos referidos a políticas financieras, monetarias, fiscales, económicas en el área laboral, industrial, social, de gestión de gobierno, ambiental y toda reforma macroeconómica de importancia. Además, mantienen diálogos con otros sectores, entre los que se pueden nombrar legisladores, sindicatos y sectores empresariales. Seguidamente el personal técnico presenta un informe al Directorio del FMI para que este lo evalúe y emita una opinión que luego comunica al gobierno del país. Contribuyendo a una mayor transparencia se publica en el sitio web del organismo para información al público en general, un resumen o en ocasiones el informe completo, acompañado por las resoluciones del Directorio Ejecutivo

III.5.2. PRESTA

Todo país miembro puede recurrir al financiamiento que otorga el FMI cuando tenga la necesidad en su balanza de pagos y precise un crédito para poder realizar pagos y de esta forma no altere sus reservas de manera perjudicial. La mayor parte del financiamiento del fondo se



facilita mediante tres tipos de políticas de crédito ordinarias más una extraordinaria, pero antes, estas se clasifican en aquellas destinadas a países de bajos recursos y los que no, concesionales y no concesionales respectivamente.

1. Préstamos concesionales: son créditos otorgados a países vulnerables con bajos ingresos, actualmente Honduras, Nicaragua y Guyana, a una tasa subvencionada a través del Servicio para el Crecimiento y la Reducción de Pobreza. Su objetivo es permitir la implementación de medidas políticas que incentiven el crecimiento y aumenten la calidad de vida. El costo del servicio que pagan los prestatarios está subsidiado con los resultados de las ventas de oro propiedad del fondo más la cooperación de los países miembros al organismo con ese fin. El período de reembolso es de diez años con un plazo de gracia de cinco años y medio.

2. Préstamos no concesionales:

A) Acuerdos de Derecho de Giro (Stand-By): es el clásico préstamo que otorga el fondo para países de economías emergentes y avanzadas para hacerle frente a problemas en la balanza de pagos. Se otorga mediante giros hasta un determinado monto, durante un período no inferior a un año ni mayor a dos, con pagos pactados entre tres y cinco años con cierta flexibilidad.

B) Servicio Ampliado: utilizado también para brindar seguridad a países miembros que tengan problemas en sus balanzas de pagos, con la diferencia que en éste los giros se amplían de entre tres a cinco años a reembolsar en un plazo de cinco a diez años.

C) Servicios de Complementación de Reservas: ofrecido a los países miembros que atraviesan dificultades en la balanza de pagos debido a una pérdida inesperada y peligrosa confianza en los mercados que lleve a una fuga de capital. Este préstamo es un servicio de



financiamiento a corto plazo cuya tasa de interés experimenta un incremento sobre el nivel habitual del crédito.

D) Asistencia de Emergencia: una vez llegado al acuerdo del plan de financiamiento del servicio, este puede agilizarse mediante el mecanismo de financiamiento de emergencia del FMI. Esto permite que el directorio del organismo actúe y apruebe con mayor rapidez en comparación con un préstamo normal. Sólo pueden recurrir a esta asistencia aquellos países que hayan sido afectados por catástrofes naturales impredecibles. El servicio se extendió en 1995 abarcando también situaciones de conflictos que alteren la capacidad institucional y administrativa.

El Mecanismo de Financiamiento de Emergencia del FMI se ha utilizado en seis ocasiones: en 1997 durante la crisis asiática en Filipinas, Tailandia, Indonesia y Corea, en 2001 para Turquía; Y en 2008 para Georgia (FMI, 2018).

III.5.2.1. Principales características del crédito del FMI

- No es un organismo de ayuda ni un banco de desarrollo, otorga crédito para ayudar a que los países superen problemas de la balanza de pagos y restablezcan el crecimiento económico sostenible. Las divisas que presta, se depositan en el banco central del país para complementar las reservas de éste y así poseer un respaldo general para su balanza.
- Los fondos que un país recibe del FMI no se asignan al financiamiento de actividades o proyectos específicos, principal diferencia con los préstamos que otorgan los organismos de desarrollo.



-
- ❑ El crédito es de carácter condicional y depende de que el país interesado adopte las medidas estipuladas para corregir el problema de balanza de pagos. Esta condicionalidad ayuda a afirmar que, una vez obtenido el préstamo, el país no prorroga las dificultades y acumula más deudas, sino que es capaz de mejorar la economía y devolver el préstamo. El país y el FMI tienen que acordar las medidas de política económica que son necesarias.
 - ❑ El crédito es temporal. Según el servicio financiero que se utilice, los préstamos pueden desembolsarse en períodos cortos de seis meses o más largos de hasta cuatro años. Los plazos de reembolso son de 2 a 4 años para los préstamos a corto plazo (los acuerdos de derecho de giro) o de 2, 4 a 7 años para el financiamiento a mediano o largo plazo (en virtud del servicio ampliado del FMI).
 - ❑ El país prestatario está obligado a reembolsar en forma puntual con el fin de que los recursos estén disponibles para ser prestados a otros países que lo necesiten. El FMI ha establecido mecanismos para eliminar la acumulación de atrasos e intereses vencidos, no obstante, el aspecto más importante es el peso de la comunidad internacional para que el organismo goce de la condición de acreedor preferente.
 - ❑ En la mayoría de los casos, el FMI desembolsa solo una parte de las necesidades de financiamiento de la balanza de pagos de un país. Debido a que la aprobación por el FMI es señal de que la política económica del prestatario se orienta hacia un mejor camino, apuntala la confianza de los inversores y contribuye a generar financiamiento adicional en otras fuentes (FMI, 2016).

III.5.3. CAPACITA

Precisamente, el organismo financiero ha prestado apoyo a los países miembros para fortalecer los sistemas financieros, incrementar la compilación y publicidad de datos financieros y económicos, asegurar los sistemas tributario y jurídico, y perfeccionar la regulación y supervisión bancaria. También ha ofrecido un importante asesoramiento a países que han tenido que restaurar las instituciones de gobierno tras graves dificultades.

El FMI presta asistencia técnica y capacitación principalmente en cuatro especialidades:

- Refuerzo de los sectores monetario y financiero mediante asesoramiento sobre regulación, supervisión y reestructuración del sistema bancario, gestión y operaciones en moneda extranjera, sistemas de compensación y liquidación de pagos, y estructura y desarrollo de bancos centrales.
- Apoyo a la política y gestión fiscales firmes mediante asesoramiento sobre política y administración tributaria y aduanera, formulación de presupuestos, gestión del gasto, planificación de redes de protección social y gestión de la deuda interna y externa.
- Recopilación, gestión y divulgación de datos estadísticos y mejora de la calidad de los datos.
- Elaboración y revisión de la legislación económica y financiera (Clift, 2004)

A continuación se presenta un gráfico sobre la incidencia de los costos que implican dichas actividades en el presupuesto anual del FMI:



Proporción de los costos de las principales actividades del FMI, ejercicio 2018

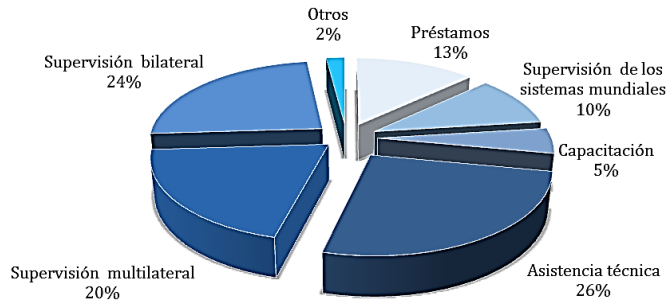


Gráfico de elaboración propia.

Fuente: Oficina de Presupuesto y Planificación del FMI. Sistema de estimación y cálculo de costos.

Concluyendo el capítulo, habiéndose expuesto las particularidades del organismo, se espera sirva de ayuda para un mayor entendimiento en cuanto al tipo de préstamo que se ha pactado, las características del acreedor y las principales obligaciones para con él.



CAPÍTULO IV

CRECIMIENTO

Es sabido, que para pagar una deuda, cualquiera sea el que la contraiga, debe producir los recursos necesarios para, no solo pagar el monto prestado, sino también los intereses que este genera. En los casos en que el prestatario es un país, la forma de constatar de si se están generando esos recursos, o al menos tener un indicio significativo, es observar el crecimiento económico del mismo. El propósito de este capítulo es que el lector pueda comprender con mayor profundidad el concepto de crecimiento y todo lo que este engloba, así como también su diferenciación con lo que se conoce como desarrollo, ya que es una importante distinción para destacar.

IV.1. CONCEPTO Y CLASIFICACIÓN

Crecimiento económico es todo aumento cuantitativo o expansión de la economía de un país. Es un aspecto de un proceso mayor, el desarrollo, que se refleja en cambios en la organización de la sociedad y sus instituciones. Normalmente se mide a través de la evolución porcentual del producto interno bruto (PIB).

Habrá crecimiento económico cuando las variables macroeconómicas reales tomen valores con tendencia ascendente. Las variables más relevantes son el producto nacional bruto (PNB), el ingreso nacional, la inversión, el consumo y el ahorro, por persona en términos reales.

Se puede clasificar el crecimiento de acuerdo con los siguientes parámetros:



IV.1.1. SEGÚN LA UTILIZACIÓN DE RECURSOS:

- Crecimiento extensivo, en el cual se utilizan más recursos (capital físico, humano o natural).
- Crecimiento intensivo, empleando la misma cantidad de recursos, pero con mayor eficiencia (en forma más productiva).

El solo hecho de que el crecimiento económico se produzca utilizando más mano de obra, no asegura como resultado el aumento del ingreso por habitante. A diferencia de cuando se logra mediante un uso más productivo de todos los recursos, incluida la mano de obra, lo cual sí trae aparejado un incremento del ingreso por habitante y la mejora del nivel de vida, en promedio, de la población. Esto último, implicaría que se está logrando un crecimiento de forma intensiva, como se explicó previamente, no es condición necesaria para el desarrollo económico.

IV.1.2. SEGÚN EL OBJETIVO

Se debe distinguir entre el objetivo de crecimiento a corto y a largo plazo, para poder de esta manera establecer indicadores adecuados para medir el objetivo de crecimiento económico.

- Objetivo a corto plazo: A corto plazo el objetivo de crecimiento económico consiste en que la economía de un país crezca de forma sostenida y estable en torno a su capacidad (PIB) potencial. Se logra con políticas coyunturales de demanda: incentivando la demanda agregada cuando el PIB potencial es mayor que el PIB observado y tratando de reducirla cuando el PIB potencial es menor que el PIB observado (El Tiempo, 11/03/04).

Visto de otra forma, lo podemos comparar con la teoría de la frontera de posibilidades de producción (FPP), un concepto mayormente utilizado a menor escala, pero en este caso llevándolo al marco macroeconómico. Es sabido que, dada una cantidad limitada de recursos, los objetivos que se pueden alcanzar con la combinación de estos están delimitados. Este conjunto



de restricciones es lo que forma la frontera de posibilidades, representando las metas máximas que se pueden alcanzar con los recursos con los que se cuenta. De esta forma, el PIB Potencial sería ese punto máximo que se encuentra sobre la frontera de posibilidades de producción.



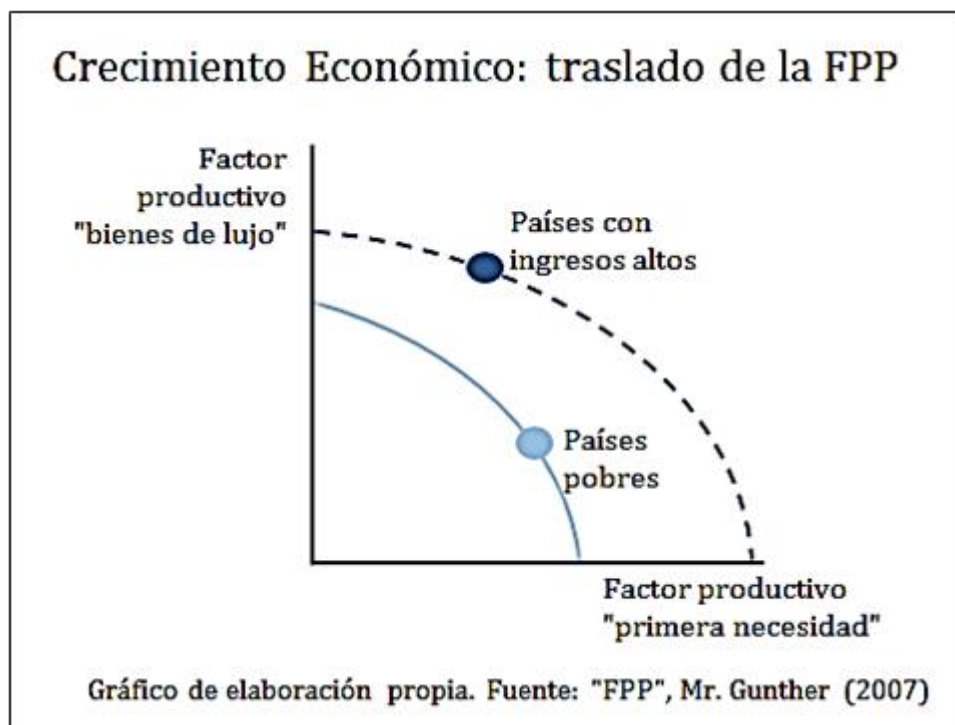
En la práctica, el indicador de crecimiento económico a c/p más utilizado es la tasa de crecimiento del PIB real (dado que a corto plazo no se suelen producir importantes modificaciones en la tasa de crecimiento de la población).

- ❑ Objetivo a largo plazo: el objetivo de crecimiento a largo plazo es mejorar el potencial de crecimiento económico (incrementar el PIB potencial), movilizandolos factores decisivos para ello. Se logra con políticas de largo plazo, por ejemplo, medidas para incentivar el ahorro, mejorar las infraestructuras públicas, fomento de la formación de



capital humano, intensificar el esfuerzo en investigación y desarrollo. El indicador más utilizado es la tasa de crecimiento del PIB real per cápita.

Volviendo a la perspectiva de la FPP, lo que se intenta lograr con el objetivo de largo plazo, es expandir la frontera, de modo que el punto máximo al cuál pueda aspirarse sea mayor que el que se tenía previamente. Observando la imagen anterior, se lo puede apreciar gráficamente advirtiendo que el propósito es aumentar la frontera de posibilidades, de modo que el PIB Potencial pueda situarse en un punto que anteriormente era inalcanzable. Como puede apreciarse a continuación:



IV.2. FACTORES DE CRECIMIENTO

Existen gran cantidad de indicadores que determinan o condicionan la tasa de crecimiento de un país, a continuación, se analizarán las tres principales, según la coincidencia de varios analistas y expertos:

- ❑ La inversión en capital: En primero instancia, antes de poder invertir, se debe contar con ahorro, de ahí la importancia del mismo. Ya que, si los ahorros de un país no son suficientes, se deberá recurrir a la inversión extranjera, lo cual no siempre es recomendable, ya que parte de la renta de las mismas se devuelve a su origen, y no es reinvertida en el país. Una vez dicho esto, cabe recalcar que el solo hecho de contar con ahorros tampoco es suficiente, porque además es necesario que se den ciertas circunstancias que hagan que la inversión sea más rentable o atractiva que la especulación, es decir, que el ahorrista vea como más conveniente invertir ese dinero en una ampliación de su negocio, por ejemplo, que depositarlo en un plazo fijo. Estas circunstancias serían, entre otras, impuestos no muy elevados, estabilidad del contexto económico, confianza tanto en el mercado como en el Estado, etc. Asimismo, la inversión en capital es fundamental para que los trabajadores realicen su trabajo en mejores condiciones y con más herramientas, de modo que la productividad se eleve.
- ❑ La educación: la inversión en capital humano que otorga una preparación a los participantes en el proceso productivo ayuda a incrementar su producción con los mismos recursos, siendo más eficientes y efectivos. Los países cuyas tasas de inversión en educación y salud son más elevadas, tienden a obtener mayores tasas de crecimiento económico.

-
- ❑ La tecnología: facilita la evolución de los modelos de trabajo, las herramientas y medios de producción y la investigación. Reduce costos y tiempos, permitiendo y facilitando más rentabilidad.

Es apropiado recordar que existen más factores que impactan en el crecimiento de un país, pero que, o bien se encuentran de alguna forma contenidos dentro de alguno de los tres anteriores, o el efecto no es tan significativo normalmente. Dentro de los mismo podemos encontrar: mercados e intermediarios financieros; estabilidad política; impuestos y regulación; libre comercio y circulación de capitales; recursos naturales; importaciones y exportaciones; consumo; etc.

IV.3. MEDICIÓN

IV.3.1. EL PIB COMO INDICADOR DE CRECIMIENTO

El producto interno bruto mide la renta y el gasto totales de una economía. Como es el indicador más genérico de la situación económica general, es el punto de partida lógico para analizar el ciclo económico. El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) es la entidad que se encarga de recoger, agregar y analizar la producción total de la economía argentina. Para calcular el PIB se utilizan distintos métodos, entre los cuales el más importante es el del gasto. Al calcular el PIB por el método del gasto, la producción se divide en cuatro categorías según qué grupo de la economía compre. Son las siguientes:

1. CONSUMO DE BIENES Y SERVICIOS (C): este elemento es el más importante del PIB, ya que representa aproximadamente $\frac{3}{4}$ partes de la producción total. Incluye todo lo que consume las familias durante un año, salvo aquellos bienes usados y los activos (por ejemplo, acciones, bonos o inmuebles).



-
2. INVERSIÓN PRIVADA EN BIENES Y SERVICIOS (I): este elemento representa el incremento del stock de capital de un país durante un año. Específicamente, incluye la suma de planta y equipos comprados por las empresas, la construcción de nuevas viviendas para uso residencial y la variación de existencias (materias primas, productos semielaborados que no se han incorporado al proceso de producción y los productos finales que aún no se han vendido).
 3. GASTO PÚBLICO (G): incluye el costo de los bienes y servicios que compra el Estado al sector privado en los distintos niveles de la administración pública, central, provincial y local, más los gastos en que se incurre para pagar la nómina de sus empleados. Teniendo en cuenta que el PIB incluye sólo las compras, y no todo gasto es una compra, se excluyen las transferencias, que son desembolsos que realiza el Estado hacia el sector privado sin contraprestación alguna.
 4. EXPORTACIONES NETAS (XN): considerando que lo que se busca medir es la producción nacional, resulta necesario incluir ventas realizadas a sujetos del exterior (exportaciones) y del mismo modo excluir las compras realizadas por residentes a sujetos del exterior (Mochón Morcillo & Beker, 2008)

En síntesis, el PIB calculado por el método del gasto es igual a la suma de todos los gastos en bienes y servicios realizados por cada tipo de usuarios final: las familias, las empresas, el sector público y el sector exterior. Por ello, al sumar las compras de las cuatro categorías, se obtiene el PIB.

