

# LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA ENTRE 1972 Y 1976 <sup>(\*)</sup>

Por Juan F. Sommer \*

## I. INTRODUCCION

El presente trabajo tiene el propósito de estudiar la evolución de la deuda externa Argentina en los últimos años y señalar las características salientes del estado actual de la misma 1/. Para ello se tratarán de identificar cuáles han sido los principales factores que explican la variación de la deuda externa en los últimos años.

Los cambios observados en el nivel, composición y ven-  
cimiento de la deuda externa durante un período determinado son el producto de la estructura de vencimiento de la deuda existente al comienzo del período y de la de-  
manda y oferta de nuevos préstamos del exterior.

La demanda de recursos externos dependerá de los cos-  
tos del endeudamiento externo e interno, de los resultados de la cuenta corriente del balance de pagos y de la política que se siga en materia de reservas. Esta deman-

(\*) Este trabajo se basa en gran medida en un estudio que dirigió Claudio Loser sobre "Crecimien-  
to económico, balance de pagos y deuda externa argentina. Perspectivas para el período 1977-1981".  
Los comentarios y observaciones de Ernesto V. Feldman, José L. Machinea y Julio Nogués contribu-  
yeron significativamente a mejorar una primera versión del mismo.

\* Gerencia de Investigaciones Económicas.

da se enfrenta con la oferta de fondos externos, que puede estar afectada por la existencia de restricciones, que se manifiestan tanto en términos cuantitativos -limitaciones del volumen de crédito ofrecido- como en aumentos en las tasas de interés y/o acortamientos de plazos a los que los acreedores externos están dispuestos a conceder créditos.

De la conjunción de la oferta y demanda de fondos externos resultan los flujos de préstamos y los términos de estos (tasas de interés y plazos y períodos de gracia) en un lapso determinado. El stock de deuda externa en un momento dado es el resultado de lo que ha acontecido con estos flujos en el pasado.

Dado que los factores que afectan el endeudamiento son distintos según el deudor sea el sector público o el privado, luego de una sección (Sección II) dedicada a presentar las características generales de la deuda tomadas en su conjunto, se incluyen dos secciones (III y IV) en las que se estudian la deuda del sector privado y público respectivamente.

Algunas de las características del stock de la deuda en un momento del tiempo, particularmente el nivel y los servicios -intereses y amortización- de esa deuda, pueden relacionarse con algunas variables macroeconómicas como ser PBI o exportaciones, para obtener un indicador de la existencia de dificultades en el pago de los servicios de la deuda en el corto plazo. Aunque útiles para el análisis de corto plazo, estos indicadores no permiten hacer inferencias para el mediano plazo, en virtud de que no toman en cuenta cambios en la política económica que puedan afectar los resultados esperados en la cuenta corriente del balance de pagos, y los movimientos autónomos de capitales.

El análisis de la capacidad de la economía argentina para sostener en el mediano plazo una tasa dada de crecimiento de la deuda sin generar dificultades en el sector

externo está fuera de los límites trazados para el presente trabajo 2/. No obstante ello, en la parte final se realiza una somera caracterización de las circunstancias en que podrían existir dificultades para hacer frente a los servicios derivados de la deuda externa, con el propósito de extraer algunas conclusiones preliminares sobre las condiciones que permiten sostener en el tiempo un crecimiento dado de la deuda externa argentina, sin dificultades en el balance de pagos.

## II. CARACTERISTICAS GENERALES DE LA DEUDA EXTERNA

La deuda externa total de Argentina hacia fines de 1976 ascendía a 9.738 millones de dólares 3/, aproximadamente 24 meses de exportaciones de bienes y servicios de ese año, y 15% del P.B.I. La deuda efectivamente contratada 4/ representaba al mismo momento 8.279 millones de dólares, el equivalente de 20 meses de exportaciones de bienes y servicios de 1976. (Ver Cuadro N<sup>o</sup> 1).

El crecimiento de la deuda en el período 1972/1976 fue del 13,7% anual acumulativo 5/. Las exportaciones de bienes y servicios crecieron a una tasa de aproximadamente 18,7%, por lo que la deuda a exportaciones declinó levemente en 1976 respecto de 1972.

La deuda del sector público representaba en diciembre de 1976 el 68,3% de la deuda total y el 62,7% de la deuda efectiva, lo que implica un fuerte aumento de la participación en relación a la situación del período 1972/1975, durante el cual la deuda pública representaba alredor del 56% del total de la deuda externa.

La estructura de la deuda por acreedor (Cuadro N<sup>o</sup> 2) muestra que una parte significativa de la deuda total es de naturaleza comercial, es decir, no sujeta a términos concesionarios ya que un 81,4% de la deuda fue tomado de bancos, firmas privadas y tenedores privados de títulos. Este porcentaje es inferior para el sector público, quien hacia setiembre de 1976 había tomado el 29% de su deuda en organismos internacionales e instituciones oficiales.

CUADRO N° 1

DEUDA EXTERNA ARGENTINA: PRINCIPALES INDICADORES

(En millones de dólares, salvo cuando se expresa lo contrario)

	1972	1973	1974	1975	1976	Marzo 1977
Deuda Total .....	5.788	6.233	7.968	9.149	9.738	9.699
Sector Público .....	3.089	3.426	4.558	5.295	6.648	6.777
Menos de 180 días .....	(162)	(243)	(379)	(717)	(675)	(675)
Más de 180 días .....	(2.927)	(3.163)	(4.179)	(4.578)	(5.973)	(6.102)
Sector Privado .....	2.699	2.807	3.410	3.854	3.090	2.922
Menos de 180 días .....	(930)	(1.230)	(1.759)	(2.124)	(1.066)	761
Más de 180 días .....	(1.769)	(1.577)	(1.651)	(1.730)	(2.024)	2.161
Servicio de la deuda a más de 180 días .....		1.776	1.708	1.951	1.856	1.689
Sector Público .....	618	743	834	1.008	(1.086)	910
Sector Privado .....	...	1.033	874	943	(770)	779
Razones a exportaciones (3)						
Razón de la deuda a exportaciones .....	2.41	1.61	1.61	2.39	2.03	
Razón de la deuda pública a exportaciones .....	1,28	0,89	0,92	1,38	1,39	
Razón del servicio de la deuda a exportaciones .....	-	0,46	0,35	0,51	0,35	
Razón del servicio de la deuda pública a exportaciones .....						
Términos implícitos del monto de deuda	0,26	0,19	0,17	0,26	0,23	
Sector Público						
Vencimiento (años) (4) .....	5,5	5,5	7,1	6,7	5,9	6,1
Tasa de interés .....	7,7	8,8	8,3	7,6	8,0	7,6
Sector Privado						
Vencimiento (años) (4) .....	2,5	2,1	1,9	2,1	2,3	2,7
Tasa de interés .....	6,8	6,9	6,8	6,5	8,4	8,3
Tasa de interés, Mercado Eurodólar (LIBOR) .....	5,5	9,2	11,0	7,0	6,0	5,1

(1) Deuda efectivamente contraída, u\$s. 3.304 millones. (2) Deuda efectivamente contraída, u\$s. 4.514 millones. (3) Razones a exportaciones de bienes y servicios. (4) Vencimiento implícito a partir de la fecha indicada. (Datos a julio). (5) Deuda efectivamente contraída, u\$s. 4.653 millones. (6) Primer trimestre.

