

Tel: (0351) 4726525
ieralcordoba@ieral.org
www.ieral.org

Autor:

Marcelo Capello

Néstor Grión

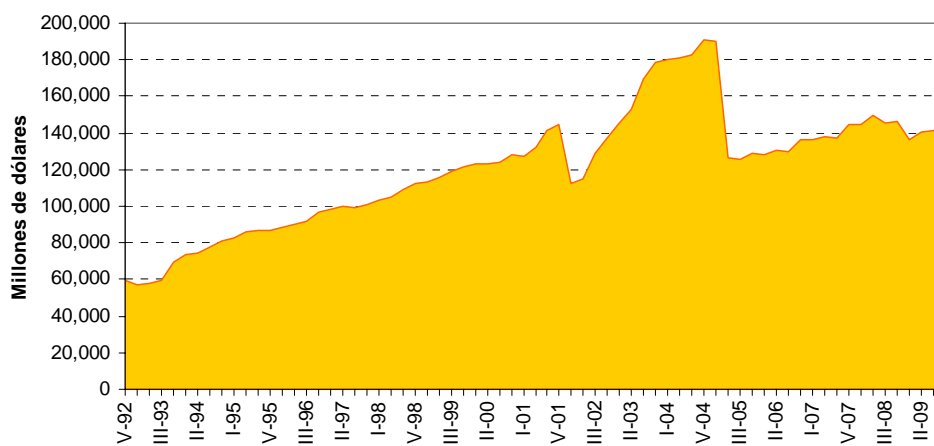
RESUMEN EJECUTIVO	2
1. Introducción	18
2. Deuda Pública Nacional	18
2.1. Nivel y Evolución de la Deuda Pública Nacional	18
2.2. Causas de la variación en el endeudamiento	22
2.3. Aspectos favorables respecto a la evolución del endeudamiento	23
2.4. Aspectos particulares relacionados con el nivel y evolución de la deuda	29
2.5. Efectos del probable canje con los Holdout	37
3. Deuda Pública Provincial	40
3.1. Evolución	40
3.2. Estructura por acreedor	41
3.3. El efecto de la manipulación del CER en las Provincias	42
4. Deuda Pública Consolidada Nación-Provincias	44
5. Servicios de la Deuda del Gobierno Nacional	46
5.1. La evolución de servicios desde 1993 hasta la fecha	46
5.2. Servicios de Deuda en los Próximos Años	49
6. Los Cambios en las Fuentes de Financiamiento	51
6.1. Deuda Intra Sector Público	51
6.2. Préstamos del Sistema Financiero	53
6.3. Adelantos Transitorios del BCRA	55
7. La Deuda Pública Argentina en el Contexto Internacional	56
8. Reflexiones Finales	60

28 de Marzo de 2010

RESUMEN EJECUTIVO

- Desde la óptica oficial se describe a la política fiscal de los últimos seis años, en materia de manejo de pasivos del sector público nacional, como de **desendeudamiento**. Tras los eventos de los últimos meses, en que el Tesoro Nacional pretende hacer uso de las reservas del BCRA para pagar servicios de la deuda, el debate sobre los pasivos del sector público ha vuelto al centro de la escena.
- A pesar de la reducción que implicó el canje de deuda de comienzos del año 2005, el stock de deuda actual, medido en dólares corrientes, se ubica en niveles similares a los del año 2001, previo al *default*. El interrogante que se plantea es cómo se ha llegado a esta situación, considerando que el Sector Público Nacional contó con importantes niveles de ahorro fiscal entre 2003 y 2008.
- La intención del presente trabajo es realizar una breve descripción del estado de situación actual en materia de endeudamiento público nacional y provincial, analizando las causas de su variación en los últimos años, así como los aspectos favorables y desfavorables respecto a la denominada *política de desendeudamiento*.
- El stock de deuda del Sector Público Nacional no Financiero alcanzó a fines del 2009 la cifra de US\$ 147.119 millones¹, un 0,8% más elevada que la registrada al concluir el año 2008 (incremento de US\$ 1.144 millones). Dicho guarismo resulta superior a los US\$ 144.453 millones que constituían la deuda pública nacional en el último trimestre de 2001.
- Como es conocido, algunas decisiones posteriores a la salida de la Convertibilidad (por ejemplo, compensación a ahorristas) incrementaron fuertemente el endeudamiento, llegando a un máximo de US\$ 189.754 millones en el primer trimestre de 2005.

Evolución de la Deuda Pública Nacional desde 1992 – En millones de US\$

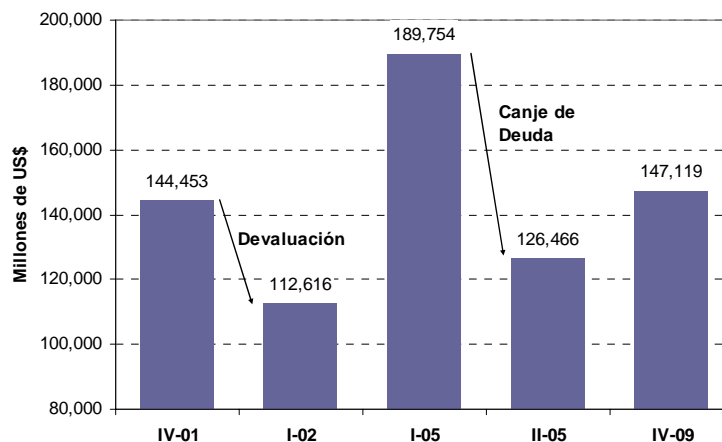


Fuente: IERAL en base a MECON

¹ Deuda bruta, sin netear por componentes intra sector público.

- Un hito importante posterior fue el canje de la deuda *defaulteada* que se realizó en el año 2005, que permitió reducir la deuda a US\$ 126.466 millones en el segundo trimestre de 2005 (caída del 33,4%). A partir de ese momento, el pasivo nominal muestra nuevamente una tendencia creciente.

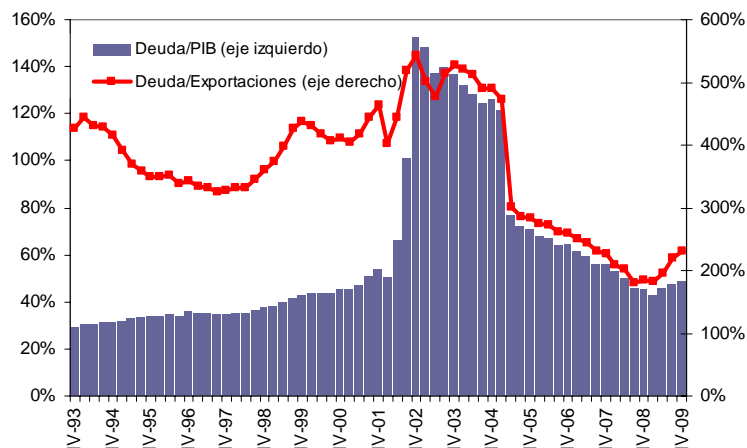
Evolución de la Deuda Pública Nacional Expresada en Moneda Extranjera



Fuente: IERAL en base a MECON

- Entre fines de 2006 y fines de 2009 el stock de la deuda expresado en dólares se incrementó en US\$ 10.394 millones. El nuevo endeudamiento, neto de amortizaciones, explica gran parte de esta cifra (US\$ 8.236 millones), siendo los Adelantos Transitorios del BCRA el principal componente (US\$ 5.240 millones).
- Otro factor importante para explicar los cambios en el nivel de endeudamiento son los ajustes de valuación. La suba del tipo de cambio reduce la deuda en pesos expresada en dólares, cuyo efecto desde 2006 provocó una reducción de la deuda de US\$ 13.018 millones. No obstante, como una parte importante de la deuda en pesos ajusta su capital por CER, la elevada inflación implicó un aumento en la deuda de US\$ 11.795 millones en los últimos tres años, neutralizando en gran medida el efecto que produjo la variación del tipo de cambio.

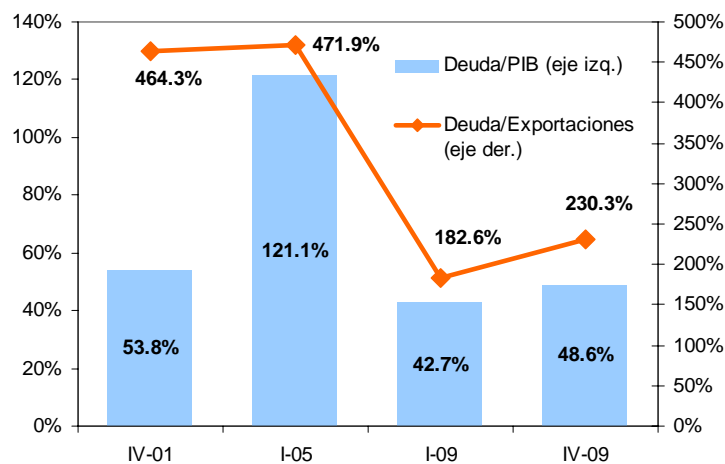
Relación entre la Deuda Pública Nacional, el PIB y las Exportaciones



Fuente: IERAL en base a MECON

- Si se mide en términos de la producción local, existió un evidente cambio de nivel en la relación Deuda - PIB con la devaluación de 2002, dado que buena parte de la deuda estaba expresada en moneda extranjera y el PIB traducido a dólares se desplomó con la depreciación del peso. Así, el ratio Deuda - PIB pasó de 53,8% a fines de 2001 a 152,2% al concluir 2002, y a 121,1% a comienzos de 2005. Tras el canje de deuda la relación se ubicó en 76,9% en el segundo trimestre de 2005, tras lo cual comienza un período de continua reducción, hasta llegar a un mínimo del 42,7% en el I trimestre de 2008. El fuerte crecimiento económico, el superávit primario y la estabilidad del tipo de cambio explican esta trayectoria. En 2009 la relación retoma una tendencia creciente, alcanzando el 48,6% del PIB en el IV trimestre de 2009.
- La relación Deuda / Exportaciones también alcanzó un mínimo en el I trimestre de 2009 (183%), y luego creció hasta llegar a 230% al final del 2009 (además del aumento del pasivo influyó la caída de exportaciones por la crisis internacional).

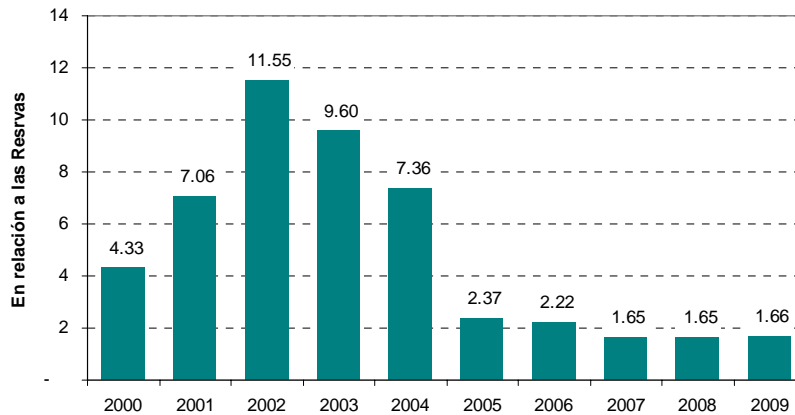
Relación entre la Deuda Pública Nacional, el PIB y las Exportaciones



Fuente: IERAL en base a MECON

- Otra comparación relevante es la que se puede realizar entre la deuda pública nacional en moneda extranjera y las reservas del BCRA. Desde 2007 dicha relación se ha estabilizado en torno a 1,66, luego de que el stock de deuda haya representado 11 veces el valor de las reservas en el año 2002. La estrategia de acumular reservas y una menor exposición al endeudamiento en moneda extranjera explican tales cambios.

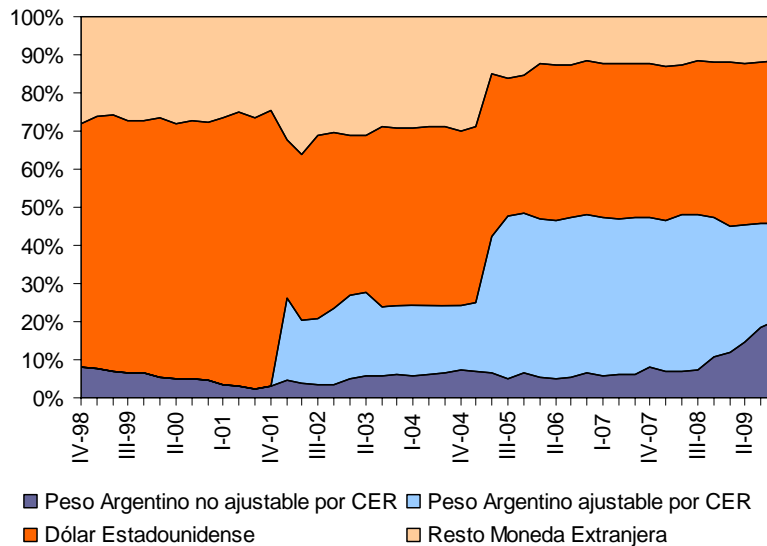
Deuda en Moneda Extranjera como proporción de las Reservas del BCRA



Fuente: MECON.

- La proporción de la deuda en pesos se elevó de menos de 3,2% en 2001 a un 23,6% del total a fines de 2002, proceso en gran parte explicado por la pesificación impuesta. Luego de la reestructuración de 2005, la deuda en moneda nacional pasó a conformar un poco más del 45% del total, proporción que se ha mantenido desde entonces (en 2009 la deuda en pesos representa un 45.9%).
- La aceleración de la inflación desde 2007 fue acompañada con una estimación del aumento de los precios minoristas por parte del INDEC de dudosa credibilidad, probablemente con el fin de reducir el incremento “endógeno” de la deuda que ajusta por CER. Además, con el canje de bonos que indexan por dicho coeficiente por otros títulos que no lo hacen, realizada en el año 2009, la deuda con CER pasó de constituir un 40,9% del total de la deuda en el tercer trimestre de 2008 al 25,4% a fines de 2009.

Evolución de la composición de la Deuda Pública Nacional por Moneda



Fuente: IERAL en base a MECON

- Luego del canje de 2005 se produjo un alargamiento de los plazos de la deuda, aumentando la vida promedio de 7,8 años en 2004 a 12,3 en 2005. Luego, la colocación de nueva deuda a corto plazo ha hecho disminuir la vida promedio, llegando a 11,1 años a fines de 2009.
- Si bien algunos de los indicadores antes analizados muestran una mejoría en los indicadores sobre endeudamiento de Argentina entre 2002 y comienzos de 2009, debe señalarse que esa situación se viene revirtiendo desde el II trimestre de 2009, cuando la relación Deuda - PIB comenzó nuevamente a subir, tanto por suba del pasivo como por lo ocurrido con el PIB en la crisis de los últimos dos años.
- Dentro de la deuda hay que distinguir la reconocida, que incluye a fines de 2009 atrasos y pagos diferidos por US\$ 6.245 millones (dentro de las cuales se destaca la deuda con el Club de París) de la deuda que no es reconocida oficialmente, que está en manos de los acreedores que no ingresaron al canje de 2005 (*holdouts*). Este último monto, a fines del año 2009, ascendía a aproximadamente US\$ 29.800 millones (9,1% del PIB).
- El gobierno nacional ha anunciado la reapertura del canje de deuda pública en condición de default, operación que se halla bajo evaluación de la *Security and Exchange Commission* (SEC) de los Estados Unidos. Si se materializa el canje, tras la quita el monto de la deuda pública reconocida podría aumentar un par de puntos porcentuales en términos del PIB.
- Desde comienzo del año 2007 las mediciones de inflación que elabora el INDEC han sido cuestionadas y difieren marcadamente de las elaboradas por provincias que emplean una metodología independiente y por consultoras privadas. Comparando con el IPC elaborado por Buenos Aires City, la brecha acumulada entre esta medición y la del INDEC, a fines de 2009, era del 41,7%.

Inflación Oficial y de Buenos Aires City

	2007	2008	2009
IPC-INDEC	8,5%	7,2%	7,7%
IPC-BA City	25,7%	23,0%	14,8%
Diferencia	17,2%	15,8%	7,1%

Fuente: IERAL en base a MECON e IPC Buenos Aires City

- El uso del CER estimado por el INDEC habría provocado que la deuda que ajusta por dicho coeficiente resulte inferior en \$75.330 millones, en 2009, respecto a la que se hubiera observado utilizando el IPC computado por Buenos Aires City. Si a esto se le suman servicios ahorrados por \$10.665 millones, se tiene que el ahorro total ha sido de \$85.995 millones entre 2007 y 2009, equivalentes a un 8,9% del PIB.

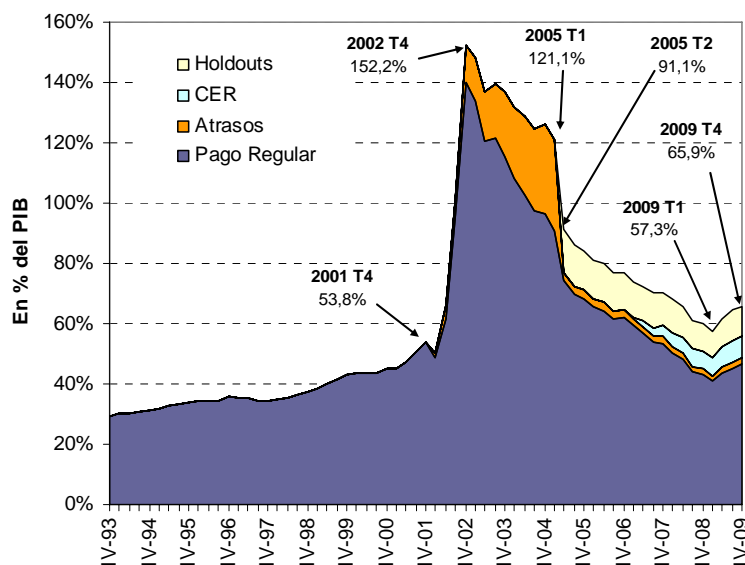
Efectos del CER Según IPC Buenos Aires City Millones de Pesos

	Diferencia de Stocks	Servicios Ahorrados	Total
2007	28.414	872	29.286
2008	31.395	3.327	34.722
2009	15.522	6.465	21.987
2010	25.821	6.225	32.046
Total 07-09	75.330	10.665	85.995

Fuente: IERAL

- El costo para la economía del país de este “ahorro” en stock de deuda y en servicios pagados no ha resultado gratuito, dado que a sus efectos hay que buscarlos en términos de mayor riesgo país, menor crédito, expectativas inflacionarias, mayor desconfianza y desincentivo para la inversión, especialmente la externa.
- Si a la deuda reconocida descrita al comienzo se agrega el mayor stock que se hubiese producido con un CER más realista y la deuda en manos de los *holdouts*, se apreciaría que existió un importante proceso de *desendeudamiento* entre fin de del año 2002 y fines de 2008, reduciéndose el total de la deuda en relación al PIB en 94,9 puntos porcentuales (no se esta considerando la probable quita a los *holdouts*).
- En cambio, durante 2009 la deuda total debió crecer en 8,5 puntos porcentuales, situación en parte evitada por el uso de un CER poco realista. El proceso de “endeudamiento” observado implícitamente desde 2008, en esta visión “corregida”, se explicaría por la mayor inflación, pero también por el paulatino deterioro de la situación fiscal, que cada vez genera menor superávit respecto a la masa de vencimientos a afrontar anualmente.

Deuda Bruta Nacional + Holdouts + Efecto CER real



Fuente: IERAL

**Desendeudamiento considerando aspectos particulares
En términos del PIB**

	IV-01	IV-02	I-05	II-05	I-09	IV-09
Reconocida	53,8%	152,2%	121,1%	76,9%	42,7%	48,6%
Pago Regular	53,8%	140,1%	90,6%	74,2%	40,8%	46,5%
Atrasos	0,0%	12,1%	30,5%	2,7%	1,9%	2,1%
Holdouts	0,0%	0,0%	0,0%	14,2%	8,7%	9,8%
CER	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,9%	7,5%
Total	53,8%	152,2%	121,1%	91,1%	57,3%	65,9%

Fuente: IERAL

- Si se realiza el canje de la deuda con los Holdouts empleando el bono Descuento utilizado en el canje de 2005 se aplicaría una quita del 66,3% sobre el saldo

adeudado, reduciendo la deuda a US\$ 6.777 millones (no se reconocen los intereses vencidos de la vieja deuda). Si se reconoce la capitalización de intereses que tuvieron estos bonos el saldo actual se incrementa en US\$ 1.680 millones. Otra cuestión a resolver son los intereses pagados por el bono Descuento hasta este momento que representan US\$ 1930 millones (el gobierno entregaría un nuevo bono de corto plazo por este concepto). Sumando los conceptos mencionados los acreedores recibirían a cambio de la vieja deuda nuevos bonos con un valor nominal de US\$ 10.387 millones, esto es 51,7 dólares por cada 100 entregados.

**Resultados del Canje con los Holdouts - Bono Descuento
Escenario con 100% de aceptación**

	Mill. de US\$	%
Total Holdout	20.108	100,0%
No Vencida	4.762	23,7%
Vencida	15.346	76,3%
Aceptación	20.108	100,0%
Valor con Quita (a)	6.777	66,30%
Actualización 2003-2009	3.610	18,0%
Más Intereses Capitalizados (b)	1.680	8,4%
Más Intereses no Pagados (c)	1.930	9,6%
Nueva Deuda Reconocida	10.387	51,7%
Descuento (a+b)	8.457	42,1%
Nuevo Bono (c)	1.930	9,6%
Deuda no ingresada al Canje	-	0,0%

Fuente: IERAL

- Es probable que una fracción de los acreedores prefiera seguir con la vía judicial y renuncien a ingresar al canje. Suponiendo un nivel de aceptación del 75% la deuda reconocida se incrementaría en US\$ 7.790 millones y quedarían pendientes US\$ 5.057 millones.