Si una manera de calcular el PIB consiste en sumar los gastos, resulta razonable pensar que otro método se base en la suma de las ventas u oferta de los productores (lo que se compra debe ser igual a lo que se vende). El problema está en que este procedimiento produciría



duplicidades, es decir, se sumaría varias veces el valor de un mismo producto, dado que los productos finales de un productor son, a menudo, un consumo intermedio de otro. Por eso, lo que se hace es sumar el valor de las ventas de los productos de las empresas, pero restando en cada caso, el valor de las materias primas y de otros bienes intermedios utilizados en la elaboración de dichos productos. Finalmente, si restamos los impuestos indirectos netos de subvenciones, obtenemos el PIB (BBVA, 01/12/16).

El tercer método es el llamado del ingreso, renta o costo de los factores. Para obtener el PIB por este medio, hay que sumar los ingresos o rentas percibidas por las economías domésticas por aportar sus factores o recursos al proceso productivo. En teoría debe proporcionar el mismo valor que los otros métodos, sin embargo, la alta cantidad de datos a tener en cuenta llevan a errores de medición que hace que haya diferencias

Desde esta perspectiva, el PIB puede ser igual al costo total de los factores en que han incurrido todas las empresas en la economía. De forma equivalente, se puede calcular sumando los ingresos de todos los factores que conforman el proceso productivo, como pueden ser sueldos y salarios, honorarios, intereses, utilidades, comisiones, alquileres de tierras, locales, derechos de autor, etc.

Este método refleja una importante proposición de la macroeconomía: "El PIB (la producción total de la economía) es igual a la renta generada en esa economía"

Por ello los expertos en macroeconomía utilizan los términos producción y renta como si fueran sinónimos. Si se incrementa la producción, la renta aumenta en la misma cuantía; si la producción disminuye, la renta cae en la misma cuantía.

La fórmula para calcular el PIB con esta metodología es la siguiente:

$$\text{PIB} = R_L + B_E + R_A + I_M + D + T_N + R_F$$

R_L : Remuneración de los asalariados. Incluye sueldos y salarios, pagos en especie, primas, así como los aportes patronales a la seguridad social.

B_E : Beneficios empresariales. Corresponde a ingresos percibidos por las unidades productivas, constituidas jurídicamente en sociedades, en forma de beneficios o ganancias antes de impuestos.

R_A : Renta procedente de alquileres.

I_M : Ingresos Mixtos. Rentas obtenidas por los trabajadores independientes o empresas no constituidas jurídicamente en sociedad, que no representa precisamente un salario.

D : Depreciaciones. Se adicionan debido a que no representan una verdadera erogación de fondos.

T_N : Impuestos netos. Es el resultado de la diferencia entre impuestos y subvenciones. Estas últimas corresponden a las transferencias que el gobierno realiza a las unidades productivas con el fin de mantener precios y estimular la producción.

R_F : Rentas financieras.

A modo de síntesis se presentan los tres métodos para el cálculo del PIB, con sus variantes.



Método 1

del Gasto

$$\text{PIB} = C + I + G + \text{XN}$$

Método 2

del Valor Agregado

$$\text{PIB} = \sum \text{del valor agregado por cada empresa}$$

Método 3

del Consumo

$$\text{PIB} = \sum \text{del costo de los factores adquiridos por todas las empresas}$$

del Ingreso

$$\text{PIB} = \sum \text{ingreso total de las familias}$$

de la Renta

$$\text{PIB} = R_L + B_E + R_A + I_M + D + T_N + R_F$$

IV.3.2. TASA DE CRECIMIENTO EN TÉRMINOS REALES

Se pueden diferenciar dos expresiones del producto nacional ya que es equivalente al resultado de multiplicar una serie de cantidades de bienes y servicios por sus respectivos precios corrientes al momento de realizar la producción (PIB nominal) o medido por precios constantes de un año base específico (PIB real).

Asumiendo que los precios corrientes de los bienes fluctúan en distintas proporciones, se debe determinar un indicador que englobe la generalidad de éstos. Con ese fin, se recurre a los índices de precios que elabora el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), siendo el más relevante a estos fines el Índice de Precios al Consumidor (IPC). El índice de precios al



consumidor mide la variación de precios de los bienes y servicios representativos del gasto de consumo de los hogares residentes en la zona seleccionada en comparación con los precios vigentes en el año base. Con datos representativos del total nacional y de las seis regiones estadísticas: Gran Buenos Aires, Pampeana, Noreste, Noroeste, Cuyo y Patagonia (INDEC, 2019). La utilidad de este es deflactor, es decir, neutralizar el efecto de la inflación, y de esta manera pasar de valores corrientes a valores reales en términos constantes.

En definitiva, el cociente entre PIB nominal y PIB real es una medida de nivel general de precios, que se conoce como deflactor o índice de precios implícitos. Una vez obtenido, aplicando operaciones algebraicas se deduce que el PIB nominal sobre el deflactor es igual al PIB real.

$$\text{Deflactor} = \frac{\text{PIB Nominal}_t}{\text{PIB Real}_t} \times 100$$

$$\text{PIB Real}_t = \frac{\text{PIB Nominal}_t}{\text{Deflactor}}$$

IV.3.3. PIB REAL POR HABITANTE

El crecimiento económico se suele medir mediante la evolución del PIB, ya que esto es una medida que muestra el nivel de actividad económica, pero sólo se tendrá una idea adecuada si se quita la repercusión de la inflación sobre los precios y se analiza la evolución de la producción real (como hemos demostrado en el párrafo anterior).

$$\text{Tasa de Crecimiento del PIB} = \frac{\text{PIB}_x - \text{PIB}_{x-1}}{\text{PIB}_{x-1}} \times 100$$



Un país puede alcanzar tasas de crecimiento muy elevadas, pero este no es un indicador netamente confiable ya que, si la tasa de población crece en mayor medida, el PIB per cápita se reduce. Esto indicaría que realmente no hay crecimiento, sino más bien lo contrario.

Por eso, otro elemento importante para determinar el crecimiento económico es el incremento de la población. Solo si se sabe la evolución del número de habitantes se podrá conocer si el ingreso per cápita aumenta o no. El número de habitantes es un indicador obtenido por el INDEC cada diez años basado en los resultados del Censo Nacional de Población, Hogares y Viviendas, actualizándose con proyecciones anuales.

$$\text{PIB real por habitante } x = \frac{\text{PIB real } x}{\text{Población } x}$$

Como ya hemos señalado, los indicadores que más se utilizan para calcular el Crecimiento Económico están vinculados con la variación de la de producción nacional, total o per cápita. Pero utilizar el PIB como indicador de crecimiento económico, puede significar que se tenga que tratar con ciertos inconvenientes o desviaciones, tales como:

- La necesidad de usar el PIB a precios constantes.
- No considerar la depreciación del capital.
- La no apreciación de externalidades negativas.
- Falta de análisis de la distribución del ingreso.
- No sopesa el trabajo no remunerado.
- Ignora el endeudamiento externo.

IV.3.3.1. Medición en Argentina

El gobierno actual, en el convenio establecido con el Fondo Monetario Internacional (octubre 2018), previó un crecimiento económico negativo hasta el primer trimestre de 2019, esperando una recuperación a partir del segundo, debido a la recomposición de la estabilidad macroeconómica y un incremento en la confianza. En números, se espera una contracción entre el 2 y 3 por ciento en 2018 y entre 0,5 y 2 por ciento en 2019. (Ver Anexo III).

Según los datos oficiales más recientes recogidos por *datosmacro.com*, la tasa de crecimiento en términos reales de 2018 disminuyó respecto del año anterior. De igual manera el PIB real por habitante se vio perjudicado.

Cuadro 1. Oferta y demanda globales. Valores trimestrales en millones de pesos a precios de 2004

	2018 (¹)				2019 (¹)	
	2º trimestre	3º trimestre	4º trimestre	Total	1º trimestre	2º trimestre
Producto interno bruto	746.959	694.578	680.215	707.330	666.285	751.809
Importaciones FOB (bienes y servicios reales)	219.135	205.716	171.392	205.010	167.694	169.424
Oferta global	966.093	900.294	851.606	912.339	833.979	921.234
Demanda global	966.093	900.294	851.606	912.339	833.979	921.234
Consumo privado	578.333	501.405	460.148	524.921	504.648	533.656
Consumo público	96.193	95.322	99.992	95.632	90.544	94.555
Exportaciones FOB (bienes y servicios reales)	135.554	142.752	154.811	143.835	144.255	155.835
Formación bruta de capital fijo	150.914	140.202	121.314	140.538	112.980	123.758
Variación de existencias (²)	-11.610	6.715	14.508	432	-18.804	-8.522
Discrepancia estadística (³)	16.710	13.900	834	6.981	355	21.951

(¹) Datos preliminares.

(²) Incluye variación de existencias de los principales productos agrícolas en proceso y terminados, productos pecuarios, petróleo, productos manufacturados y productos importados. En los años definitivos se incluye discrepancia estadística.

(³) Incluye variación de existencias no captadas (resto de productos agropecuarios, resto de minería y existencias en locales comerciales de productos nacionales).

Fuente: INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.



Cuadro 2. Oferta y demanda globales. Valores trimestrales. Variación porcentual respecto a igual período del año anterior

	2018 (1)				2019 (1)	
	2º trimestre	3º trimestre	4º trimestre	Total	1º trimestre	2º trimestre
Producto interno bruto	-3,8	-3,7	-6,1	-2,5	-5,8	0,6
Importaciones FOB (bienes y servicios reales)	4,2	-10,2	-24,6	-4,7	-25,1	-22,7
Oferta global	-2,1	-5,2	-10,5	-3,0	-10,5	-4,6
Demanda global	-2,1	-5,2	-10,5	-3,0	-10,5	-4,6
Consumo privado	0,0	-5,4	-9,4	-2,4	-9,9	-7,7
Consumo público	-2,3	-4,2	-5,3	-3,3	-0,5	-1,7
Exportaciones FOB (bienes y servicios reales)	-9,4	-6,2	7,8	-0,7	1,4	15,0
Formación bruta de capital fijo	2,5	-11,7	-24,4	-5,7	-24,5	-18,0
Variación de existencias (2)	///	///	///	///	///	///
Discrepancia estadística (3)	///	///	///	///	///	///

(1) Datos preliminares.

(2) Incluye variación de existencias de los principales productos agrícolas en proceso y terminados, productos pecuarios, petróleo, productos manufacturados y productos importados. En los años definitivos se incluye discrepancia estadística.

(3) Incluye variación de existencias no captadas (resto de productos agropecuarios, resto de minería y existencias en locales comerciales de productos nacionales).

Fuente: INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

Con respecto a la tasa de crecimiento entre el primer trimestre del año corriente y el último del año anterior existe un aumento de 0.3%.

IV.3.4. MEDIDAS A FAVOR DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Según se ha podido observar en los estudios analizados, existe un consenso mayoritario sobre las medidas a adoptar tendientes a una mejora en el crecimiento económico de las naciones, por lo tanto, lo que resta preguntarse es ¿por qué estas medidas no se llevan a la práctica?, o ¿por qué si son implementadas, no tienen el efecto esperado? En primer lugar, porque las políticas que favorecen en mayor medida a los factores del crecimiento tendrán consecuencias más sólidas en el largo plazo, sin embargo, los políticos buscan auto beneficiarse y aprovecharse de una ideología arraigada en la mayoría de los habitantes, que prioriza un beneficio inmediato pero efímero a costa de uno más estable a futuro. De esta manera, se les facilita aplicar resoluciones de corto plazo que, a la larga, terminan siendo contraproducentes a los procesos de crecimiento. Además, la magnitud de los efectos que impulsan el crecimiento dependerá, asimismo, del nivel de desarrollo en el que se encuentre el país, ya que estas dinámicas se observan acentuadamente en los países más avanzados. Por último, las estrategias

deben ser pensadas en conjunto y aplicadas integralmente de forma que se refuercen y mejoren entre sí. Es decir, en términos de efectividad el paquete de medidas es más que la suma de sus partes.

En una época de crecimiento económico desmejorado, los países de todo el mundo pretenden delinear y llevar a cabo estrategias para fomentar y mantener la recuperación. La clave para esto es la estrategia: para prosperar, los responsables de las políticas deben cerciorarse de que se apliquen medidas destinadas a una apertura de la economía, el impulso de la inversión, tanto pública como privada, una recuperación de la estabilidad macroeconómica y un aumento de la dependencia de los mercados, así como también asegurar los incentivos para la asignación de recursos, todo esto en paquetes razonablemente completos.

Los ejemplos prácticos más recientes, como lo son China, Estados Unidos y la Unión Europea, han demostrado que un pilar significativo para esta rehabilitación es el auge de la inversión pública. Sin embargo, no alcanza sólo con inversión pública, ya que si no existen cambios de fondo que complementen e incentiven la inversión privada y la innovación que facilite que las economías se adecuen y compitan en una economía globalizada estimulada por avances tecnológicos, la inversión pública en forma aislada tendrá un efecto demasiado débil en el crecimiento. Sumado a esto, si la inversión es financiada por deuda provocará un aliento a corto plazo, comprometiendo severamente la estabilidad fiscal a largo plazo (World Economic Forum, 22/01/15).

El inconveniente es que las modificaciones estructurales no son fáciles de implementar. Para comenzar, chocan con una resistencia política de quienes se ven perjudicados en el corto plazo, entre los que se encuentran las empresas y sectores sobre los que se ejerce un proteccionismo. Por lo tanto, para asegurar que esas reformas finalmente beneficien a todos por

igual, debe existir una fuerte cultura de confianza y una sólida convicción para imposibilitar que acuerdos más flexibles lleven a abusos.

IV.4. DESARROLLO

La diferencia entre crecimiento y desarrollo se encuentra en que el primero solo se refiere al aumento de la producción económica alcanzada por un país, reflejada en el PIB, el cual incluye las variables económicas más relevantes, mientras que el segundo constituye una mejora en todos los niveles de la sociedad. Es decir, que no se concentra puramente en lo económico, sino que contempla además los valores humanos, culturales, sociales, morales y religiosos.

A éste se lo conoce como un proceso de transformación de la sociedad o de incrementos sucesivos en las condiciones de vida, el cual incluye el crecimiento de un sistema económico a largo plazo, adoptando las transformaciones que se producen en la estructura productiva, las instituciones, la tecnología, las relaciones sociales y políticas que inciden en la economía, las pautas de distribución del producto. Por ende, a largo plazo, el crecimiento conduce al desarrollo, ya que ocurren transformaciones en el sistema. En un periodo de tiempo lo suficientemente extenso, no hay crecimiento sin desarrollo. Finalmente, el crecimiento económico solamente es desarrollo con el objetivo de un mayor bienestar, si es equitativo; modernizador y al mismo tiempo potenciador del progreso social; si es sustentable; si en últimas significa desarrollo humano, entendido como un progreso hacia la plenitud de las personas.

Aludiéndose exclusivamente al desarrollo económico, se puede decir que este es un proceso consolidado y perdurable en el cual la renta real per cápita de un país se incrementa. En otros términos, implica el auto sostenimiento de esa expansión en el mejoramiento total de la población.



Advertimos entonces que esta evolución no necesariamente conduce a una mayor equidad o bienestar social. Para que el crecimiento se transforme en desarrollo, debe de cumplir con requisitos y normas previamente mencionados.

La primera condición, establece persistencia (carácter de sostenibilidad en el tiempo que implica crecimiento a largo plazo) y el auto impulso (carácter endógeno, es decir, fundado principalmente en los propios recursos). Ya mucho se ha desarrollado la idea de la perpetuación en el tiempo, pero no así respecto del concepto de auto impulso. Este implica que el propio proceso desarrollista debe contener y generar las condiciones que hagan posible su misma continuidad, a medida que éste va evolucionando. Es decir, que no debe depender de otros factores para su consecución. Sin embargo, esto no quiere decir que sea totalmente auto suficiente, ya que de todas formas sigue estando vinculado a variables externas. Pero entonces, ¿cuáles son concretamente las medidas que deben adoptarse para procurar el auto impulso?, aquellas que refieren a cambios estructurales, a saber:

- Modernización y actualización de los sectores productivos, equiparándose con la evolución de las demandas de personas y empresas (bienes de consumo individual y colectivo y bienes de capital), demandas que van incrementándose, lógicamente, a medida que el país se va desarrollando.
- Mejoramiento de los recursos humanos, lo que permitiría una oferta de trabajo cualificada, en función del cambio estructural y tecnológico, y a su vez un mercado de trabajo flexible, que redistribuya el trabajo en función del cambio sectorial y de las modificaciones de la demanda.
- Avances tecnológicos, para lo que se requiere inversión en investigación y desarrollo. Sin embargo, una dependencia muy alta en la tecnología puede ser contraproducente al



desarrollo, ya que se va descontando del factor trabajo y puede llevar a un estancamiento. Esto no quiere decir que los avances tecnológicos no sean productivos, simplemente que deben ser acompañados por una capacitación técnica y profesional, para que el capital humano no quede rezagado y se vea reemplazado por tales avances.

- ❑ Competencia y flexibilidad de los mercados. Sabemos de la importancia de la existencia de la competencia de los mercados, es decir, la existencia de distintas empresas que provean un mismo producto o servicio, a fin de que el precio de los mismos tienda a disminuir y alcanzar así a satisfacer a toda la demanda, sin que esta tenga que incurrir en abusos por parte de los oferentes. Esta sana competencia genera un círculo virtuoso que favorece el consumo, la producción, y por consecuencia, incentiva el crecimiento económico. En cuanto a la flexibilidad de los mercados, está referido principalmente a los mercados laborales, por lo que debería tenderse a la eliminación de una serie de normas y reglamentaciones que rigidizan ese mercado, impidiéndole absorber la oferta de mano de obra y adaptarse a las exigencias del cambio tecnológico y la competencia externa (Lagos, 1994).
- ❑ Capitalización (privada y pública), es decir, el continuo perfeccionamiento y renovación del capital productivo (humano, tecnológico, estructural, etc.) tanto de las empresas como del sector público (infraestructuras y bienes públicos). La durabilidad del crecimiento económico exige continuas inversiones que mejoren la eficiencia productiva y la competitividad de las empresas.