FUENTE: Las cifras del nivel absoluto de la deuda son provisionales y fueron suministradas por la Gerencia de Exterior del B.C.R.A. Las razones de deuda a exportaciones fueron elaboradas sobre la base de esas cifras y los de exportaciones de bienes y servicios suministradas por el Departamento de Cuentas Internacionales del B.C.R.A. Los términos de la deuda fueron calculados sobre la base de las estadísticas de deuda suministradas por la Gerencia de Exterior del B.C.R.A. Las tasas de interés del eurodólar se obtuvieron de varios números del International Financial Statistics.

CUADRO N° 2

ESTRUCTURA DE LA DEUDA ARGENTINA POR TIPO DE ACREEDOR 1/

Concepto	Pública		Privada		Total	
	En mill. u\$s.	En %	En mill. u\$s.	En %	En mill. u\$s.	En %
Org. internacionales ...	1.130	19,0	17	0,5	1.147	12,1
Instituciones oficiales	591	9,9	25	0,7	616	6,5
Bancos.....	2.149	36,2	1.241	35,0	3.390	35,7
Tenedores de títulos ...	508	8,6	-	-	508	5,4
Firmas privadas .....	1.563	26,3	2.258	63,8	3.821	40,3
<b>TOTAL:</b>	<b>5.941</b>	<b>100,0</b>	<b>3.541</b>	<b>100,0</b>	<b>9.482</b>	<b>100,0</b>

1/ A setiembre de 1976.

FUENTE: Para los niveles de deuda ídem Cuadro 1. El resto elaboración propia.

## II 1. Estimación de plazos de vencimiento y tasas de interés

Para analizar el cambio en los términos de la deuda se recurrió a la estimación de plazos de vencimiento y tasas de interés, a partir de la información existente sobre servicios de la deuda 6/ (Ver Cuadro N° 3).

Los plazos de vencimiento promedio del stock de deuda del sector público, que habían aumentado entre 1972 y 1974, disminuyen en 1975 y 1976, reflejando el deterioro de la situación económica y financiera argentina, que dificultó el acceso a los mercados de capitales externos, y el acortamiento general de los plazos que se observó en los mercados financieros internacionales.

CUADRO N° 3

DEUDA EXTERNA ARGENTINA: VENCIMIENTO Y TASA DE INTERES PROMEDIO (1)

	D e u d a T o t a l																
	1972			1973			1974			1975			1976			Marzo 1977	
	Vto. (2)	Interés (3)		Vto. (2)	Interés (3)		Vto. (2)	Interés (3)		Vto. (2)	Interés (3)		Vto. (2)	Interés (3)	Vto. (2)	Interés (3)	
<b>Sector Público</b>																	
Total .....	5,5	7,7		5,5	8,8		7,1	8,3		6,7	7,6		5,9	8,0	6,1	7,6	
Más de 180 días .....	5,9	7,6		5,9	8,8		7,5	8,6		7,6	7,7		6,5	8,0	6,7	7,7	
<b>Servicios Gubernamentales</b>																	
Total .....	4,9	8,0		5,1	9,2		7,9	8,4		7,6	7,7		6,5	8,1	6,5	7,7	
Más de 180 días .....	4,9	8,1		5,1	9,3		8,1	8,3		7,7	7,7		6,7	8,1	6,5	7,7	
<b>Empresas</b>																	
Total .....	4,9	9,6		5,1	10,1		5,7	8,5		5,9	7,5		6,1	6,7	6,5	6,5	
Más de 180 días .....	5,5	9,6		5,9	10,5		6,7	8,9		7,2	8,0		8,2	6,7	8,3	6,6	
<b>Sociedades</b>																	
Total .....	10,9	6,8		9,5	7,4		9,1	8,2		8,1	7,7		7,3	8,3	7,3	8,0	
Más de 180 días .....	11,9	6,8		11,1	7,4		10,5	8,2		9,4	7,8		8,3	8,2	8,5	7,9	
<b>Bancos Oficiales</b>																	
Total .....	4,3	2,6		3,3	7,3		2,3	9,2		3,0	7,0		4,7	7,2	4,9	7,1	
Más de 180 días .....	4,5	2,6		3,3	7,3		2,3	9,2		4,0	6,8		4,7	7,2	4,9	7,1	
<b>Banco Central</b>																	
Total .....	4,3	1,7		3,1	7,4		1,9	10,3		2,7	6,6		4,7	7,0	4,7	7,0	
Más de 180 días .....	4,3	1,7		3,1	7,4		1,9	10,3		3,4	6,8		4,7	7,0	4,7	7,0	
<b>Sector Privado (Total)</b> .....	2,5	6,8		2,1	6,9		1,9	6,8		2,1	6,5		2,3	8,4	2,7	8,3	
Importaciones (Total) .....	1,9	7,4		2,3	6,3		1,7	6,0		2,3	7,0		2,5	8,6	2,7	8,5	
Préstamos (Total) .....	2,3	6,8		2,1	7,5		2,1	8,9		1,9	6,8		2,1	9,5	2,3	9,5	
Otras Obligaciones (Total) .....	4,5	6,6		1,9	5,7		1,7	4,4		4,3	2,3		3,1	3,7	3,9	4,5	

(1) El vencimiento promedio se define a partir del período y no del momento de contratación de la deuda. (2) Vencimiento en años. (3) Tasa de interés, en porcentaje.

FUENTE: Elaboración propia sobre la base de datos suministrados por la Gerencia de Exterior, del B.C.R.A.

La tasa de interés promedio de la deuda pública aumentó hasta 1973 y comenzó a reducirse a partir de ese momento. En general, puede afirmarse que la tasa de interés de la deuda argentina se mueve relacionada con las tasas de interés de los mercados financieros internacionales, ya sea medida por la tasa LIBOR o "Prime lending rate". Estas tasas aumentaron hasta 1974 y luego experimentaron una fuerte caída. Las variaciones en las tasas de interés de la deuda argentina que aquí se presentan son menos pronunciadas que las de los mercados internacionales, en virtud de que incluye deuda tomada en distintos momentos del tiempo a distintas tasas, mientras que las tasas de los mercados internacionales corresponden a nuevas contrataciones. Además, la comparación se ve afectada porque las tasas de interés no son independientes de los plazos. Estos hechos impiden extraer conclusiones acerca de la discrepancia entre las tasas de interés de los mercados internacionales y de los créditos recibidos por Argentina a lo largo del tiempo, lo que, como quedó expresado anteriormente, podría ser utilizado como indicador de restricciones en la oferta externa de créditos.