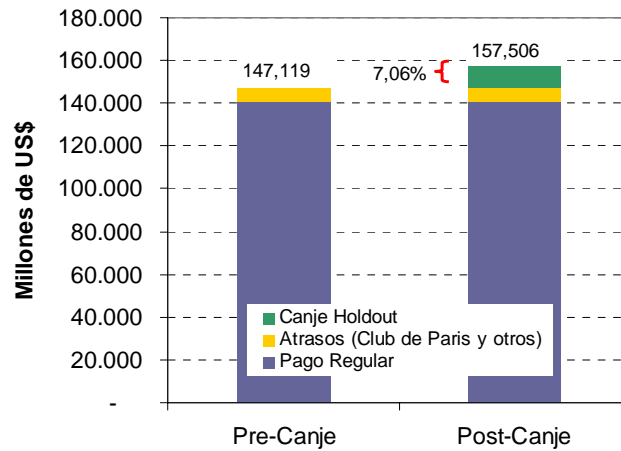
**Resultados del Canje con los Holdouts - Bono Descuento
Escenario con 75% de aceptación**

	Mill. de US\$	%
Total Holdout	20.108	100,0%
No Vencida	4.762	23,7%
Vencida	15.346	76,3%
Aceptación	15.081	75,00%
Valor con Quita (a)	5.082	25,3%
Actualización 2003-2009	2.708	13,5%
Más Intereses Capitalizados (b)	1.260	6,3%
Más Intereses no Pagados (c)	1.448	7,2%
Nueva Deuda Reconocida	7.790	38,7%
Descuento (a+b)	6.343	31,5%
Nuevo Bono (c)	1.448	7,2%
Deuda no ingresada al Canje	5.027	25,0%

Fuente: IERAL

- En el caso de una aceptación plena al stock de deuda existente a fines de 2009 de US\$ 147,119 millones (48,6% del PIB) se le añadirían US\$ 10.387, obteniéndose un nuevo total para la deuda pública nacional reconocida de US\$ 157.506 millones (52,0% del PIB), implicando un crecimiento de 7,06% en el total de la deuda (3,4% del PIB).

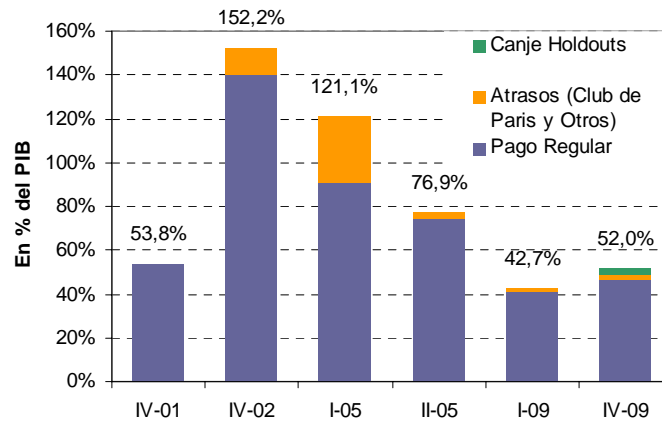
Cambios en el nivel de deuda por efectos del canje con los Holdouts



Fuente: IERAL

- Se concluye que tras el nuevo canje el nivel de endeudamiento reconocido en términos del PIB prácticamente no diferirá del que existía en el último trimestre de 2001, previo al default.

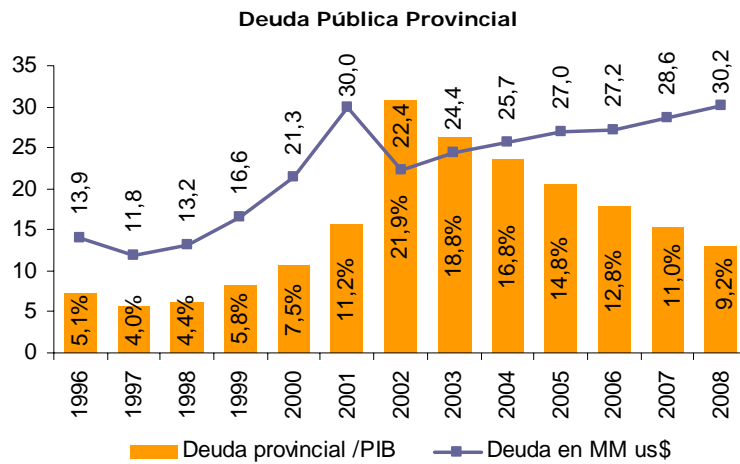
Evolución de la Deuda Pública Nacional Reconocida



Fuente: IERAL

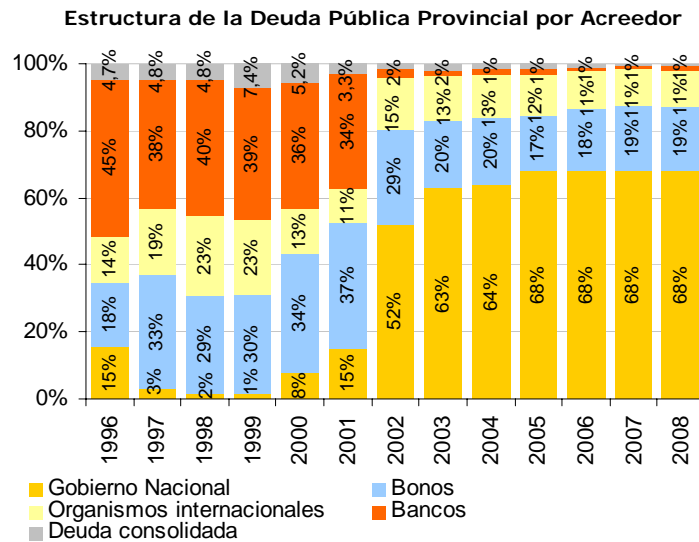
- En el período 1996 - 2008 ha existido un crecimiento prácticamente constante en el stock de la deuda provincial expresado en dólares, el cual para el total de las jurisdicciones pasó de US\$ 13.921 millones en 1996 (5,1% del PIB) a US\$ 27.636 millones al cierre del 2008 (9,2% del PIB). En términos del PIB, entre 1997 y 2001 la participación de la deuda creció de manera sostenida, evolución que se explica por la creciente necesidad de financiamiento del déficit provincial. La devaluación de 2002 duplicó dicho ratio, asumiendo un valor del 22%.
- A partir de 2002, la deuda pública provincial siguió creciendo cuando se la expresa en dólares, pero el fuerte crecimiento que tuvo el país hizo que el ratio Deuda Provincial - PIB descendiese a valores inferiores al 10% en 2008. No se cuenta con

cifras de 2009, pero es muy probable que en dicho año se haya revertido la tendencia a la baja en el ratio Deuda Provincial – PIB, tanto por el menor superávit primario provincial como por la evolución descendente del PIB.



Fuente: IERAL en base a MECON

- En el lapso 1996-2001 la deuda provincial con el gobierno nacional promedió un 7,4% del total, mientras que en el período 2002-2008 resultó del 64,5%, luego que tras el *default* el Poder Central se hiciese cargo de refinanciar las deudas provinciales.



Fuente: IERAL en base a MECON

- Dentro de la deuda provincial, los BOGAR y BODEN ajustan con CER y se pagan mediante descuento a los recursos de coparticipación que llegan a las provincias. Si se hubiese empleado un CER más realista desde 2007, el stock de ambos instrumentos de deuda provincial habría crecido en \$19.417

millones adicionales desde aquel año (incluye servicios por \$2.465 millones que se evitaron pagar en el mismo lapso).

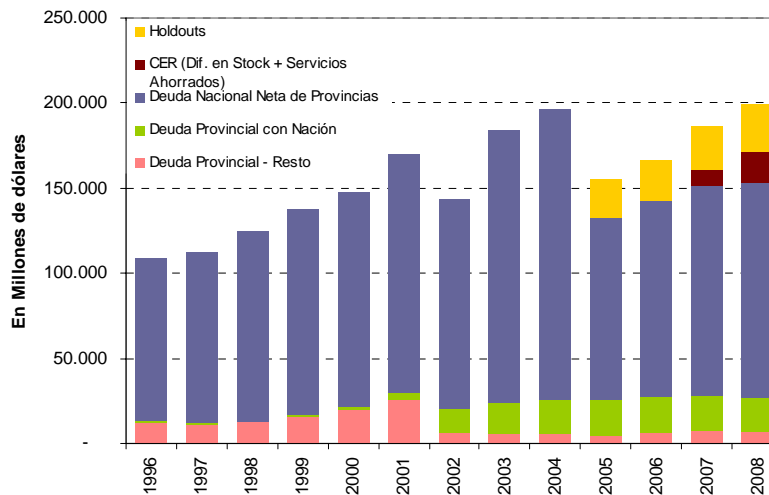
**Ahorro en el endeudamiento provincial con
BOGAR y BODEN por manipulación del CER**
En millones de Pesos

	Diferencia de Stocks	Servicios Ahorrados	Total
2007	6.374	181	6.555
2008	6.526	862	7.388
2009	4.053	1.422	5.475
Total	16.953	2.465	19.417

Fuente: IERAL

- Si a la deuda provincial se le adiciona la deuda nacional neta de la deuda provincial de la cual es acreedora (para evitar una doble contabilización), incluyendo *holdouts* y ahorros por CER, la deuda consolidada Sector Público Nacional más Sector Público Provincial (medida en dólares) siempre ha crecido, salvo durante la devaluación de 2002 y el canje de 2005. Inclusive, en el año 2008 la deuda consolidada corregida por aspectos particulares resultaría de alrededor de US\$ 200.000 millones, superando en valor absoluto a la existente en 2004, el nivel máximo anterior.

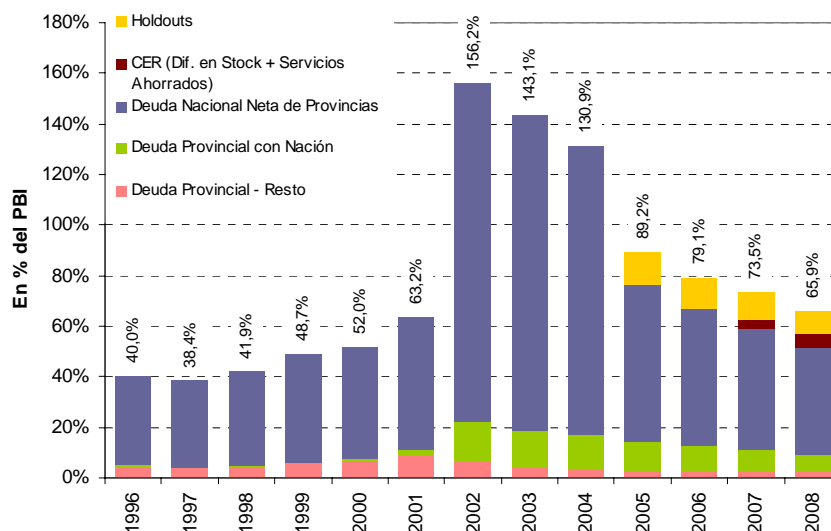
Deuda Pública Consolidada Nación-Provincias
En millones de US\$



Fuente: IERAL en base a MECON

- En términos del PIB, la devaluación hizo que la deuda consolidada (Nación + Provincias) y corregida pase de 63,2% en 2001 a 156,2% en 2002. El fuerte crecimiento económico posterior y la quita de 2005 explican la baja del ratio desde 2003, llegando a una relación de 65,9% del PIB en 2008, nivel superior en casi tres puntos porcentuales del PIB al experimentado en el año previo a la gran devaluación de 2002.

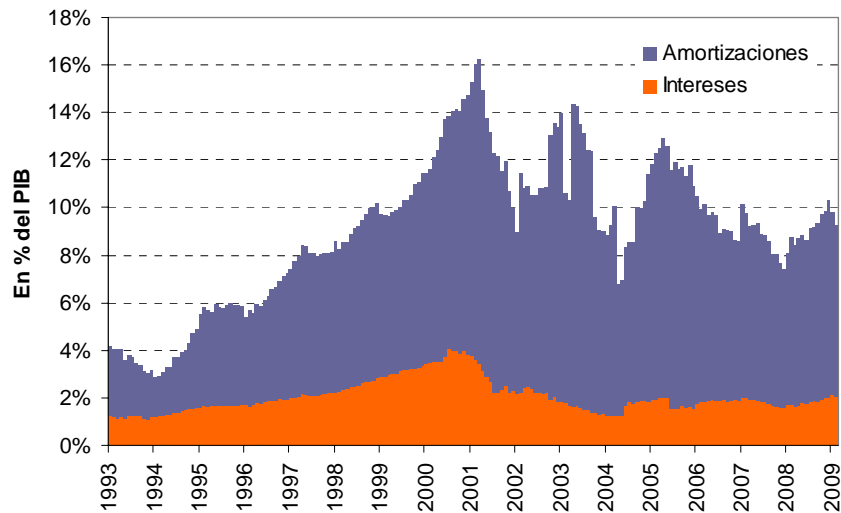
Deuda Pública Consolidada Nación-Provincias En % del PIB



Fuente: IERAL en base a MECON

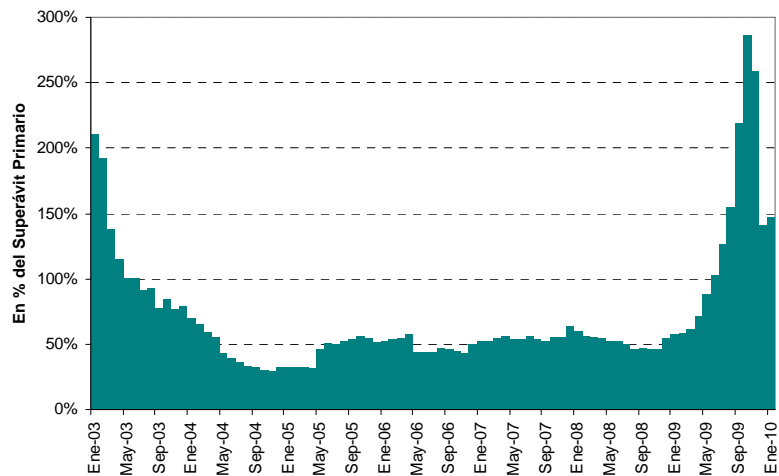
- Los servicios de la deuda nacional con relación a los ingresos fiscales del gobierno central mostraron un mínimo en 1994, cuando ascendían a cerca del 20%. La relación máxima se produjo en 2001, cuando los servicios representaban un 120% de los ingresos totales. Luego del default y crisis, la relación comienza a bajar, hasta un mínimo del 49,6% en 2004.
- Tras el canje de deuda el peso de los servicios sube nuevamente, hasta un 66,3% de los ingresos en 2005. A partir de entonces se produjo una senda descendente hasta el mínimo del 32,8% en 2008. Al igual que la deuda total, el peso de los servicios comienza a aumentar desde 2009, llegando al 43,3% al final del período, nivel similar al del año 1996.
- Como porcentaje del PIB, los servicios de la deuda también resultan relevantes. En 1994 representaban 2,9 puntos del producto y tuvieron un crecimiento sostenido hasta alcanzar los 15,3 puntos en 2001, para luego tomar una pendiente levemente decreciente. Sin embargo, en 2009 la relación sube nuevamente, llegando a representar aproximadamente 9,8% del PIB, valor superior al promedio 1993-2001 (7,8%).

**Servicios de la Deuda Pública Nacional en % del PIB
Acumulado 12 meses**



Fuente: IERAL en base a MECON

**Relación entre los Intereses de la Deuda Pública Nacional y el Superávit Primario
Acumulado 12 meses**



Fuente: IERAL en base a MECON

- Un punto importante a señalar es que una parte importante de la deuda pública nacional está en manos de la ANSES, el Banco Central, el Banco Nación y otros organismos oficiales (se estima en un 46% del total), lo que constituye el endeudamiento intra sector público, facilitando su refinanciación, aunque no sin traer otras consecuencias negativas sobre la marcha de la economía.
- Desde fines de 2008 el resultado primario se redujo fuertemente de modo que actualmente se debe recurrir en mayor medida al crédito para afrontar los

vencimientos (intra sector público), cuando no directamente utilizar adelantos del BCRA.

- La colocación neta de Letras y Títulos en la ANSES y otros organismos oficiales (como el PAMI) ha sido una fuente de financiamiento importante en años previos, pero con menor margen de acción en la actualidad, dado el incremento en el gasto en planes sociales.

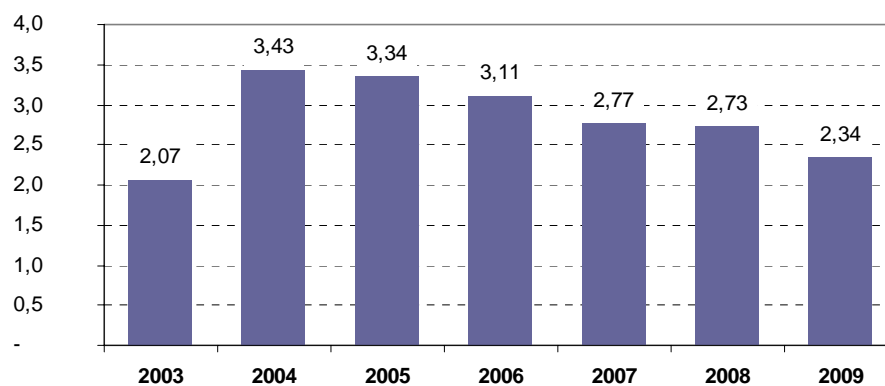
Emisión de Letras intra-Sector Público

Acreedor	Stock			Composición %		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
AFIP	1.450	1.600	500	23,6%	11,4%	4,8%
ANSES + FGS	4.050	8.450	4.844	65,8%	60,0%	46,4%
Fondos Fiduciarios	507	1.620	1.582	8,2%	11,5%	15,1%
LOTERIA NACIONAL S.E.	149	329	324	2,4%	2,3%	3,1%
PAMI	-	1.000	2.830	0,0%	7,1%	27,1%
Otros	-	1.092	370	0,0%	7,8%	3,5%
TOTAL	6.156	14.091	10.450	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: IERAL en base a MECON

- La segunda fuente de financiamiento al Tesoro es la brindada a través de los bancos públicos, lo cual corre el riesgo de generar efecto desplazamiento sobre los créditos al sector privado, lo cual ya se viene observando en términos relativos: los datos a febrero de 2010 muestran un crecimiento interanual de los préstamos totales del orden del 14%, descomponiéndose en un crecimiento del 106,8% en el caso del financiamiento al sector público y del 8,0% en el del sector privado.
- Otra fuente de financiamiento para el Tesoro en el corto plazo lo constituye el uso de los depósitos del sector público en el sistema bancario, provenientes de ahorros de períodos anteriores o de cuentas con asignación específica que son momentáneamente utilizadas para financiar al Tesoro. Cabe destacar que en 2004 los depósitos del sector público equivalían a más de 3,4 veces el gasto público consolidado (nacional + provincial) de un mes, mientras que luego la relación se fue deteriorando, junto con el superávit, de manera que el ratio cayó hasta 2,3 en 2009 (reducción del 32%).

Relación entre Depósitos del Sector Público y Gasto Público Consolidado Promedio mensual



Fuente: IERAL en base a BCRA

- La tercera y principal fuente del financiamiento en pesos del gobierno nacional lo constituyen los Adelantos Transitorios del BCRA. Se espera que esta fuente pueda brindar el equivalente a US\$ 3.250 millones adicionales en 2010. Este financiamiento tiene un techo dado por el 10% de los recursos en efectivo del gobierno nacional en el último año más el 12% de la base monetaria.
- Sin dudas que el principal problema con esta fuente de financiamiento es el impacto inflacionario por la mayor emisión monetaria que implica, cuando el gobierno no emplea tales recursos para afrontar compromisos en divisas o es compensado con operaciones de mercado abierto del BCRA.

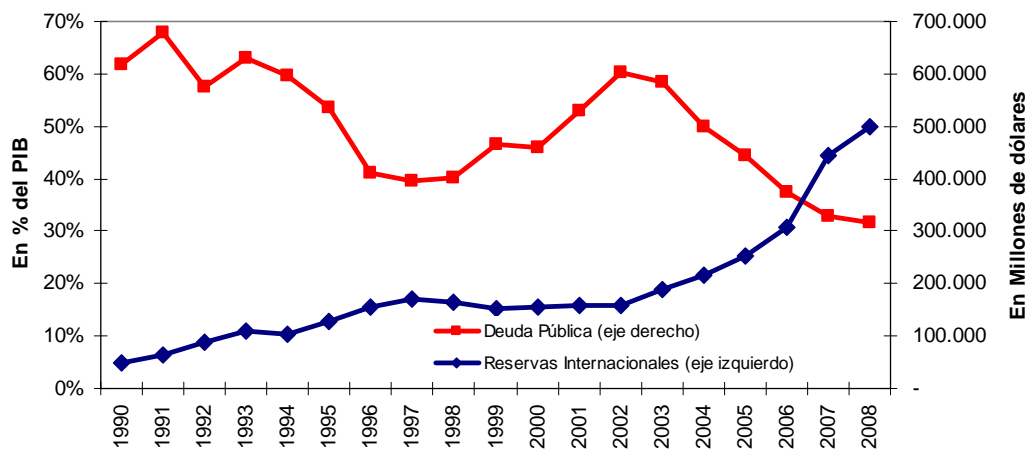
Financiamiento al Tesoro mediante Adelantos Transitorios del BCRA
En millones de Pesos

	Stock	Diferencia	Var. %
2006	18.330		
2007	21.330	3.000	16,4%
2008	26.580	5.250	24,6%
2009	36.580	10.000	37,6%
2010p	49.829	13.249	36,2%

Fuente: IERAL en base a BCRA

- El año 2002 fue un año de inflexión en materia de deuda pública en América Latina. A partir de ese momento la región tuvo un contexto internacional muy favorable reflejado en la mejora de los términos de intercambio y elevada liquidez internacional que le permitió aumentar activos y reducir pasivos externos.

**América Latina y El Caribe: Deuda Total del Sector Público no
Financiero y Reservas Internacionales**
(En porcentaje del PIB y millones de dólares)



Fuente: CEPAL (2009)

- La deuda pública consolidada alcanza en 2002 un máximo en Argentina (156,2%) y en el resto de América Latina y el Caribe (59,9%). A partir de ese momento se produce un proceso de desendeudamiento generalizado hasta el año 2008. La caída en el ratio Deuda/PIB es del 62,7% en nuestro país y del 50,2% en el resto de la

región. Si en Argentina se computan los Holdouts y el CER ahorrado por no reconocer una inflación realista, la caída en el ratio aludido sería del 57,8%.

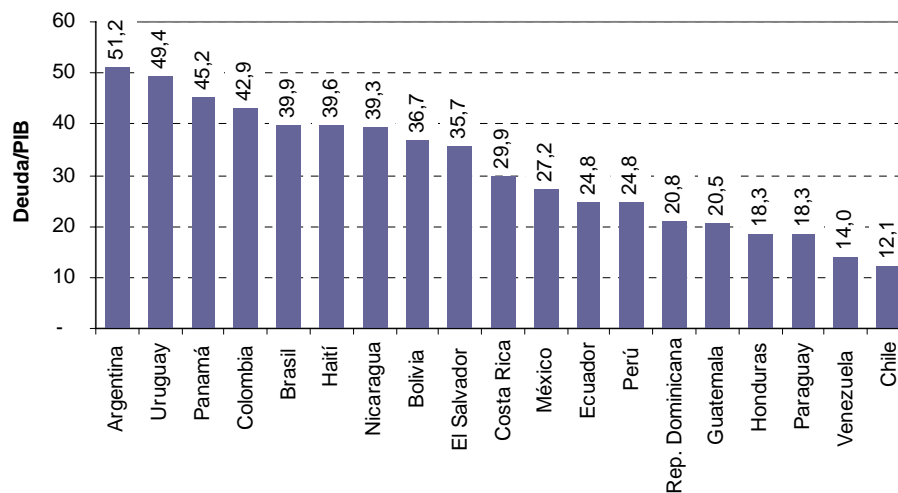
**Reservas internacionales y Deuda pública
Comparación entre Argentina y América Latina y el Caribe**

	Reservas Internacionales			Relación Deuda/PIB		
	2002	2008	var%	2002	2008	var%
América Latina y el Caribe (sin Arg)	157,474	464,259	194.8%	59.9%	29.8%	-50.2%
Argentina	10,485	46,198	340.6%	156.2%	51.2%	-67.2%
Argentina (con CER y Holdouts)	10,485	46,198	340.6%	156.2%	65.9%	-57.8%

Fuente: IERAL en base a MECON y CEPAL.