En segunda instancia, el desarrollo, siendo crecimiento sostenido, demanda de forma imprescindible la estabilidad macroeconómica, es decir, que no se sucedan factores o eventos que puedan derivar en desbarajustes económicos, como lo serían una inflación elevada, el déficit

fiscal excesivo, o un alto déficit exterior. Para satisfacer esta necesidad, se deben reducir las diferencias excesivas entre gasto y producto (excesos de gasto), entre ahorro e inversión (insuficiencias de ahorro) y entre exportaciones e importaciones (déficit exterior corriente). La importancia de esta condición radica en que un contexto macroeconómico inestable genera comportamientos indeseables en distintos agentes como los precios, los salarios, los tipos de interés y los tipos de cambio, que desaceleran o imposibilitan la continuidad del crecimiento económico (GestioPolis, 02/03/01).

Como tercer requerimiento, se puede argumentar que el desarrollo requiere sostenibilidad también desde el punto de vista social, en otros términos, que el crecimiento haga posibles avances significativos en la sociedad, entiéndase en:

- Igualdad de oportunidades (educación, cultura),
- Merma en las discriminaciones sociales (sexo, raza, ideas),
- Disminución de la desigualdad económica (empleo, renta, riqueza),
- Decrecimiento de la exclusión social (pobreza, marginación).

Finalmente, como cuarta exigencia, el desarrollo puede considerarse como tal, cuando es sostenible desde una perspectiva ecológica, de los recursos naturales y del medio ambiente, teniendo en consideración la disponibilidad de estos, tanto en el presente como en el futuro. Por ende, debe tratarse de un crecimiento que no produzca un deterioro grave en el entorno natural, teniendo siempre presente la noción de que los recursos naturales son escasos, y que, como consecuencia, no tienen costo nulo. Debería requerirse entonces, la actuación de instituciones públicas que regulen, controlen y en su caso, reprendan las actividades empresariales que contraríen este principio, así como también políticas públicas que promuevan la inversión y el desarrollo en fuentes de energías renovables, complementándose estas con un uso eficiente de

los recursos. De esta manera, se evita el deterioro medioambiental que podría generar el funcionamiento abusivo de los mercados; sin perjuicio de las iniciativas privadas de aquellas empresas que, en forma cada vez más común, comienzan a desarrollar una conciencia colectiva y prácticas amigables con el medio ambiente, ante la creciente popularidad y demanda social de “empresas responsables”.

Por todo ello, crecimiento económico no implica desarrollo económico. Es necesario un crecimiento sostenido durante largos periodos y que este sea adecuadamente redistribuido de tal forma que permita un incremento generalizado del nivel de vida de la población. Además, este debe ser sostenible para garantizar el mismo nivel de vida a las generaciones futuras.

Concluimos entonces que, si bien el crecimiento económico de una nación es crucial para que esta progrese, es casi imperativo que ese crecimiento pueda reflejarse en desarrollo, de modo que no solo se incrementen las arcas del tesoro, sino también la calidad de vida de los habitantes.

También, luego de comprender cuales son los tipos de crecimientos, su forma de medición y los factores que lo afectan significativamente, se puede deducir la necesidad de que nuestros políticos comiencen a ver el panorama completo y piensen más a largo plazo, implementando medidas de fondo que impliquen un progreso verdadero, y no un alivio temporario para beneficiar al gobierno de turno.



CAPÍTULO V

RELACIÓN DEUDA-PBI

En este último capítulo se informa sobre la situación que presentan los indicadores de mayor importancia a efectos de este trabajo. Cuáles son los factores y variables que los componen, y los términos en que se ha comprometido el gobierno para poder cumplir con ellos. Se muestra también la evolución del resultado económico para dar cumplimiento con las metas fiscales.

V.1. SOSTENIBILIDAD

Como se vio anteriormente en el capítulo I, la relación deuda/PIB muestra el porcentaje de producción de bienes y servicios de un año que habría que destinar para pagar la deuda pública. En la práctica, se utiliza como un indicador de sostenibilidad frente a la deuda, es por eso que debe ubicarse dentro de ciertos parámetros para generar confianza a los prestamistas. Si el porcentaje es elevado puede ser asociado a situaciones en las que el país no puede solventar los vencimientos, aumentando la tasa debido a una mayor incertidumbre de pago o peor aún, generando dificultades para la obtención de financiamiento.

La idea general de sostenibilidad es simple, esta es cuestionada cuando el ratio deuda/PIB alcanza un valor que se considera “extremado”. Es decir, básicamente cuando los ingresos públicos son insuficientes para poder financiar los costos asociados a los servicios de la deuda, por lo que debe emitirse o tomarse nueva deuda para pagar la preexistente. Cuando se da este fenómeno durante varios períodos consecutivos, se puede llegar a la conclusión de que la situación fiscal no es sostenible.



No obstante, se advierten países cuyo ratio de deuda/PIB es alto, que han demostrado sostenibilidad ante la deuda (ejemplo Japón, con más del 200% se posiciona como el país más endeudado del mundo, pero una gran diferencia es que la mayor parte de acreedores son nacionales, es decir, la economía no depende tanto de los “mercados”, es menos susceptible a la fuga de capitales e incentiva el crecimiento económico) y en contraposición países con niveles de endeudamiento bajos que presentan problemas de sostenibilidad de deuda (como Chad, con alrededor del 50%). Frente a esto, aparecen otros indicadores para evaluar la solvencia de un país, tales como:

- Vencimiento de intereses/PIB
- (Vencimientos de capital + Intereses) /PIB
- Vencimiento de intereses/Ingresos del sector público
- Deuda/ Ingresos del sector público

Asimismo, se debe considerar la porción de deuda externa respecto de la deuda pública total, ya que, si esta es muy significativa, hay que tener en cuenta la capacidad del país para generar divisas que permitan repagar la deuda. Para este caso, existen otros tres ratios que nos muestran la capacidad de cancelación de la deuda pública en moneda extranjera:

- Deuda/Exportaciones
- (Vencimientos de capital + Intereses) /Exportaciones
- Intereses/Exportaciones (PwC, 2018)

V.1.1. EL INDICADOR EN EL PAÍS

La inestabilidad del dólar durante marzo hizo que al cierre del primer trimestre de 2019 la deuda pública como porcentaje del Producto volviese a aumentar hasta 88,5%, según un



informe divulgado por la consultora *Ecolatina*. El estudio consignó que, desde hace una década, Argentina cuenta con un creciente déficit fiscal que durante el gobierno kirchnerista se financiaba principalmente con emisión monetaria y deuda con otros organismos del sector público. *Cambiamos* reemplazó esas fuentes de financiamiento por deuda con acreedores privados, tales como el FMI, denominada mayormente en moneda extranjera. Esto provocó que la deuda relevante saltara del 43% del stock a fines del 2015 hasta el 65% del total en el primer trimestre del 2019 (Conclusión, 30/06/19).

Por estos cambios, a pesar de que el stock de deuda creció sólo 3,5% en dólares en 2018, el salto de más de 100% del tipo de cambio nominal disparó 40 puntos el ratio de deuda sobre PIB, rozando el 95% en el tercer trimestre del año. Luego, la apreciación real (por el traspaso de la suba del dólar a los precios internos junto a un tipo de cambio más calmo) redujo este cociente casi 10 puntos en el último cuarto del 2018, según la entidad. Se advirtió que si se incluyera el desembolso del FMI correspondiente al primer trimestre (que se recibió en los primeros días de abril y por eso quedó fuera de la contabilidad oficial), la deuda total habría alcanzado 91,4%.

La pregunta es si ¿bastaría con controlar el tipo de cambio para solucionar el problema de la deuda? Al respecto, se sostuvo que la imposibilidad de conseguir divisas nos llevó a recurrir a un prestamista de última instancia para no incumplir los vencimientos de la deuda pública. Sin embargo, se alertó que no resolvió el problema estructural ya que, al seguir habiendo dudas sobre la capacidad de repago de los pasivos, la percepción de un default de la deuda sigue siendo elevada. Por este motivo, el problema solo se desplazó hacia más adelante. Se indica que hasta que no se recupere el acceso al financiamiento externo, para pagar las deudas del Estado hacen falta dos condiciones: que el sector público genere ahorros fiscales en pesos y



que el país en su conjunto alcance superávit externo en dólares. Sin los primeros, no habrá recursos para efectuar los pagos; sin los segundos, las compras públicas de divisas competirán con los importadores y ahorristas, incrementando las presiones cambiarias.

Un tipo de cambio real apreciado ayudaría a que el Tesoro generase un menor déficit financiero en el corto plazo, por un aumento del nivel de actividad y por una menor carga de intereses. Por el contrario, una nueva ronda de depreciación empeoraría su capacidad de compra de divisas, por la profundización de la crisis que implicaría y porque se necesitarían más pesos para adquirir la misma cantidad de dólares. Además, las subas del tipo de cambio agravarían el peso del servicio de la deuda (capital e intereses) sobre el PIB, ahuyentando a los inversores. No obstante, mirando al ahorro externo, se observa lo contrario: un tipo de cambio apreciado abarataría y fomentaría las importaciones, reduciendo los ingresos netos de divisas genuinas. En tanto, un dólar más elevado daría incentivos para expandir las exportaciones, permitiendo una mejora del resultado externo. Pero “las urgencias del corto plazo” que implican apreciar para reducir el déficit financiero, disminuir el ratio de deuda y ganar elecciones se contraponen con las necesidades de largo alcance, que incluyen no intervenir para guardar divisas, dejando depreciar el tipo de cambio para generar un mayor superávit externo en dólares (Conclusión, 30/06/19).

V.2. RIESGO DEL PAÍS

Desde hace décadas la deuda externa argentina aparece como una sombra para oscurecer el futuro del país porque, a veces con mayor rigor y otras con algo de suavidad, condiciona el crecimiento y limita las posibilidades del desarrollo sustentable en el territorio. A lo largo de su historia más reciente, el ciclo negativo se reitera sin más remedio. En tiempos de



recesión se incrementan en gran medida las dificultades para hacer frente a los servicios de la deuda porque el Estado pierde recursos a partir de la caída de la actividad económica, a lo que se suma el déficit crónico de las cuentas públicas que obliga a buscar financiamiento. Es normal que cuando un país acredita una conducta irregular en el cumplimiento de sus compromisos, los prestamistas recargan la tasa de interés a modo de resguardarse ante los mayores riesgos de incobrabilidad.

Es por esto que, ante la creciente necesidad de contar con un indicador confiable que refleje el riesgo al que se somete un prestador al financiar a un país, la compañía financiera *JP Morgan* comenzó a elaborar, hace ya unos 20 años, el índice Riesgo País que mide la sobretasa de interés que paga cada país para financiarse en el mercado internacional. En esencia, mide la probabilidad (el riesgo) de que un Estado logre o no pagar los vencimientos de sus obligaciones (deuda externa, bonos, letras del tesoro) cuando corresponde. Este cálculo lo realiza por intermedio de su índice EMBI (Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes).

De esta manera, el índice mide la sobretasa que debe pagar un bono frente al rendimiento de los títulos a 10 años que emite el Tesoro de los Estados Unidos. Si este es elevado, puede repercutir además negativamente en la llegada de inversiones a largo plazo necesarias para el desarrollo. Además, complica las necesidades financieras de un país. La importancia de tener en cuenta el riesgo país, en las operaciones crediticias, creció rápidamente con el desarrollo del comercio exterior, de las compañías multinacionales y, sobre todo, de las operaciones bancarias internacionales. Es por esto que, el término a veces se considera erróneamente sinónimo de riesgo de transferencia. Sin embargo, se refiere tan solo a uno de los



aspectos del riesgo país puesto que el concepto general incluye otros riesgos, como los de expropiación y de nacionalización.

Tasa extra por Riesgo = Tasa de Interés Total – Tasa Libre de Riesgo (Letras Tesoro EE.UU)

Tasa extra por Riesgo X 100 = Riesgo País

V.2.1. FACTORES QUE INFLUYEN EN EL RIESGO PAÍS

El economista Manuel Adorni, en una entrevista que brindó a *Diario Perfil*, comenta que el indicador está integrado por al menos tres factores:

1- Una alta tasa de interés externa. Ante esto no podemos hacer mucho más que acatar o, simplemente, no recurrir a la financiación de los mercados internacionales. ¿Cuál es el riesgo? Estados Unidos comienza a retener el movimiento de dólares en el mundo por lo que Argentina no logrará adquirirlos y el riesgo de cancelar deudas en moneda extranjera aumentará indefectiblemente.

2- Volatilidad. Cuando países emergentes como Argentina evidencian tanta volatilidad, los mercados internacionales comprenden que no brindan seguridad, ni crecimiento o posibilidad de repago de las deudas. Esto es lo que se ve cuando hay fuga de inversores.

3- Desconfianza. El escándalo de las coimas entre empresarios y funcionarios desató un récord de puntos básicos en la Argentina. La corrupción es uno de los factores de riesgo país negativo más remarcado (Inversor Global, 01/11/18).

V.3. OBLIGACIONES

Analizándose las cualidades del préstamo se recuerda que, desde que se recibió el apoyo del FMI en 2018, el organismo desembolsó al país alrededor de USD 44.100 millones (80%) de los USD 57.300 millones acordados, incluyendo la IV revisión que permitió a las autoridades del organismo girar USD 5.400 millones. En consecuencia, a fin de año se habrá transferido casi el 90% del préstamo, otros USD 5.400 millones en octubre y a partir de diciembre siete (7) giros trimestrales de USD 1.000 millones cada uno, eso sí únicamente se cumple con las metas cuantitativas que trimestralmente el organismo fija en cada revisión.

V.3.1. MEMORÁNDUM 2018, METAS CUANTITATIVAS Y CUALITATIVAS

De acuerdo con el memorándum, en 2018 el resultado primario debe culminar en un déficit equivalente a 2,7% del PIB. En 2019 con -1,3%, habrá equilibrio primario en 2020, y un superávit de 0,5% en 2021. De esta manera, el acumulado entre 2018 al 2021 prevé una disminución del déficit de 3,1% del PIB. Constituyendo esta, la primera condición cuantitativa y evaluativa para posteriores reembolsos, por lo tanto, la de mayor grado de importancia.

Para poder cumplir con la ardua reducción del déficit el Gobierno nacional mostró a través de un informe en el que calcula cómo influirá el acuerdo en el gasto público. Conforme a proyecciones oficiales, se deberá ahorrar un 1,5% del Producto Bruto Interno en 2018, un 1% en 2019 (año electoral) y un 1,2% en 2020, sumando así una disminución del gasto público del 3,7% del producto en tres años. Que se logrará a partir de una baja en las transferencias hacia las provincias en un 75%, los subsidios a la energía y el transporte en un 50%, salarios, bienes y servicios públicos en un 13% del producto (no renovando cargos, congelando nuevas contrataciones y eliminando puestos redundantes), entre otros. Las jubilaciones y demás gastos sociales serán los únicos en aumentar, esto en protección de los sectores más vulnerables.

Para llegar con las metas de inflación, el Ejecutivo se compromete a mantener una política monetaria restrictiva hasta lograr que la tasa interanual de inflación del índice de precios al consumidor (IPC) sea igual o inferior a las expectativas actuales del mercado, es decir, para el final de 2018 un 27 %, y luego 17 %, 13 % y 9 % para de cada uno de los siguientes 3 años. Es por ello que se busca fortalecer la autonomía del BCRA reduciendo la asistencia financiera al Tesoro; utilizar la tasa de interés como instrumento principal y también darles un adecuado uso a las reservas implementándolas únicamente para políticas cambiarias y monetarias.

En cuanto a las perspectivas económicas prefirieron ser conservadores a la hora de proyectar, se estimó un crecimiento interanual entre 0,4% y 1,4% en 2018, debido a la volatilidad de los mercados financieros y la sequía que afectó al sector agropecuario. Luego para el 2019 se espera que sea alrededor del 2% como consecuencia de la reconstrucción de la confianza producto del programa económico combinado con la ayuda del fondo.

Por último, con el objetivo de asegurar el cumplimiento de las metas fiscales, se busca fortalecer la administración tributaria trabajando con AFIP para mitigar los riesgos de algunos segmentos de la población, las obligaciones de los contribuyentes y los principales impuestos.

V.3.2. IV REVISIÓN

Además de la ayuda financiera, el organismo asiste al gobierno efectuando revisiones trimestrales en el país para evaluar y supervisar la evolución económica y financiera de las metas cuantitativas, también asesora sobre políticas económicas que implementen. Permitiendo esto, si todo anda bien, girar al país los desembolsos previstos en el préstamo. En cada conclusión se restablecen los indicadores y se actualizan las metas cuantitativas, en este caso, se reconoció que la inflación continúa alta por lo que se aumentó la estimada al 40% para el año en

curso (bastante más que el 30,5% previsto en la III revisión) y 32,1% para el siguiente. Sobre la variación del PIB se recortó un poco la previsión a 1,3% en caída para el 2019 y de 1,1% positivo para el 2020 (El Cronista, 15/07/19).

Para el primer semestre del 2019 el FMI fijó una meta fiscal con un superávit primario acumulado de \$20.000 millones. El gobierno logró un objetivo fundamental de cara a recuperar la confianza del mercado, pese al rojo en las cuentas públicas de junio, sobrecumplió ampliamente la meta fiscal fijada con un superávit primario de \$30.221 millones. Sin embargo, deberá ser más riguroso para llegar a fin de año, ya que el organismo internacional hizo más exigente la anteúltima meta del año, clave para lograr al equilibrio fiscal, exigiendo un superávit acumulado de \$70.000 millones. En cuanto al resultado financiero, hubo déficit (ya que este incluye intereses de la deuda) de \$287.702 millones, el cual implicó un aumento anual de 14,3% con relación al mismo en el período equivalente del año anterior, esto por el efecto de la dura depreciación de la moneda y la elevada exposición de la deuda en dólares (los intereses crecieron 118,4%). En términos de relación con el PBI, el rojo se redujo de -1,7% a -1,3% (Secretaría de Finanzas, 2019).