En el sector privado, solo se observa una ampliación de los plazos de vencimiento hacia fines del período considerado, juntamente con un aumento en las tasas de interés. 7/

## II 2. Servicio de la deuda.

El servicio de la deuda a más de 180 días representaba en 1976 el 35% de las exportaciones de bienes y servicios de ese año, mientras que el servicio de la deuda pública era el 23% de esas exportaciones. Para 1977 se estima que la proporción se mantiene para el agregado mientras se espera una caída para el sector público, como consecuencia de la refinanciación de la deuda que se realizó a fines del año anterior. Por la misma razón se prevé un aumento de los servicios de la deuda pública en 1978 y

1980, con respecto a los servicios de los años inmediatos anteriores. Si se excluyeran los pagos a realizar por las autoridades monetarias, se observaría una paulatina declinación de los servicios de la deuda a partir de 1977. 8/

Por otro lado, es evidente que a los servicios de la deuda a más de 180 días deben agregarse los servicios a menos de 180 días para establecer el total de los servicios. Sin embargo, debido a que gran parte de los préstamos a menos de 180 días, especialmente los que se relacionan con importaciones, se pueden considerar como de renovación casi automática, su exclusión no afecta mayormente las conclusiones que puedan derivarse de las cifras anteriores del servicio de la deuda. 9/

### III. DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PRIVADO

La deuda del sector privado representó en diciembre de 1976 el 79% de las exportaciones de bienes de ese año, y en marzo de 1977, el 66% de las exportaciones entre abril de 1976 y marzo de 1977. Ambas cifras representan los valores más bajos observados en el período considerado, lo que muestra una tasa de crecimiento de la deuda entre puntas significativamente inferiores a la tasa de crecimiento de las exportaciones. Sin embargo, la comparación entre puntas oculta los cambios ocurridos durante el período y que pueden ser apreciados en el Cuadro N<sup>o</sup>5.

Para comprender cabalmente la evolución de la deuda del sector privado resulta conveniente considerar separadamente el comportamiento de sus dos componentes principales, deuda por importaciones y deuda por préstamos, que representan en conjunto alrededor del 90% de la deuda privada.

#### III 1. Deuda por importaciones del sector privado

Desde un punto de vista teórico la deuda privada por

CUADRO N° 4

SERVICIO DE LA DEUDA A MAS DE 180 DIAS  
(En millones de dólares)

	Servicio de la deuda pública		Servicio de la deuda privada			Razón del servicio de la deuda pública a exportaciones	Razón del servicio de la deuda total a exportaciones
	Amortización	Interés	Total	Amortización	Interés		
1972 (1)	470	148	618			0,26	
1973 (1)	573	170	743	943	90	1.033(3)	0,19
1974 (1)	601	233	834	799	75	874(3)	0,17
1975 (1)	717	291	1.008	851	92	943(3)	0,27
1976 (1)	820	261	1.081	538	77	615	0,23
1977 (1)	788	298	1.086	675	95	770	
1978 (2)	1.091	308	1.399	247	57	304	
1979 (2)	858	241	1.099	209	42	251	
1980 (2)	934	187	1.121	125	24	149	
1981 (2)	642	139	781	84	16	100	
1982 (2)	406	122	528	151	27	178	
1983 (2) (4)	1.254	312	1.566	533	31	564	

(1) Pagos estimados al fin del período inmediatamente anterior. (2) Pagos proyectados al 31.12.76 para el sector público. (3) Excluye solamente operaciones de pase. (4) Incluye vencimientos posteriores en la deuda pública y sin vencimiento fijo en la privada.

FUENTE: Idem Cuadro N° 3.

CUADRO N° 5

DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PRIVADO

(En millones de dólares)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977 Marzo
Por concepto y plazo .....	2.699	2.807	3.410	3.854	3.090	2.922
Importaciones .....	990	1.263	1.848	1.441	1.182	1.170
Menos de 180 días .....	(353)	(581)	(1.088)	(508)	(534)	(483)
Más de 180 días .....	(637)	(682)	(760)	(933)	(648)	(687)
Préstamos .....	1.360	1.278	1.216	1.955	1.454	1.275
Menos de 180 días .....	(1) (577)	(1) (517)	(1) (492)	(1)(1.395)	(1) (533)	(1) (278)
Más de 180 días .....	(783)	(761)	(724)	(560)	(921)	(997)
Otras obligaciones financieras (2) ..	349	266	346	458	454	477
Menos de 180 días .....		(132)	(179)	(221)	(3) (240)	(3) (269)
Más de 180 días .....	(349)	(134)	(167)	(237)	(214)	(208)
Por plazo .....	2.699	2.807	3.410	3.854	3.090	2.922
Menos de 180 días .....	930	1.230	1.759	2.124	1.307	1.030
Más de 180 días .....	1.769	1.577	1.651	1.730	1.783	1.892
(Sin vencimiento fijo) .....	(315)	(404)	(558)	(591)	(533)	(581)

(1) Incluye solamente operaciones de pase. (2) Incluye obligaciones por utilidades, dividendos y regalías. (3) Operaciones sin vencimiento fijo.

FUENTE: Datos suministrados por la Gerencia de Exterior del B.C.R.A.

importaciones es un reflejo de la evolución de las importaciones totales, su composición entre importaciones corrientes e importaciones de bienes de capital, y la oferta y demanda de financiamiento externo.

La variación de las importaciones totales, caeteris paribus, afectarán positivamente el nivel de endeudamiento. En cambio, cuanto mayor sea el componente de bienes corrientes, para un dado nivel de las importaciones totales, cabe esperar un menor nivel de deuda ya que, en general, los plazos de los créditos para importar bienes de capital son más extensos que los de los créditos para importar bienes corrientes.

Por su parte, para un nivel dado y composición de las importaciones, la demanda de crédito para financiar esas importaciones dependerá del costo del financiamiento interno en relación con el costo del financiamiento externo debidamente ajustados por elementos de riesgo, y la existencia de normas legales que exigen la obtención de crédito del exterior. La oferta de crédito externo dependerá de la tasa de interés externa, que incorporará en cada caso el riesgo de insolvencia del demandante y los riesgos inherentes a la situación del país (Creditworthiness).

Para analizar la evolución de la deuda privada por importaciones de la Argentina, resulta adecuado relacionarla con la evolución de las importaciones teniendo en cuenta los argumentos antes señalados y, particularmente, el que durante el período existían normas legales que obligaban a los importadores a tomar créditos del exterior. Algunas de estas relaciones se presentan en el Cuadro N° 6.

Si bien resulta difícil extraer conclusiones definitivas en virtud de que existen deficiencias en la información estadística, creemos que las cifras permiten comprobar dos puntos. En primer lugar, la caída en el nivel de deuda por importaciones en 1975 se debe fundamental-

CUADRO N° 6

DEUDA PRIVADA POR IMPORTACIONES E IMPORTACIONES

	1972	1973	1974	1975	1976	1977 Marzo
1) Deuda privada por importaciones (1) .....	990	1.158	1.862	1.586	1.325	1.314
2) Deuda privada por importaciones de bienes de capital .....		499	554	588	558	587
3) Deuda privada por importaciones de bienes corrientes .....		659	1.308	998	767	727
4) Importaciones totales .....	1.905	2.230	3.635	3.946	3.033	3.285(2)
5) Importaciones sector privado .....	1.468	1.470	2.583	2.578	1.871	
6) Importaciones sector privado bienes corrientes .....	1.217	1.264	2.320	2.196	1.581	
7) Importaciones sector privado bienes de capital .....	251	205	264	382	290	
8) Importaciones sector privado bienes corrientes de los 6 meses anteriores .....		692	1.484	1.019	913	
(1)/(4) .....	0,52	0,52	0,51	0,40	0,44	0,40
(1)/(5) .....	0,67	0,78	0,72	0,62	0,71	
(3)/(4) .....	0,30	0,30	0,36	0,25	0,25	0,22
(3)/(5) .....	0,45	0,45	0,51	0,39	0,41	
(3)/(6) .....	0,52	0,52	0,56	0,45	0,49	
(3)/(8) .....	0,95	0,95	0,88	0,98	0,84	

(1) Se obtuvo como suma de las filas (2) y (3). No siempre coincide con los datos del cuadro N° 5 puesto que en este último, parte de la deuda por importaciones se encuentra incorporada en otras obligaciones. (2) Abril 1976/Marzo 1977. Este último mes con cifras estimadas.