- Considerando la situación de la deuda por países, Argentina se encuentra entre los países más endeudados, junto con Uruguay, Panamá y Colombia. En el otro extremo se sitúa Chile, Venezuela, Paraguay y Honduras. En el periodo 2005-2008 Argentina se encuentra cuarto, luego de Nicaragua, Honduras y Bolivia, en materia de desendeudamiento. Por el contrario, Brasil y México tuvieron un leve incremento en su relación Deuda / PIB.

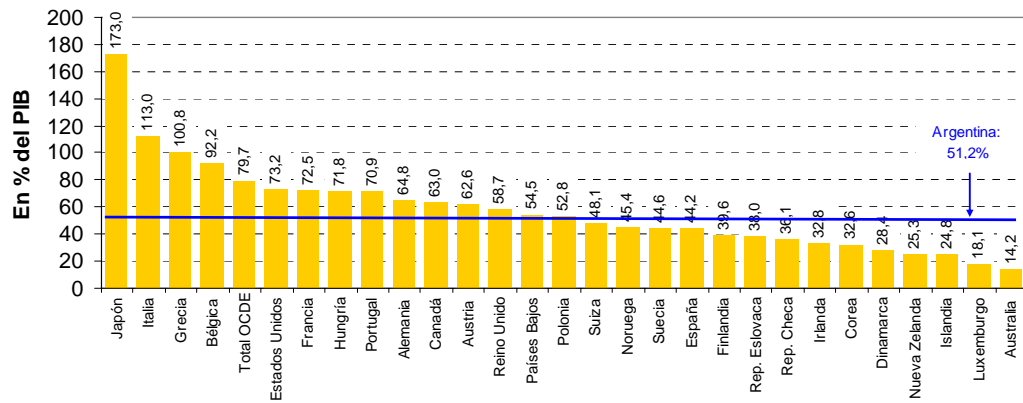
**La Deuda Pública en América Latina en 2008
Sector Público no Financiero**



Fuente: IERAL en base a MECON (Argentina) y CEPAL (resto de países).

- Pasando al contexto de las economías más industrializadas (OECD), la deuda pública representó casi el 79% del PIB en 2008, en que los países más endeudados son Japón (173,0% del PIB), Italia (113,0%) y Grecia (100,8%). En el extremo opuesto se sitúan Australia (14,2%), Luxemburgo (18,1%), Islandia (24,8%) y Nueva Zelanda (25,3%). El endeudamiento de Argentina es similar al de los Países Bajos (54,5%), Polonia (52,8%) y Suiza (48,1%).

La Deuda Pública en los países de la OECD en 2008
Gobiernos Centrales y Locales



Fuente: IERAL en base a OECD.

- Los datos disponibles muestran que la crisis mundial de 2009 detuvo el proceso de desendeudamiento que se venía dando en las economías emergentes. Pero las perspectivas favorables de una rápida recuperación hacen posible que esta tendencia pueda ser retomada en los próximos años. Por el contrario, la magnitud de la respuesta fiscal que fue necesaria en las economías avanzadas hará que sus niveles de endeudamiento suban unos escalones. La perspectiva para Argentina vuelve a ser favorable desde el punto de internacional, pero será la consistencia de la política fiscal la que tendrá la última palabra.

1. Introducción

Desde la óptica oficial se ha descrito a la política fiscal de los últimos seis años en materia de manejo de pasivos del sector público nacional, como de “**desendeudamiento**”. Tras los eventos de los últimos meses, en que el Tesoro Nacional pretende hacer uso de las reservas del BCRA para pagar servicios de la deuda, el debate sobre la deuda pública ha vuelto al centro de la escena.

Tal debate tiene que ver no sólo con el esfuerzo fiscal actual que implica pagar los vencimientos por deudas, sino también con la carga que impone sobre las generaciones futuras, quienes no tienen poder de decisión sobre las políticas del presente que las afectarán en el futuro.

A pesar de la reducción que implicó el canje de deuda de comienzos del año 2005, el stock de deuda actual, medido en dólares corrientes, se ubica en niveles similares a los del año 2001, previo al *default*. El interrogante que se plantea es cómo se ha llegado a esta situación, considerando que el Sector Público Nacional viene obteniendo importantes niveles de ahorro fiscal de manera consecutiva desde el año 2003.

La intención del presente trabajo es realizar una breve descripción del estado de situación actual en materia de endeudamiento público nacional y provincial, analizando las causas de su variación en los últimos años, así como los aspectos favorables y desfavorables respecto a la denominada *política de desendeudamiento*.

2. Deuda Pública Nacional

En esta sección se analiza el endeudamiento correspondiente al gobierno central. Luego de repasar su nivel y evolución se procede a explicar las causas de estos cambios. También se consideran aspectos favorables respecto a las características que asume la deuda en la actualidad y se finaliza considerando algunos aspectos particulares relacionados con el tema, como lo constituyen la situación de los *holdouts*, los efectos de la manipulación del CER y el cupón PIB.

2.1. Nivel y Evolución de la Deuda Pública Nacional

El stock de deuda bruta del Sector Público Nacional no Financiero alcanzó a fines del 2009 la cifra de US\$ 147.119 millones², un 0,8% más elevada que la registrada al concluir el año 2008 (incremento de US\$ 1.144 millones). Si se la traduce a pesos, el incremento del endeudamiento resultó de \$55.148 millones (+10,9%), pasando de \$503.905 a \$559.054 millones. Se aprecia en la Tabla 1 que el Financiamiento a Corto Plazo representa un 10,1% del total de la deuda, destacándose los Adelantos Transitorios del BCRA que equivalen a US\$ 9.626 (6,5% del total de la deuda). También existen US\$ 6.721 millones (4,6%) de deuda en situación de atraso o pago suspendido, destacándose la deuda con el Club de París.

² Esta cifra oficial no considera la deuda que no ingresó al canje de 2005 (Holdouts) pero sí la deuda con organismos bilaterales (como el Club de París, entre otros).

Tabla 1
Stock de Deuda Bruta Pública Nacional en 2009
Composición por Instrumento y Moneda
En millones de US\$

	Pesos	Divisas	Total	%
Corto Plazo	13.848,2	1.005,3	14.853,5	10,1%
Letras del Tesoro	1.853,4	913,7	2.767,1	1,9%
Pagarés del Tesoro	2.368,4	91,6	2.460,0	1,7%
Adelantos Transitorios del BCRA	9.626,3		9.626,3	6,5%
Préstamos	19.576,6	18.105,0	37.681,6	25,6%
Préstamos Garantizados	4.541,2		4.541,2	3,1%
Bonos Garant. Prov. (BOGAR 2018 y 2020)	10.088,2		10.088,2	6,9%
Financiamiento BNA	2.184,2		2.184,2	1,5%
Resto Banca Comercial	2.759,7	72,0	2.831,7	1,9%
Organismos Internacionales		16.208,9	16.208,9	11,0%
Organismos Oficiales		1.480,2	1.480,2	1,0%
Otros Acreedores	3,4	343,9	347,3	0,2%
Títulos Públicos y Letras	33.964,9	53.898,5	87.863,5	59,7%
Boden	918,1	13.340,2	14.258,4	9,7%
Bonar	11.816,1	8.281,5	20.097,6	13,7%
Descuento	5.348,4	8.696,2	14.044,6	9,5%
Par	1.223,8	14.032,8	15.256,6	10,4%
Bocones	2.096,0	5,1	2.101,0	1,4%
Cuasipar	12.330,5		12.330,5	8,4%
Letra Intransferible 2016 - BCRA		9.530,1	9.530,1	6,5%
Otros Bonos	232,0	12,6	244,7	0,2%
Atrasos y Pago Diferido (Club de Paris y otros)	203,5	6.517,3	6.720,9	4,6%
Total	67.593,2	79.526,2	147.119,4	100,0%

Fuente: IERAL en base a MECON

Pasando a considerar la deuda en situación de pago regular a mediano y largo plazo, se aprecia que los préstamos representan el 25,6% del total, siendo sus principales componentes el Financiamiento de Organismos Internacionales (11,0%) y a través de BOGAR (6,9%). Por su parte, los Títulos Públicos y Letras representan el restante 59,7%, constituyendo sus principales componentes los Bonos que surgieron del canje de 2005, con una participación del 28,3% (incluye a los bonos Par, Descuento y Cuasipar), los BONAR, con 13,7% y los BODEN, con 9,7%. También se destaca la importancia de la Letra Intransferible que el Tesoro entregó al BCRA por US\$ 9.530 millones (6,5% del total de la deuda) en ocasión de obtener las divisas que le permitieron cancelar la deuda con el FMI en el año 2006.

Antes de continuar se realizan dos aclaraciones que resultan pertinentes. Para evaluar la situación patrimonial del Estado se debería considerar tanto sus pasivos como activos (teniendo en consideración posibles diferencias de "calidad"). Por ejemplo, si al stock de deuda bruta se les resta la deuda de la cual es acreedor el gobierno nacional con las provincias se obtendría la deuda neta. Este tema será abordado más adelante cuando se analice la deuda pública consolidada entre Nación y Provincias.

Otra aclaración está referida al endeudamiento intra sector-público que ha ganado relevancia en los últimos años se trata de los pasivos intra sector público. Como se aprecia en la Tabla 1, el financiamiento del Banco Central (Adelantos Transitorios) y de organismos públicos (Letras del Tesoro) al Tesoro representan una fracción importante del endeudamiento. Si a esto se le suma los Títulos Públicos que posee la ANSES, se puede plantear que el endeudamiento "neto" del sector público es menor. Si bien esta forma de analizar el tema puede ser válida (no es lo mismo que el acreedor sea la ANSES que los acreedores privados), puede esconder problemas a futuro en el funcionamiento del sector público, como se plantea al final del informe (impuesto inflacionario, efecto desplazamiento de la inversión privada, etc). En consecuencia, en este informe se opta por presentar el endeudamiento en términos brutos, que además tiene la ventaja de hacer más comparables las cifras en el tiempo.

A continuación se analizan las variaciones en el endeudamiento con respecto a la situación existente a fines de 2008. La Tabla 2 muestra que el financiamiento de corto plazo ha ganado protagonismo, dado que su crecimiento en 2009 (expresado en pesos) fue del 38,7% (\$15.745 millones), mientras que expresado en dólares el aumento resultó del 26,0% (US\$ 3.064 millones). Tales variaciones surgen de considerar un tipo de cambio de 3.45 pesos por dólar a fines de 2008 y de \$3.80 a fines del año pasado. Dada su importancia, esta fuente de recursos será analizada con mayor detalle en la parte final del informe.

Tabla 2
Variación en la Deuda Pública Nacional
Composición por Instrumento y Moneda

	Expresada en Millones de US\$				Expresada en Millones de \$			
	2008	2009	Diferencia		2008	2009	Diferencia	
Corto Plazo	11.790	14.853	3.064	26,0%	40.698	56.443	15.745	38,7%
Letras del Tesoro	4.090	2.767	-1.323	-32,3%	14.118	10.515	-3.603	-25,5%
Pagarés del Tesoro	-	2.460	2.460		-	9.348	9.348	
Adelantos Transitorios del BCRA	7.700	9.626	1.926	25,0%	26.580	36.580	10.000	37,6%
Préstamos	42.215	37.682	-4.534	-10,7%	145.727	143.190	-2.537	-1,7%
Préstamos Garantizados	11.995	4.541	-7.454	-62,1%	41.408	17.257	-24.151	-58,3%
Bonos Garant. Prov. (BOGAR 2018 y 2020)	11.027	10.088	-938	-8,5%	38.064	38.335	271	0,7%
Banca Comercial	1.345	5.016	3.671	273,0%	4.643	19.060	14.418	310,6%
Organismos Internacionales	14.769	16.209	1.440	9,7%	50.984	61.594	10.610	20,8%
Organismos Oficiales	928	1.480	553	59,6%	3.202	5.625	2.422	75,6%
Otros Acreedores	2.152	347	-1.804	-83,9%	7.427	1.320	-6.107	-82,2%
Títulos Públicos y Letras	85.041	87.863	2.822	3,3%	293.562	333.881	40.320	13,7%
Boden	19.859	14.258	-5.601	-28,2%	68.553	54.182	-14.371	-21,0%
Bonar	7.208	20.098	12.890	178,8%	24.882	76.371	51.489	206,9%
Descuento	15.427	14.045	-1.383	-9,0%	53.255	53.369	114	0,2%
Par	16.265	15.257	-1.009	-6,2%	56.148	57.975	1.827	3,3%
Bocones	4.039	2.101	-1.938	-48,0%	13.944	7.984	-5.960	-42,7%
Cuasipar	12.281	12.331	49	0,4%	42.394	46.856	4.462	10,5%
Letra Intransferible 2016 - BCRA	9.530	9.530	-	0,0%	32.898	36.214	3.316	10,1%
Otros Bonos	431	245	-186	-43,2%	1.488	930	-558	-37,5%
Atrasos y Pago Diferido (Club de Paris y otros)	6.929	6.721	-208	-3,0%	23.919	25.539	1.620	6,8%
Total	145.975	147.119	1.144	0,8%	503.906	559.054	55.148	10,9%

Fuente: IERAL en base a MECON

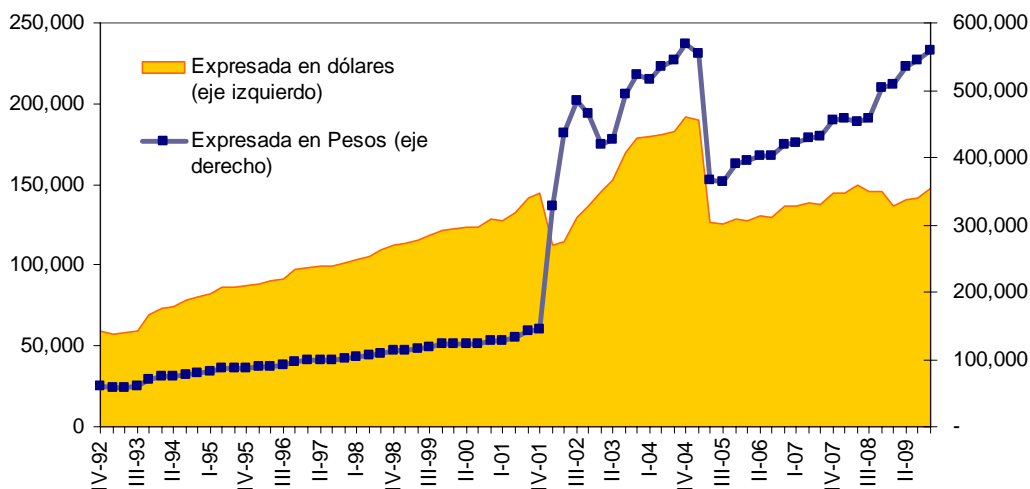
El Gráfico 1 muestra la evolución del total de la deuda nacional desde fines del año 1992, expresada tanto en moneda local como extranjera. Se aprecia un crecimiento constante hasta el año 2001 (en ambas monedas dada la existencia de un tipo de cambio fijo durante la convertibilidad).

A fines del año 2001 se declara la suspensión del pago de la deuda externa (Default) y la devaluación del peso en 2002 provocó un fuerte incremento de la deuda expresada en moneda local, a la vez que una reducción menor si se la mide en divisas (a fines del año 2001 el 96,8% de la deuda estaba constituida en moneda extranjera). Para resolver la crisis monetaria y bancaria que resultó de la pesificación asimétrica³, así como los mecanismos de liberación de los depósitos de los ahorristas, la cancelación de las cuasimonedas emitidas por gobiernos nacional y provinciales, el resarcimiento de la reducción del 13% a los salarios y haberes jubilatorios, el gobierno nacional decidió emitir nuevos instrumentos de deudas, denominados Bonos del Estado Nacional (BODEN). Además, se emitieron los Bonos Garantizados (BOGAR), por los cuales pasaron a manos nacionales las deudas de los estados provinciales contraídas previamente con entidades financieras. Para este título el gobierno nacional cuenta como garantía la afectación de hasta el 15% de los recursos coparticipados, transferidos automáticamente a las provincias involucradas en este canje de deuda. Como se observa en el mismo gráfico, tales disposiciones incrementaron el endeudamiento expresado en moneda extranjera, inclusive hasta niveles superiores a los

³ Mediante el Decreto N° 214/02, el 4 de febrero de 2002 se convirtió a pesos la deuda en moneda extranjera, a una paridad de \$ 1,4 por dólar, disponiéndose su actualización por medio de la creación de un ajustador de precios denominado Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), determinado en función del índice de precios al consumidor (IPC).

existentes en años previos al *default*, llegando a un máximo de US\$ 189.754 millones en el primer trimestre de 2005.

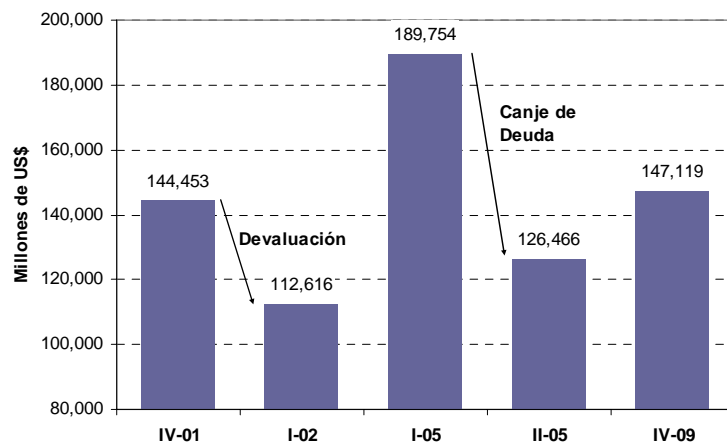
Gráfico 1
Evolución de la Deuda Pública Nacional desde 1992



Fuente: IERAL en base a MECON

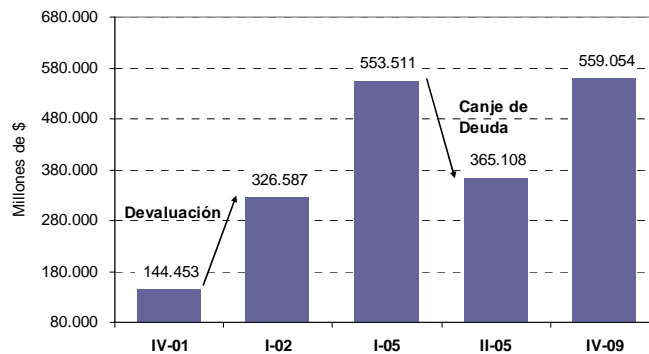
Un hito importante posterior sin dudas lo constituye el canje del año 2005 de la deuda defaulteada, que había permitido reducir la deuda a US\$ 126.466 millones en el segundo trimestre de 2005 (caída del 33,4%). A partir de ese momento, el pasivo muestra nuevamente una tendencia creciente, situación en principio atípica dado el resultado fiscal positivo que ha reportado el gobierno nacional en estos últimos años.

Gráfico 2
Evolución de la Deuda Pública Nacional Expresada en Moneda Extranjera



Fuente: IERAL en base a MECON

Gráfico 3
Evolución de la Deuda Pública Nacional
Expresada en Moneda Local



Fuente: IERAL en base a MECON

2.2. Causas de la variación en el endeudamiento

Para comprender la evolución del endeudamiento público hay que tener en cuenta que existen numerosos factores que tienen incidencia sobre el mismo. No sólo se modifica con el pago de amortizaciones y la emisión de nueva deuda, sino también como consecuencia de variables macroeconómicas como la inflación y el tipo de cambio.

$$\text{Deuda en período 1} = \text{Deuda en período 0} + \text{Emisión de deuda nueva} - \text{Amortización de deudas viejas} \pm \text{Otros factores (inflación, tipo de cambio)}$$

La Tabla 3 muestra los factores que explican los cambios en el nivel de endeudamiento en los últimos tres años. Puede observarse que entre fines de 2006 y fines de 2009 el stock de la deuda expresado en dólares se incrementó en US\$ 10.394 millones. El nuevo endeudamiento, neto de amortizaciones, explica gran parte de esta cifra (US\$ 8.236 millones), siendo los Adelantos Transitorios del BCRA el principal componente (US\$ 5.240 millones).

Tabla 3
Factores explicativos de la variación de la deuda
En millones de US\$

	2007	2008	2009	2007-09
Stock de Deuda al Inicio	136.725	144.729	145.975	136.725
Variaciones	2.494	2.399	3.343	8.236
Adelantos Transitorios del BCRA	980	1.675	2.586	5.240
Letras del Tesoro	702	2.550	-1.058	2.193
Multilaterales	-225	-422	1.260	612
Colocaciones de bocones y Boden al SF	1.104	769	404	2.276
Otros	-66	-2.172	152	-2.086
Ajustes de valuación	5.431	-1.190	-2.183	2.058
Tipo de Cambio	-237	-6.793	-5.987	-13.018
Incremento de la deuda por el CER	4.580	4.476	2.738	11.795
Capitalización	1.088	1.127	1.066	3.281
Atrasos de interés del período	78	37	-15	100
Stock de Deuda al Final	144.729	145.975	147.119	147.119
Tipo de Cambio	3,15	3,45	3,80	

Fuente: MECON

Otro factor importante para explicar los cambios en el nivel de endeudamiento son los ajustes de valuación. La suba del tipo de cambio reduce la deuda en pesos expresada en dólares. Este efecto provocó para el periodo considerado una reducción de US\$ 13.018 millones, factor importante como consecuencia de que luego del canje de 2005 una parte importante de la deuda está nominada en moneda local (más adelante se analiza con más detalle la composición por moneda). No obstante, como una parte importante de la deuda en pesos ajusta su capital por CER, la elevada inflación implicó un aumento en la deuda de US\$ 11.795 millones mediante este ajuste en los últimos tres años, neutralizando en gran medida el efecto que produjo la variación del tipo de cambio. Las modificaciones en el stock de deuda se completan con los incrementos que son consecuencia de la capitalización de intereses de algunos títulos y por la acumulación de intereses no pagados al Club de París y a Organismos Bilaterales, que explican en conjunto otros U\$S 3.381 millones.