V.3.3. VENCIMIENTOS

Si se observa cuanto afecta la tasa de interés a la hora de analizar la sustentabilidad de la deuda pública, la deuda con organismos internacionales devenga una tasa del 3,8% y con privados una tasa de interés del orden del 8,5%, con lo que la tasa promedio de la deuda es del 6,8%. Dicho esto, se puede ver entonces diferentes combinaciones entre resultado primario y tasa de interés de la deuda de manera de dejar el ratio de la deuda en el nivel actual. Por lo tanto, si el gobierno no logra bajar el costo de financiamiento debería apuntar a un superávit primario de 2,4% del PIB, que podría bajarlo a 1,8% si lograra una merma de 100 puntos básicos en la

tasa o subirlo a 3% si el costo de financiamiento subiera a 8,8%. Por el contrario, si el Gobierno tuviese al resultado fiscal como una variable dependiente, su target debe ser bajar el costo de endeudamiento para que la sustentabilidad no se vea alterada. Así, si apunta a un resultado primario equilibrado, el costo de fondeo debería ser de 2,5% o de 4,3% si quiere tener un superávit primario de 1% (Polo, 2019).

Entre 2022 y 2023, nuestro país debería devolverle al FMI más de USD 46.000 millones entre capital e intereses, lo que implica 5% del PBI de cada año. Si bien la situación actual cercana al equilibrio primario del Sector Público Nacional reduce las necesidades de contraer nuevos compromisos, tampoco le alcanzará para generar superávits de semejante magnitud como para afrontar estos compromisos. Por lo tanto, una parte importante de los pasivos deberá ser refinanciada. Y si el próximo Gobierno no obtiene los dólares, una de las posibilidades es que los adquiera en el mercado local, que como consecuencia podría sumar un factor de presión adicional al tipo de cambio (Ámbito, 28/07/19).

Como se analizó en esta última parte los indicadores no muestran gran aliento para el país. Queda esperar y observar cuáles serán las acciones y políticas por adoptar en los últimos meses del actual gobierno y de aquel que resulte electo a partir de diciembre, respecto a revisiones, desembolsos y toda cuestión que corresponda a la relación con el organismo.,

CONCLUSIONES

Como se ha visto en el desarrollo de este trabajo de investigación, en el último tiempo, la economía del país ha estado inmersa en una profunda recesión que aún continúa. A la par, la deuda en moneda extranjera es un duro golpe para las cuentas públicas, considerando la inestabilidad en el tipo de cambio y su tendencia al alza a la que nos tiene acostumbrados, lo cual afecta directa y negativamente la sostenibilidad del país. Ya que ambos cálculos comparten el mismo denominador (PIB), al encontrarse este indicador en una *fase negativa*, ambos se ven alterados hacia un camino contrario al esperado, disminuyendo la tasa que debería aumentar (Crecimiento), e incrementando aquella que debería bajar (Deuda en Moneda Extranjera).

Concretamente, según el informe fiscal correspondiente al primer semestre se logró un superávit primario del 0,1% del PIB, cifra que, aunque no resulte impactante significa el primer semestre con superávit en los últimos 8 años. No obstante, la carga de intereses fue del 1,3% del PIB para el mismo periodo, dando un resultado fiscal deficitario en 1,2%. Esto demuestra que, a pesar del esfuerzo fiscal, el resultado primario es insuficiente para cubrir los intereses, especialmente si no viene acompañado de un incremento en la balanza comercial que sea provocado por un aumento en las exportaciones, lo que permitiría al país producir dólares genuinos. Pero la realidad es que las mismas treparon solo un 3% el último año, contra un alza del 56% de los intereses.

Una de las opiniones que ha tomado fuerza para “solucionar” esto último es renegociar o reperfilear la deuda. Pero lo cierto es que esto no es una solución, sino más bien un parche temporario, el mismo que se viene empleando periódicamente desde hace décadas, y que, en definitiva, ha arrastrado al país hasta este desalentador presente. Reperfilear la deuda traería un

alivio muy acotado en el corto plazo, complicando la sustentabilidad económica a largo plazo, porque el problema estructural radica en utilizar deuda para pagar deuda, desembocando en un círculo vicioso.

Es por esto por lo que se necesita es una reestructuración profunda de las políticas monetarias, económicas y fiscales, de modo que dejen de ser deficitarias. Y de esta manera reducir la necesidad de endeudamiento.

Se concluye entonces, que la solución que podría ser eficaz, aunque un tanto dolorosa para los argentinos, sería continuar por el camino del ajuste, reduciendo el gasto gradualmente llevándolo a niveles razonables, de manera que los gobiernos dejen de incurrir en el financiamiento de forma recursiva. Se cree que esto sería posible a través de políticas específicas y duraderas, es decir, evitar los cimbronazos políticos que constantemente padecemos y complican la difícil tarea del desarrollo.

Una mejora del dinamismo del sector económico, bajo un marco de certidumbre, es propicio para la llegada de las tan ansiadas inversiones.

BIBLIOGRAFÍA

- Clift, Jeremy, (2004). *Guía del FMI: ¿Qué es el Fondo Monetario Internacional?* International Monetary Fund, Publication Services 700 19th Street, N.W., Washington, D.C., 20431, EE.UU. Recuperado de:
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/what/spa/whats.pdf>
- Fondo Monetario Internacional, (2011). *Convenio Constitutivo*. Departamento de Tecnología y Servicios Generales del FMI. Recuperado de:
<https://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/aa/aa.pdf>
- Fondo Monetario Internacional, (2018). *Ficha Técnica: El FMI: Datos básicos*. Recuperado de: <https://www.imf.org/es/About/Factsheets/IMF-at-a-Glance>
- Fondo Monetario Internacional, (2016). *Ficha Técnica: El Servicio de Crédito Stand-By (SCS) del FMI*. Recuperado de:
<https://www.imf.org/es/About/Factsheets/Sheets/2016/08/02/21/10/Standby-Credit-Facility>
- Fondo Monetario Internacional, (2018). *Ficha Técnica: Préstamos del FMI*. Recuperado de: <https://www.imf.org/es/About/Factsheets/IMF-Lending>
- Fong, C., (2001). *Social preferences, self-interest, and the demand for redistribution*. En Journal of Public Economics, 82 (2). Recuperado de:
<https://www.cmu.edu/dietrich/sds/docs/fong/JPubEc2001.pdf>
- Lagos, R. A., (1994). *¿Qué se entiende por flexibilidad del mercado de trabajo?* En Revista de la CEPAL, 81-96. Recuperado de:
https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/11963/1/054081095_es.pdf
- Lorente, L., (2016). *Cómo calcular el PIB: Tres métodos*. Análisis Económico. BBVA. Recuperado de: <https://www.bbva.com/es/tres-metodos-calculer-pib/>
- Lucena, L., (2017). *El endeudamiento externo público como clave constitutiva de los modelos políticos-económicos. La política de deuda externa pública del kirchnerismo en perspectiva comparada con la del gobierno de Cambiemos*. Universidad Nacional de la Plata. Recuperado de: <http://www.memoria.fahce.unlp.edu.ar/tesis/te.1491/te.1491.pdf>
- Mochón Morcillo, F. & Beker, V. A., (2008). *Economía. Principios y aplicaciones*. México DF: McGraw-Hill Editores.
- Nemiña, P., (12/2013). *El FMI y la política económica argentina*. Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Sociales. Instituto de Estudios de América Latina y el Caribe. Recuperado de <https://ri.conicet.gov.ar/handle/11336/29164>
- Núñez Miñana, H., (1998). *Finanzas Públicas*. Buenos Aires: Ediciones Macchi.
- Polo, M., (03/10/2019), *Intereses que duelen: reperfilar tendrá un alivio muy acotado en el corto plazo*. Ciudad de Buenos Aires. Recuperado de <https://www.eleconomista.com.ar/2019-10-intereses-que-duelen/>
- Pricewaterhouse Coopers, (2018). *Sostenibilidad de deuda pública*. Recuperado de:
<https://www.pwc.com.ar/es/publicaciones/economic-gps/sostenibilidad-de-deuda-publica.html>



ANEXO I

ESQUEMA AHORRO - INVERSIÓN - FINANCIAMIENTO

SECRETARÍA DE HACIENDA
EJECUCIÓN PROVISORIA

SECTOR PÚBLICO BASE CAJA - ACUMULADO AL II TRIMESTRE 2019
ESQUEMA AHORRO - INVERSIÓN - FINANCIAMIENTO

En millones de pesos

CONCEPTO	ADMINISTRACIÓN NACIONAL					TOTAL	PAMI, FOOS, FIDUCIARIOS Y OTROS	TOTAL
	TESORO NACIONAL	REC. AFECT.	ORG. DESC.	INST. DE SEG.SOC.	EX CAJAS PVCIALES			
I) INGRESOS CORRIENTES	643.960,2	58.493,0	47.574,4	776.176,3	13.968,0	1.540.178,5	164.119,9	1.704.298,4
- INGRESOS TRIBUTARIOS	607.593,2	38.667,1	11.588,4	247.374,2	0,0	905.222,9	55.407,2	960.630,1
- CONTRIBUCIONES A LA SEG. SOCIAL	0,0	1.172,5	10.289,1	474.512,2	13.968,0	499.944,8	74.903,8	574.848,6
- INGRESOS NO TRIBUTARIOS	10.315,2	11.611,1	20.516,7	807,5	0,0	43.250,5	12.966,8	56.217,3
- VENTAS DE BS.Y SERV. DE LAS ADM.PUB.	1,5	1.619,5	1.625,4	0,0	0,0	3.246,4	2,0	3.248,4
- INGRESOS DE OPERACION	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- RENTAS DE LA PROPIEDAD (1)	25.573,3	4.814,8	3.529,3	53.480,0	0,0	87.397,4	13.736,7	101.134,1
- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	477,0	614,0	25,5	0,0	0,0	1.116,5	984,7	2.101,2
- OTROS INGRESOS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6.118,7	6.118,7
- SUPERAVIT OPERATIVO EMPRESAS PUB.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
II) GASTOS CORRIENTES	659.276,4	39.190,6	111.570,5	885.150,8	27.515,5	1.722.703,8	228.117,4	1.950.821,2
- GASTOS DE CONSUMO Y OPERACION	164.722,6	26.336,6	40.517,6	11.567,8	0,0	243.177,0	69.538,7	313.233,7
- Remuneraciones	125.025,7	20.628,2	30.901,5	9.109,0	0,0	185.664,4	49.919,2	234.583,6
- Bienes y Servicios	39.697,1	6.309,7	9.616,0	2.458,8	0,0	58.081,6	20.438,8	78.520,4
- Otros Gastos	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	1,0	178,7	179,7
- INTERESES Y OTRAS RENTAS DE LA PROP.	315.266,5	0,0	401,6	0,0	0,0	315.668,1	1.774,9	317.443,0
- Intereses (2)	315.266,5	0,0	381,3	0,0	0,0	315.647,8	1.774,9	317.422,7
- Otras Rentas	0,0	0,0	20,3	0,0	0,0	20,3	0,0	20,3
- PRESTACIONES DE LA SEGURIDAD SOCIAL	0,0	3.280,8	54.619,5	741.512,5	27.515,5	826.928,3	0,0	826.928,3
- OTROS GASTOS CORRIENTES	0,0	12,8	32,3	0,0	0,0	45,1	7.776,6	7.821,7
- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	179.221,1	8.958,2	15.999,5	132.070,5	0,0	336.249,3	114.598,3	450.847,6
- Al sector privado	81.766,9	4.813,1	15.488,6	122.326,4	0,0	224.395,0	114.045,5	338.440,5
- Al sector público	98.345,9	4.130,9	473,9	9.744,1	0,0	116.692,8	552,8	117.245,6
- A Provincias y CABA	31.273,6	4.031,1	191,0	9.744,1	0,0	45.239,8	0,0	45.239,8
- Universidades	58.736,2	28,8	4,2	0,0	0,0	58.769,2	0,0	58.769,2
- Otras	6.334,1	71,0	278,7	0,0	0,0	6.683,8	552,8	7.236,6
- Al sector externo	1.110,3	14,2	37,0	0,0	0,0	1.161,5	0,0	1.161,5
- OTROS GASTOS	66,0	0,0	0,0	0,0	0,0	66,0	0,0	66,0
- DEFICIT OPERATIVO EMPRESAS PUB.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	34.430,9	34.430,9
III) RESULT ECON.: AHORRO/DESAHORRO (-II)	-15.316,2	19.308,4	-63.996,1	-108.973,9	-13.547,5	-182.925,3	-63.997,5	-246.922,8
IV) RECURSOS DE CAPITAL	143,5	739,2	36,7	19.652,2	0,0	20.571,6	46.043,5	66.621,1
V) GASTOS DE CAPITAL	33.746,4	16.778,7	29.000,4	134,3	0,0	79.659,8	27.640,1	107.299,9
- INVERSION REAL DIRECTA	6.322,0	7.806,4	25.459,6	134,3	0,0	39.722,3	17.478,4	57.200,7
- TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	18.857,1	8.968,7	3.521,2	0,0	0,0	31.347,0	10.161,7	41.508,7
- A Provincias y CABA	13.222,0	3.956,2	3.170,1	0,0	0,0	20.348,3	4.353,6	24.701,9
- Otras	5.635,1	5.012,5	351,1	0,0	0,0	10.998,7	5.808,1	16.806,8
- INVERSION FINANCIERA	8.567,3	3,6	19,6	0,0	0,0	8.590,5	0,0	8.590,5
- A Provincias y CABA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Resto	8.567,3	3,6	19,6	0,0	0,0	8.590,5	0,0	8.590,5
VI) INGRESOS ANTES DE FIGURAT. (-I+IV)	644.103,7	59.238,2	47.611,1	795.829,1	13.968,0	1.560.790,1	210.169,4	1.770.959,5
VII) GASTOS ANTES DE FIGURAT. (-II+V)	630.022,8	55.963,9	140.570,9	885.285,1	27.515,5	1.802.363,6	255.775,2	2.058.121,1
VIII) RESULT.FINANC. ANTES DE FIGURAT. (-VI+VII)	-85.919,1	3.268,9	-92.959,8	-89.456,0	-13.547,5	-241.613,5	-45.588,1	-287.201,6
IX) CONTRIBUCIONES FIGURATIVAS	530,2	5.808,1	116.097,2	257.274,1	13.547,5	393.257,1	101.020,2	494.277,3
- Del Tesoro Nacional	0,0	0,0	42.490,1	230.064,7	13.547,5	286.102,3	66.817,3	352.919,6
- De Recursos Afectados	0,0	1.652,9	475,3	0,0	0,0	2.128,2	5.022,5	7.150,7
- De Organismos Descentralizados	530,2	581,1	396,1	0,0	0,0	1.507,4	2,7	1.510,1
- De Instituciones de Seguridad Social	0,0	3.183,8	56.840,2	27.209,4	0,0	87.233,4	29.177,7	116.411,1
- De Ex-Cajas Provinciales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- De PAMI, FOOS, Fiduciarios y Otros	0,0	390,3	15.895,5	0,0	0,0	16.285,8	0,0	16.285,8
X) GASTOS FIGURATIVOS	3529.19,6	7.150,7	1.510,1	116.411,1	0,0	477.991,5	16.285,8	494.277,3
XI) INGRESOS DESPUES DE FIGURAT.	644.633,9	65.046,3	163.708,3	1.053.103,2	27.515,5	1.954.007,2	311.189,6	2.265.196,8
XII) GASTOS PRIMARIOS DESPUES DE FIGURAT.	730.675,9	63.120,0	141.699,7	1.001.696,2	27.515,5	1.964.707,3	270.268,4	2.234.975,7
XIII) GASTOS DESPUES DE FIGURAT.	1.045.942,4	63.120,0	142.081,0	1.001.696,2	27.515,5	2.280.355,1	272.043,3	2.552.398,4
XIV) SUPERAVIT PRIMARIO (XI-XIII)	-40.420,0	1.926,3	22.008,6	51.407,0	0,0	-10.700,1	40.921,2	30.221,1
XV) RESULTADO FINANCIERO (XI-XIII)	-40.1308,5	1.926,3	2.1627,3	51.407,0	0,0	-326.347,9	39.146,3	-287.201,6
- RENTAS PERCIBIDAS DEL BCRA	77.244,8	0,0	0,0	0,0	0,0	77.244,8	0,0	77.244,8
- RENTAS PÚBL. PERCIBIDAS POR EL FGS Y OTROS	124,4	0,0	72,1	80.894,0	0,0	81.090,5	1.175,6	82.266,1
- INTERESES PAGADOS NTRA-SECTOR PÚBLICO	76.675,5	0,0	0,0	0,0	0,0	76.675,5	5.590,6	82.266,1
XVI) FUENTES FINANCIERAS	3.345.935,5	38.866,7	5.393,1	81.253,7	0,0	3.471.429,0	85.138,1	3.556.567,1
- DISMINUC. DE LA INVERSION FINANCIERA	953.265,7	2.175,0	741,2	78.595,9	0,0	1.034.777,8	72.941,9	1.107.719,7
- ENDEUD. PÚBL. E INCREM. OTROS PASIVOS	2.392.615,1	36.711,7	3.774,9	0,0	0,0	2.433.101,7	5.310,4	2.438.412,1
- Endeudamiento en Moneda Local	1.081.742,9	0,0	316,5	0,0	0,0	1.082.059,4	0,0	1.082.059,4
- Endeudamiento en Moneda Extranjera	1.141.335,1	36.711,7	3.458,4	0,0	0,0	1.181.505,2	0,0	1.181.505,2
- Incremento Otros Pasivos	169.537,1	0,0	0,0	0,0	0,0	169.537,1	5.310,4	174.847,5
- INCREMENTO DEL PATRIMONIO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- CONTRIB. FIGURAT. PARA APLIC. FINANC.	14,7	0,0	877,0	2.657,8	0,0	3.549,5	0,0	3.549,5
XVII) APLICACIONES FINANCIERAS	2.945.280,7	40.813,0	27.092,5	213.554,7	0,0	3.226.740,9	119.865,4	3.346.606,3
- INVERSION FINANCIERA	807.192,8	40.812,7	25.194,2	191.174,9	0,0	1.064.364,6	83.570,4	1.147.935,0
- AMORT. DEUDAS Y DISM. OTROS PASIVOS	2.134.553,4	0,0	1.893,6	22.379,8	0,0	2.158.826,8	36.295,0	2.195.121,8
- Amortización en Moneda Local	1.119.587,1	0,0	2,5	2.903,3	0,0	1.122.492,9	5.244,9	1.127.737,8
- Amortización en Moneda Extranjera	974.962,2	0,0	1.712,1	0,0	0,0	976.674,3	21.652,0	998.326,3
- Disminución Otros Pasivos	40.020,1	0,0	179,0	19.475,5	0,0	59.675,6	9.402,1	69.077,7
- DISMINUCION DEL PATRIMONIO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- GASTOS FIGURAT. PARA APLIC. FINANC.	3.534,5	0,3	14,7	0,0	0,0	3.549,5	0,0	3.549,5

(1) Excluye las siguientes rentas de la propiedad:

- las generadas por el BCRA por \$77.244,8 M
- las generadas por activos del Sector Público no Financiero en posesión del FGS por \$69.548,8 M.
- las generadas por acciones del Sector Público no Financiero en posesión de organismos del Sector Público no Financiero excluyendo el FGS por \$12.717,3 M.