FUENTE: Las cifras de deuda fueron suministradas por la Gerencia de Exterior del B.C.R.A. Los datos de Importaciones se obtuvieron del Departamento de Cuentas Internacionales del B.C.R.A.

mente a la caída en las importaciones corrientes ocurrida en el segundo semestre de ese año respecto de igual semestre del año anterior. (Véase la relación (3)/(8)). En efecto, si bien todas las relaciones entre deuda por importaciones e importaciones caen comparando 1975 con 1974 10/, ello no ocurre al comparar la deuda por importaciones corrientes, con las importaciones corrientes de los seis meses anteriores. Considerando que durante 1974 y 1975 regía la obligación de financiar importaciones corrientes por un plazo de seis meses, no deben esperarse cambios significativos en la relación (3)/(8) entre fines de 1974 y fines de 1975.

La implementación de la obligación de obtener financiamiento externo para las importaciones hace pensar que en su ausencia se hubiera observado una caída en el nivel de endeudamiento.

Para analizar cuál hubiera sido la fuente de financiamiento de las importaciones en caso de que el importador tuviera la opción de pagar al contado u obtener financiamiento externo, se debe tomar en cuenta el costo del financiamiento externo más barato (con seguro de cambio o sin él), en relación al costo del financiamiento interno y elementos de riesgo e incertidumbre que afectan la selección de la fuente de financiamiento 11/.

Desde mediados de 1973 hasta fines de 1974, el financiamiento externo sin seguro de cambio ha sido la mejor alternativa de financiamiento externo, calculada ex post, para plazos de 180 días (importaciones corrientes). Ello se debió fundamentalmente a que hasta mediados de 1975 la tasa de variación del tipo de cambio fue prácticamente nula.

A partir de 1975 el endeudamiento externo con seguro de cambio se convirtió en mejor alternativa de financiamiento que el endeudamiento sin seguro de cambio, a pesar de que a partir de junio de 1975 se estableció la obligatoriedad de tomar seguro de cambio para financiar importaciones corrientes mediante un depósito del 100% del equivalente en moneda nacional del valor FOB de la mercadería a importar.

Comparando el costo del financiamiento interno con la mejor opción del financiamiento externo, se observa que, en general, el costo del crédito interno fue inferior al externo, diferencia que se acentúa entre mediados de 1975 y mediados de 1976. Ello hace pensar que, en ausencia de la obligación de financiar las importaciones corrientes en el exterior, se habría producido una importante caída en el nivel de endeudamiento privado por importaciones, solo atemperado por las limitaciones en la oferta de crédito interno que elevaba significativamente el costo marginal del endeudamiento interno.

En segundo lugar, a partir de mediados de 1976 se produce una caída en la deuda externa privada por importaciones a una tasa significativamente superior a la de las importaciones de los seis meses anteriores a las fechas consideradas. Ello implica que hacia fines de 1976 y comienzos de 1977 el sector privado tomaba una menor deuda sobre sus importaciones o, en otros términos, que demandaba menor crédito externo por dólar importado (Véase las relaciones (3)/(8) y (3)/(4)). Este hecho fue posible por la reducción en el porcentaje de las importaciones que, por decisión de las autoridades monetarias, debía financiarse en el exterior.

Parece razonable pensar que, ante una reducción en las obligaciones de financiamiento externo de las importaciones, los importadores reaccionarán modificando la relación entre el endeudamiento externo y el interno, tomando en cuenta los costos relativos de los créditos externos e internos y elementos de riesgo e incertidumbre. Es probable que, en una primera instancia, especialmente si los porcentajes de financiamiento externo obligatorio son altos, los elementos de riesgo e incertidumbre adquieren mayor peso en la búsqueda, por parte de los importadores, de un cierto equilibrio entre el endeudamiento externo e interno. Ello favorecerá el aumento del endeudamiento interno. A medida que se reduce el porcentaje de deuda externa respecto de deuda total, adquirirá mayor relevancia la diferencia en los costos de ambas fuentes de endeudamiento.

Por ello pensamos que la caída observada en la deuda externa por importaciones a partir de mediados de 1976 se debe fundamentalmente a la reducción en la proporción del valor de las importaciones que legalmente deben financiarse en el exterior.

Las políticas seguidas a partir de mediados de 1976 en materia de tasas de interés y tipos de cambio que no generan diferencias significativas entre los costos del endeudamiento externo e interno y desalentaron expectativas de cambio en el tipo de cambio en el corto plazo, deben operar como freno de la caída en la relación de endeudamiento externo a endeudamiento interno. 12/

### **III 2. Deuda externa del sector privado por préstamos**

La demanda de créditos financieros externos depende positivamente del rendimiento esperado del uso de los fondos y de la diferencia entre los costos del crédito interno y externo. Desde un punto de vista empírico resulta importante establecer la elasticidad de la demanda de créditos externos ante cambios en la diferencia de costo para determinar cuáles van a ser los efectos del uso de algunos instrumentos de política económica sobre la composición del endeudamiento privado.

En virtud de que no existe información suficiente, resulta imposible determinar cuantitativamente cuál es el valor de la elasticidad de la demanda de crédito privado externo de la Argentina respecto de la diferencia entre costo del endeudamiento externo e interno. Sin embargo, creemos que algunos comentarios sobre la experiencia de los últimos años pueden aportar elementos de juicio para una evaluación cualitativa de la respuesta de la demanda de créditos externos ante cambios en los costos.

La deuda externa privada por préstamos creció fuertemente en 1975, se mantuvo en niveles relativamente al-

tos hasta mediados del año siguiente y luego comenzó a declinar, hasta alcanzar, en marzo de 1977, valores similares a los de fines de 1973. (Véase Cuadro N<sup>o</sup> 7).

De los datos presentados en ese cuadro puede inferirse además que el crecimiento de la deuda externa por préstamos durante 1975 se debe fundamentalmente al amento considerable de las operaciones de pase que fueron incentivadas por el alto rendimiento que podía esperarse del endeudamiento externo con seguro de cambio. Ello fue consecuencia de que las primas por seguro de cambio se mantuvieran en valores significativamente inferiores a la diferencia entre las tasas de rendimiento intérno de la inversión en activos financieros y reales, y las tasas de interés externas.

Pero, como se expresó anteriormente, la demanda de endeudamiento externo no es sólo función de la tasa de retorno esperado de dicho endeudamiento, sino también de la diferencia entre los costos del endeudamiento externo e interno. Durante 1975 y hasta comienzos de 1976 el costo del endeudamiento interno aumentó significativamente respecto del costo del endeudamiento externo con seguro de cambio 13/, producto de las altas tasas de inflación que generaron un aumento en las tasas de interés internas no minales y una reducción en la oferta de crédito.