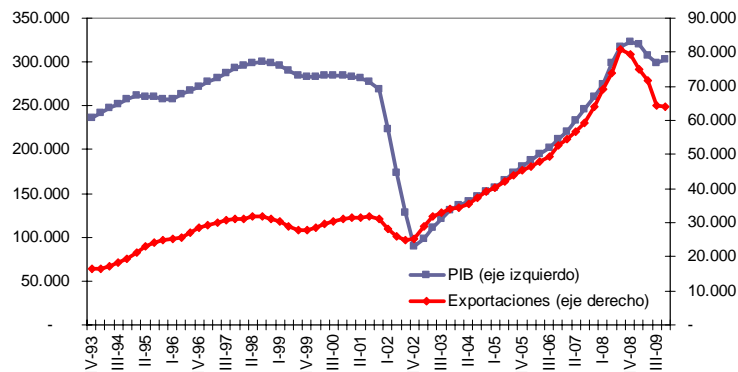
2.3. Aspectos favorables respecto a la evolución del endeudamiento

Para evaluar la situación de la deuda pública y determinar si presenta niveles y características sustentables se deben analizar ciertos indicadores que son abordados en esta sección del informe. Se considera la relación entre el nivel de deuda y variables macros relevantes (producción, exportaciones, reservas), composición por moneda y el plazo de los vencimientos. Otro aspecto relevante lo constituye la carga que representan los servicios de deuda y será considerado en una sección posterior.

2.3.1. Relación con Variables Macro

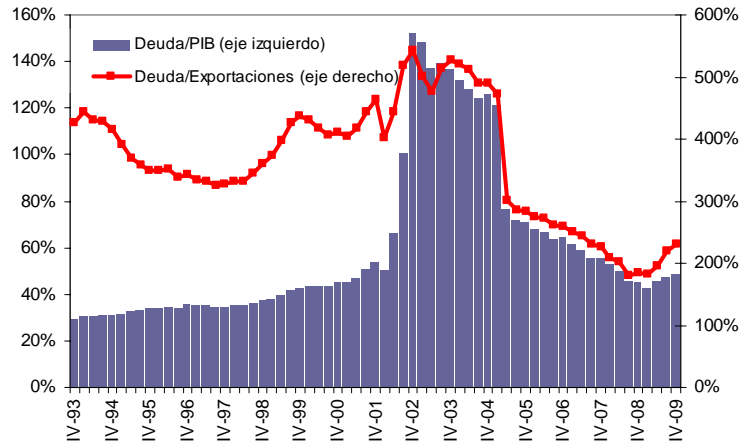
La comparación con variables macro es relevante porque el incremento de la deuda no es problemático si se da a la par de un crecimiento en la capacidad de pago de un país. El Gráfico 4 muestra la evolución del PIB y las exportaciones expresadas en dólares y el Gráfico 5 muestra la evolución del ratio entre la deuda pública nacional y las variables mencionadas previamente. Resulta evidente el cambio de nivel en estos ratios que se produce con la devaluación de 2002, dado que buena parte de la deuda estaba expresada en moneda extranjera y el PIB traducido a dólares se desplomó con la devaluación. Luego del canje de 2005, las series muestran una evolución similar como consecuencia de la estabilidad en la relación entre las exportaciones y el PIB. La gran mejora en los precios de los bienes de exportación en los últimos años ha hecho que el indicador relacionado muestre un mejor desempeño.

Gráfico 4
Evolución del PIB y las Exportaciones
En Millones de dólares



Fuente: IERAL en base a MECON

Gráfico 5
Relación entre la Deuda Pública Nacional, el PIB y las Exportaciones

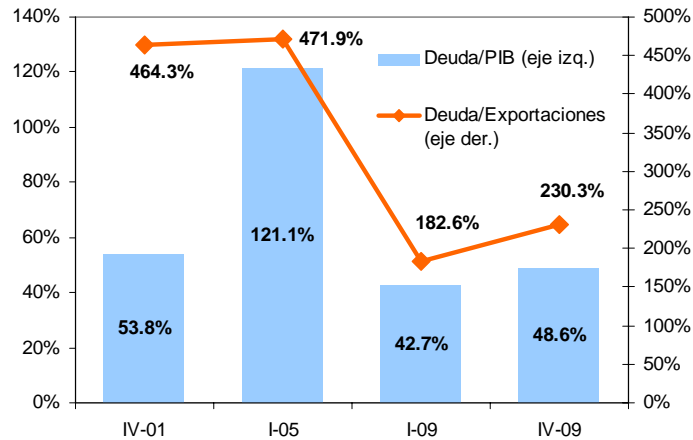


Fuente: IERAL en base a MECON

El ratio deuda-PIB pasó de 53,8% a fines de 2001 a 152,2% al concluir el 2002, y a 121,1% a comienzos de 2005. Tras el canje de deuda la relación pasa a 76,9% en el segundo trimestre de 2005, tras lo cual comienza un período de continua reducción, hasta llegar a un mínimo del 42,7% en el I trimestre de 2008. El fuerte crecimiento económico, el superávit primario y la estabilidad del tipo de cambio explican esta trayectoria. Desde entonces muestra nuevamente una tendencia creciente, y alcanza el 48,6% del PIB en el IV trimestre de 2009.

La relación Deuda / Exportaciones también alcanzó un mínimo en el I trimestre de 2009 (183%), para luego comenzar a crecer hasta llegar al 230% al final del 2009 (además del aumento del pasivo influyó la caída de exportaciones por la crisis internacional).

Gráfico 6
Relación entre la Deuda Pública Nacional, el PIB y las Exportaciones

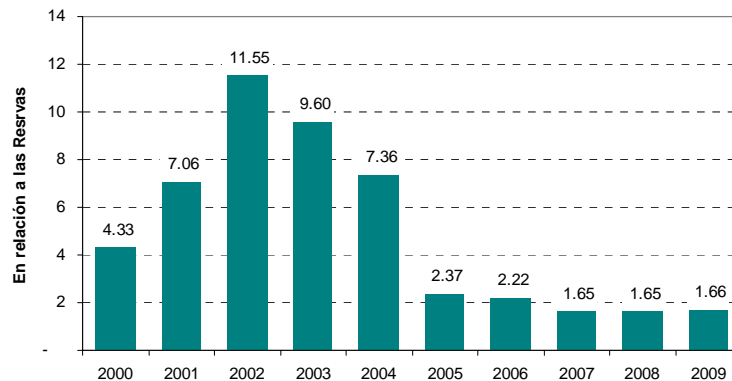


Fuente: IERAL en base a MECON

Otra comparación relevante es entre la deuda pública nacional en moneda extranjera y las reservas. En el siguiente gráfico se aprecia que desde 2007 se ha estabilizado en torno al valor de 1,66, luego de que el stock de deuda haya sido más de 11 veces mayor a las

reservas durante el año 2002. La estrategia de acumular reservas y una menor exposición al endeudamiento en moneda extranjera explican tales cambios.

Gráfico 7
Deuda en Moneda Extranjera

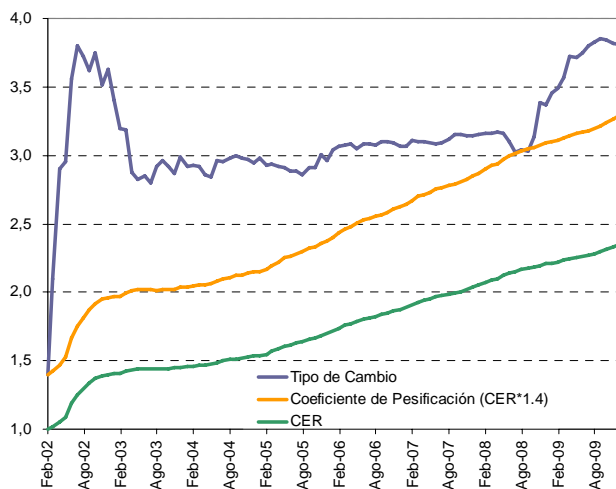


Fuente: MECON.

2.3.2. Composición por Moneda

El análisis de la composición por moneda es otra variable clave en el análisis del endeudamiento ya que si una parte importante de la misma esta expresada en moneda extranjera, alteraciones importantes en el tipo de cambio pueden conducir a un país a una situación de insolvencia. Los cambios que se dan en la composición de la deuda a través del tiempo responden tanto a las decisiones sobre las monedas en que se constituye el nuevo endeudamiento como a los cambios en la paridad entre las diferentes monedas. El Gráfico 8 muestra la evolución del dólar, CER y coeficiente de pesificación empleado para ajustar parte de la deuda a partir de 2002 (cifras oficiales). Se destaca la convergencia que se dio en 2008 entre la cotización del dólar y el coeficiente de pesificación (CER*1,4), aunque luego el primero volvió a tomar ventaja sobre el segundo.

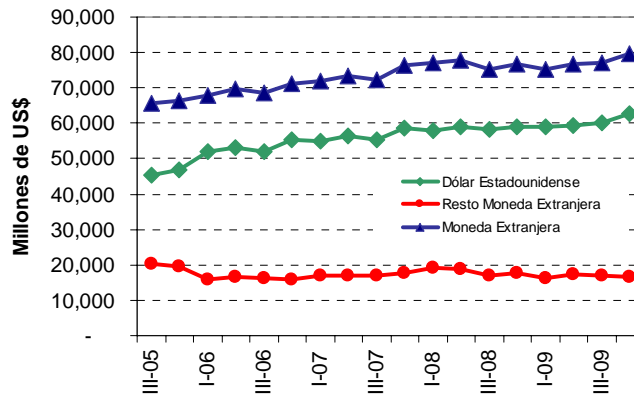
Gráfico 8
Evolución del Tipo de Cambio y del CER



Fuente: IERAL en base a MECON

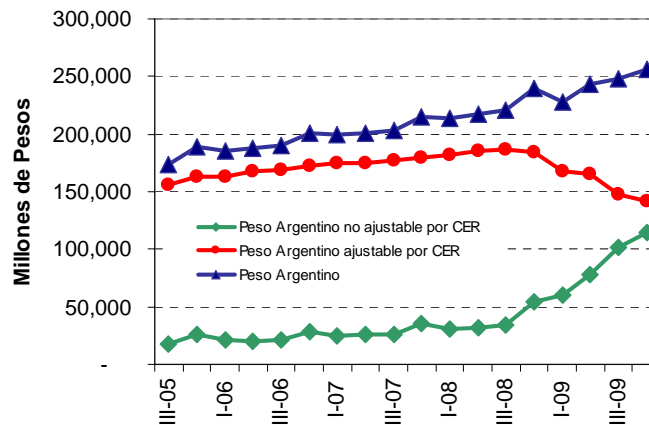
Los Gráficos 9 y 10 permiten observar la evolución del nivel de endeudamiento por moneda (la deuda en moneda extranjera se expresa en dólares). Se aprecia que en los últimos 5 años el endeudamiento en divisas fue creciente, explicado por un incremento de la deuda en dólares. Por su parte, el endeudamiento en pesos muestra un cambio de composición a partir de la segunda mitad de 2008, en que se sustituye deuda que ajusta por CER con deuda que carece de este mecanismo de indexación.

Gráfico 9
Evolución de la Deuda Pública Nacional en Moneda Extranjera



Fuente: IERAL en base a MECON

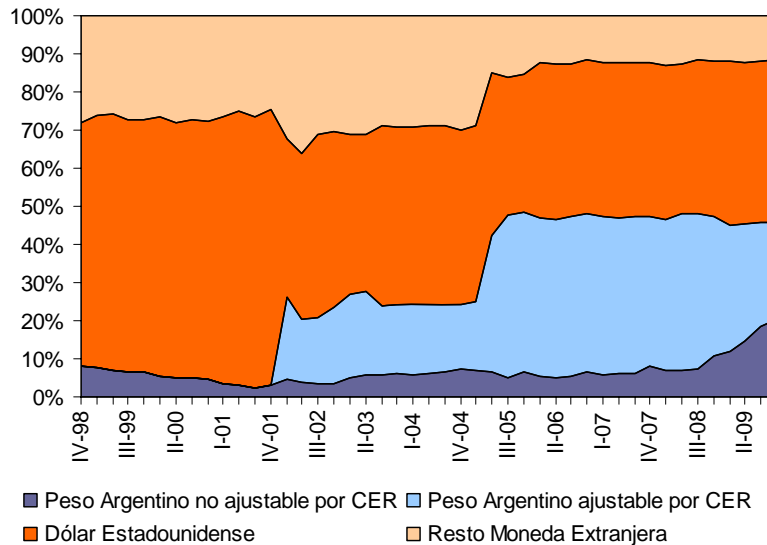
Gráfico 10
Evolución de la Deuda Pública Nacional en Moneda Local



Fuente: IERAL en base a MECON

El Gráfico 11 muestra que la proporción de la deuda en pesos se elevó de menos de 3,2% en 2001 a un 23,6% a fines de 2002, proceso en gran parte explicado por la pesificación impuesta. Luego de la reestructuración de 2005, la deuda en moneda nacional pasó a conformar un poco más del 45% del total, proporción que se ha mantenido desde entonces (en 2009 la deuda en pesos consiste en 45.9% del total).

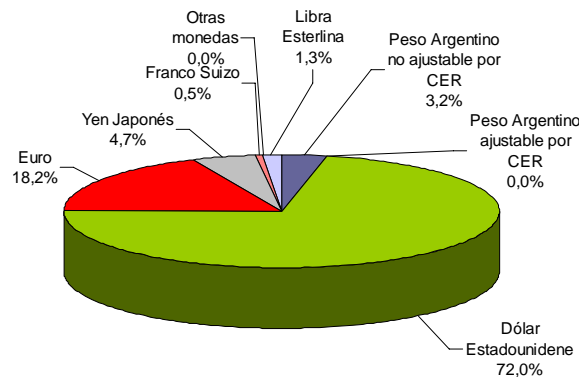
Gráfico 11
Evolución de la composición de la Deuda Pública Nacional por Moneda



Fuente: IERAL en base a MECON

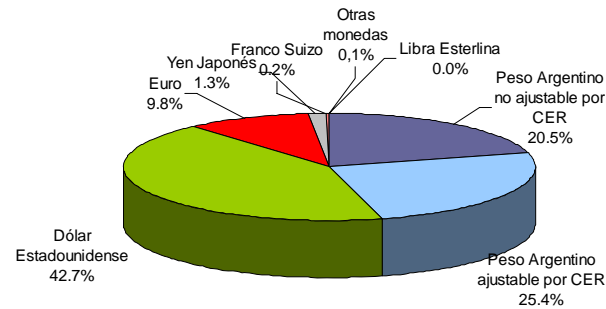
Dentro de la deuda en pesos se encuentran los bonos ajustables por CER que merecen un tratamiento especial. Respecto a este endeudamiento, si bien es en moneda local, debe advertirse que su evolución puede resultar similar a la deuda en moneda extranjera si, por ejemplo, una devaluación se termina trasladando a precios de manera proporcional. Luego del canje de 2005 la deuda con CER llegó a participar en torno al 42% del total. La aceleración de la inflación que se da desde 2007 llevó a las autoridades a reducir la participación de este tipo de endeudamiento y, es generalizadamente aceptado, a manipular los índices de inflación, en este último caso para reducir el incremento “endógeno” de la deuda que se da por el ajuste por CER. Así, la deuda con CER pasó de constituir el 40,9% en el tercer trimestre de 2008 al 25,4% a fines de 2009.

Gráfico 12
Composición de la Deuda Pública Nacional por Moneda Año 2001



Fuente: IERAL en base a MECON

Gráfico 13
Composición de la Deuda Pública Nacional por Moneda
Año 2009



Fuente: IERAL en base a MECON

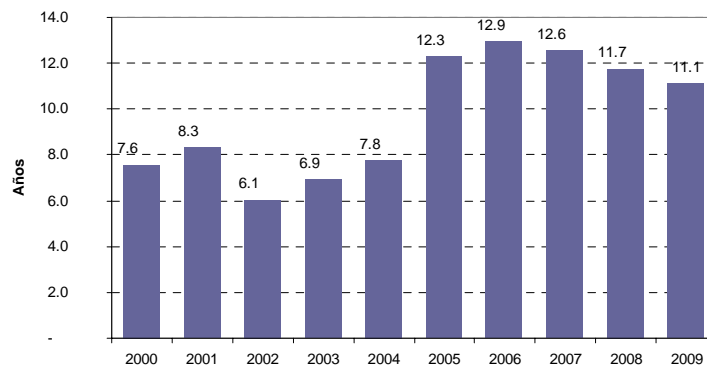
Como contracara de la pesificación de la deuda, los activos en dólares y otras divisas perdieron importancia relativa, pasando de representar casi la totalidad de la deuda en el 2001, a un 54% en 2009. Dentro de este tipo de deuda, la mayor parte está expresada en dólares (72% en 2001 y 80% en 2009), seguida por los activos en euros (18% en ambos años) y en yenes (4,7% en 2001 y 2,4% en 2009).

En resumen, los cambios en la composición de la deuda a favor de la moneda local implican una menor vulnerabilidad externa. Pero debe tenerse presente que gran parte de la misma apareja el inconveniente de la exposición a la tasa de inflación interna. Y esto no es una cuestión menor ante un proceso inflacionario que todavía no ha sido controlado.

2.3.3. Concentración de las amortizaciones de los servicios de deudas

El grado de concentración de los vencimientos de la deuda en el corto plazo es otro indicador que debe seguirse para determinar si pueden surgir problemas con los cumplimientos en el sector público. Una medida usual para evaluar este factor es la vida promedio de la deuda, que se expone en el Gráfico 14. Se destaca que luego del canje de 2005 se produjo un alargamiento de los plazos de la deuda, aumentando la vida promedio de 7,8 años en 2004 a 12,3 en 2005, y a 12,9 en 2006. A partir de allí, la colocación de nueva deuda a corto plazo ha hecho disminuir la vida promedio, llegando a 11,1 años a fines de 2009.

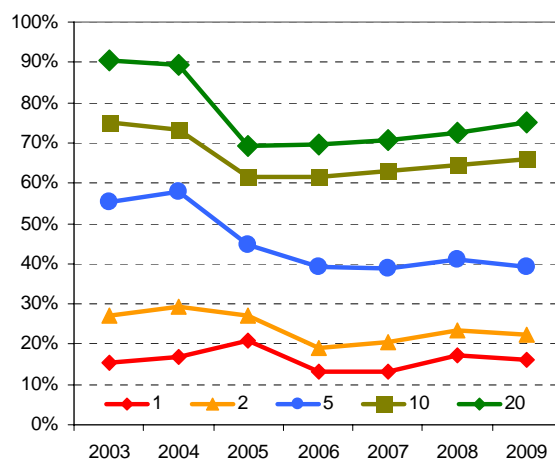
Gráfico 14
Vida Promedio de la Deuda Bruta



Fuente: MECON

El porcentaje de las amortizaciones que vencen en los años subsiguientes permite un análisis más detallado. En el Gráfico 15 se aprecia que el canje produjo una disminución de la proporción de la deuda con vencimiento a 20 años o menos, la cual conformaba un 90% del total en 2003 y 2004, pasando a un 70% del total en 2005. Dentro de ésta, un comportamiento similar tiene la proporción de deuda que vence a 10 años o menos, que pasó de cerca de 75% en 2003 a aproximadamente 60% en 2005. Sin embargo, a partir de dicho año ha aumentado la participación de los activos que vencen en los 20 años subsiguientes.

Gráfico 15
Concentración de las Amortizaciones



Fuente: IERAL en base a MECON

Observando la deuda a más corto plazo se aprecia que representa una proporción considerable de las amortizaciones. Desde 2005 los vencimientos que se concentran en los próximos 5 años promediaron un 40,6% (39,3% en 2009) y los que vencen en los 2 años promediaron un 22,4% (22,2% en 2009).

2.4. Aspectos particulares relacionados con el nivel y evolución de la deuda

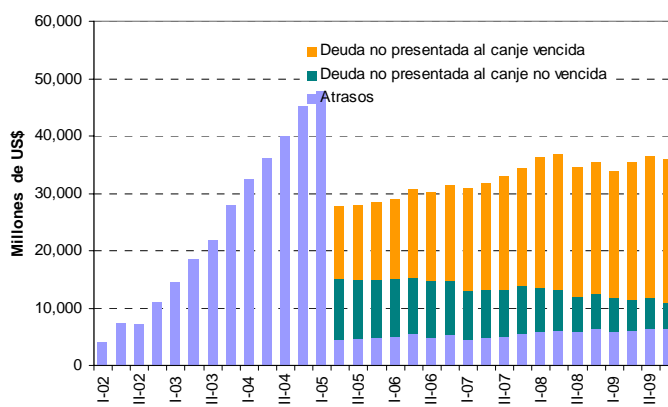
Si bien algunos de los indicadores antes analizados muestran una mejoría en los indicadores sobre endeudamiento de Argentina entre 2002 y comienzos de 2009, debe señalarse que esa situación se viene revirtiendo desde el II trimestre de 2009, cuando la relación Deuda / PIB comenzó nuevamente a subir. Además, existen otros inconvenientes que acarrearán mayores costos al fisco y a la economía en su conjunto. En particular, se debe señalar que el país aún no cuenta con acceso al mercado voluntario de crédito a tasas razonables.

Para comprender dicha problemática se analizan a continuación algunos temas pendientes como lo son el tratamiento de la deuda en situación de pago irregular (Holdouts y Club de Paris) y la manipulación del CER desde el año 2007 por parte del INDEC, en este último caso constituyendo un símil de *default parcial* sobre la deuda emitida bajo este mecanismo de indexación. También se incluye al cupón PIB, que si bien no se clasifica como deuda (es un pasivo contingente) sí ha significado erogaciones significativas al fisco en los años previos.

2.4.1. Atrasos y Holdouts

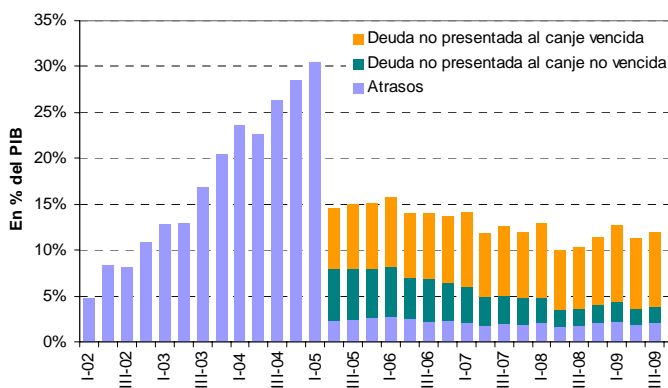
Dentro de la deuda en situación de pago regular hay que distinguir la reconocida, que incluye a fines de 2009 atrasos y pagos diferidos por US\$ 6.245 millones (1,9% del PIB), dentro de las cuales se destaca la deuda con el Club de París.⁴ También hay que considerar la deuda que no es reconocida oficialmente, que está en manos de los acreedores que no ingresaron al canje de 2005 (holdouts)⁵. Este último monto a fines del año 2009 ascendía a aproximadamente US\$ 29.808 millones (9,1% del PIB), correspondiendo US\$ 20.108 millones a amortizaciones (vencidas y no vencidas) y US\$ 9.700 millones a intereses vencidos (ver detalles en Tabla 4). Los Gráficos 16 y 17 muestran las variables mencionadas en dólares y como porcentaje del PIB.