(2) Excluye intereses pagados Intra-Sector Público Nacional por \$62.266,1 M

ANEXO II

APÉNDICE I – CARTA DE INTENCIÓN (ACUERDO FMI)

APÉNDICE I. CARTA DE INTENCIÓN

Sra. Christine Lagarde Directora Gerente
Fondo Monetario Internacional Washington, D.C. 20431
EE. UU.

17 de octubre de

2018

Estimada Sra. Lagarde:

El Memorándum de Políticas Económicas y Financieras (MPEF) adjunto describe las políticas y los objetivos económicos del gobierno de Argentina para 2018 y el futuro. También se adjunta un Memorándum de Entendimiento Técnico que describe los objetivos específicos que estamos comprometidos a alcanzar en el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en apoyo a nuestro plan económico.

Nuestro plan de reforma económica, respaldado por el Acuerdo Stand-By del FMI, se ha enfrentado a nuevos y significativos desafíos desde que éste fuera aprobado en junio por la Junta Ejecutiva del FMI. Argentina ha estado sujeta a una considerable volatilidad del mercado debido, en parte, a condiciones globales inhóspitas para las economías emergentes y, en parte, a las dificultades políticas internas suscitadas por la investigación en marcha y expansión por actos de corrupción vinculados con la operación y construcción de infraestructura y servicios públicos durante la Administración anterior.

En razón de estas dificultades imprevistas, nuestro plan de política económica no ha podido recomponer la confianza del mercado de la forma que esperábamos. Hemos decidido enfrentar estos desafíos de una manera directa y transparente y adaptar nuestra estrategia a estas circunstancias menos favorables. Específicamente, tenemos la intención de redoblar nuestros esfuerzos para fortalecer nuestra posición fiscal, lo que ya se encuentra exitosamente encaminado desde que anunciamos nuestras metas por primera vez en mayo, de modo tal de poder vivir dentro de nuestras posibilidades y equilibrar nuestro presupuesto (excluyendo los pagos de intereses) en 2019. También vamos a revisar el marco de nuestra política monetaria y cambiaría con el objetivo de reducir de manera decisiva la inflación, un impuesto que sabemos es más perjudicial para los ciudadanos más vulnerables de la Argentina.

En este contexto, solicitamos al FMI que continúe y profundice su firme apoyo a nuestro fortalecido programa de políticas. Como parte de ese apoyo, solicitamos formalmente que el



monto accesible del Acuerdo Stand-By con el FMI sea aumentado en DEG 5.335 millones (aproximadamente USD 7.100 millones), para que el acuerdo sea equivalente a DEG 40.714 millones (aproximadamente USD

57.00 millones), o 1.277 por ciento de la cuota de Argentina en el FMI, y que los desembolsos se reprogramen para garantizar que el programa continúe financiado en su totalidad. También solicitamos la exención del cumplimiento de los criterios de ejecución de fines de septiembre en lo que respecta a reservas internacionales netas, crédito neto al gobierno y futuros no, los cuales no han podido ser cumplidos debido al deterioro de las condiciones del mercado, lo que generó una

depreciación considerable del peso argentino, tasas de rollover menores a las esperadas y difíciles condiciones de financiamiento. Hemos tomado acciones correctivas para recalibrar la política monetaria y acelerar el proceso de convergencia fiscal en el marco del programa recientemente reformulado. Por último, también solicitamos la exención de la aplicación de criterios de ejecución en el balance primario del gobierno federal, atrasos domésticos y gasto para asistencia social, en razón de que la información final no estará disponible al momento de la consideración de la Junta Ejecutiva.

Ya no es posible para la Argentina tratar este acuerdo como precautorio. Por ello, planeamos desembolsar el monto total accesible bajo el programa y solicitamos que todos sus tramos puedan ser utilizados como apoyo presupuestario.

Estas revisiones al plan son diseñadas por el gobierno argentino y de su titularidad. Estamos convencidos de que este plan de política (revisado) es consistente y ayudará a construir confianza, reducir la incertidumbre y fortalecer las perspectivas económicas de la Argentina.

Cabe destacar que nos mantenemos comprometidos a asegurar que la carga de las reformas necesarias al régimen fiscal sea soportada equitativamente y que los segmentos más vulnerables de la población argentina sean suficientemente protegidos. Bajo nuestro programa, pretendemos introducir un impuesto sobre la riqueza sobre los hogares para asegurar una contribución significativa a nuestros esfuerzos por parte de quienes se encuentran en el segmento superior de la distribución del ingreso. Hemos establecido derechos sobre las exportaciones, tomando en cuenta que los exportadores se han beneficiado por la reciente depreciación de la moneda. Pese a la reducción del déficit fiscal, también hemos fortalecido el presupuesto destinado a asistencia social, y estamos atentos a, en caso de que se deterioren las condiciones sociales, identificar ingresos adicionales a efectos de incrementar los fondos de nuestros programas de asistencia social más efectivos. Finalmente, aun en estas difíciles circunstancias, mantenemos nuestro compromiso de equilibrar las condiciones entre hombres y mujeres, de manera de asegurar que las mujeres y niñas accedan a las oportunidades económicas a las que tienen derecho.

Creemos que estas políticas y aquellas establecidas en el MPEF adjunto son adecuadas para lograr los objetivos macroeconómicos y financieros del programa. No obstante, tomaremos



cualquier medida adicional que resulte apropiada para este propósito. Consultaremos al FMI respecto de la adopción de estas medidas, y por adelantado, sobre las revisiones a las políticas contenidas en el MPEF, de acuerdo con las pautas de consultas del FMI.

Mantenemos, por supuesto, nuestro compromiso de continuar con la habitual política de diálogo cercano con el personal del FMI y de proveer la información que soliciten a los efectos de monitorear la implementación del programa.

Como reafirmación de nuestro compromiso de transparencia, consentimos la publicación de esta carta, del MPEF, del Memorándum de Entendimiento Técnico, y de los documentos de la Junta Ejecutiva por parte del FMI.

Atentamente,

/s/
/
Nicolás Dujovne
Ministro de
Hacienda

/s/
Guido
Sandleris
Presidente del
Banco Central de la República
Argentina

ANEXO III

MEMORÁNDUM ACUERDO FMI – ACTUALIZADO

ADJUNTO I. MEMORÁNDUM DE POLÍTICAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS (ACTUALIZACIÓN)

Este memorándum complementa y actualiza el Memorándum de Políticas Económicas y Financieras del 12 de junio de 2018.

Tras la aprobación del Acuerdo Stand-By en junio, los mercados financieros de Argentina registraron cierta recuperación de la confianza, pero esta demostró ser temporal. En los últimos meses, Argentina ha estado bajo una importante presión de los mercados con nuestros costos de financiamiento fiscal en aumento y nuestra moneda depreciándose. Al mismo tiempo, los indicadores económicos de alta frecuencia han exhibido los costos de la sequía y de las presiones de mercado que enfrentamos a principios de año. A fines de agosto, estas presiones llegaron a un punto crítico con una abrupta depreciación de nuestra moneda y un salto en el precio de mercado del riesgo soberano.

Consideramos que estos movimientos del mercado son inconsistentes con los fundamentos de nuestra economía. Nuestra trayectoria es clara: hemos resuelto un sinnúmero de distorsiones económicas implementadas por la administración anterior, construido una agencia de estadísticas confiable, restablecido el acceso de Argentina a los mercados internacionales, y, como presidente del G-20, restaurado el lugar de nuestro país en la economía global.

No obstante, el mensaje del actual episodio de volatilidad del mercado es claro. Argentina no puede vivir más allá de sus posibilidades. Puede gastar solo lo que recauda en impuestos. No puede confiar en el injusto impuesto inflacionario como fuente de ingresos. Necesita tomar todas las medidas necesarias para impulsar el crecimiento y facilitar la actividad económica privada de una manera en que los beneficios sean compartidos por todos argentinos.

Por lo tanto, como se describirá más adelante, hemos fortalecido nuestros planes de políticas para acomodarnos al contexto más difícil con el que nos enfrentamos. Nuestros objetivos, sin embargo, siguen siendo los mismos:

- Restaurar completamente la confianza del mercado a través de políticas macroeconómicas que disminuyan las necesidades de financiamiento del gobierno nacional y pongan nuestra deuda pública en un firme sendero descendente.
- Rediseñar la estrategia política del Banco Central y reforzar su marco institucional para asegurar que la inflación caiga a un solo dígito para 2021.
- Disminuir las tensiones en nuestro balance de pagos permitiendo operar flexiblemente a nuestro tipo de cambio como un amortiguador de shocks, incrementando nuestras reservas internacionales, disminuyendo nuestro déficit de cuenta corriente, y reduciendo nuestras



necesidades de financiamiento externo.

- Proteger a los sectores más vulnerables de la carga de esta necesaria recalibración de la política económica.

Estos objetivos se lograrán a través de las siguientes políticas.

Política Fiscal

El núcleo de nuestros objetivos fiscales sigue siendo lograr el equilibrio fiscal para reducir nuestra deuda pública en el tiempo y fortalecer los pilares básicos de un proceso de crecimiento económico sano. Hemos acelerado la consolidación fiscal y ya hemos presentado al Congreso el Presupuesto 2019 que está diseñado para lograr un déficit primario cero, al tiempo que mitiga los efectos adversos de corto plazo sobre el crecimiento y la creación de empleo. Además, y por nuestro compromiso, el presupuesto incluye una declaración de riesgos fiscales, una estimación de los gastos tributarios y la eliminación del artículo 27 de la Ley 11.672. Para respaldar nuestro plan fiscal, también hemos presentado al Congreso legislación que aumenta la tasa y la base del impuesto sobre los bienes personales, que mejorará la progresividad del sistema tributario.

Líderes políticos de todo el espectro político, incluidos los gobernadores provinciales y los principales representantes en el Congreso ya han expresado su apoyo a nuestro plan.

Hemos acordado un Pacto Fiscal actualizado con los gobiernos provinciales para que la recaudación de impuestos a la riqueza como porcentaje del PBI se duplique, para suspender la reducción del impuesto a las transacciones financieras (impuesto al cheque), y permitir a las provincias suspender la reducción de los impuestos a los sellos.

Tenemos la intención de asegurar la aprobación del presupuesto de 2019, lo que acentuará aún más el amplio consenso político que ha sido establecido en la sociedad argentina sobre las políticas que estamos proponiendo en este memorándum.

Dentro del Presupuesto 2019, nuestras medidas fiscales incluyen:

- Un aumento en los impuestos a las exportaciones y una reducción en los reintegros de los impuestos sobre las exportaciones.
- Un impuesto a los bienes personales que se aplica a los activos de los miembros más ricos de la sociedad argentina tanto dentro de la Argentina como en el extranjero.
- Reducir los subsidios a la energía y reasignar la responsabilidad de los subsidios al transporte y la tarifa social sobre la electricidad a los gobiernos provinciales que se encuentran mejor posicionados para juzgar la mejor manera de diseñar y financiar dichas ayudas.
- Una contención del gasto de capital, que será compensado por los proyectos de Participación Público-Privada y mayor gasto de capital de las provincias.
- La expansión de la cobertura del impuesto a las ganancias personales sobre algunas categorías de empleados públicos que se encuentran actualmente exentos, y la reducción del gasto tributario en el impuesto a las ganancias corporativas limitando exenciones para cooperativas y organizaciones mutuales.
- Una reducción de las transferencias discrecionales a las provincias, y un recorte real del



6 por ciento a otros gastos corrientes.

- Un congelamiento en la nueva contratación de empleados públicos, que dará lugar a una caída en el conjunto de la nómina pública.
- Una reducción en el gasto en otros bienes y servicios del gobierno nacional de 18 por ciento en 2018 y otro 5 por ciento en 2019 en términos reales. El control estricto sobre los compromisos evitará acumular atrasos.
- Una reducción en las transferencias asociadas con el déficit operativo de las empresas del estado que no están relacionadas con las tarifas de servicios públicos en un 68 por ciento en términos reales.

Tenemos la intención de continuar fortaleciendo nuestras finanzas públicas en 2020 tomando las medidas necesarias para aumentar el superávit primario al 1 por ciento del PBI. Para finales de Octubre de 2018, presentaremos al Congreso un presupuesto trianual, con objetivos transparentes a mediano plazo para el balance primario, que son consistentes con los parámetros del programa.

Para continuar fortaleciendo la ejecución y supervisión del presupuesto, nos comprometemos a garantizar que la recientemente creada OPC (Oficina de Presupuesto del Congreso) tendrá recursos suficientes para poder evaluar efectivamente las proyecciones macroeconómicas y presupuestarias (incluidas las contenidas en el presupuesto anual y el Marco Fiscal de Mediano Plazo), proporcionar al Congreso una evaluación independiente de los costos de las nuevas iniciativas de política, evaluar los planes fiscales del gobierno (incluido el presupuesto anual) y monitorear las finanzas públicas a nivel central.

En el área de administración de ingresos, ya hemos solicitado asistencia técnica del FMI mientras continuamos trabajando para diseñar un plan de mejora del cumplimiento y estrategias de mitigación de riesgo en torno a los segmentos de contribuyentes, obligaciones de los contribuyentes e impuestos básicos.

En el próximo año, continuaremos trabajando conjuntamente con el personal del FMI y los actores domésticos para identificar reformas duraderas y de alta calidad (incluida la mejora de los procesos presupuestarios y de recaudación fiscal, revisiones a los actuales sistemas distorsivos de impuestos y subsidios, y comenzar a evaluar una reforma del sistema de pensiones muy necesaria) que no solo lograrán el objetivo de fortalecer la posición fiscal sino que también serán socialmente equitativas y fomentarán el crecimiento económico y la creación de empleo en el mediano plazo.

Protegiendo a los sectores más vulnerables de la sociedad

Seguimos absolutamente comprometidos con la protección de los más vulnerables de Argentina a la luz del deterioro de la situación económica y el aumento de la inflación. No podemos aceptar un aumento en los niveles de pobreza y continuaremos encontrando los recursos necesarios para apoyar a nuestros ciudadanos más vulnerables. Hemos decidido aumentar el gasto en 2018 el programa de Asignación Universal por Hijo (AUH) de asistencia social mediante dos pagos adicionales a cada uno de los casi 4 millones de beneficiarios del programa.

En el presupuesto de 2019, continuamos este compromiso protegiendo los beneficios de asignaciones familiares per capita en términos reales, y con un aumento real en las asignaciones



presupuestarias para la provisión de productos básicos, como el suministro de alimentos para sectores vulnerables -con un aumento del 19 por ciento en términos reales -y productos farmacéuticos y vacunas -que crecerán un 44 por ciento en términos reales-. El gasto social en términos nominales crecerá más de 10 puntos porcentuales más rápido que el gasto primario total y se mantendrá en niveles récord en 2019.

En adelante, estamos asegurando que la red de seguridad social cubra a todos aquellos que lo necesiten mediante el monitoreo regular de los indicadores sociales multidimensionales incluyendo pobreza, empleo y el número de beneficiarios de programas sociales y la expansión de los servicios gubernamentales a los más vulnerables. Estamos trabajando para identificar a los niños elegibles que actualmente no están cubiertos por la Asignación Universal por Hijo y hemos introducido una tarifa para el transporte público de tránsito múltiple que beneficiará particularmente a aquellos con bajos ingresos.

Además, estamos trabajando para mejorar la focalización de las tarifas sociales para la energía, a través de un mejor uso del intercambio de datos entre organismos y la ampliación del número de criterios de calificación. El gobierno está supervisando regularmente indicadores sociales multidimensionales, incluida la pobreza, el empleo, y el número de beneficiarios de los programas sociales para asegurarse de que los programas sociales existentes nos permitirán alcanzar nuestro objetivo de limitar el impacto del plan de estabilización en los más vulnerables. Para garantizar la coherencia, desarrollaremos una estrategia de cobertura social general -mejorar la eficiencia, optimizar nuestra estructura de programas y mejorar la identificación de beneficiarios- hacia finales de 2019, con la asistencia del Banco Mundial.

Apoyando la equidad de género

Como se señaló en nuestro MPEF del 12 de junio de 2018 y publicado en Argentina – Request for Stand-By Arrangement, seguimos comprometidos en abordar las desigualdades de género de larga data que están enraizadas en el sistema económico argentino. El presupuesto para 2019 incluye una expansión del 12 por ciento de guarderías y jardines de infantes públicos, en un esfuerzo por aumentar la participación de la fuerza laboral femenina y ayudar a nivelar el campo de juego para las mujeres en el mercado laboral (particularmente para los hogares de bajos ingresos). La Comisión Nacional de Valores está estableciendo un registro de equidad de género en los Directorios y puestos gerenciales de las empresas que cotizan en bolsa e instamos a los legisladores a acelerar la discusión y aprobación de la legislación que extiende la licencia de paternidad y maternidad.

Política Monetaria

Reconocemos que nuestro enfoque elegido para la política monetaria no ha dado los resultados deseados en la reducción de la inflación. Creemos que el enfoque de metas de inflación es el régimen apropiado para Argentina una vez que la inflación disminuya significativamente. Con los niveles actuales de inflación y expectativas de inflación desancladas, creemos que es hora de cambiar hacia un enfoque más simple que puede arrojar resultados a corto plazo que puedan ser evaluados mensualmente por la sociedad argentina.