El aumento de la prima por seguro de cambio, y la caída de la tasa de inflación, a partir de mediados de 1976, implicaron un aumento del costo del crédito externo con seguro de cambio y una disminución de los beneficios derivables de esta forma de endeudamiento externo. Ello explica la fuerte caída en el endeudamiento privado por préstamos con seguro de cambio que se observa a partir de setiembre de 1976.

Los préstamos sin seguro de cambio descendieron, especialmente a partir de 1975, hasta mediados de 1976, cuando los costos de esta forma de endeudamiento externo se hace significativamente superior al de endeudamiento con seguro de cambio como consecuencia de las sucesivas devaluaciones que se producen en ese lapso. 14/

CUADRO N° 7

DEUDA EXTERNA PRIVADA POR PRESTAMOS

(En millones de dólares)

	1972	1973	1974	1975	1 9 7 6			1977	
					Mayo	Junio	Setiembre		Diciembre
Hasta 180 días (1) .....	577	517	492	1.395	1.334	1.387	1.071	533	278
Más de 180 días .....	783	761	724	560	500	548	650	921	997
Total .....	1.360	1.278	1.216	1.955	1.834	1.935	1.721	1.454	1.275

(1) - Incluye únicamente operaciones de pase.

FUENTE: Construido sobre la base de los datos suministrados por la Gerencia de Exterior del B.C.R.A.

Ello generó una transferencia de deuda sin seguro a deuda con seguro, aunque de magnitudes inferiores a las que podrían esperarse teniendo en cuenta las diferencias de costos entre estas formas de endeudamiento y los alicientes que existían para el ingreso de pases. La existencia de limitaciones para cancelar deudas antes de la fecha vencimiento podía explicar, al menos parcialmente, la persistencia de un volumen significativo de deuda sin seguro de cambio. Otro factor que explicaría este fenómeno, aunque en menor medida, es el hecho de que algunos préstamos, aunque declarados a corto plazo, pueden ser en realidad radicaciones de capitales que las firmas no están dispuestas a utilizar con fines especulativos de corto plazo. 15/

Las políticas seguidas a partir de mediados de 1976, de liberación de las tasas de interés y de cambios en el tipo de cambio acompañando los movimientos que se registran en los precios internos, de manera tal que no existan diferencias significativas entre los costos del endeudamiento interno y externo sin seguro de cambio, juntamente con la reducción de incentivos a las operaciones de pase, explican el aumento observado en el endeudamiento externo sin seguro de cambio a partir de mediados de 1976.

En resumen, sobre la base de la información disponible se puede inferir que la deuda externa privada por préstamos solo se vio afectada significativamente durante 1975 y mediados de 1976, mientras el costo del crédito externo con seguro de cambio se mantuvo significativamente por debajo de los rendimientos que podrían esperarse del uso de ese crédito, el costo del crédito interno era relativamente más alto, y existían limitaciones a la disponibilidad de financiamiento interno.

### III 3. Términos de la deuda privada

No existe buena información para establecer feha-

cientemente cuáles son los términos de la deuda del sector privado, en materia de plazos, períodos de gracia y tasas de interés. Sin embargo, sobre la base de información fragmentaria disponible se podría inferir que los plazos de vencimientos originales de la deuda privada son relativamente cortos. Por ejemplo, en setiembre de 1976, el 65% de la deuda privada era a menos de un año y el 76% a menos de cinco años.

Los resultados de una estimación del vencimiento promedio y de las tasas de interés del stock de la deuda privada se encuentran resumidos en el Cuadro N<sup>o</sup> 8. Con respecto a los valores de las tasas de interés, debe hacerse notar que los compromisos de pagos de la deuda por importaciones y por otras obligaciones se encuentran afectados por el hecho de que frecuentemente se pactan sin un interés explícito, estando incluido en el monto global. Esto es fundamentalmente aplicable a importaciones corrientes con financiamiento a corto plazo, y a otras obligaciones que aparecen como consecuencia de restricciones en las remesas al exterior. Por estas razones el valor más indicativo sobre tasas de interés pagadas por el sector privado es el de los préstamos. 16/

Observando los valores de las tasas de interés de préstamos externos se puede afirmar que éstas se mueven en el mismo sentido que las tasas de interés de los mercados internacionales, medidas, por ejemplo, por la tasa del eurodólar 17/. Solo hacia fines del período se aprecia una fuerte suba de las tasas de la deuda argentina sin que ello se corresponda con aumentos en aquellas tasas. Este fenómeno resulta difícil de explicar, en virtud de que la mayor diferencial entre las tasas de los mercados internacionales y la tasa de préstamos a Argentina se produce en momentos en que el país tiende desde el punto de vista de los acreedores, a mejorar su situación en cuanto al grado de solvencia (Creditworthiness). 18/.

Las tasas de interés por préstamos para financiar

CUADRO N° 8

TERMINOS DE LA DEUDA PRIVADA

	1972 Diciembre	1973 Diciembre	1974 Diciembre	1975 Diciembre	1976 Diciembre	1977 Marzo
a) Tasa de interés (En %)						
Por importación .....	7,4	6,3	6,0	7,0	8,6	8,5
Por préstamos .....	6,8	7,5	8,9	6,8	9,5	9,5
Por otras obligaciones .....	6,6	5,7	4,4	2,3	3,7	4,5
LIBOR .....	5,5	9,2	11,0	7,0	5,6	5,1(2)
b) Vencimiento promedio (En años) (1)						
Por importación .....	1,9	2,3	1,7	2,3	2,5	2,7
Por préstamos .....	2,3	2,1	2,1	1,9	2,1	2,3
Por otras obligaciones .....	4,5	1,9	1,7	4,3	3,1	2,9

(1) Vencimiento a partir del año considerado y no del momento de contratación. (2) Promedio de los tres primeros meses de 1977.

FUENTE: Ver Cuadros Nros. 1 y 3.

importaciones también experimenta un aumento hacia fines del período considerado. Ello, sin embargo, puede ser consecuencia de la mayor incidencia que tienen las importaciones de bienes de capital en el total de importaciones, lo que hace aumentar los montos de intereses pagados, (que se encuentran explícitos en mayor medida) y, en consecuencia, de acuerdo con la metodología aquí empleada, se obtendrá una estimación más alta de la tasa de interés.

Los plazos de la deuda privada no han experimentado fuertes variaciones a lo largo del período, con excepción de diciembre de 1976 y marzo de 1977, en donde se observa un aumento de los plazos de la deuda por importaciones, explicable también por la mayor incidencia de la deuda por importaciones de bienes de capital, con plazos de financiación más extensos, el total de la deuda por importaciones. Los vencimientos promedios de la deuda por préstamos fluctúa en alrededor de dos años de plazo.

#### III 4. Deuda privada por tipo de acreedor

No se tiene información completa acerca de la deuda privada por tipo de acreedor, aun cuando puede afirmarse que la deuda del sector privado se distribuye prácticamente en su totalidad entre bancos y firmas privadas. Los principales países acreedores de la deuda del sector privado, (Cuadro N° 9) eran en marzo de 1977 los EE.UU. (34,7% del total de la deuda), el Reino Unido (10,0%), la República Federal de Alemania (9%), Suiza (9,5%), Italia (8,1%), Panamá (4,1%) y Francia (2,6%). El monto debido a estos países representa aproximadamente las 3/4 partes del total de la deuda privada. La deuda a organismos internacionales representaba menos del 2% de la deuda privada a fines del año 1976. Puede observarse además que no se han producido cambios significativos en las participaciones de los países acreedores a lo largo del período.