Gráfico 16
Deuda con Atraso y en poder de Holdouts



Fuente: MECON

Gráfico 17
Deuda con Atraso y en poder de Holdouts



Fuente: MECON

⁴ Este club fue creado en 1956 como un mecanismo de convocatoria informal por parte de acreedores oficiales de países endeudados para renegociar en forma coordinada y conjunta las deudas externas de los países deudores con dificultades de pago.

⁵ En el Prospecto presentado para el canje de 2005, el apartado denominado "Risk Factors" o factores de riesgo, expresa como primer factor de riesgo que aquellos títulos elegibles para el canje que no se presenten, podrán permanecer impagos de manera indefinida.

Tabla 4
Deuda con Atraso y en poder de Holdouts al 31/12/09

	Capital	Interés	Total
Holdouts	20.108	9.700	29.808
No Vencido	4.762		4.762
Vencido	15.346	9.700	25.046
Atrasos	5.153	1.092	6.245
Organismos Oficiales	4.394	905	5.298
Banca Comercial	645	164	808
Otros	115	24	139

Fuente: MECON

Si bien la deuda con los Holdouts no está siendo reconocida, con la finalidad de acceder al mercado voluntario del crédito a tasas razonables, el gobierno ha anunciado la reapertura del canje de deuda pública en condición de default. Los efectos probables de la materialización del canje se expondrán más adelante en este informe.

2.4.2. Efectos de la manipulación del CER

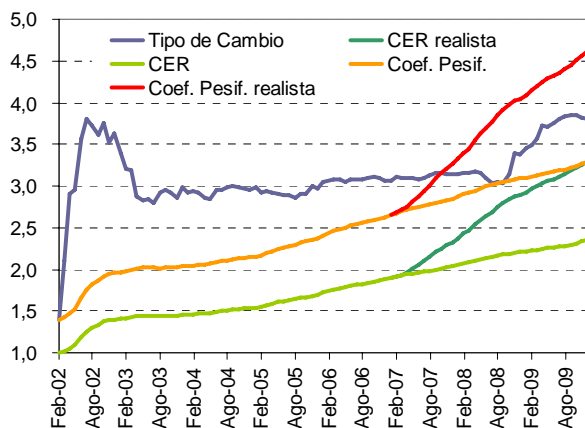
Desde comienzo del año 2007 las mediciones de inflación que elabora el INDEC están siendo cuestionadas y difieren marcadamente de las elaboradas por provincias que emplean una metodología independiente y por consultoras privadas. El gráfico siguiente muestra la evolución del CER elaborado en base a la inflación estimada por el INDEC y el CER que surge de emplear una estimación más realista de la inflación. Para esta tarea se adopta el IPC elaborado por Buenos Aires City. A fines de 2009 la brecha acumulada entre ambas mediciones era del 41,7%.

Tabla 5
Inflación Oficial y Realista

	2007	2008	2009
IPC-INDEC	8,5%	7,2%	7,7%
IPC-BA City	25,7%	23,0%	14,8%
Diferencia	17,2%	15,8%	7,1%

Fuente: IERAL en base a MECON e IPC Buenos Aires City

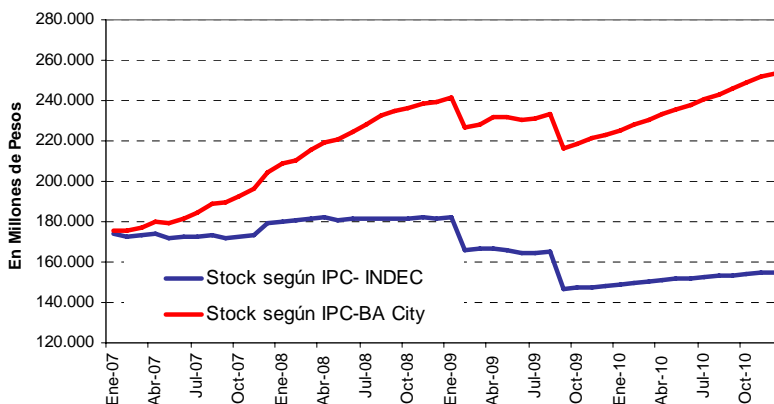
Gráfico 18
Evolución del Tipo de Cambio y la Inflación



Fuente: IERAL en base a MECON e IPC Buenos Aires City.

Empleando un CER más realista se puede obtener la evolución que hubiese tenido la deuda pública nacional que ajusta por CER. También se simula la situación probable para 2010 en donde se estima una inflación realista del 20,8% y una reportada por el INDEC del 10,3%. El Gráfico 19 muestra la evolución del stock de deuda que ajusta por CER en uno y otro caso.

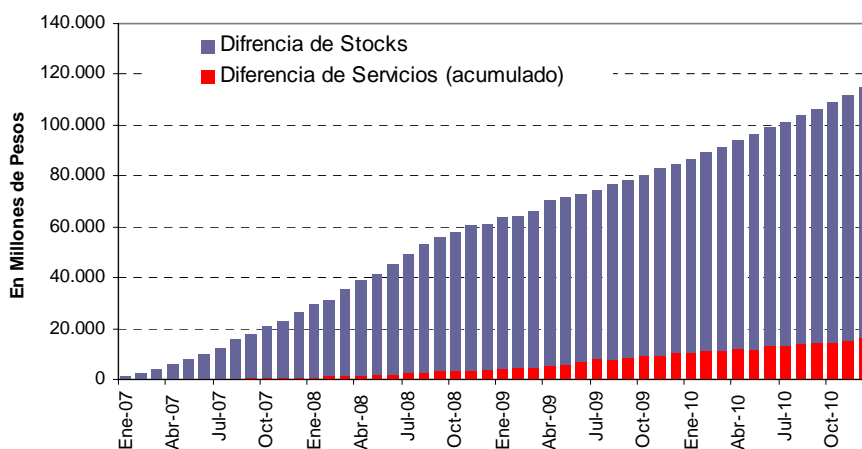
Gráfico 19
Evolución de la Deuda que ajusta por CER



Fuente: IERAL en base a MECON e IPC Buenos Aires City

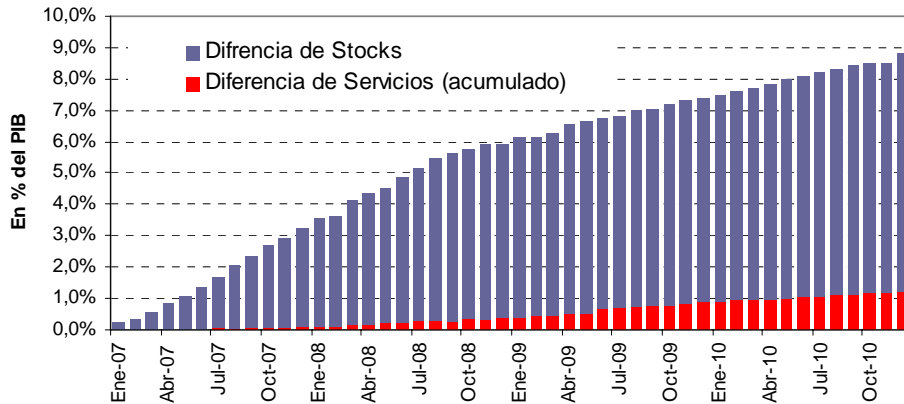
Para analizar el impacto fiscal no solo se debe considerar el menor saldo vigente sino incluir también los servicios ahorrados en el pasado. Los Gráficos 20 y 21 muestran esta evolución en términos nominales y en porcentaje del PIB, incluyendo una estimación para 2010.

Gráfico 20
Ahorro acumulado por manipulación del CER



Fuente: IERAL

Gráfico 21
Ahorro acumulado por manipulación del CER



Fuente: IERAL

La manipulación del CER ha provocado que la deuda que ajusta por dicho coeficiente resulte inferior en \$75.330 millones en 2009 a lo que hubiese ocurrido sin manipulación. Si a esto se le suman los servicios ahorrados por \$10.665 millones se tiene que el ahorro total hasta 2009 ha sido de \$85.995, equivalentes a un 8,9% del PIB.

Tabla 6
Efectos del CER
Según IPC Buenos Aires City
Millones de Pesos

	Diferencia de Stocks	Servicios Ahorrados	Total
2007	28.414	872	29.286
2008	31.395	3.327	34.722
2009	15.522	6.465	21.987
2010	25.821	6.225	32.046
Total 07-09	75.330	10.665	85.995

Fuente: IERAL

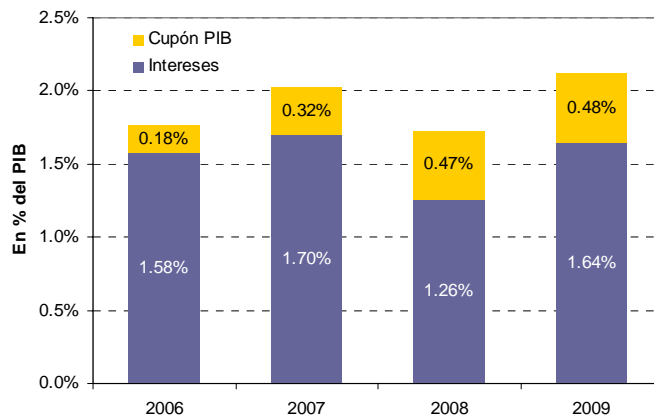
El costo para la economía del país de este menor stock de deuda y servicios pagados no ha sido gratuito, sino que a sus efectos hay que buscarlos en términos de mayor riesgo país, ausencia de crédito, expectativas inflacionarias, mayor desconfianza y desincentivo para la inversión, especialmente la externa.

2.4.3. El Cupón PIB

El cupón PIB es un instrumento de deuda que se entregó a los acreedores que aceptaron el canje de 2005 y que reporta una renta sólo en el caso de que la economía argentina crezca por encima de determinada tasa (entre otros requisitos). Las condiciones de pago establecidas indican que Argentina paga los cupones a partir del año 2005 y hasta 2034, o en el año en el que se alcance el límite máximo fijado. El pago de dichos cupones, respecto de cualquier año de referencia, se debe efectuar únicamente si se cumplen simultáneamente las tres condiciones siguientes: 1) Para el año de referencia, el PBI real efectivo debe superar el PBI real del caso base; 2) Para el año de referencia, el crecimiento anual del PBI real efectivo debe superar la tasa de crecimiento indicada para ese año en el caso base; y 3) El total de los pagos efectuados sobre un valor negociable vinculado al PBI no debe superar el límite máximo de pago para ese valor negociable vinculado al PBI.

En el año 2009 se pagaron \$ 24.416 millones de intereses, en donde la ejecución presupuestaria del gobierno nacional incluye el pago realizado en diciembre por \$ 5.530 millones en concepto del cupón atado al PIB, devengado según el crecimiento económico del año 2008. El Gráfico 22 muestra la relación entre los servicios de la deuda erogados por el sector público nacional y el cupón PIB. En 2009 el monto erogado fue equivalente a un 22,6% de los intereses pagados por el gobierno nacional ese año (0,48% del PIB).

Gráfico 22
Importancia del Cupón PIB



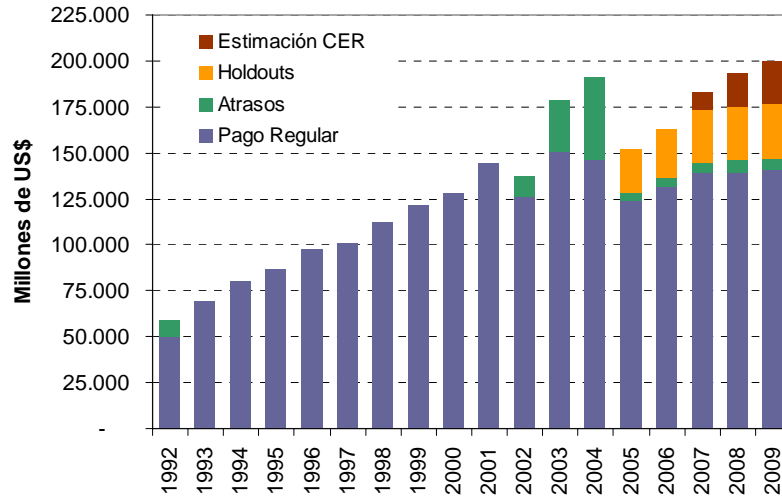
Fuente: IERAL en base a MECON

La recesión global no permitió alcanzar la meta de crecimiento planteada durante 2009 para que el instrumento analizado tenga que realizar un pago en diciembre de 2010. Si este año Argentina crece más del 3,26% se deberá abonar el cupón en 2011. El hecho de que el cupón PIB pague en función del crecimiento acumulado hace que las erogaciones puedan resultar crecientes en el tiempo.

2.4.4. El Nivel de Deuda Pública incluyendo aspectos particulares

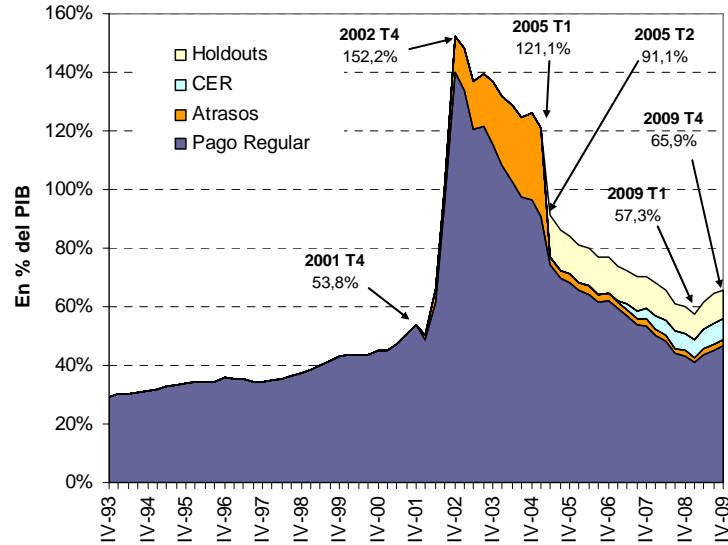
Para finalizar esta sección, a la deuda reconocida descripta al comienzo de este informe (incluye deuda en situación de pago regular) se agrega el mayor stock que se hubiese producido con un CER realista, y la deuda en manos de los *holdouts*. Si bien en este último caso es esperable una reestructuración que incluya una quita importante, este hecho no afecta los cambios de tendencia, que es lo que se desea evaluar para analizar si se está efectivamente ante un proceso de desendeudamiento.

Gráfico 23
Deuda Pública Nacional



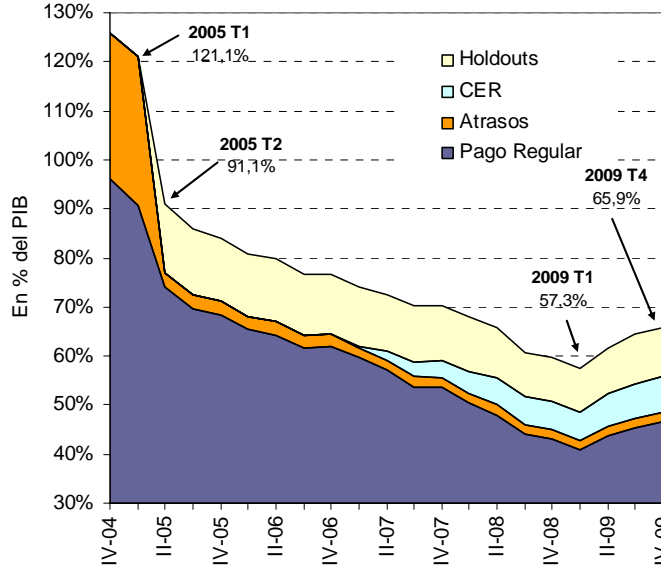
Fuente: IERAL en base a MECON

Gráfico 24.a
Deuda Bruta Nacional + Holdouts + Efecto CER real



Fuente: IERAL

Gráfico 24.b
Deuda Bruta Nacional + Holdouts + Efecto CER real



Fuente: IERAL

La Tabla 7 resume la evolución del nivel de la deuda pública post-canje. Si a la deuda reconocida descripta al comienzo se agrega el mayor stock que se hubiese producido con un CER más realista y la deuda en manos de los *holdouts*, se apreciaría que existió un proceso de desendeudamiento entre fin de del año 2002 y comienzos de 2009, reduciéndose el total de la deuda en relación al PIB en 94,9 puntos porcentuales (no se esta considerando la probable quita a los *holdouts*). En cambio, en los últimos tres trimestres de 2009 la deuda total debió crecer en 8,5 puntos porcentuales. El proceso de “endeudamiento” observado implícitamente desde 2008, en esta visión “corregida”, se explicaría por la mayor inflación, pero también por el paulatino deterioro de la situación fiscal, que cada vez genera menor superávit respecto a la masa de vencimientos a afrontar anualmente.

Tabla 7
Desendeudamiento considerando aspectos particulares
En términos del PIB

	IV-01	IV-02	I-05	II-05	I-09	IV-09
Reconocida	53,8%	152,2%	121,1%	76,9%	42,7%	48,6%
Pago Regular	53,8%	140,1%	90,6%	74,2%	40,8%	46,5%
Atrasos	0,0%	12,1%	30,5%	2,7%	1,9%	2,1%
Holdouts	0,0%	0,0%	0,0%	14,2%	8,7%	9,8%
CER	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,9%	7,5%
Total	53,8%	152,2%	121,1%	91,1%	57,3%	65,9%

Fuente: IERAL

2.5. Efectos del probable canje con los Holdout

En esta sección se analiza los efectos sobre el nivel de deuda pública nacional que podría traer aparejada la oferta de canje que presentará el gobierno a los Holdouts, probablemente a comienzos de abril. Por limitaciones legales la información oficial no presenta detalles de la operación. Se ha informado oficialmente que la propuesta ha sido aprobada por la *Security and Exchange Commission* (SEC) de los Estados Unidos y debe completarse el mismo trámite en las bolsas de Italia, Luxemburgo y Tokio.

Ya se ha mencionado que el total de la deuda involucrada asciende a la cifra de US\$ 20.108 millones. Se menciona que la propuesta constará de dos tramos, uno para grandes inversores (tendrían en su poder el 50% de los bonos) y otro para los bonistas individuales (en su mayoría, ahorristas de Alemania, Italia y Japón). Para estos últimos se mantendría abierto el plazo 60 días más. En base a esta situación se plantea desde el gobierno que la operación tiene un piso del 50% y resultaría exitosa de alcanzar el 75%.

El nuevo canje no debe resultar más beneficioso para los acreedores que el realizado en 2005 ya que esto abriría la posibilidad a juicios. Los nuevos bonos serían el Descuento en dólares y euros utilizados en el canje de 2005. También se menciona la posibilidad de incluir al bono Par entre las opciones. La Tabla siguiente muestra las características de estos bonos. Otro reclamo de los acreedores es que también se reconozcan los pagos devengados del cupón PBI que como se ha mostrado en una sección previa han sido importantes.

Tabla 8
Características del Bono Discount y Par

	<i>Discount</i>	<i>Par</i>
Quita	66,3%	Ninguno
<i>Maturity</i>	30 años	35 años
Periodo de gracia del capital	20 años	25 años
<i>Duration</i>	20,25 años	30,25 años
Amortización	Pagos semi-anauales iguales durante los 10 últimos años (30 de Junio y 31 de Diciembre)	Pagos semi-anauales iguales durante los 10 últimos años (31 de Marzo y 30 de Septiembre)
Tasa de interés en US\$	8,28% (fija)	3,46% (promedio)
Pagos de intereses	Años 1 a 5: 3,97% Años 6 a 10: 5,77% Años 11 a 30: 8,28%	Años 1 a 5: 1,33% Años 6 a 15: 2,50% Años 16 a 25: 3,75% Años 26 a 35: 5,25%
Capitalización de intereses	Años 1 a 5: 4,31% Años 6 a 10: 2,51% Años 11 a 30: 0,00%	Sin capitalización
Fecha de pago de intereses	Dos veces al año (30 de Junio y 31 de Diciembre)	Dos veces al año (31 de Marzo y 30 de Septiembre)

Fuente: IERAL en base a MECON

Si bien la quita sobre el valor nominal difiere, el conjunto de las condiciones (plazo, tasa) hacían que en 2005 ambos bonos resultasen equivalentes a valores de mercado. Otro punto a recordar es que estos bonos tuvieron fecha emisión el 31 de diciembre de 2003 y empezaron a devengar intereses a partir de dicho momento, para hacer más atractiva la oferta.

A continuación se procede a simular la situación en donde el total de los acreedores aceptan canjear su deuda por un bono descuento. Como detalla la Tabla previa la aplicación de un descuento del 66,3% sobre este saldo reduciría la deuda a US\$ 6.777 millones. Vale advertir, por un lado, que la propuesta oficial no reconoce los intereses vencidos de la vieja deuda. Pero por otro lado que los bonos descuento desde su emisión han ido capitalizando

parta de los intereses que devengaron. Si se reconoce este hecho el saldo actual del bono se incrementa en US\$ 1.680 millones⁶. Otra cuestión a resolver son los intereses pagados por el bono Descuento hasta este momento. La cifra acumulada es de US\$ 1930 millones (sin capitalizar). Se ha mencionado que en caso de reconocer estos pagos el gobierno entregaría un nuevo bono de corto plazo. Sumando los conceptos mencionados los acreedores recibirían a cambio de la vieja deuda nuevos bonos con un valor nominal de US\$ 10.387 millones, esto es 51,7 dólares por cada 100 entregados.

Tabla 9
Resultados del Canje con los Holdouts - Bono Descuento
Escenario con 100% de aceptación

	Mill. de US\$	%
Total Holdout	20.108	100,0%
No Vencida	4.762	23,7%
Vencida	15.346	76,3%
Aceptación	20.108	100,00%
Valor con Quita (a)	6.777	66,30%
Actualización 2003-2009	3.610	18,0%
Más Intereses Capitalizados (b)	1.680	8,4%
Más Intereses no Pagados (c)	1.930	9,6%
Nueva Deuda Reconocida	10.387	51,7%
Descuento (a+b)	8.457	42,1%
Nuevo Bono (c)	1.930	9,6%
Deuda no ingresada al Canje	-	0,0%

Fuente: IERAL

Es probable que una fracción de los acreedores prefiera seguir con la vía judicial y renuncien a ingresar al canje. Los resultado de una aceptación del 75% son expuestos en la Tabla 10. Se puede observar que la deuda reconocida se incrementaría en US\$ 7.790 millones y quedarían pendientes US\$ 5.057 millones.