Específicamente, hemos anunciado un cambio hacia un esquema de metas de tasa de crecimiento de la base monetaria (billetes y monedas emitidos más reservas en pesos de los



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO



FACULTAD DE
CIENCIAS
ECONÓMICAS

DELEGACIÓN
SAN RAFAEL

bancos comerciales mantenidas en el Banco Central). Nos comprometemos a implementar todas las medidas necesarias para garantizar que la base monetaria se mantenga estable hasta junio de 2019, ajustada por estacionalidad en Diciembre y Junio, y para que no crezca más rápido que 1 por ciento por mes a partir de entonces. La oferta de pesos en la economía se guiará cada mes por esta meta. Creemos que esta política hará descender rápidamente la inflación y las expectativas de inflación. Las operaciones de mercado abierto (emisión de LELIQ a 7 días), usando subastas de asignación fija y tasa variable, se calibrarán para alcanzar la meta de base monetaria promedio cada mes.

Además, para evitar cualquier relajamiento involuntario de las condiciones monetarias en los próximos meses, nos comprometemos a mantener las tasas a corto plazo (la tasa LELIQ de 7 días) en o por encima de 60 por ciento, al menos hasta que el promedio de las expectativas de inflación reportadas en la encuesta REM a un horizonte de 12 meses hayan declinado decisivamente durante dos meses consecutivos. Al inicio de la implementación de esta política, anticipamos que puede haber cierta volatilidad en las tasas de interés de corto plazo. En este sentido, el nivel del 60 por ciento actuará solo como un piso del nivel de tasa de interés, pero de ninguna manera limitará los movimientos al alza en las tasas de interés a corto plazo. Con el tiempo, esperamos que aumente la confianza en el peso, que la tasa de inflación caiga rápidamente y que las tasas de interés se reduzcan a medida que se recupere la estabilidad.

Tenemos la intención de usar este enfoque basado en cantidades como un esquema de transición. Con el tiempo, anticipamos que nuestro ancla nominal se establecerá completamente, lo que facilitará un retorno a un régimen de metas de inflación. Se tomará una decisión sobre el momento de esta transición en algún momento, aún no determinado, una vez que las condiciones económicas lo garanticen.

Consistentemente con esta elección de la oferta de pesos como ancla nominal, nos comprometemos a operar un tipo de cambio totalmente flexible donde el nivel del peso será determinado por las fuerzas del mercado, sin intervención del Banco Central.

Sin embargo, en caso de que la moneda se fortalezca significativamente, tendremos la opción (pero no un compromiso ex-ante) de comprar divisas de manera transparente y en el mercado para reconstruir nuestras reservas internacionales a niveles más prudentes. Igualmente, si la moneda se deprecia excesivamente en un corto período de tiempo, el Banco Central también tendrá la opción de ofrecer subastas diarias para proporcionar liquidez al mercado y facilitar la transición suave a un tipo de cambio más sostenible. Por lo tanto, estaremos preparados para intervenir de manera limitada y transparente, en mercados spot o de futuros entregables para prevenir condiciones

disruptivas del mercado solo si hay una reacción excesiva del tipo de cambio, que definimos como el peso moviéndose por fuera de una zona de no intervención que es aproximadamente ± 15 por ciento alrededor de ARS 39 por dólar estadounidense. Fuera de esta zona, podemos optar por anunciar una subasta competitiva para vender o comprar divisas por hasta USD 150 millones por día. Los límites de la zona se ajustarán diariamente por un crecimiento mensual del 3 por ciento hasta Diciembre de 2018. Toda intervención en el mercado de divisas, si se produce, no se esterilizará.

Nos comprometemos a no realizar ventas de divisas a través de bancos estatales. En la



actualidad, no tenemos intención de realizar ventas de divisas con los desembolsos del Fondo en lo que resta del año. Un sistema para la conversión ordenada y el uso de estos desembolsos para necesidades de financiamiento presupuestarias denominadas en pesos se determinará antes de que dichas necesidades aparezcan, y en el contexto de la próxima revisión.

Además, reduciremos nuestra participación en el mercado de futuros manteniendo nuestro stock total de futuros no entregables en o por debajo del nivel que tenían a finales de Septiembre hasta finales de Diciembre, y reduciéndolo gradualmente después.

Continuaremos con nuestros esfuerzos constantes para mejorar la autonomía operativa del BCRA y reducir sus vulnerabilidades. Esperamos para diciembre de 2018 haber migrado a un escenario en el cual los bancos domésticos sean las contrapartes del BCRA por la venta de LEBACs, operaciones de mercado abierto y repos, aunque las condiciones del mercado pueden requerir que esta transición lleve hasta principios de 2019.

Para fortalecer el marco de la política monetaria y la gobernanza del Banco Central, presentaremos un borrador de una nueva carta orgánica del BCRA al Congreso a fines de marzo de 2019, que garantizará autonomía, fortalecerá el mandato de política monetaria del BCRA, mejorará las estructuras de toma de decisiones y reforzará la transparencia y la rendición de cuentas. Además nos comprometemos a trabajar para obtener las aprobaciones necesarias con el objetivo de inyectar la cantidad necesaria de valores negociables denominados en pesos que devengan intereses en el balance del Banco Central para alcanzar un nivel adecuado de capital a fines de Diciembre de 2019.

Gestión de la deuda

Estamos decididos a continuar desarrollando el mercado local de valores denominados en pesos con emisiones regulares de referencia y mejorando la profundidad del mercado a través de la introducción de acuerdos de market making. Buscaremos el apoyo de asistencia técnica del FMI en este contexto.

Para mejorar la coordinación entre el Ministerio de Hacienda y el BCRA en las emisiones de deuda y fomentar el desarrollo del mercado, hemos establecido un comité de alto nivel de coordinación de gestión de deuda. Este comité se reúne semanalmente y coordina actividades vinculadas a la esterilización y los planes de emisión de deuda.

Para preservar nuestra posición neta de reservas internacionales y fomentar el desarrollo de los mercados de divisas, nos comprometemos a depositar todas las ganancias de las emisiones de divisas en la cuenta del Tesoro en el BCRA.

Sector bancario

Seguimos viendo que los riesgos de las actuales circunstancias macroeconómicas en el sector bancario son limitados debido al pequeño tamaño del sector, su alto nivel de capital y activos líquidos, así como la limitada exposición de los bancos al soberano. Sin embargo, dado el reciente desarrollo del tipo de cambio, continuaremos monitoreando de cerca la evolución del sector financiero y nos prepararemos para responder con prontitud a cualquier signo de deterioro en este sector.



Las perspectivas económicas

Es de prever que nuestro esquema fortalecido tanto en la política fiscal como en la monetaria tenga implicancias para el crecimiento económico en los próximos meses. Esperamos que el crecimiento económico trimestre a trimestre sea negativo hasta el primer trimestre de 2019. Sin embargo, el restablecimiento de la estabilidad macroeconómica y la trayectoria descendente más rápida de nuestra relación deuda-PBI restaurarán la confianza y eventualmente resultará en una recuperación en forma de V a partir del segundo trimestre de 2019. Esta aceleración del crecimiento también se verá respaldada por un fuerte repunte de la producción agrícola ya que el sector agrícola se recupera de la dañina sequía de este año.

Ahora esperamos que el crecimiento se contraiga entre 2 y 3 por ciento en 2018 y entre 0,5 y 2 por ciento en 2019. Reflejando la recuperación en forma de V que esperamos, el crecimiento se recuperará a 8½ por ciento interanual en el cuarto trimestre de 2019. Durante 2019 también habrá un viraje de la demanda desde el consumo interno y la inversión hacia una recuperación liderada por las exportaciones. El nivel competitivo del tipo de cambio real, que impulsará las exportaciones y comprimirá las importaciones, facilitará este cambio en la balanza comercial de un déficit de 0,9 por ciento del PBI en 2018 a un superávit comercial en 2019 de 1,2 por ciento del PBI. De manera similar, nuestro déficit en cuenta corriente se reducirá en más de la mitad para terminar en 2019 entre 0,5 y 1,5 por ciento del PBI.

Con nuestro esquema de política monetaria desinflacionaria y la disminución de la demanda esperamos que la inflación interanual caiga rápidamente. La inflación general debería alcanzar un punto máximo levemente por encima de 40 por ciento para enero de 2019 y comenzar a caer rápidamente a poco más del 20 por ciento a fines de 2019. La inflación continuará cayendo a un ritmo constante para llegar a un solo dígito para fines de 2021, como fue originalmente previsto en nuestro plan económico.

Políticas del lado de la oferta

Como se señaló en nuestro MPEF del 12 de junio de 2018 y publicado en Argentina – Request for Stand-By Arrangement, un compromiso central de nuestra administración es aumentar el crecimiento y la inversión como modo de mejorar los niveles de vida de toda la población argentina.

Se continúa trabajando en el fortalecimiento del régimen anticorrupción, centrándose en su implementación eficaz, mejorando el marco institucional y fortaleciendo los procedimientos procesales y judiciales. Nuestro trabajo con la OCDE ayudará a diseñar estrategias generales y eficientes de políticas públicas para mejorar la integridad en Argentina.

Mantenemos nuestro compromiso de fortalecer aún más los marcos ALD/CFT y garantizar su implementación efectiva, incluso para ayudar con nuestros esfuerzos anticorrupción. Mientras que se produjeron algunos retrasos, aceleraremos los esfuerzos para diseñar medidas concretas a este efecto en consulta con el personal del Fondo. Agradeceríamos la asistencia técnica del FMI en estas y otras áreas anotadas en el MPEF de junio de 2018, tan pronto como sea posible.

En cuanto a la mejora de nuestro sistema estadístico para alinearlo aún más con las

metodologías y estándares de información aceptados, reiteramos nuestro compromiso de continuar la colaboración con organizaciones internacionales, incluyendo la OCDE y el FMI.

Además de las áreas anteriores, reconocemos plenamente la importancia de desarrollar mercados de crédito, reformar la política de competencia y continuar reduciendo la burocracia como clave para hacer de Argentina un destino atractivo para empresas locales e internacionales por igual. La administración acelerará sus esfuerzos en estas áreas y se incorporarán nuevas medidas en el programa de reforma en la segunda y tercer revisión.

Cubriendo las necesidades de financiamiento del gobierno

La eliminación de nuestro déficit fiscal primario será fundamental para poner nuestra deuda bajo control. Si bien nuestra intención es hacer todo lo posible para financiar nuestras necesidades a partir de la emisión de bonos en los mercados financieros en términos razonables, deseamos prepararnos para un escenario más adverso. Por eso, estamos pidiendo al FMI que aumente su apoyo a Argentina hasta fines de 2019 en USD 19 mil millones. También solicitamos que todos los tramos se den como apoyo presupuestario directo. Esto nos dará la certeza de que podríamos cubrir nuestras necesidades presupuestarias incluso ante condiciones de mercado hostiles durante un período prolongado.

Dadas las incertidumbres que enfrentamos en varios frentes, también pedimos que en el corto plazo, el FMI aumente la frecuencia de las revisiones de su programa para que se realicen cada dos meses (basado en los criterios de ejecución de finales de Octubre y finales de Diciembre) y luego de eso trimestralmente. Esto brindará una oportunidad para que la comunidad internacional juzgue a nuestro rendimiento de forma más regular y, si es necesario, para que profundicemos rápidamente nuestros esfuerzos para lograr nuestros objetivos de políticas.



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO



FACULTAD DE
**CIENCIAS
ECONÓMICAS**

**DELEGACIÓN
SAN RAFAEL**

Tabla 1. Argentina: programa de revisiones y desembolsos

Disponible a partir de	Montos originales		Aumento propuesto y reprogramación		Condiciones 1/
	Millones de DEG	% Cuota	Millones de DEG	% Cuota	
20 de Junio 2018	10.613,71	333%	10.613,71	333%	Aprobación del acuerdo
26 de octubre de 2018	2.063,78	65%	4.100,00	129%	Primera Revisión y criterios de fines de Septiembre de 2018
15 de Diciembre 2018	2.063,78	65%	5.500,00	173%	Segunda Revisión y criterios de fines de Octubre de 2018
15 de Marzo 2019	2.063,78	65%	7.800,00	245%	Tercera Revisión y criterios de fines de Diciembre de 2018
15 de Junio 2019	2.063,78	65%	3.900,00	122%	Cuarta Revisión y criterios de fines de Marzo de 2019
15 de Septiembre 2019	2.063,78	65%	3.900,00	122%	Quinta Revisión y criterios de fines de Junio de 2019
15 de Diciembre 2019	2.063,78	65%	700,04	22%	Sexta Revisión y criterios de fines de Septiembre de 2019
15 de Marzo 2020	2.063,78	65%	700,04	22%	Séptima Revisión y criterios de fines de Diciembre de 2019
15 de Junio 2020	2.063,78	65%	700,04	22%	Octava Revisión y criterios de fines de Marzo de 2020
15 de Septiembre 2020	2.063,78	65%	700,04	22%	Novena Revisión y criterios de fines de Junio de 2020
15 de Diciembre 2020	2.063,78	65%	700,04	22%	Décima Revisión y criterios de fines de Septiembre de 2020
15 de Marzo 2021	2.063,78	65%	700,04	22%	Onceava Revisión y criterios de fines de Diciembre de 2020
1 de Junio 2021	2.063,71	65%	700,05	22%	Doceava Revisión y criterios de fines de Marzo de 2021
Total	35.379	1110%	40.714	1277%	

1/ Además de criterios de ejecución periódicos, las condiciones incluyen criterios continuos de ejecución



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO



FACULTAD DE
CIENCIAS
ECONÓMICAS

DELEGACIÓN
SAN RAFAEL

Tabla 2a. Argentina: Criterios de ejecución cuantitativos, metas indicativas y cláusulas de consulta - Resultados 1/ 2/

(En miles de millones de pesos argentinos a menos que sea mencionado)

	2018					
	Fin-jun			Fin-sep		
	CE	CE ajustado	Observado	CE	CE ajustado	Observado
Objetivos fiscales						
<i>Criterios de ejecución</i>						
1. Balance fiscal primario del gobierno nacional (piso) 3/ 9/	-148,0	-155,1	-122,6	-256,0	n.a.	n.a.
2. Acumulación de deuda flotante por pagos de deuda externa del gobierno nacional (techo) 4/	0,0		0,0	0,0		0,0
3. Acumulación de deuda flotante doméstica por parte del gobierno nacional (techo) 5/	8,2		-1,9	14,9		n.a.
4. Gasto en asistencia social (piso) 3/	87,7		87,7	131,1		n.a.
<i>Metas indicativas</i>						
5. Balance primario del gobierno general (piso) 3/ 9/	-163,0		-47,9	-272,0		n.a.
Objetivos monetarios						
<i>Criterios de ejecución</i>						
6. Cambio en las reservas internacionales netas (piso) 6/ 9/	5,5	2,0	2,7	5,5	-2,0	-8,7
7. Cambio en el stock de futuros no entregables de tipo de cambio (techo) 4/ 6/	1,0		0,4	0,0		1,3
8. Cambio en el crédito del Banco Central al gobierno (techo) 7/	0,0		0,0	-78,0		-39,4
9. Financiamiento del gobierno por parte del Banco Central (techo) 4/	0,0		0,0	0,0		0,0
<i>Cláusulas de consulta - Inflación</i>						
10. Bandas de inflación (en porcentaje, i.a.)						
Cota externa (superior)	32			32		
Cota interna (superior)	29			29		
Meta central de inflación	27		29,5	27		n.a.
Cota interna (inferior)	25			25		
Cota externa (inferior)	22			22		
11. Cambios en los activos domésticos netos del Banco Central (techo) 8/ 9/	15,0	40,0	-98,0	64,0	251,2	441,7
1/ Objetivos definidos en el Memorándum de Entendimiento Técnico (MET) del 12 de junio de 2018						
2/ Basado en los tipos de cambio del programa definidos en el MET del 12 de junio de 2018						
3/ Flujos acumulados desde 1ro de Enero hasta 31 de Diciembre.						
4/ Criterio de ejecución continuo.						
5/ La acumulación se mide con respecto al promedio durante el cuarto trimestre de 2017, que alcanzó los 45.600 millones de pesos.						
6/ En miles de millones de dólares. La variación se mide con respecto al 4 de Junio de 2018.						
7/ La variación se mide con respecto al valor de fines de mayo de 2018, que alcanzó 2.204,4 miles de millones de pesos.						
8/ La variación se mide con respecto al valor de fines de mayo de 2018, que alcanzó 432,9 miles de millones de pesos.						
9/ Objetivos sujetos a los ajustadores definidos en el MET.						



Tabla 2b. Argentina: Criterios de ejecución cuantitativos y metas indicativas 1/ 2/
(En miles de millones de pesos argentinos a menos que sea mencionado)

	2018				2019		
	Fin-oct	Fin-nov	Fin-dic		Fin-ene	Fin-feb	Fin-mar
	CE propuesto	MI	CE	CE propuesto revisado	MI	MI	CE propuesto
Objetivos fiscales							
<i>Criterios de ejecución</i>							
1. Balance fiscal primario del gobierno nacional (piso) 3/ 9/	-290,0	n.a.	-362,5	-370,0	n.a.	n.a.	6,0
2. Acumulación de deuda flotante por pagos de deuda externa del gobierno nacional (techo) 4/	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3. Acumulación de deuda flotante doméstica por parte del gobierno nacional (techo) 5/	17,0	n.a.	21,6	24,4	n.a.	n.a.	30,0
4. Gasto en asistencia social (piso) 3/	144,0	n.a.	177,5	173,0	n.a.	n.a.	60,0
<i>Metas indicativas</i>							
5. Balance primario del gobierno general (piso) 3/ 9/	n.a.	n.a.	-382,4	-370,0	n.a.	n.a.	-14,0
Objetivos monetarios							
<i>Criterios de ejecución</i>							
6. Cambio en las reservas internacionales netas propias (piso) 6/ 9/ 10/	3,7	2,1	5,5	7,1	5,3	3,5	12,5
7. Cambio en el stock de futuros no entregables de tipo de cambio (techo) 6/ 9/ 11/	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	-0,7	-1,0
8. Cambio en el crédito del Banco Central al gobierno (techo) 7/	0,0	0,0	-156,0	0,0	0,0	0,0	0,0
9. Financiamiento del gobierno por parte del Banco Central (techo) 4/	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
10. Cambios en los activos domésticos netos del Banco Central (techo) 8/ 9/	97,7	-55,7	166,0	-46,2	-112,1	-36,0	-185,6
1/	Objetivos definidos en el Memorándum de Entendimiento Técnico (MET).						
2/	Basado en los tipo de cambio del programa definidos en el MET.						
3/	Flujos acumulados desde 1ro de Enero hasta 31 de Diciembre.						
4/	Criterio de ejecución continuo.						
5/	La acumulación se mide con respecto al promedio durante el cuarto trimestre de 2017, que alcanzó los 45.600 millones de pesos.						
6/	En miles de millones de dólares. La variación se mide con respecto al valor del 28 de septiembre de 2018.						
7/	La variación se mide con respecto al valor del 28 de septiembre de 2018, que alcanzó 2.592,86 miles de millones de pesos.						
8/	La variación se mide con respecto al valor promedio de septiembre de 2018, que alcanzó 557 miles de millones de pesos.						
9/	Objetivos sujetos a los ajustadores definidos en el MET.						
10/	Los aumentos reflejan los desembolsos de apoyo presupuestario del FMI, los cuales incrementan las reservas internacionales netas.						
11/	El techo continuo en el cambio se mantendrá en cero hasta el 31 de enero de 2019. Esto bajará a -0.7 el 1 de febrero de 2019 y bajará a -1 el 1 de marzo de 2019.						