La estructura de la deuda por países acreedores presenta marcadas diferencias con la composición de las im-

CUADRO N° 9

DEUDA PRIVADA EXTERNA ARGENTINA (FOR ACREEDOR)

	1973		1974		1975		1976		1977 marzo	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Total .....	2.675	100,0	3.230	100,0	3.717	100,0	2.948	100,0	2.755	100,0
Organismos Internacionales .....	33	1,2	29	0,9	31	0,8	40	1,4	40	1,5
BID .....	17	0,6	16	0,5	17	0,5	17	0,6	17	0,6
CFI .....	16	0,6	13	0,4	14	0,5	23	0,8	23	0,9
Países (3) .....	2.642	98,8	3.201	99,1	3.686	99,2	2.908	98,6	2.715	98,5
EE.UU. ....	970	36,3	1.031	31,9	1.299	34,9	1.016	34,5	956	34,7
Reino Unido .....	264	9,9	359	11,1	463	12,5	344	11,7	276	10,0
Suiza .....	266	9,9	331	10,2	297	8,0	282	9,6	261	9,5
Rep. Fed. de Alemania .....	211	7,9	339	10,5	334	9,0	267	9,1	247	9,0
Italia .....	232	8,7	239	7,4	226	6,1	227	7,7	222	8,1
Panamá .....	66	2,5	64	2,0	161	4,3	98	3,3	114	4,1
Francia .....	72	2,7	102	3,2	134	3,6	94	3,2	73	2,6
España .....	47	1,8	69	2,1	65	1,7	59	2,0	61	2,2
Bélgica .....	28	1,0	35	1,1	54	1,5	40	1,4	s/i	
Canadá .....	27	1,0	43	1,3	53	1,4	48	1,6	45	1,6
Países Bajos .....	44	1,6	53	1,6	47	1,3	31	1,1	37	1,3
Japón .....	113	4,2	93	2,9	62	1,7	31	1,1	34	1,2
Suecia .....	23	0,9	24	0,7	35	0,9	49	1,7	s/i	
Otros países .....	279	10,4	419	13,0	456	12,3	322	10,4	323	11,7

(1) En millones de dólares. (2) En porcentaje del total. (3) Excluido dividendos, regalías y utilidades.

FUENTE: Idem Cuadro N° 2.

portaciones argentinas por países de origen, reflejando el papel desempeñado por los centros financieros internacionales en la intermediación de los flujos financieros. Estados Unidos, Suiza, el Reino Unido y Panamá son los países donde se observa la mayor discrepancia entre su participación como acreedores de la deuda y como origen de las importaciones argentinas.

#### IV. LA DEUDA DEL SECTOR PUBLICO

##### IV 1. Aspectos generales

A fines de 1976 la deuda pública total ascendía a 6.648 millones de dólares, o sea 16 meses de exportaciones de bienes y servicios de ese año, mientras que la deuda efectivamente contraída ascendía a 5.189 millones de dólares, equivalente a 13 meses de exportaciones de ese año. (Ver Cuadros Nros. 10 y 11)

Resulta difícil determinar cuál ha sido la tasa de crecimiento de la deuda pública total entre 1972 y 1976, debido a la falta de información adecuada. Un fenómeno saliente de las series es la discontinuidad que existe en la deuda total entre 1973 y 1974, también presente en las series de deuda por importaciones, de deuda no compensatoria y deuda a más de 180 días.

Esa discontinuidad parece deberse fundamentalmente al fuerte aumento de compromisos de endeudamiento, de magnitud similar a la diferencia entre la deuda total y la deuda efectiva de 1975, cuyo desembolso se produce en los años siguientes. Teniendo en cuenta este hecho se podrían realizar dos estimaciones de tasa de crecimiento de la deuda externa del sector público. La primera, para la deuda pública total, sobre la base de los datos tales cuales se presentan en la serie correspondiente. La segunda para la deuda pública efectiva, comparando los valores de la deuda total de 1972 y 1973 con la de la deuda efectiva que se encuentran disponibles a partir de 1975. Obviamente esta última estimación supone que en

CUADRO N° 10

DEUDA PUBLICA EXTERNA ARGENTINA (Total) (1)  
(En millones de dólares)

	1972	1973	1974	1975	1976	Marzo 1977
Por deudor .....	3.089	3.426	4.558	5.295	6.648	6.777
Administración central .....	940	818	1.026	1.001	1.295	1.311
Organismos descentralizados .....	278	312	534	586	590	714
Gobiernos provinciales .....	65	55	47	57	51	49
Gobiernos municipales .....	8	7	14	14	9	9
Empresas del Estado .....	762	861	1.190	1.355	1.559	1.596
Sociedades con participación del Estado ..	585	761	1.329	1.520	1.544	1.555
Banco Central .....	359	550	362	705	1.547	1.492
Otros bancos oficiales .....	92	62	56	57	53	51
Por tipo de deuda .....	3.089	3.426	4.558	5.295	6.648	6.777
Financiamiento no compensatorio .....	2.510	2.611	3.925	4.356	4.631	4.799
Financiamiento compensatorio .....	579	815	633	939	2.017	1.978
Banco Central .....	(359)	(550)	(362)	(705)	(1.547)	(1.492)
Tesorería Gral. de la Nación .....	(220)	(265)	(271)	(234)	(470)	(486)
Por plazo .....	3.089	3.426	4.558	5.295	6.648	6.777
Financiamiento a menos de 180 días .....	162	243	379	717	675	675
Financiamiento a más de 180 días .....	2.927	3.183	4.179	4.578	5.973	6.102
Por concepto .....	3.089	3.426	4.558	5.295	6.648	6.777
Importaciones .....	873	912	1.948	2.352	2.703	2.646
Préstamos .....	2.128	2.430	2.523	2.863	3.896	4.083
Otras obligaciones financieras .....	88	84	87	80	49	48

(1) - Neto de utilización del tramo de oro, FMI.

FUENTE: Datos provisionales suministrados por la Gerencia de Exterior del B.C.R.A.

CUADRO N° 11

DEUDA PUBLICA EXTERNA ARGENTINA  
(Efectivamente contraída)  
(En millones de dólares)

	1975 Diciembre	1976 Diciembre	1977 Marzo
Por deudor .....	4.021	5.189	5.328
Administración central .....	733	991	1.089
Organismos descentralizados	384	390	457
Gobiernos provinciales .....	45	36	35
Gobiernos municipales .....	6	9	8
Empresas del Estado .....	921	1.047	1.073
Sociedades con participación del Estado .....	1.170	1.117	1.123
Banco Central (1) .....	705	1.547	1.492
Otros bancos oficiales .....	57	52	51
Por tipo de deuda (1) .....	4.021	5.189	5.328
Financiamiento no compensato rio .....	3.082	3.172	3.350
Financiamiento compensatorio	939	2.017	1.978
Banco Central .....	(705)	(1.547)	(1.492)
Tesorería General de la Na- ción .....	(234)	(470)	(486)
Por plazo (1) .....	4.021	5.189	5.328
Financiamiento a menos de 180 días .....	717	675	675
Financiamiento a más de 180 días .....	3.304	4.514	4.653
Por concepto (1) .....	4.021	5.189	5.328
Importaciones .....	1.078	1.244	1.197
Préstamos .....	2.863	3.896	4.083
Otras obligaciones financie- ras .....	80	49	48

(1) - Neto de utilización del tramo de oro, FMI.