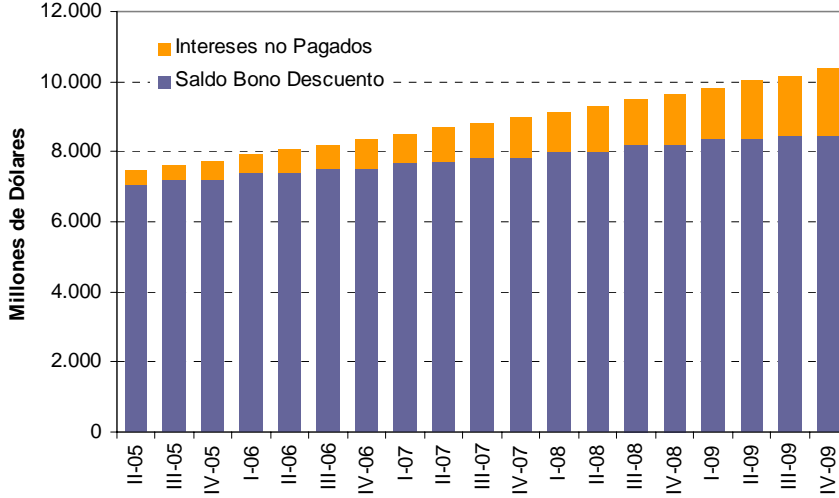
Tabla 10
Resultados del Canje con los Holdouts - Bono Descuento
Escenario con 75% de aceptación

	Mill. de US\$	%
Total Holdout	20.108	100,0%
No Vencida	4.762	23,7%
Vencida	15.346	76,3%
Aceptación	15.081	75,00%
Valor con Quita (a)	5.082	25,3%
Actualización 2003-2009	2.708	13,5%
Más Intereses Capitalizados (b)	1.260	6,3%
Más Intereses no Pagados (c)	1.448	7,2%
Nueva Deuda Reconocida	7.790	38,7%
Descuento (a+b)	6.343	31,5%
Nuevo Bono (c)	1.448	7,2%
Deuda no ingresada al Canje	5.027	25,0%

Fuente: IERAL

⁶ Una posible variante es reconocer los intereses devengados solo a partir de 2005.

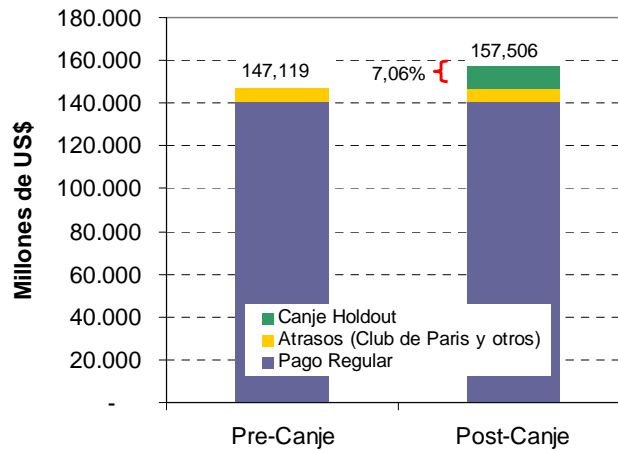
Gráfico 25
Simulación del canje de los Holdouts



Fuente: IERAL

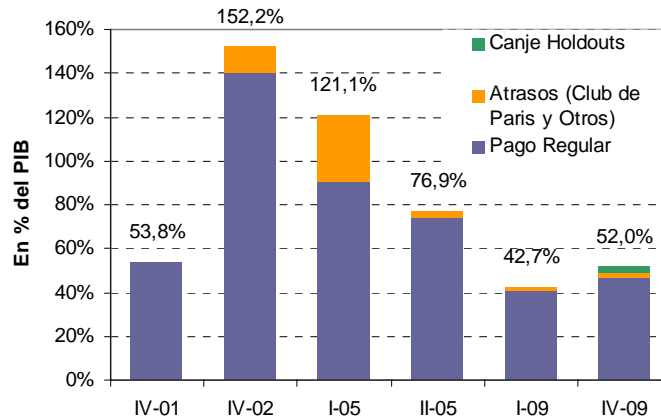
Para concluir, se muestra en el Gráfico 26 el crecimiento que tendría el stock de deuda reconocida como consecuencia de una aceptación del 100% por parte de los Holdouts. Al stock existente a fines de 2009 de US\$ 147,119 millones (48,6% del PIB) se le añade los US\$ 10.387 previamente calculados obteniéndose un nuevo total de US\$ 157.506 millones (52,0% del PIB), implicando un crecimiento de 7,06% en el total de la deuda (3,4% del PIB). También se expone en el Gráfico 27 la evolución de la deuda reconocida para periodos seleccionados, de lo que se desprende que tras el nuevo canje el nivel de endeudamiento en términos del PIB prácticamente no diferirá del que existía en el último trimestre de 2001, previo al default.

Gráfico 26
Cambios en el nivel de deuda por efectos del canje con los Holdouts



Fuente: IERAL

Gráfico 27
Evolución de la Deuda Pública Nacional Reconocida



Fuente: IERAL

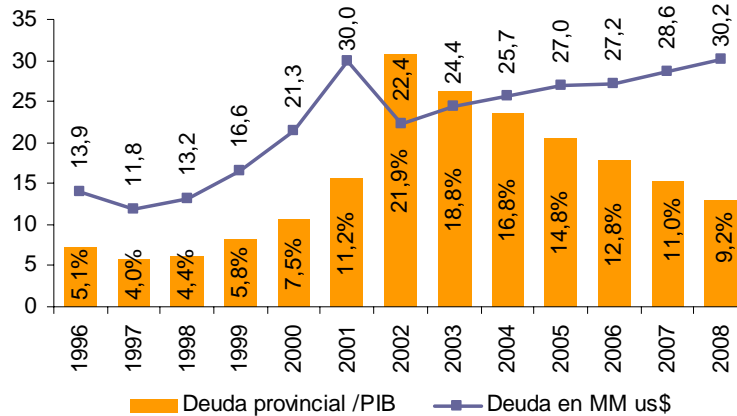
3. Deuda Pública Provincial

En este punto se realiza una evaluación de la evolución del endeudamiento provincial. Dada la disponibilidad de información oficial, el análisis abarca el periodo 1996-2008. Primero se indaga sobre su evolución, luego se considera la estructura de acreedores que presenta y, por último, se cuantifica el ahorro que han tenido las provincias como consecuencia de la manipulación del CER.

3.1. Evolución

Al analizar el período 1996-2008 se aprecia que ha existido un crecimiento prácticamente constante en el stock de la deuda provincial expresado en dólares, el cual para el total de las jurisdicciones pasó de US\$ 13.921 millones iniciales en 1996 (5,1% del PIB) a US\$ 27.636 millones al cierre del 2008 (9,2% del PIB). En el gráfico siguiente se aprecian dos subperiodos marcados. Entre 1997 y 2001 la participación de la deuda en el PIB creció de manera sostenida. Este desempeño se explica por la creciente necesidad de financiamiento del déficit crónico provincial. La devaluación de 2002 duplicó este ratio, asumiendo un valor del 22%. A partir de ese momento la deuda pública provincial siguió creciendo expresada en dólares, pero el fuerte crecimiento que tuvo el país hizo que el ratio deuda/PIB descendiese a valores inferiores al 10% en 2008.

Gráfico 28
Deuda Pública Provincial

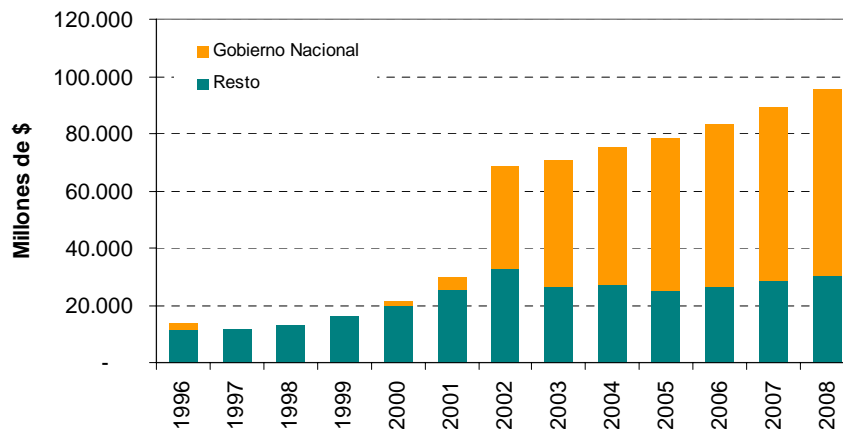


Fuente: IERAL en base a MECON

3.2. Estructura por acreedor

Al evaluar la estructura por acreedor se destaca con claridad que a partir del año 2002 gran parte del endeudamiento provincial pasó a ser con el gobierno central. Además, este endeudamiento es el que explica el crecimiento del stock de deuda provincial a partir del año 2003, lo cual se puede observar en el Gráfico 29.

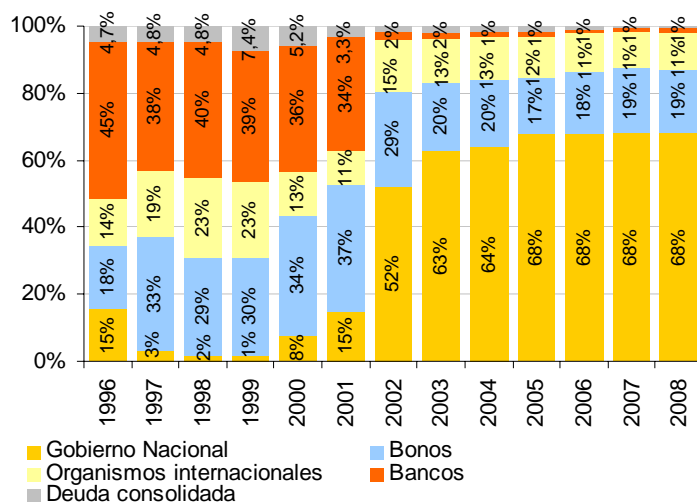
Gráfico 29
Endeudamiento Provincial con la Nación



Fuente: IERAL en base a MECON

El Gráfico 30 muestra claramente dos subperiodos en materia de deuda provincial. En el lapso 1996-2001 la deuda con el gobierno nacional promedió un 7,4% del total, mientras que en el período 2002-2008 promedió 64,5% (57,1 puntos porcentuales de aumento). Se destaca el caso del crédito bancario, que pasó de representar un 38,6% a un 1,5% del total de los pasivos, considerando el promedio para los periodos señalados. Por su parte, las deudas con Organismo Internacionales pasaron de representar un 17,1% a un 12,4% del total.

Gráfico 30
Estructura de la Deuda Pública Provincial por Acreedor



Fuente: IERAL en base a MECON

Este cambio de composición se explica en gran medida por el canje de la deuda pública provincial por bonos nacionales garantizados (BOGAR) y por el Programa de Unificación Monetaria (PUM) que permitió el rescate de las cuasimonedas provinciales con BODEN. Mediante un acuerdo⁷ celebrado en 2002, la Nación aceptó la conversión de las deudas públicas provinciales en títulos nacionales (BOGAR), pesificando la nómina en moneda extranjera a un peso con cuarenta centavos más el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), y a partir de entonces descontando los vencimientos a partir de la coparticipación federal de impuestos (hasta un 15%).

Por su parte, el PUM tuvo como objetivo rescatar las cuasimonedas en circulación en las distintas provincias.⁸ El mecanismo por el cual se llevó a cabo dicha operatoria consistió en que el BCRA rescatara las cuasimonedas provinciales por medio de la emisión de pesos, como contrapartida el gobierno nacional emitió bonos que entregó al BCRA (BODEN 2011 y 2013), de modo que las provincias deben repagar al Estado Nacional dichas acreencias a medida que vencen, existiendo garantía en la coparticipación federal de impuestos.

3.3. El efecto de la manipulación del CER en las Provincias

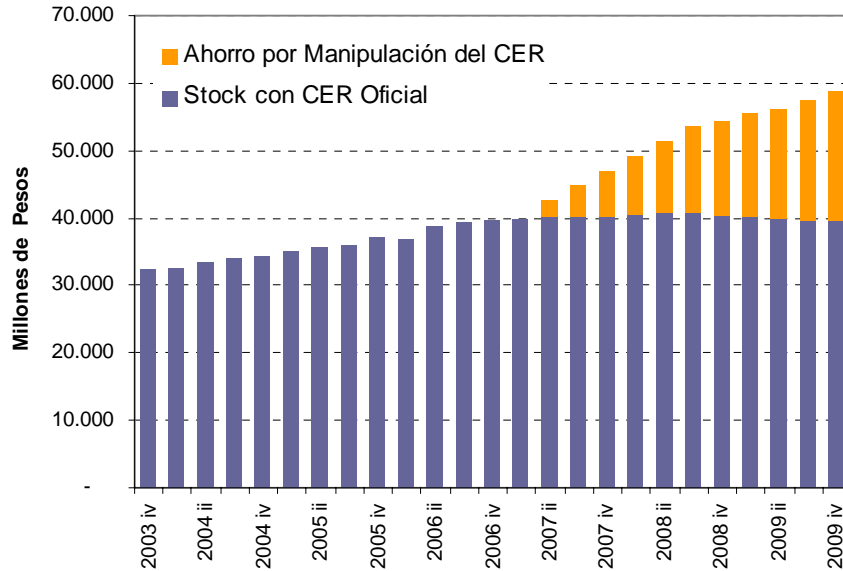
Los BOGAR y BODEN constituyen deuda que ajusta con CER y que se paga mediante descuento a los recursos coparticipables que llegan a las provincias. A continuación se estima el ahorro que tuvieron las provincias por la manipulación del CER. Si bien existen otros instrumentos de deuda que también aplican dicho ajuste⁹, los títulos de deuda antes considerados son por lejos los más importantes. El Gráfico 31 muestra la evolución de los BOGAR y BODEN usando tanto el CER oficial como el que hubiese existido si se reconoce la inflación de Buenos Aires City. Ambos títulos sumaban \$39.865 millones a fines de 2009.

⁷ El acuerdo se denominó "Relación Financiera y Bases de un Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos" y fue ratificado por la Ley N° 25.570.

⁸ Decreto 743/03 y la Resolución ME 266/03.

⁹ Como los primeros Planes de Financiamiento Ordenado (PFO).

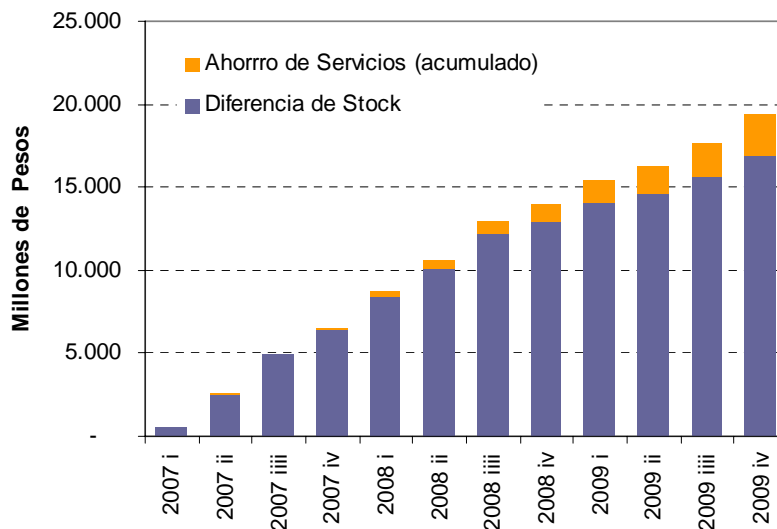
Gráfico 31
Evolución de los BOGAR y BODEN que ajustan por CER



Fuente: IERAL

Si se hubiese empleado un CER que refleje la real inflación que ha experimentado el país desde el año 2007, el stock de ambos instrumentos de deuda equivaldría al final de 2009 a \$56.984 millones. Como ya se ha señalado antes, no solo se produce un menor crecimiento de la deuda por la subestimación de la inflación sino que también porque se han reducido los servicios afrontados. El Gráfico 32 muestra la evolución de ambos “ahorros”, que en el año 2009 equivalen a \$19.417 millones acumulados desde 2007. En términos de flujo de caja, las provincias han evitado pagar servicios por \$2.465 millones, considerando el monto acumulado en 2007-09.

Gráfico 32
Ahorro de deuda provincial acumulado por manipulación del CER



Fuente: IERAL

Tabla 11
Ahorro en el endeudamiento provincial con
BOGAR y BODEN por manipulación del CER
En millones de Pesos

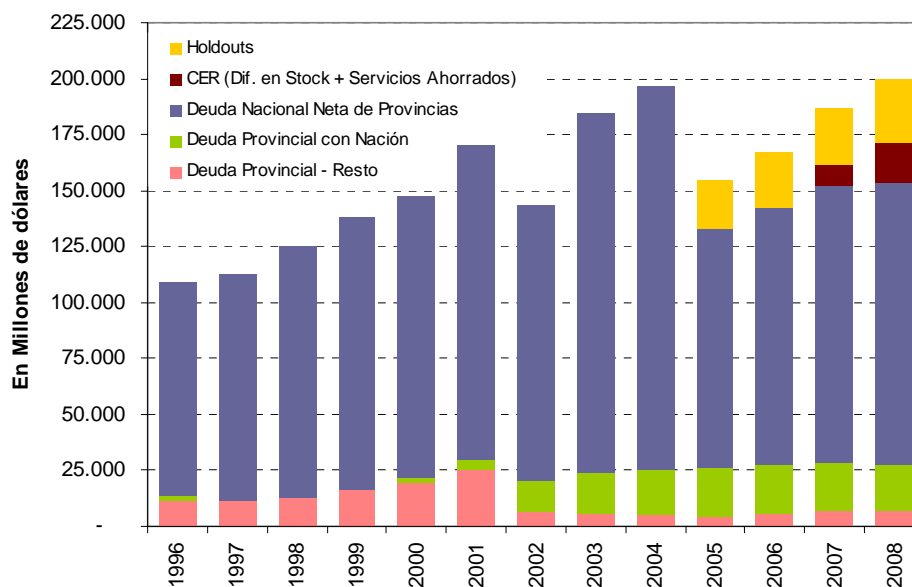
	Diferencia de Stocks	Servicios Ahorrados	Total
2007	6.374	181	6.555
2008	6.526	862	7.388
2009	4.053	1.422	5.475
Total	16.953	2.465	19.417

Fuente: IERAL

4. Deuda Pública Consolidada Nación-Provincias

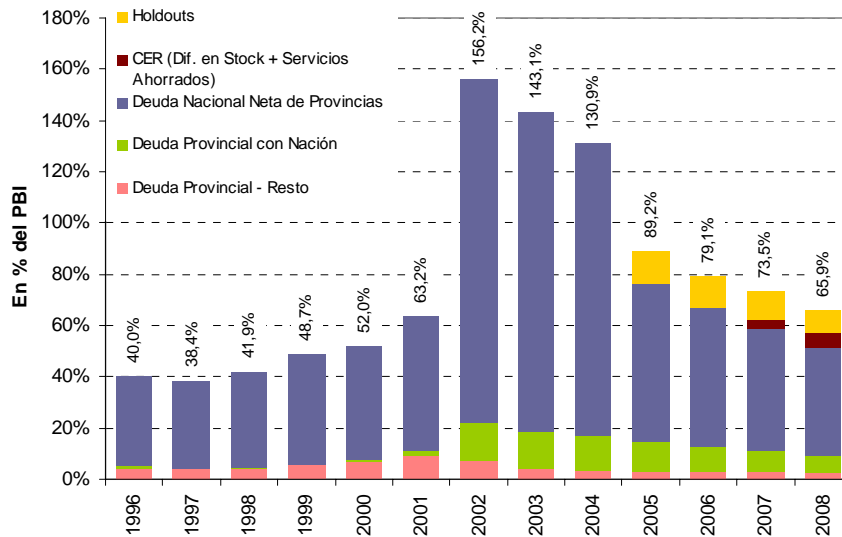
Luego de abordar el endeudamiento nacional y provincial de manera separado se procede a su consolidación. A la deuda provincial se le adiciona la deuda nacional neta de la deuda provincial de la cual es acreedora, para evitar una doble contabilización de la misma. Si bien la deuda nacional y provincial ha crecido en términos nominales, la economía también lo ha hecho, permitiendo una mayor capacidad de pago. Ambas lecturas pueden apreciarse en los siguientes dos gráficos. Medida en dólares, la deuda consolidada siempre ha crecido salvo durante la devaluación de 2002 y el canje de 2005. En términos del PIB la devaluación la hace pasar de 63,2% en 2001 a 156,2% en 2002. El fuerte crecimiento económico y la quita de 2005 explican la baja posterior del ratio hasta 65,9% en 2008, valor superior a los experimentados antes de la devaluación. Lamentablemente no se dispone de información consolidada sobre la deuda provincial a fines de 2009 para extender un año más el análisis e indagar los efectos de la crisis.

Gráfico 33
Deuda Pública Consolidada Nación-Provincias



Fuente: IERAL en base a MECON

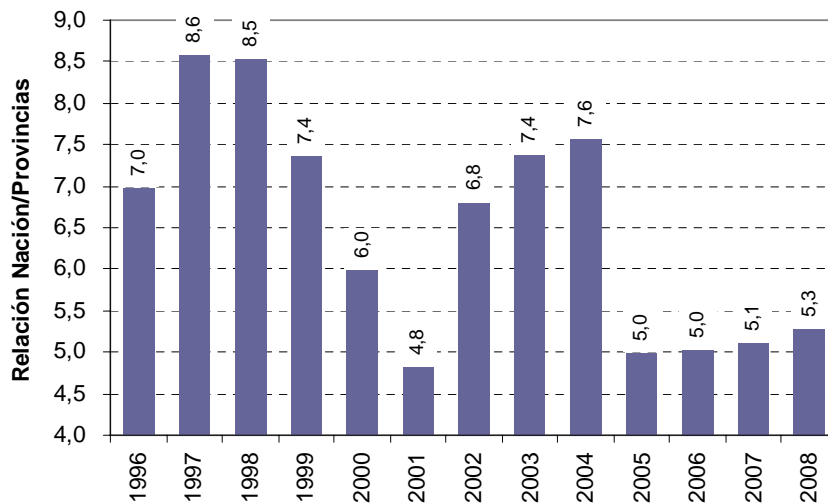
Gráfico 34
Deuda Pública Consolidada Nación-Provincias
En % del PIB



Fuente: IERAL en base a MECON

Resulta claro que el grueso del endeudamiento público lo posee el gobierno central. El siguiente gráfico permite evaluar cual es el que presenta mayor crecimiento. Si la relación entre el stock de deuda pública nacional respecto a la provincial crece, significa que la primera aumenta a mayor ritmo (o cae menos). Resulta interesante apreciar que en 1997 la deuda nacional era 8,7 veces la provincial, pero la crisis fiscal subnacional redujo este ratio a 4,8 veces en 2001. Luego el ratio sube fuertemente hasta 2004 pero esto se explica porque las provincias reprogramaron su deuda antes que el gobierno nacional. A partir de 2005 el ratio se mantiene cercano a 5, con una leve tendencia creciente, implicando que la deuda nacional ha estado creciendo por encima de la provincial. De hecho, en 2008 la deuda pública nacional medida en dólares creció 0,86% y la provincial cayó 2,56%.