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO



FACULTAD DE
**CIENCIAS
ECONÓMICAS**

**DELEGACIÓN
SAN RAFAEL**

Tabla 3. Condicionalidades estructurales del programa de Argentina

Acciones previas			Fecha	Estado de implementación
1	Presentar un presupuesto para 2019 al Congreso con un resultado primario igual a cero y que incluya detalles sobre las medidas políticas clave que se tomarán para lograr la meta de resultado primario de 2019, una evaluación de los riesgos fiscales, una estimación de los gastos tributarios y la eliminación del artículo 27 de la Ley 11.672.		Primera revisión	Alcanzado
2	Presentar al Congreso legislación que incremente la tasa y la base del impuesto a la riqueza (Impuesto sobre los Bienes Personales).		Primera revisión	Alcanzado
Parámetros de referencia estructurales			Fecha	Estado de implementación
1	Publicar un reglamento para introducir una subasta de divisas para la intervención del BCRA en los mercados spot y forward.		Jun-2018	Alcanzado
2	Establecer un comité coordinador de la gestión de la deuda a nivel superior entre Hacienda-Finanzas-BCRA que se reuniría semanalmente y coordinaría actividades relacionadas con la esterilización y los planes de emisión de deuda.		Sep-2018	No alcanzado. Implementado con un día de retraso
3	Presentar un documento de presupuesto de tres años al Congreso, con objetivos de mediano plazo transparentes para el resultado primario, que sean consistentes con los parámetros del programa. El presupuesto incluiría detalles sobre los supuestos macroeconómicos, realistas y prudentes, que subyacen al presupuesto de mediano plazo.		Oct-2018	Propuesto
4	El Congreso aprobará el Presupuesto 2019 con un resultado primario de cero.		Nov-2018	Propuesto
5	El Congreso aprobará la legislación de ingresos que sustenta el plan fiscal de 2019, incluido el aumento en la tasa y la base del impuesto a la riqueza (Impuesto sobre los Bienes Personales)		Nov-2018	Propuesto
6	Proporcionar recursos suficientes a la Oficina de Presupuesto del Congreso, recién creada, de modo que pueda evaluar de manera efectiva las proyecciones macroeconómicas y presupuestarias (incluidas las contenidas en el presupuesto anual y del marco fiscal a mediano plazo), proporcionar una estimación del costo de nuevas iniciativas de política, evaluar los planes fiscales del gobierno (incluida la del Presupuesto anual) y el seguimiento de las finanzas públicas a nivel del gobierno central.		Dic-2018	
7	Limitar las contrapartes del BCRA para la venta de LEBAC, operaciones de mercado abierto y repos a bancos nacionales.		Mar-2019	Cambio propuesto de sep-2019 a mar-2019
8	Presentar al Congreso una nueva carta orgánica para el banco central, que garantizará la autonomía operativa, fortalecerá el mandato de política monetaria del BCRA, mejorará las estructuras de toma de decisiones y reforzará la transparencia y la rendición de cuentas.		Mar-2019	
9	Diseñar un plan de mejora del cumplimiento y estrategias de mitigación de riesgos en torno a los segmentos de contribuyentes, las obligaciones de los contribuyentes y los impuestos básicos.		Jun-2019	



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO



FACULTAD DE
**CIENCIAS
ECONÓMICAS**

**DELEGACIÓN
SAN RAFAEL**

0

Recapitalizar al banco central para garantizar que tenga el nivel adecuado de capital como porcentaje de la base monetaria más las existencias en circulación de LEBAC.

Dic-2019



ANEXO IV

PRESENTACIÓN GRÁFICA OFICIAL DE LA DEUDA

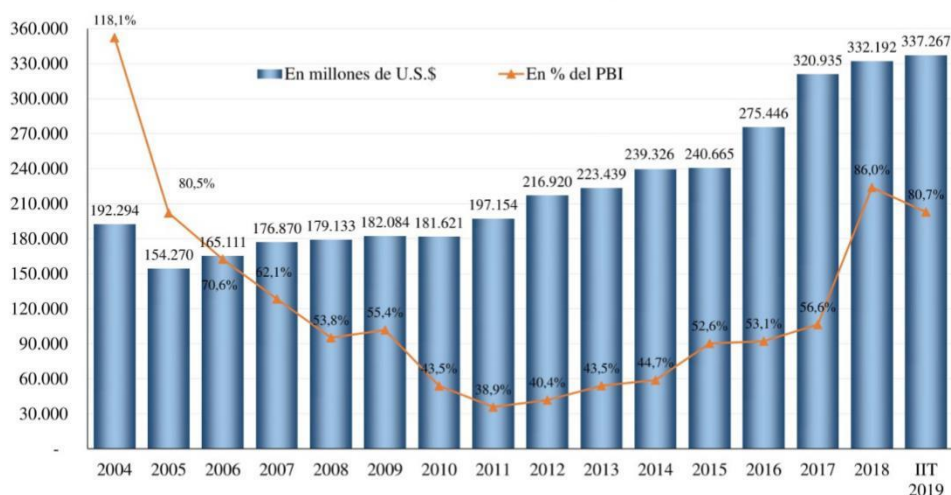
Deuda de la Administración Central

República Argentina

Presentación Gráfica
II Trimestre 2019

Secretaría de Finanzas
Ministerio de Hacienda

Evolución de la Deuda Bruta de la Administración Central⁽¹⁾



(1) En la presentación se define a la Deuda Bruta de la Administración Central como la deuda performing, atrasos y deuda elegible pendiente de reestructuración. Esta última incluye capital, mora de intereses e intereses compensatorios estimados, devengados e impagos con posterioridad a la fecha de vencimiento de cada título. Deuda Pública Performing se refiere a aquella que se encuentra en situación de pago normal.



Evolución de la Deuda Bruta de la Administración Central

-En millones de U.\$,S.-



(*) Cifra provisoria.

3

Deuda Bruta de la Administración Central por Tipo de Acreedor

	31-12-18				30-06-19				Var. Absoluta (b) - (a) en mill de US\$	Var. Relativa [(b) / (a) - 1] (%)
	En mill de US\$ (a)	% Total	% PIB ⁽⁴⁾ -TC fin del periodo ⁽⁵⁾	% PIB ⁽⁴⁾ -TC promedio anual ⁽⁵⁾	En mill de US\$ (b)	% Total	% PIB ⁽⁶⁾ -TC fin del periodo ⁽⁵⁾	% PIB ⁽⁶⁾ -TC promedio anual ⁽⁵⁾		
Deuda Pública Nacional Bruta										
Agencias del Sector Público ⁽¹⁾	126.209	38,0%	32,7%	24,3%	124.724	37,0%	29,9%	26,7%	(1.463)	-1,2%
Sector Privado	148.033	44,6%	38,3%	28,5%	144.470	42,8%	34,6%	30,9%	(3.585)	-2,4%
Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración ⁽²⁾	2.805	0,8%	0,7%	0,5%	2.456	0,7%	0,6%	0,5%	(349)	-12,4%
Multilaterales y Bilaterales	57.950	17,4%	15,0%	11,1%	68.073	20,2%	16,3%	14,6%	10.124	17,5%
Total Deuda Pública Bruta	332.192	100%	86,0%	63,9%	337.267	100%	80,7%	72,1%	5.076	1,5%
Valores Negociables Vinculados al PIB⁽³⁾	13.193	100%	3,4%	2,5%	13.121	100%	3,1%	2,8%	(72)	-0,5%

(1) Incluye títulos públicos, préstamos y anticipos otorgados o en cartera de Organismos del Sector Público Nacional. Datos preliminares. Cifras redondeadas.

(2) Incluye intereses compensatorios estimados, devengados e impagos con posterioridad a la fecha de vencimiento de cada título.

(3) Valor remanente total. Es la diferencia entre el máximo a pagar de 48 unidades por cada 100 de valor nominal y la suma de los montos pagados hasta la actualidad, de acuerdo con las condiciones establecidas en las respectivas normas de emisión.

(4) PIB: Datos preliminares publicados por INDEC. Promedio de los 4 trimestres correspondientes a 2018. Cifras redondeadas.

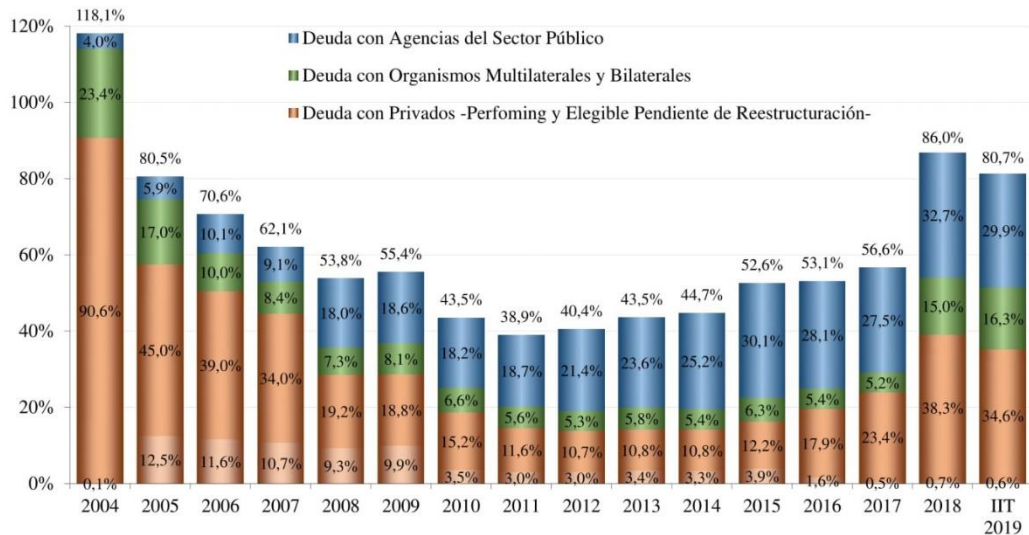
(5) TC fin del periodo: corresponde a la última observación de la serie de tipo de cambio de la Comunicación 3500 del BCRA para los años 2018 y IIT 2019 respectivamente.

TC promedio anual: corresponde al promedio anual simple de la serie de tipo de cambio de la Comunicación 3500 del BCRA para los años 2018 y los 12 meses que transcurrieron entre Jul-2018 y Jun-2019 respectivamente.

(6) PIB: Datos preliminares publicados por INDEC. Promedio del 3er. y 4to. trimestre correspondientes a 2018 y 1er. y 2do. trimestre correspondiente a 2019. Cifras redondeadas. 4



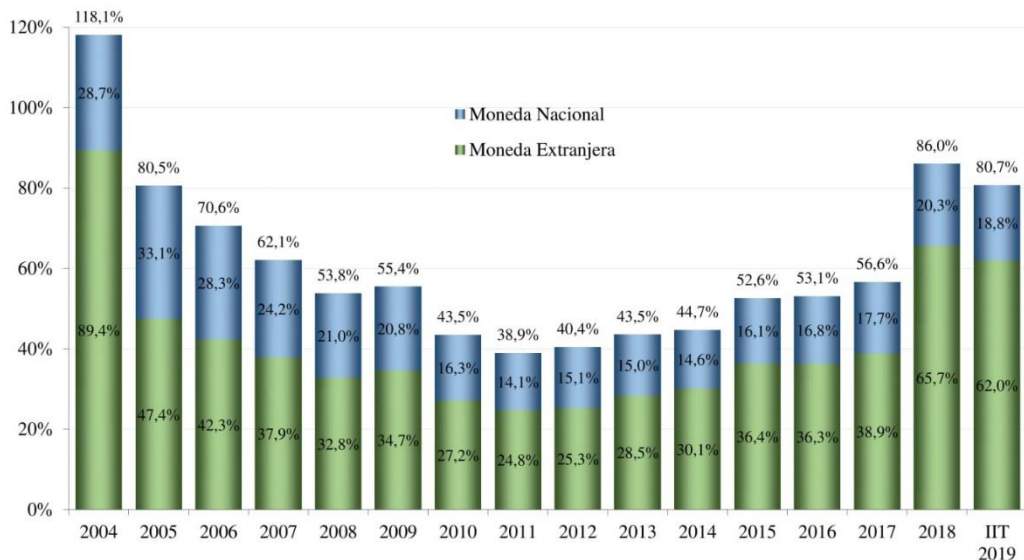
Deuda Bruta de la Administración Central por Acreedor en % del PIB⁽¹⁾



(1) Los datos del PIB publicados por INDEC corresponden a cifras provisorias, provisionales o preliminares. Cifras redondeadas.

5

Deuda Bruta de la Administración Central por Moneda en % del PIB⁽¹⁾

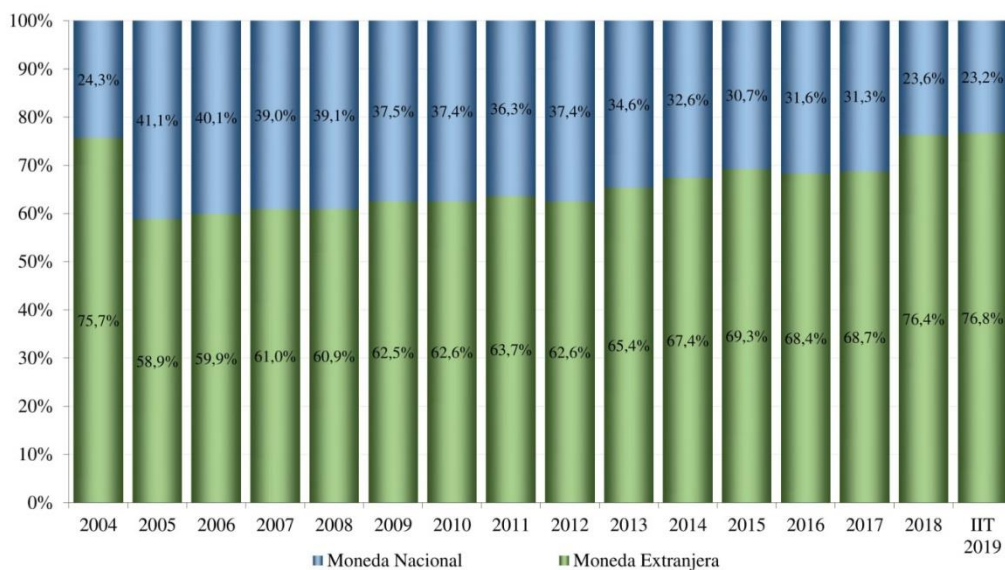


(1) Los datos del PIB publicados por INDEC corresponden a cifras provisorias, provisionales o preliminares. Cifras redondeadas.

6

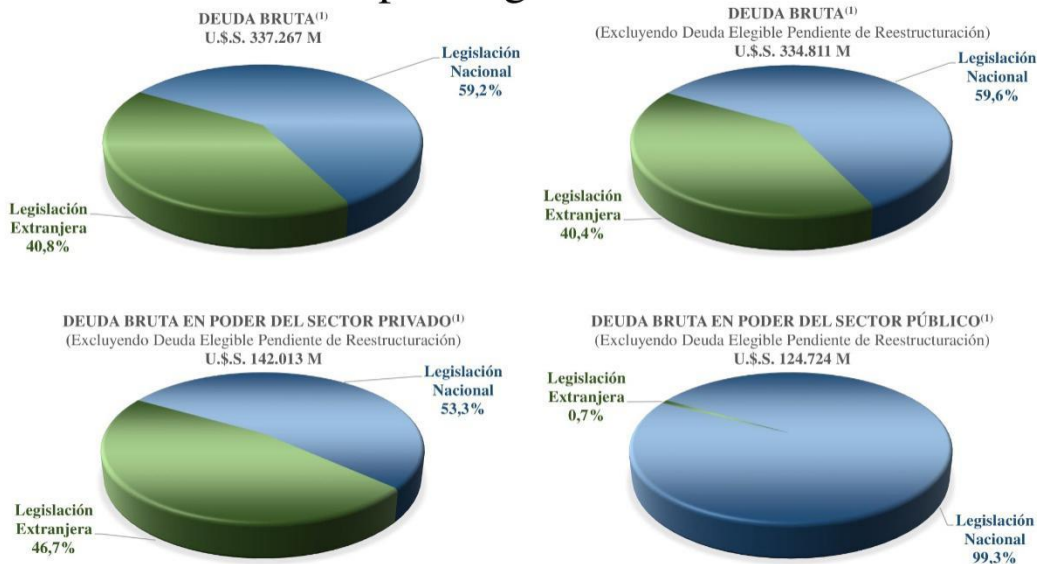


Composición de la Deuda Bruta de la Administración Central por Moneda



7

Deuda Bruta de la Administración Central por Legislación

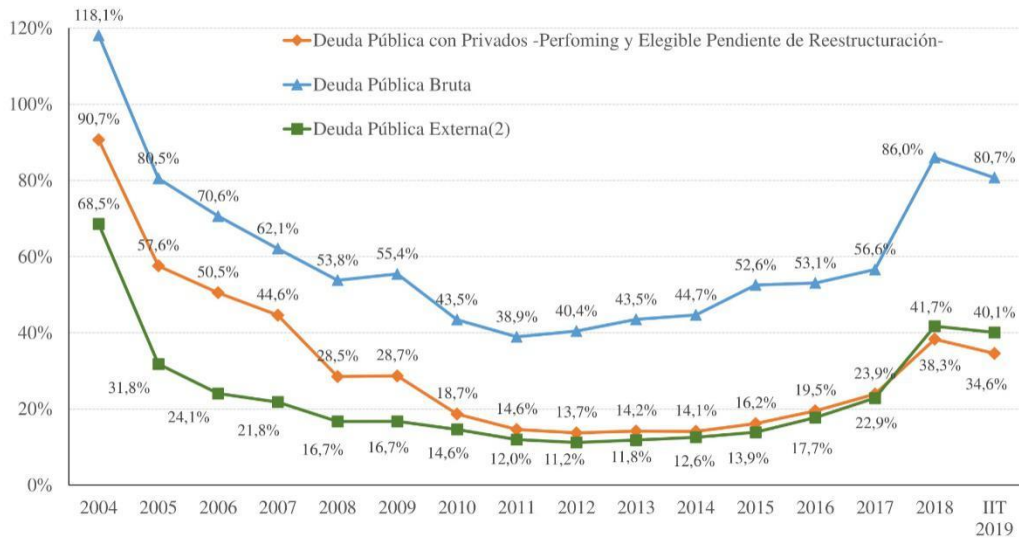


(1) Cifras redondeadas.