FUENTE: Idem Cuadro N° 10.

1972 y 1973 los valores de la deuda efectiva no eran significativamente diferentes de los de la deuda total 19/. Calculadas sobre esta base las tasas de crecimiento anuales, serían 21,1% para la deuda total y 13,8% para la deuda efectiva. 20/

La deuda del sector público a fines de 1976 tenía un vencimiento promedio de 5,9 años (4,9 si se toma exclusivamente la deuda efectivamente contraída), mientras que el interés promedio era de 8,0% (8,8% para la deuda efectiva). (Ver Cuadros Nros. 3 y 12)

Al estudiar los cambios en los términos promedio de la deuda pública puede observarse un acortamiento en los plazos desde 1974, mientras que la tasa de interés promedio sigue, en general, los cambios en las tasas de los mercados internacionales.

#### **IV 2. Deuda del sector público por tipo de financiamiento**

La deuda compensatoria del sector público ha crecido en forma significativamente más rápida que la deuda no compensatoria. Ello reflejó la decisión de las autoridades económicas que asumieron el poder en marzo de 1976 de obtener fondos externos para afrontar los compromisos inmediatos de pagos, refinanciar la deuda y reconstituir reservas, que habían sido reducidas a un mínimo por los significativos desequilibrios que experimentó la cuenta corriente del balance de pagos desde fines de 1974.

La deuda compensatoria, definida como la suma de la deuda del Banco Central (excluyendo los acuerdos bilaterales con ALALC), y la colocación de bonos externos, destinados a pagar deudas por remisión de utilidades y otros pagos al exterior, ascendían a fines de 1976 a 2.006 millones de dólares, lo que representaba el 30,2% y el 38% de la deuda total y efectiva del sector público respectivamente.

CUADRO N° 12

DEUDA EFECTIVA DEL SECTOR PUBLICO: VENCIMIENTO Y TASA DE INTERES PROMEDIO

	1 9 7 5		1 9 7 6				1 9 7 7	
	Vto.	Tasa de interés	Julio		Diciembre		Marzo	
			Vto.	Tasa de interés	Vto.	Tasa de interés	Vto.	Tasa de interés
<b>SECTOR PUBLICO</b>								
Total .....	5,7	8,4	5,4	8,1	4,9	8,8	5,1	8,3
Más de 180 días .....	7,8	7,6	6,4	8,3	5,5	9,0	5,7	8,4
<b>SERVICIOS GUBERNAMENTALES</b>								
Total .....	6,5	8,8	6,4	8,0	5,5	8,9	5,5	8,3
Más de 180 días .....	6,6	8,8	6,4	8,2	5,7	8,9	5,5	9,0
<b>EMPRESAS</b>								
Total .....	4,6	9,2	4,6	8,4	3,9	9,0	4,5	8,1
Más de 180 días .....	6,7	9,6	7,2	8,9	6,1	9,5	6,5	8,5
<b>SOCIEDADES</b>								
Total .....	7,2	8,4	7,8	7,8	6,3	9,1	6,3	8,7
Más de 180 días .....	8,8	8,5	8,8	7,9	7,5	9,1	7,7	8,6
<b>BANCOS OFICIALES</b>								
Total .....	3,0	7,0	3,2	5,9	4,7	7,2	4,9	7,1
Más de 180 días .....	4,0	6,8	4,0	5,9	4,7	7,2	4,9	7,1
<b>BANCO CENTRAL</b>								
Total .....	2,7	6,6	3,0	6,0	4,7	7,0	4,7	7,0
Más de 180 días .....	3,4	6,8	3,8	5,4	4,7	7,0	4,7	7,0

FUENTE: Idem Cuadro 3.

La tasa de crecimiento de la deuda compensatoria calculada entre puntas fue de 36,4% anual acumulativo, para el período 1972-1976, mientras que en los dos últimos años alcanzó el 78,0% anual, como consecuencia de los desequilibrios del balance de pagos mencionados anteriormente.

Hacia marzo de 1977, la deuda compensatoria era similar al nivel de reserva internacional del Banco Central (Ver Cuadro N° 13). Ello implica un sensible mejoramiento de la relación existente a fines de 1975 y es consecuencia de los resultados de la cuenta corriente del Balance de Pagos registrado durante 1976 y comienzos de 1977, que permitieron una fuerte acumulación de reservas a pesar de la salida neta de capitales privados.

## CUADRO N° 13

## DEUDA COMPENSATORIA Y RESERVA

- En millones de dólares -

Concepto	1972	1973	1974	1975	1976	1977 1/
1. Deuda compensatoria .....	579	815	633	939	2.006	1.971
2. Reservas .....	529	1.412	1.341	618	1.772	2.010
1/2 .....	1,09	0,58	0,47	1,52	1,13	0,98

1/ Marzo.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de la Gerencia de Exterior del BCRA.

La deuda total no compensatoria creció entre 1972 y 1976 al 16,6% anual, (8,8% entre 1974 y 1976) mientras que la tasa de crecimiento de la deuda efectiva, calculada sobre la base de las consideraciones realizadas al comienzo de esta sección para el período 1972-1976, era del 6,1% anual (3,2% entre 1975 y 1976). Estas últimas representan tasas significativamente inferiores a las del crecimiento de las exportaciones.

#### IV 3: Deuda del sector público por tipo de deudor

A fines de 1976, los principales deudores del sector público (Ver Cuadro N<sup>o</sup> 14) eran las empresas del Estado, el Banco Central, las sociedades con participación del Estado y la Administración Central.

La estructura de la deuda por deudor en 1976 es significativamente distinta de la existente en los primeros años del período considerado, lo que indica tasas de crecimiento diferentes para los varios deudores. Los organismos que se endeudaron a tasas mayores durante el período 1972/1976 fueron: Banco Central (44,1% anual acumulativo entre puntas), sociedades con participación del Estado (27,4% para la deuda total a 17,5% para la deuda efectiva) organismos descentralizados (20,7% para la deuda total y 8,8% anual para la deuda efectiva) y empresas del Estado (19,6% para la deuda total y 8,3% para la deuda efectiva).

Los términos de la deuda son marcadamente distintos entre deudores. Así, por ejemplo, las sociedades con participación del Estado son las que presentan una deuda con vencimientos más prolongados, mientras que los plazos de vencimiento de la deuda del Banco Central y de los bancos oficiales son las más breves del sector público. (Véase Cuadros Nros. 3 y 12) 21/. Los plazos para la deuda del sector público en su conjunto se han acortado a partir de 1974, aunque nuevamente aquí esta tendencia no es uniforme para los distintos deudores, ya que en los ban-

CUADRO N° 14

ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA ARGENTINA POR DEUDOR  
(En porcentaje del total)

	Deuda total					Deuda efectiva (1)	
	1972	1973	1974	1975	1976	1975	1976
Administración central .....	30,4	23,9	22,5	18,9	19,5	18,2	19,1
Organismos descentralizados .....	9,0	9,1	11,7	11,1	8,9	9,5	7,5
Gobiernos provinciales .....	2,1	1,6	1,0	1,1	0,8	1,1	0,7
Gobiernos municipales .....	0,3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2
Empresas del Estado .....	24,7	25,1	26,1	25,6	23,5	22,9	20,2
Sociedades con participación del Estado .....	18,9	22,2	29,2	28,7	23,2	29,1	21,5
Banco Central .....	11,6	16,0	7,9	13,3	23,3	17,5	29,8
Otros bancos oficiales .....	3,0	1,8	1,2	1,1	0,8	1,4	1,0
Total (2):	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Tomando en cuenta las consideraciones realizadas en el ítemo. Ver páginas 73 a 76. (2) La suma de los parciales no siempre coincide con el total por problemas de redondeo.