Gráfico 35
Relación entre la Deuda Pública Nacional y Provincial



Fuente: IERAL en base a MECON

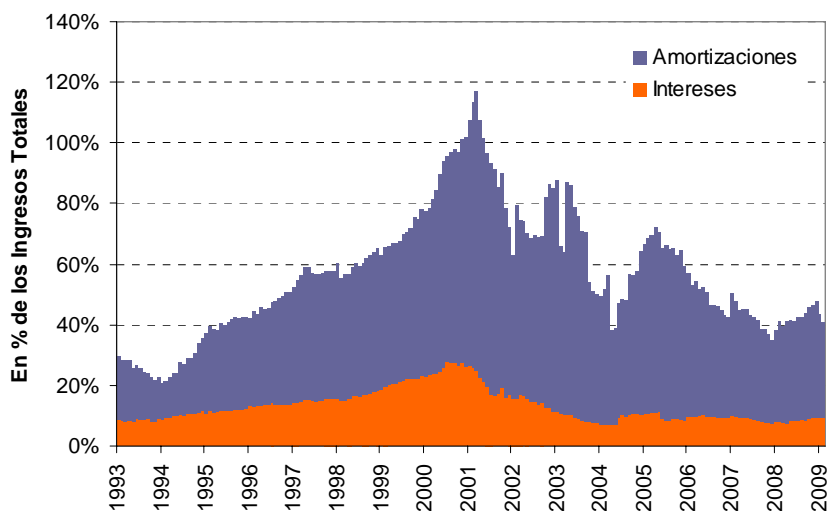
5. Servicios de la Deuda del Gobierno Nacional

No solo es importante que el nivel de endeudamiento sea razonable con respecto a variables que indican capacidad de pago, como se analizó previamente, sino que también es relevante el costo en intereses que la misma acarrea. En primer lugar se analizará la evolución de los servicios del gobierno nacional (amortización más intereses) y su relación con variables fiscales claves. Luego se describen los compromisos futuros, indagando sobre instrumentos y moneda en que están constituidos.

5.1. La evolución de servicios desde 1993 hasta la fecha

En esta sección se incluye una revisión de la evolución de los servicios de la deuda pública del gobierno nacional desde 1993. Se aprecia un mínimo en 1994, en que los servicios de la deuda pública nacional con relación a los ingresos totales del sector público nacional, ascendían a cerca del 20%. El máximo se produjo en 2001, con un 120% de los ingresos totales. Luego del default y crisis, la relación comienza a bajar, hasta un mínimo del 49,6% en 2004, aunque tras el canje de deuda el peso de los servicios sube nuevamente hasta un 66,3% de los ingresos en 2005. A partir de entonces nuevamente se produjo una senda descendente hasta el mínimo del 32,8% en 2008. Al igual que la deuda total, el peso de los servicios comienza a aumentar desde 2009, llegando al 43,3% al final del período, nivel similar al del año 1996.

Gráfico 36
Servicios de la Deuda Pública Nacional como % de los Ingresos del SPN
Acumulado 12 meses



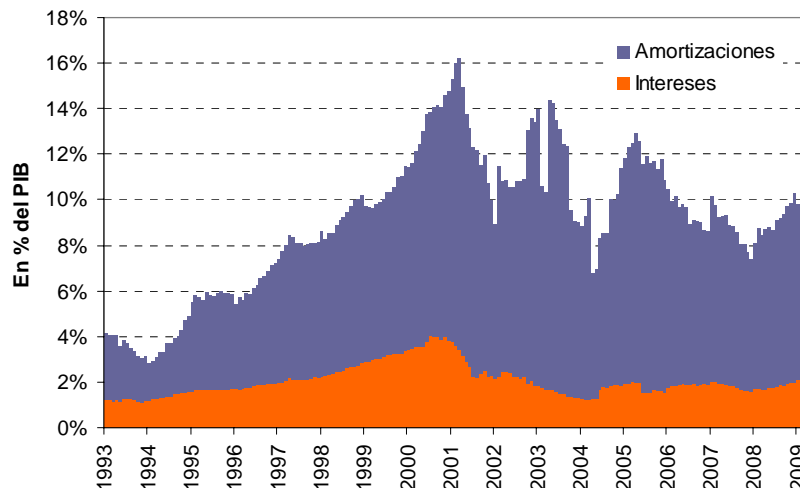
Fuente: IERAL en base a MECON

Al interior de los servicios de la deuda, la mayor proporción corresponde al pago de amortizaciones. Los intereses, por su parte, siguieron la tendencia de los servicios en general. Partieron en 1993 en aproximadamente 10% de los ingresos, llegando a 20% en 2001, para luego retornar, a partir de 2004, a valores próximos a los de 1993.

Como porcentaje del PIB, los servicios de la deuda también resultan relevantes. En 1994 representaban 2,9 puntos del producto y tuvieron un crecimiento sostenido hasta alcanzar los 15,3 puntos en 2001, para luego tomar una pendiente levemente decreciente. Sin embargo, en 2009 la relación sube nuevamente, llegando a representar aproximadamente 9,8% del PIB, valor superior al promedio 1993-2001 (7,8%). Similar es lo

que ocurre con los intereses, que partieron de 1,2% en 1993, llegaron a 3,8% en 2001 y se estacionaron desde 2005 en torno al 1,9% del PIB.

Gráfico 37
Servicios de la Deuda Pública Nacional en % del PIB
Acumulado 12 meses



Fuente: IERAL en base a MECON

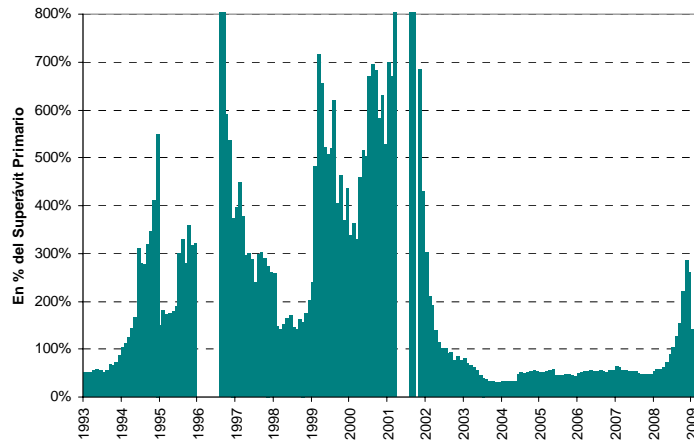
Tabla 12
Servicios de la Deuda Pública Nacional

	En relación a los Ingresos Totales			En relación al PIB		
	Intereses	Amort.	Servicios	Intereses	Amort.	Servicios
1993	8,8%	20,9%	29,7%	1,2%	2,9%	4,2%
1994	8,9%	11,8%	20,7%	1,2%	1,6%	2,8%
1995	10,7%	26,7%	37,4%	1,6%	4,0%	5,5%
1996	13,2%	29,0%	42,2%	1,7%	3,7%	5,4%
1997	14,0%	38,3%	52,3%	2,0%	5,4%	7,4%
1998	15,7%	44,7%	60,4%	2,2%	6,4%	8,6%
1999	18,7%	44,1%	62,8%	2,9%	6,8%	9,7%
2000	23,1%	54,5%	77,6%	3,4%	8,0%	11,4%
2001	26,7%	81,0%	107,6%	3,8%	11,5%	15,3%
2002	15,4%	47,7%	63,1%	2,2%	6,8%	8,9%
2003	11,5%	76,1%	87,5%	1,8%	12,1%	14,0%
2004	7,1%	42,5%	49,6%	1,3%	7,6%	8,8%
2005	10,8%	55,5%	66,3%	1,9%	9,9%	11,9%
2006	9,6%	47,3%	56,9%	1,8%	8,7%	10,5%
2007	10,0%	40,3%	50,3%	2,0%	8,1%	10,2%
2008	8,2%	30,0%	38,2%	1,7%	6,4%	8,1%
2009	9,4%	33,9%	43,3%	2,1%	7,7%	9,8%
1993-2001	15,5%	39,0%	54,5%	2,2%	5,6%	7,8%
2002-2004	11,3%	55,4%	66,8%	1,8%	8,8%	10,6%
2005-2009	9,6%	41,4%	51,0%	1,9%	8,2%	10,1%

Fuente: IERAL en base a MECON

Si se observan los intereses de la deuda en términos del resultado fiscal, la volatilidad aumenta debido a la variabilidad intrínseca del superávit público. En los siguientes gráficos se muestra este ratio para cuando existe un saldo fiscal primario positivo. Si esta relación es inferior al 100% significa que el ahorro público alcanza para pagar los intereses y queda un remanente que se refleja en el resultado financiero y que permitiría reducir el stock de deuda. Se aprecia que hasta el año 2002 sólo en el período 1993 - 1994 se abonaron los intereses con ahorro del periodo y en los restantes años se debió recurrir a un mayor endeudamiento.

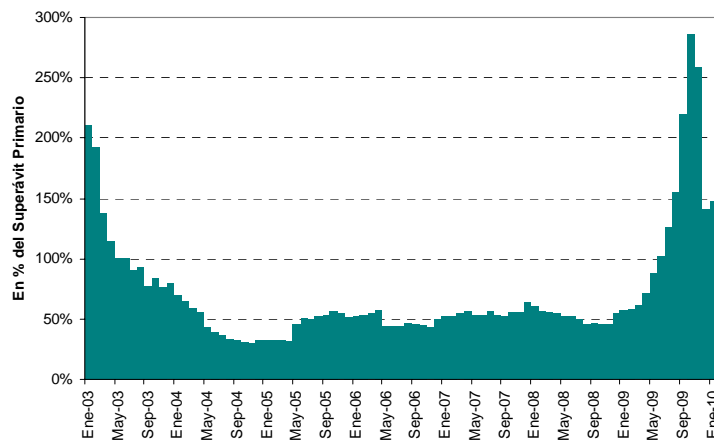
Gráfico 38
Relación entre los Intereses de la Deuda
Pública Nacional y el Superávit Primario
Acumulado 12 meses



Fuente: IERAL en base a MECON

Luego de los guarismos inusualmente altos entre 1999 y 2002, en 2003 reaparece el superávit fiscal o financiero (ratio inferior al 100%), de modo que el superávit primario excede el pago de intereses. En el periodo 2004-2008 se observa un *ratio* en torno al 50%, esto es, con la mitad del ahorro primario se pueden afrontar los intereses y el remanente puede emplearse para cancelar deuda. Se ha visto en este informe que la deuda de todos modos creció en estos años, lo cual se debe a que en la ejecución presupuestaria del gobierno no se registran los incrementos en la deuda que surgen por el CER y por las sentencias judiciales que obligan al Estado a resarcir ciertos reclamos, como los juicios ganados por jubilados.

Gráfico 39
Relación entre los Intereses de la Deuda
Pública Nacional y el Superávit Primario
Acumulado 12 meses



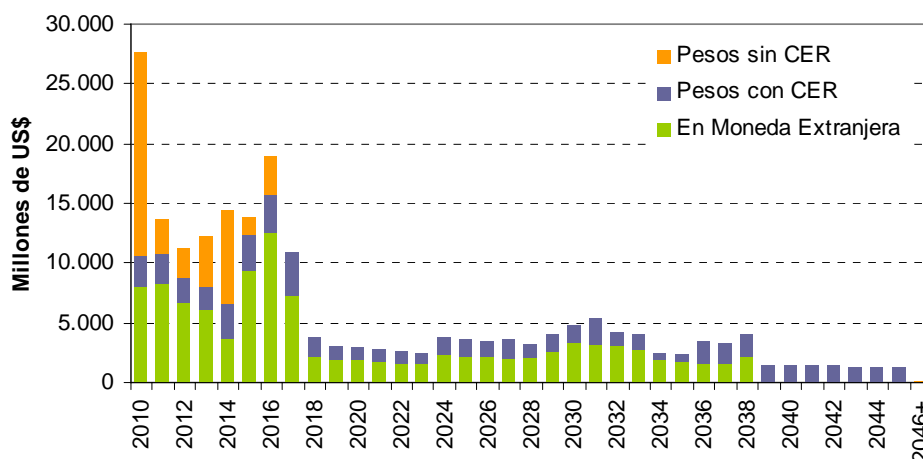
Fuente: IERAL en base a MECON

Como observación final se aprecia el fuerte cambio de tendencia en 2009, en que sube fuertemente el peso de los servicios de la deuda sobre el superávit primario, por reducción del último. En los próximos meses se sabrá si esto fue un fenómeno coyuntural en el marco de una política para suavizar el impacto de la crisis, o por el contrario, se ingresa en una fase de crecimiento del gasto que permanentemente no puede ser acompañado por la recaudación. Hacia el final del año la relación tuvo un alivio por cuanto se imputaron ingresos extraordinarios por DEG y utilidades del BCRA.

5.2. Servicios de Deuda en los Próximos Años

Los siguientes gráficos muestran que los vencimientos (capital más intereses) de la deuda pública nacional se concentran en los próximos 7 años, superando en cada uno de ellos los US\$ 10.000 millones. El primero muestra la composición por monedas y el segundo por instrumento. Se destaca el hecho que los vencimientos en pesos se concentran en el corto plazo. Se advierte que los valores expuestos no incluyen el ajuste por CER, los servicios que surgirían de una posible reestructuración de la deuda en situación de pago irregular (Club de París y Holdouts) ni los pagos probables del cupón PIB.

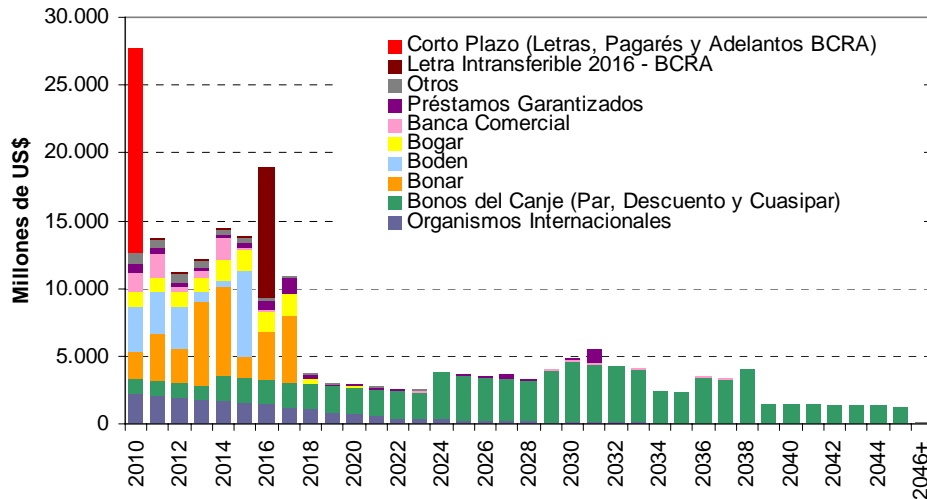
Gráfico 40
Perfil de Vencimientos por Moneda



Fuente: IERAL en base a MECON

Analizando los datos por instrumento se aprecia que luego de 2016 los vencimientos que deben afrontarse son en gran medida los que surgieron del canje de 2005. La lectura que se hace de esta situación es que las emisiones posteriores de deuda se han concentrado en instrumentos de corto plazo, sin dudas un aspecto negativo, ya que obliga todos los años a refinanciar magnitudes importantes.

Gráfico 41
Perfil de Vencimientos por Instrumento



Fuente: IERAL en base a MECON

De acuerdo a la información oficial disponible al 31 de diciembre de 2009 los servicios de deuda que el gobierno nacional debe afrontar en 2010 ascienden a US\$ 27.667,4 millones, de los cuales US\$ 7.985,9 son vencimientos en dólares y US\$ 19.681,6 millones en deuda pesos (expresada en la moneda norteamericana). Más de la mitad de los compromisos surgen de financiamiento de corto plazo (Letras, Pagarés y Adelantos del BCRA).

Tabla 13
Servicios de la deuda en 2010 – Por Instrumento y Moneda
En Millones de US\$

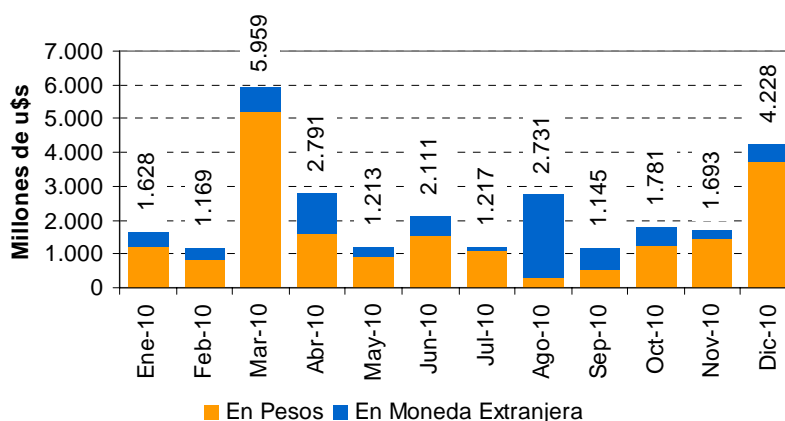
	Pesos	Divisas	Total	%
Corto Plazo	13.976,9	1.021,7	14.998,6	54,2%
Letras del Tesoro	1.982,2	930,1	2.912,2	10,5%
Pagarés del Tesoro	2.368,4	91,6	2.460,0	8,9%
Adelantos Transitorios del BCRA	9.626,3		9.626,3	34,8%
Préstamos	3.176,3	2.594,4	5.770,7	20,9%
Préstamos Garantizados	586,2		586,2	2,1%
Bonos Garant. Prov. (BOGAR 2018 y 2020)	1.066,6		1.066,6	3,9%
Financiamiento BNA	1.286,5		1.286,5	4,6%
Resto Banca Comercial	235,1	9,3	244,4	0,9%
Organismos Internacionales		2.202,6	2.202,6	8,0%
Organismos Oficiales		304,5	304,5	1,1%
Otros Acreedores	1,9	78,0	79,9	0,3%
Títulos Públicos y Letras	2.528,4	4.369,8	6.898,2	24,9%
Boden	414,6	2.882,0	3.296,6	11,9%
Bonar	1.485,7	579,7	2.065,4	7,5%
Descuento	217,1	485,4	702,6	2,5%
Par	14,4	328,8	343,2	1,2%
Bocones	394,0	5,1	399,1	1,4%
Cuasipar				0,0%
Letra Intransferible 2016 - BCRA		83,1		
Otros Bonos	2,3	5,8	8,1	0,0%
Total	19.681,6	7.985,9	27.667,4	100,0%

Fuente: IERAL en base a MECON

Un punto importante a señalar es que una parte importante de la deuda pública nacional está en manos de la ANSES, el Banco Central, el Banco Nación y otros organismos oficiales (se estima en un 46% del total), lo que constituye el endeudamiento intrasector público, lo cual facilita su refinanciación.

El grueso de los vencimientos debe afrontarse entre marzo y agosto (66,7%). Marzo constituye el mes con mayores vencimientos (US\$ 3.396), aunque se advierte que la mayor parte es en moneda local y plausible de refinanciar por tratarse de deuda intra sector público. Por el contrario, el mes de mayores vencimientos en moneda extranjera es agosto, con US\$ 2.445 de compromisos en divisas.

Gráfico 42
Servicios de la deuda mensuales en 2010 – Por Moneda
Millones de US\$



Fuente: IERAL en base a MECON

6. Los Cambios en las Fuentes de Financiamiento

Luego del canje 2005 existía un importante superávit primario que emanaba certidumbre sobre la forma en que se afrontarían los compromisos de deuda. Desde fines de 2008 el resultado primario se redujo fuertemente de modo que actualmente se debe recurrir en mayor medida al crédito para afrontar los vencimientos (intrasector público), cuando no directamente utilizar adelantos del BCRA. El muy escaso financiamiento privado voluntario para el sector público ha obligado a que los recursos deban surgir en gran medida del mismo sector público, surgiendo nuevas preguntas con respecto a las perspectivas macro-fiscales. A continuación se abordan tres variantes, cada una con diferentes implicancias fiscales y macroeconómicas.

6.1. Deuda Intra Sector Público

La colocación neta de Letras y Títulos en la ANSES y otros organismos oficiales (como el PAMI) ha sido una fuente de financiamiento importante en años previos, pero con menor margen de acción en la actualidad, dado el incremento en el gasto en planes sociales. La estructura de activos de ANSES se expone en la Tabla 14.

Tabla 14
Estructura del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de ANSES por tipo de instrumento
Valores al 31/12/09

	Millones \$	%
Títulos Públicos	88.028	62,5%
Acciones y títulos privados	16.140	11,5%
Plazos Fijos	9.574	6,8%
Proyectos productivos	8.400	6,0%
Títulos valores extranjeros	6.760	4,8%
Fideicomiso	4.354	3,1%
Fondos comunes de inversión	1.833	1,3%
Otros	5.763	4,1%
Total FGS	140.853	100,0%

Fuente: Informe Mensual del FGS – Febrero de 2010

La mayor parte de la cartera del FGS está conformada con Títulos Públicos (62,5%), lo cual no le deja mucho margen para aumentar los préstamos al mismo sector público. Como fuera dicho con anterioridad, no sólo la ANSES financia al Tesoro Nacional, como se puede apreciar en la Tabla 15.

Tabla 15
Emisión de Letras intra-Sector Público

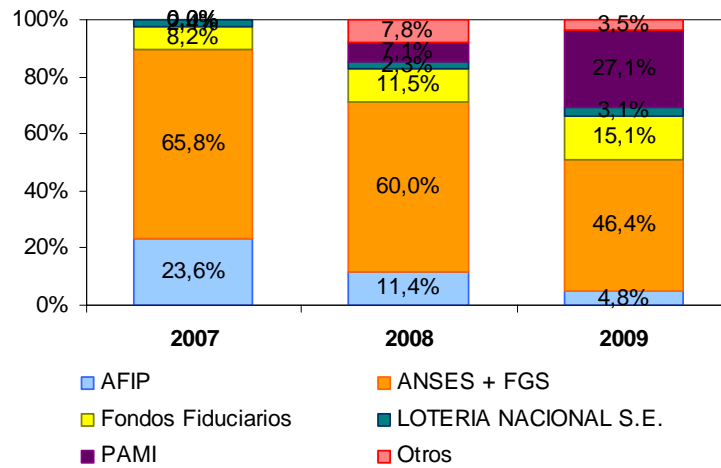
Acreedor	Stock			Composición %		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
AFIP	1.450	1.600	500	23,6%	11,4%	4,8%
ANSES + FGS	4.050	8.450	4.844	65,8%	60,0%	46,4%
Fondos Fiduciarios	507	1.620	1.582	8,2%	11,5%	15,1%
LOTERIA NACIONAL S.E.	149	329	324	2,4%	2,3%	3,1%
PAMI	-	1.000	2.830	0,0%	7,1%	27,1%
Otros	-	1.092	370	0,0%	7,8%	3,5%
TOTAL	6.156	14.091	10.450	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: IERAL en base a MECON

La ANSES encabeza la lista de acreedores de las Letras del Tesoro, pero ha ido perdiendo participación. En 2007, el 65,8% de las Letras estaban en manos de la ANSES, 60% en 2008 y 46,4% en 2009 (\$4.844 millones). Pero la caída es aparente, ya que el año pasado el gobierno decidió reemplazar las Letras del Tesoro que había emitido en el año 2008 (\$8.450 millones) con la emisión de BONAR 2016.