8



Deuda Bruta de la Administración Central en % del PBI⁽¹⁾

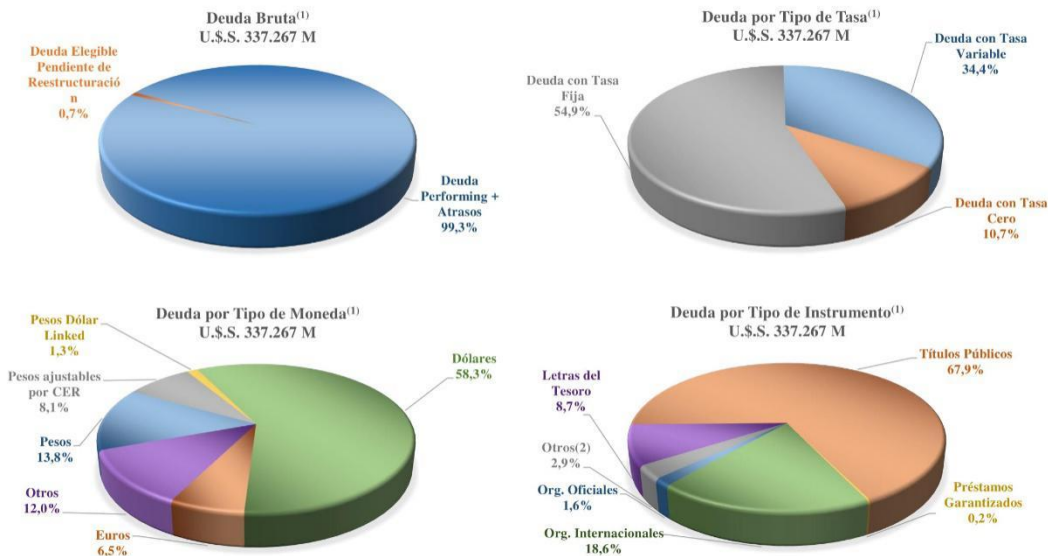


(1) Los datos del PBI publicados por INDEC corresponden a cifras provisionarias, provisionales o preliminares. Cifras redondeadas.

(2) En base a las estimaciones trimestrales (utilizando el concepto de residencia) de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, INDEC, Ministerio de Hacienda. Excluye Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración.

9

Estructura de la Deuda Bruta de la Administración Central



(1) Cifras redondeadas.

(2) Incluye pagarés, avales, banca comercial y letras en garantía. Estas últimas se reclasificaron pasando del rubro "Letras del Tesoro" a "Otros".

10



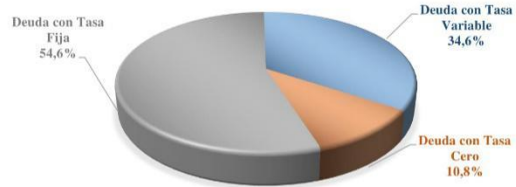
Estructura de la Deuda Bruta de la Administración Central

(Excluyendo Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración)

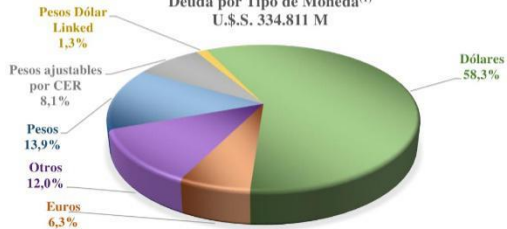
Deuda en Situación de Pago Normal por Plazo⁽¹⁾
U.S.S. 334.706 M



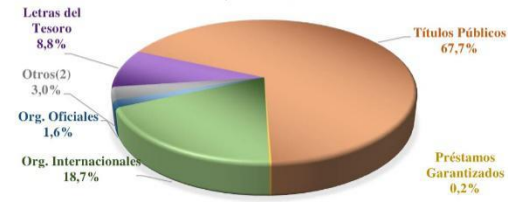
Deuda por Tipo de Tasa⁽¹⁾
U.S.S. 334.811 M



Deuda por Tipo de Moneda⁽¹⁾
U.S.S. 334.811 M



Deuda por Tipo de Instrumento⁽¹⁾
U.S.S. 334.811 M



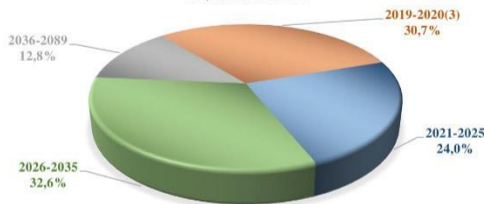
(1) Cifras redondeadas.

(2) A partir de Julio de 2019.

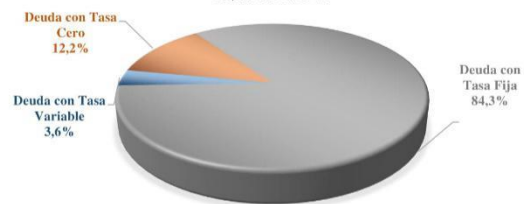
(3) Incluye pagarés, avales, banca comercial y letras en garantía. Estas últimas se reclasificaron pasando del rubro "Letras del Tesoro" a "Otros".

Estructura de la Deuda Bruta de la Administración Central⁽¹⁾ en poder del Sector Privado

Deuda en Situación de Pago Normal por Plazo⁽²⁾
U.S.S. 141.970 M



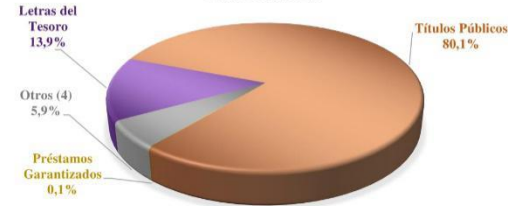
Deuda por Tipo de Tasa⁽²⁾
U.S.S. 142.013 M



Deuda por Tipo de Moneda⁽²⁾
U.S.S. 142.013 M



Deuda por Tipo de Instrumento⁽²⁾
U.S.S. 142.013 M



(1) Excluyendo Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración.

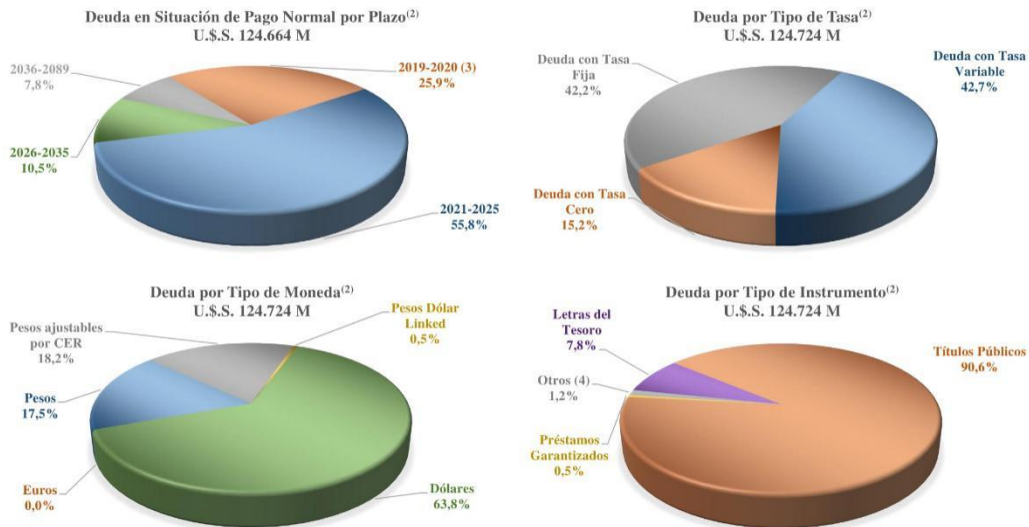
(2) Cifras redondeadas.

(3) A partir de Julio 2019.

(4) Incluye pagarés, avales, banca comercial y letras en garantía. Estas últimas se reclasificaron pasando del rubro "Letras del Tesoro" a "Otros".

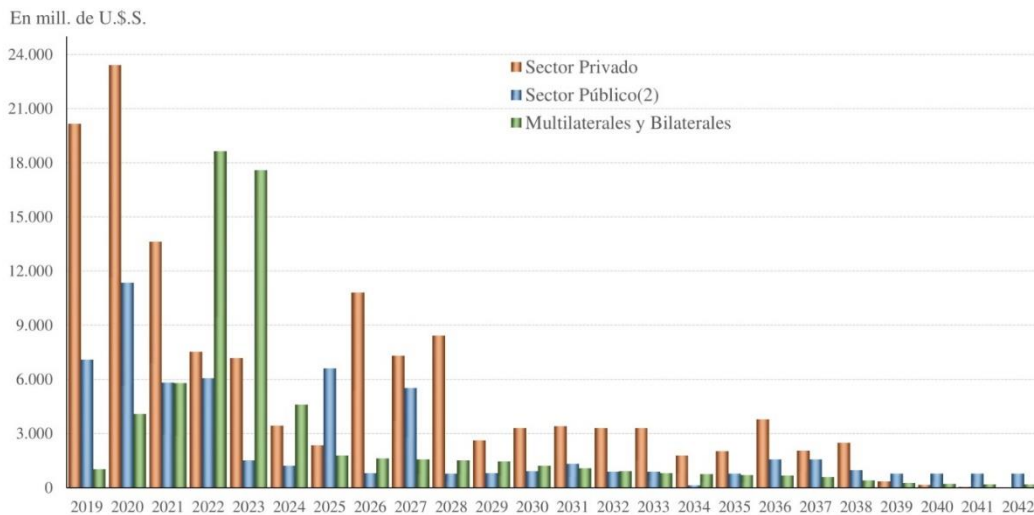


Estructura de la Deuda Bruta⁽¹⁾ de la Administración Central en poder del Sector Público



- (1) Excluyendo Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración.
- (2) Cifras redondeadas.
- (3) A partir de Julio 2019.
- (4) Incluye pagarés, avales, banca comercial y letras en garantía. Estas últimas se reclasificaron pasando del rubro "Letras del Tesoro" a "Otros".

Perfil de Vencimientos de Capital de la Deuda⁽¹⁾ Jul-2019 a Dic-2042

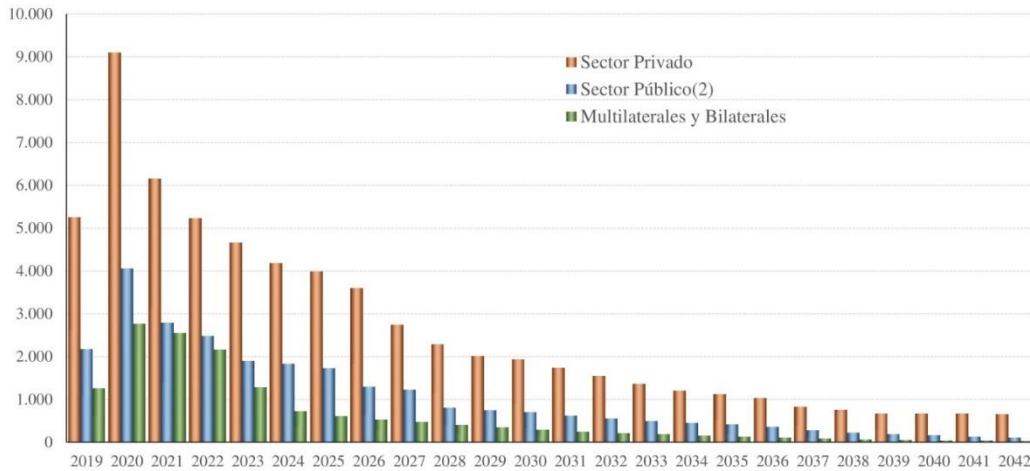


- (1) El perfil de vencimientos estático incluye las obligaciones proyectadas de acuerdo a los compromisos firmados al 30-06-2019, con los tipos de cambio, CER y tasas de interés vigentes a dicha fecha. No se encuentra alcanzado por el Decreto 596/2019.
- (2) No incluye vencimientos de adelantos transitorios y letras del tesoro con el Sector Público Nacional.



Perfil de Vencimientos de Interés de la Deuda⁽¹⁾ Jul-2019 a Dic-2042

En mill. de U.S.S.



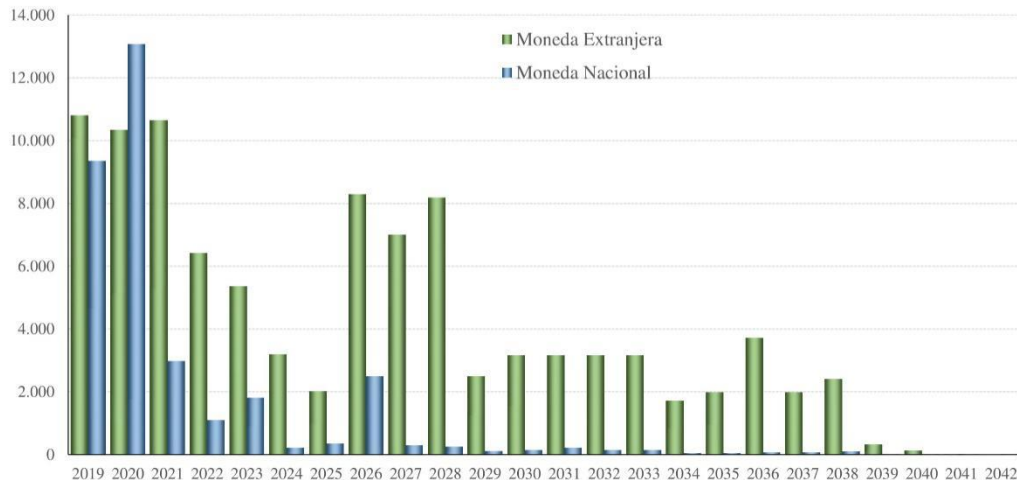
(1) El perfil de vencimientos estático incluye las obligaciones proyectadas de acuerdo a los compromisos firmados al 30-06-2019, con los tipos de cambio, CER y tasas de interés vigentes a dicha fecha. No se encuentra alcanzado por el Decreto 596/2019.

(2) No incluye vencimientos de adelantos transitorios y letras del tesoro con el Sector Público Nacional.

15

Perfil de Vencimientos de Capital en poder del Sector Privado por Moneda⁽¹⁾ Jul-2019 a Dic-2042

En mill. de U.S.S.



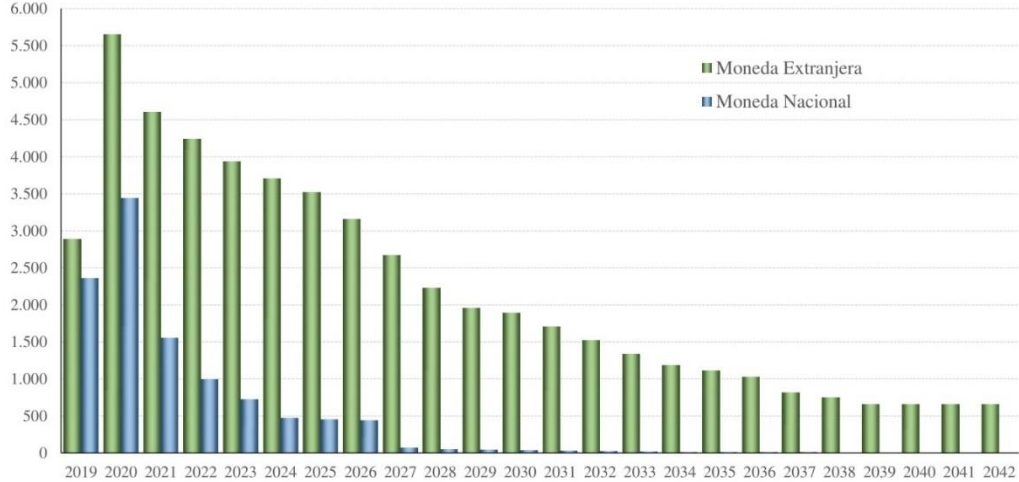
(1) El perfil de vencimientos estático no se encuentra alcanzado por el Decreto 596/2019.

16



Perfil de Vencimientos de Interés en poder del Sector Privado por Moneda⁽¹⁾ Jul-2019 a Dic-2042

En mill. de U.S.S.



(1) El perfil de vencimientos estático no se encuentra alcanzado por el Decreto 596/2019.

DECLARACIÓN JURADA RESOLUCIÓN 212/99 CD

El autor de este trabajo declara que fue elaborado sin utilizar ningún otro material que no haya dado a conocer en las referencias que nunca fue presentado para su evaluación en carreras universitarias y que no transgrede o afecta los derechos de terceros.

Mendoza,

Ampelio Juan
38205874
Reg. 28828

SORROCHE GONZALO
38579.524
Reg. 28.912

.....
Firma y aclaración

.....
Número de registro

.....
DNI

Olguin, Walter Javier
38417054
Reg. 28908

Ruiz Sebastian
389094104
Reg. 28855