También la AFIP ha ido disminuyendo su peso entre los receptores de Letras, pasando de 23,6% en 2007, a 11,4% en 2008 y tan sólo 4,8% en 2009. Por el contrario, el PAMI o INSSJP (Instituto Nacional de Seguridad Social de Jubilados y Pensionados) ha cobrado importancia recientemente como comprador de Letras del Tesoro. De no contar con tal instrumento de deuda en su poder en el año 2007, pasó a poseer 7,8% del total de letras en 2008 y llega a 27,1% en 2009, (\$2.830 millones).

Gráfico 43
Composición del stock de Letras intra-Sector Público



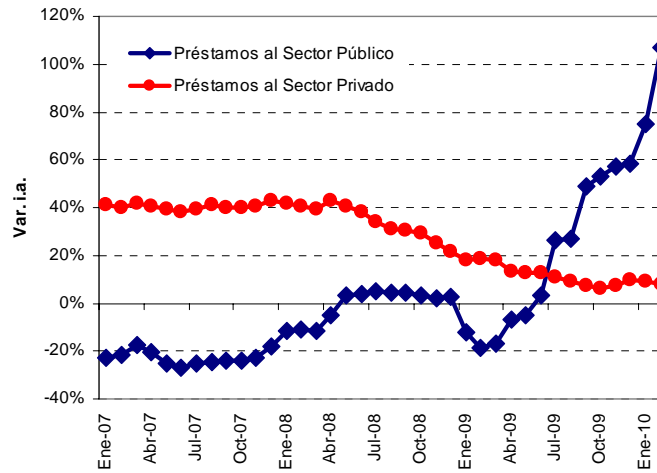
Fuente: IERAL en base a MECON

Se espera que esta fuente de financiamiento aporte US\$ 1.000 millones adicionales en 2010. El riesgo con esta operatoria es que se comprometa a futuro la sustentabilidad de la seguridad social, en función de los rendimientos reales que se puedan obtener en un ambiente inflacionario.

6.2. Préstamos del Sistema Financiero

La segunda fuente de financiamiento al Tesoro es la brindada a través de los bancos públicos, lo cual corre el riesgo de generar efecto desplazamiento sobre los créditos al sector privado. El Gráfico 44 muestra el importante crecimiento que están teniendo los préstamos al sector público en el último año. Los datos a febrero muestran un crecimiento interanual de los préstamos totales del orden del 14%, descomponiéndose en un crecimiento del 106,8% en el caso del financiamiento al sector público y del 8,0% en el del sector privado. Por el momento no se considera que esta fuente de financiamiento brinde recursos adicionales de relevancia al Sector Público, pero se le debe prestar atención por el riesgo que presenta de provocar un mayor efecto desplazamiento sobre la inversión privada.

Gráfico 44
Préstamos del Sistema Financiero



Fuente: IERAL en base a BCRA

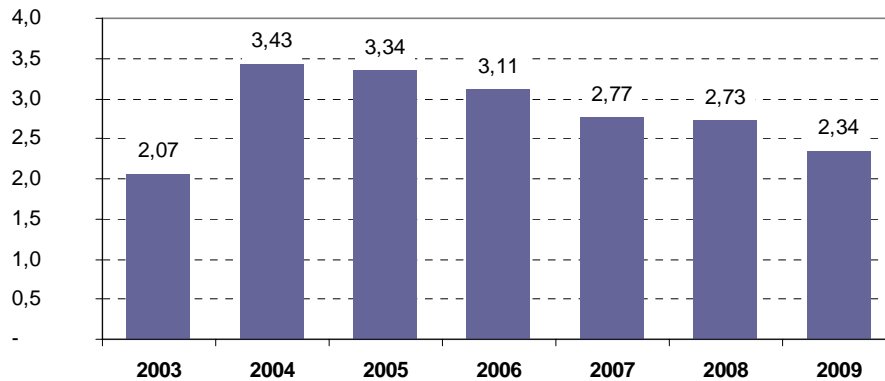
Tabla 16
Préstamos del Sistema Financiero
En millones de Pesos

	S. Público	S. Privado	Total	S. Público	S. Privado	Total
Feb-07	12.818	78.976	91.794			
Feb-08	11.436	111.101	122.538	-10,8%	40,7%	33,5%
Feb-09	9.317	131.831	141.148	-18,5%	18,7%	15,2%
Feb-10	19.270	142.393	161.663	106,8%	8,0%	14,5%

Fuente: IERAL en base a BCRA

Otra fuente de financiamiento para el Tesoro en el corto plazo lo constituye el uso de los depósitos del sector público en el sistema bancario, provenientes de ahorros de períodos anteriores o de cuentas con asignación específica que son momentáneamente utilizadas para financiar al Tesoro. El Gráfico 45 muestra la relación que existe entre los depósitos del sector público y el gasto incurrido por el gobierno nacional y provincial, tomando valores promedios para evitar la estacionalidad. Se aprecia que en 2004 los depósitos del sector público equivalían a más de 3,43 veces el gasto público consolidado de un mes y luego la relación se fue deteriorando, junto con el superávit, de manera que el ratio fue en 2009 de 2,34 (caída de un 32%).

Gráfico 45
Relación entre Depósitos del Sector Público y Gasto Público Consolidado
Promedio mensual



Fuente: IERAL en base a BCRA

6.3. Adelantos Transitorios del BCRA

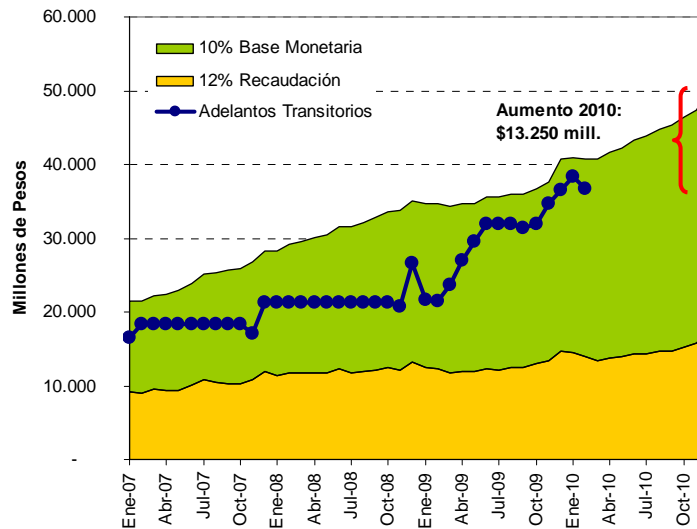
La tercera y principal fuente del financiamiento en pesos del gobierno nacional lo constituyen los Adelantos Transitorios del BCRA. Se espera que esta fuente pueda brindar el equivalente a US\$ 3.250 millones adicionales en 2010. Este financiamiento tiene un techo dado por el 10% de los recursos en efectivo del gobierno nacional en el último año más el 12% de la base monetaria. Como muestra la Tabla 17 y el Gráfico 46, dicha fuente de recursos ha crecido un 36,2% en 2009 y se está acercando a su techo legal. Sin dudas que el principal problema con esta fuente de financiamiento es el impacto inflacionario por la mayor emisión monetaria, cuando el gobierno no emplea tales recursos para afrontar compromisos en divisas o es compensado con operaciones de mercado abierto del BCRA.

Tabla 17
Financiamiento al Tesoro mediante Adelantos Transitorios del BCRA
En millones de Pesos

	Stock	Diferencia	Var. %
2006	18.330		
2007	21.330	3.000	16,4%
2008	26.580	5.250	24,6%
2009	36.580	10.000	37,6%
2010p	49.829	13.249	36,2%

Fuente: IERAL en base a BCRA

Gráfico 46
Financiamiento mediante Adelantos Transitorios del BCRA



Fuente: IERAL en base a MECON

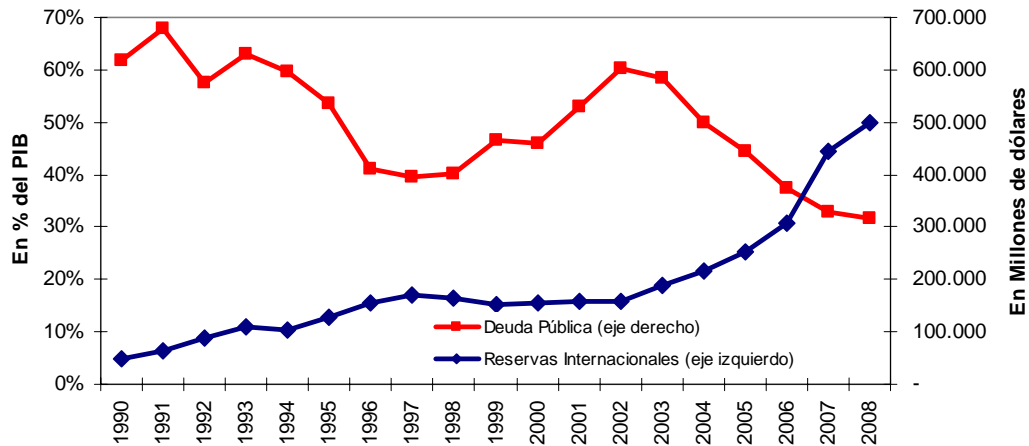
7. La Deuda Pública Argentina en el Contexto Internacional

En esta sección se pone en perspectiva el endeudamiento público argentino realizando una comparación con el resto de países de América Latina y con los miembros de la OECD. Los Gráficos 47 y 4 muestran la evolución de la deuda y de las reservas. Se aprecia que el año 2002 es un año de inflexión. A partir de ese momento la región tuvo un contexto internacional muy favorable reflejado en la mejora de los términos de intercambio y elevada liquidez internacional que le permitió aumentar activos y reducir pasivos externos.

La deuda pública consolidada alcanza en 2002 un máximo en Argentina (156,2%) y en el resto de América Latina y el Caribe (59,9%).¹⁰ A partir de ese momento se produce un proceso de desendeudamiento generalizado hasta el año 2008. La caída en el ratio Deuda/PIB es del 62,7% en nuestro país y del 50,2% en el resto de la región. Si en Argentina se computan los Holdouts y el CER ahorrado por no reconocer una inflación realista, la caída en el ratio aludido sería del 57,8%, siete puntos porcentuales por arriba del resto de la región.

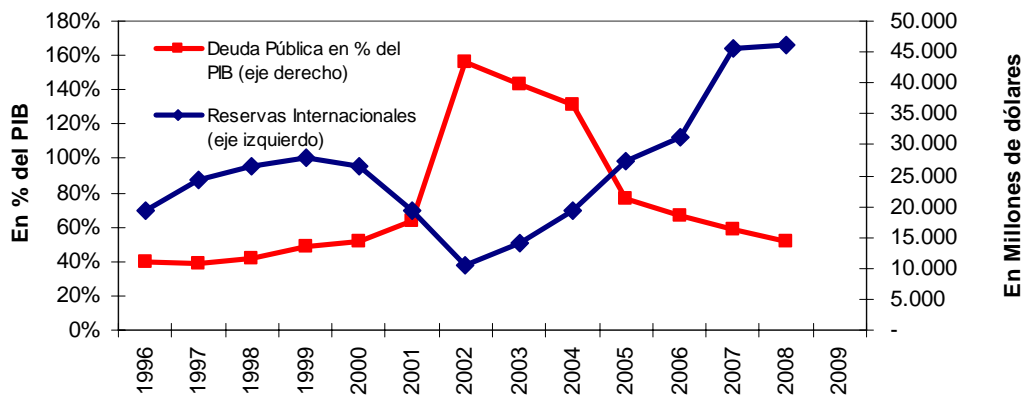
¹⁰ Se calcula como un promedio simple de los países que se dispone de información.

Gráfico 47
América Latina y El Caribe: Deuda Total Del Sector Público no Financiero y Reservas Internacionales
(En porcentaje del PIB y millones de dólares)



Fuente: CEPAL (2009)

Gráfico 48
Argentina: Deuda Pública Consolidada y Reservas Internacionales



Fuente: IERAL en base a MECON.

Al observar la evolución de las reservas internacionales¹¹ en la Tabla 18 se aprecia que en 2002 se alcanza un mínimo en Argentina y se encuentran estancadas en el agregado latinoamericano, en un nivel inferior al de 1997. A partir del siguiente año se inicia un

¹¹ Se refiere a reservas internacionales brutas.

importante proceso de acumulación de reservas, siendo el stock en 2008 un 340,6% superior para Argentina y un 194,8% para el resto de América Latina y el Caribe.

Tabla 18
Reservas internacionales y Deuda pública
Comparación entre Argentina y América Latina y el Caribe

	Reservas Internacionales			Relación Deuda/PIB		
	2002	2008	var%	2002	2008	var%
America Latina y el Caribe (sin Arg)	157,474	464,259	194.8%	59.9%	29.8%	-50.2%
Argentina	10,485	46,198	340.6%	156.2%	51.2%	-67.2%
Argentina (con CER y Holdouts)	10,485	46,198	340.6%	156.2%	65.9%	-57.8%

Fuente: IERAL en base a MECON y CEPAL.

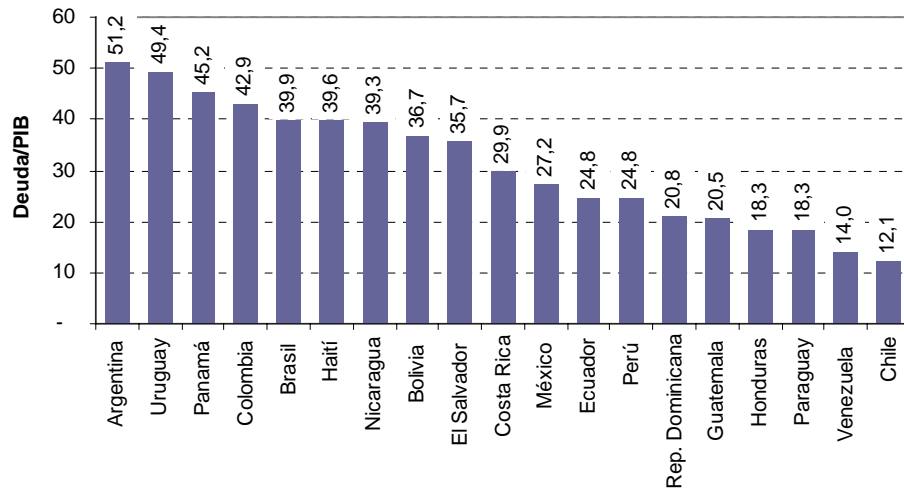
Tabla 19
La Acumulación de Reservas en América Latina

	2002	2008	Var. %
Argentina	10,485	46,198	340.6%
Brasil	37,823	193,783	412.3%
Chile	15,351	23,162	50.9%
Colombia	10,540	23,672	124.6%
México	50,674	95,302	88.1%
Perú	9,690	31,233	222.3%
Venezuela	14,860	43,127	190.2%

Fuente: IERAL en base a MECON y CEPAL.

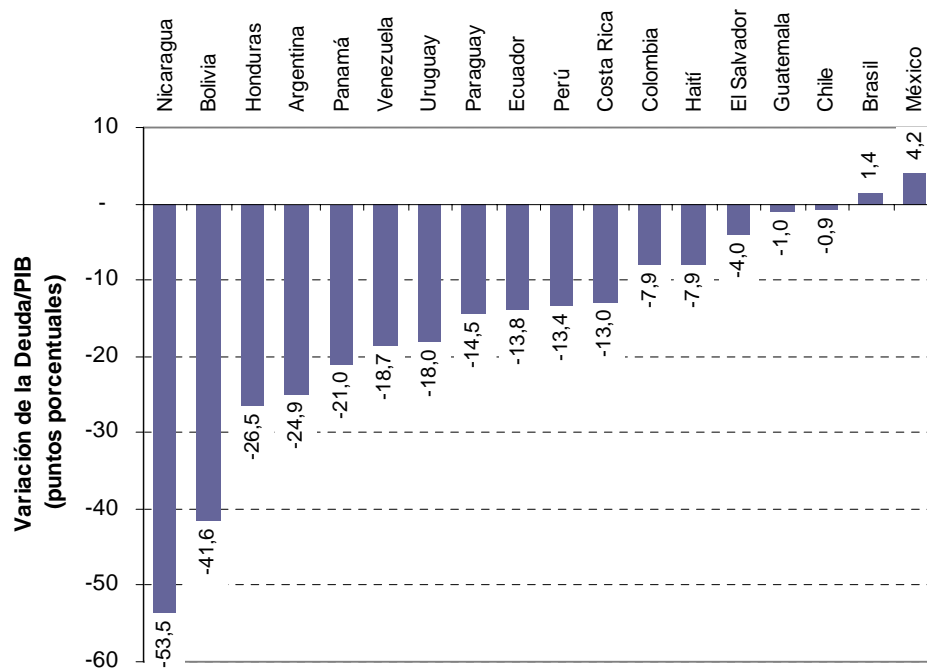
Considerando la situación de la deuda por países, el Gráfico 49 muestra que Argentina se encuentra entre los países más endeudados, junto con Uruguay, Panamá y Colombia. En el otro extremo se sitúa Chile, Venezuela, Paraguay y Honduras. Si bien la comparación entre países presenta sus reservas ya que los criterios de registración pueden diferir entre países, es de interés ver qué países tuvieron un mayor desendeudamiento. Se aprecia que en el periodo 2005-2008 Argentina se encuentra cuarto, luego de Nicaragua, Honduras y Bolivia. Por el contrario, Brasil y México tuvieron un leve incremento en su relación Deuda / PIB.

Gráfico 49
La Deuda Pública en América Latina en 2008
Sector Público no Financiero



Fuente: IERAL en base a MECON (Argentina) y CEPAL (resto de países).

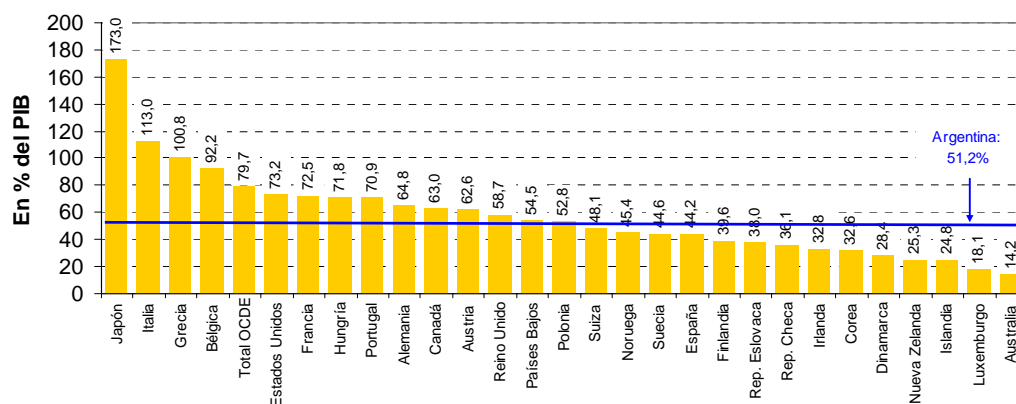
Gráfico 50
Variación de la Deuda Pública en América Latina 2005-2008
Sector Público no Financiero



Fuente: IERAL en base a MECON (Argentina) y CEPAL (resto de países).

Pasando al contexto de las economías más industrializadas (OECD), la deuda pública¹² representó casi el 79% del PIB en 2008 y es esperable que tienda a aumentar los próximos años, como consecuencia de los paquetes de estímulo puestos en marcha para enfrentar la crisis económica y paliar las consecuencias sociales de la crisis. Se aprecia en el Gráfico 51 que los países más endeudados son Japón (173,0% del PIB), Italia (113,0%) y Grecia (100,8%). En el extremo opuesto se sitúan Australia (14,2%), Luxemburgo (18,1%) y Nueva Zelanda (24,8%). El endeudamiento de Argentina es similar al de los Países Bajos (54,5%), Polonia (52,8%) y Suiza (48,1%).

Gráficos 51
La Deuda Pública en los países de la OECD en 2008
Gobiernos Centrales y Locales



Fuente: IERAL en base a OECD.

Los datos disponibles muestran que la crisis mundial de 2009 detuvo el proceso de desendeudamiento que se venía dando en las economías emergentes. Pero las perspectivas favorables de una rápida recuperación hacen posible que esta tendencia pueda ser retomada en los próximos años. Por el contrario, la magnitud de la respuesta fiscal que fue necesaria en las economías avanzadas hará que sus niveles de endeudamiento suban unos escalones. La perspectiva para Argentina vuelve a ser favorable desde el punto de internacional, pero será la consistencia de la política fiscal la que tendrá la última palabra.

8. Reflexiones Finales

El importante proceso de desendeudamiento observado en Argentina en el último lustro ha sido en realidad común a la mayoría de los países de América Latina, dado el favorable contexto internacional para el precio de sus materias primas que caracterizó al período.

Así, el endeudamiento pasó de un máximo de US\$ 189.754 millones en el primer trimestre de 2005 a US\$ 147.119 millones a fines del 2009. No obstante, no deja de ser preocupante que en la actualidad la deuda resulta superior a los US\$ 144.453 millones que constituían la deuda pública nacional en el último trimestre de 2001, previo al default.

¹² Corresponde a los gobiernos centrales y locales.

Si se mide en términos del PIB, la deuda pública en Argentina pasó de 53,8% a fines de 2001 a 152,2% al concluir 2002, posterior a la gran devaluación y las compensaciones realizadas. Luego del canje y quita de la deuda de 2005 la relación se ubicó en 76,9% en el segundo trimestre de ese año, tras lo cual comienza un período de continua reducción, hasta llegar a un mínimo del 42,7% en el I trimestre de 2008. En 2009 la relación retoma una tendencia creciente, alcanzando el 48,6% del PIB en el IV trimestre de 2009. Si se concreta el canje de deuda con los holdouts en los próximos meses, el ratio Deuda / PIB se ubicará en torno al 52%, a niveles pre default.

Argentina vuelve al punto de inicio con relación a su nivel de endeudamiento. De aquí en más la política fiscal y la responsabilidad política tendrán nuevamente la palabra.