FUENTE: Ídem Cuadro N° 13.

cos oficiales existió leve tendencia hacia el aumento de los plazos y la caída en los vencimientos promedio de la deuda de los servicios gubernamentales sólo se observa a partir de 1975.

La tasa de interés de la deuda solo muestra diferencias significativas para el Banco Central y los bancos oficiales que se endeudan a tasas menores que el resto del sector público.

#### IV 4. Deuda del sector público por acreedor

Los principales países acreedores del sector público a fines de 1976 (Ver Cuadro N° 15) eran los Estados Unidos (32%), la República Federal de Alemania (12,3%), Japón (6,9%), el Reino Unido (6,5%) y la Unión Soviética (4%). La deuda a los organismos internacionales representaba el 16,6% del total de la deuda, siendo el Fondo Monetario Internacional el principal acreedor dentro de este último grupo.

La deuda por tipo de acreedor (Cuadro N° 16) muestra la preponderancia de los acreedores privados dentro del total de la deuda pública, ya que son los acreedores de aproximadamente el 74% del total de la deuda. Dentro de éstos, son los bancos del exterior los de mayor participación, ocupando el segundo término las firmas privadas.

Las mayores tasas de crecimiento de la deuda pública por acreedor entre 1972 y 1976 se observan en la deuda a Organismos Internacionales (18,2% anual), Instituciones Oficiales (41,9%) y Bancos (40,5%). Ello refleja, por un lado, los efectos del aumento de la deuda compensatoria que aceleró el crecimiento de la deuda argentina con los organismos internacionales a partir de fines de 1975 y con los bancos hacia fines del año siguiente, y por el otro, la obtención, entre 1974 y principios de 1976, de créditos atados de instituciones oficiales, para el financiamiento de importaciones.

CUADRO N° 15

DEUDA PUBLICA EXTERNA ARGENTINA  
(En millones de dólares)

	1972		1973		1974		1975		1976							
	- 180 días	+ 180 días														
Por país acreedor ...	-	2.927	-	243	3.184	3.427	380	4.179	4.559	717	4.578	5.295	675	5.973	6.648	
Organismos internacionales	-	568	-	668	668	668	-	644	644	-	905	905	-	1.106	1.106	
BIRF .....	-	262	-	305	305	305	-	336	336	-	342	342	-	326	326	
BIU (1) .....	-	117	-	153	153	153	-	218	218	-	269	269	-	250	250	
FMI .....	-	189	-	210	210	210	-	90	90	-	294	294	-	530	530	
Países .....	2.359	...	243	2.516	2.759	380	3.535	3.915	380	3.535	3.915	717	3.673	4.390	5.542	
EE.UU. ....	981	...	128	1.003	1.131	184	1.186	1.370	184	1.186	1.370	398	1.099	1.497	2.128	
Rep. Fed. de Alemania .....	462	...	12	522	534	30	772	802	30	772	802	8	698	706	808	
Japón .....	61	...	45	116	161	54	182	236	54	182	236	35	364	399	454	
Reino Unido .....	247	...	12	238	250	22	362	384	22	362	384	3	334	337	374	
Italia .....	236	...	-	217	217	2	313	315	2	313	315	4	286	290	232	
Canadá .....	15	...	-	26	26	1	131	132	1	131	132	-	169	168	202	
Francia .....	107	...	3	109	112	41	131	142	41	131	142	28	161	189	173	
España .....	82	...	2	81	83	5	166	171	5	166	171	1	150	151	173	
Suiza .....	80	...	1	127	128	-	69	69	117	82	199	-	82	199	95	
Países Bajos .....	33	...	5	37	42	-	86	86	10	71	81	2	99	101	101	
Suecia .....	5	...	5	5	5	5	5	5	5	5	5	1	12	13	s/i	
Panamá .....	16	...	-	4	4	2	10	12	10	12	10	40	10	40	29	
Bélgica .....	14	...	-	16	16	-	15	15	30	15	15	12	12	12	31	
URSS .....	2	...	-	2	2	-	85	85	-	103	103	2	103	103	266	
Libia .....	-	...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50	
Otros .....	18	...	35	13	48	39	52	91	39	52	91	82	92	174	142	
															193	335

(1) - No incluye deuda a repagar en moneda nacional.

FUENTE: Idem Cuadro N° 10.

CUADRO N° 16

DEUDA PUBLICA EXTERNA ARGENTINA

(En millones de dólares)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977 Marzo
Por acreedor						
Más de 180 días .....	2.927	3.183	4.179	4.578	5.973	6.102
Organismos internacionales (1) ...	567	668	645	905	1.106	1.129
Instituciones oficiales .....	154	251	361	496	625	617
Bancos .....	548	820	1.440	1.394	2.136	2.166
Tenedores de títulos .....	619	537	444	358	586	611
Firmas privadas .....	1.039	907	1.289	1.425	1.520	1.579
Menos de 180 días .....	162	243	379	717	675	675
Proveedores y contratistas (2) ...	89	181	349	423	354	190
Préstamos (3) .....	69	41	5	269	304	469
Otras obligaciones financieras ....	4	21	25	25	17	16

(1) Excluye utilización del tramo de oro en el FMI. (2) En general firmas privadas y bancos. (3) En general bancos.

FUENTE: Idem Cuadro N° 10.

## V. RESUMEN Y CONSIDERACIONES FINALES

La evolución y características de la deuda externa argentina que hemos estudiado en las secciones anteriores presentan rasgos distintos según sea deuda del sector privado o del sector público. Ello justificó un tratamiento separado para cada uno de estos sectores.

La tasa de crecimiento de la deuda del sector privado, entre 1972 y 1976, medida entre puntas, ha sido significativamente menor que la del sector público. Sin embargo, se había observado un fuerte crecimiento de esa deuda durante 1974 y 1975. Este movimiento obedeció a los fuertes incentivos otorgados a la entrada de capital privado de corto plazo mediante la fijación de primas por seguro de cambio, muy por debajo de las diferencias entre los rendimientos nominales de activos financieros internos y las tasas de interés externas. El aumento de la deuda generado por el uso de estos incentivos fue el principal factor de oscilación del nivel de deuda del sector privado.

Visto con una perspectiva de más largo plazo, ese crecimiento del endeudamiento aparece como "extraordinario" 22/, producto de las necesidades de divisas para hacer frente a obligaciones inmediatas, en circunstancias en que el país se encontraba con un bajo nivel de reservas disponibles, a su vez producto de las políticas seguidas en materia de tipos de cambio y de precios que habían desalentado exportaciones y alentado importaciones de bienes y servicios, y de la influencia de factores exógenos -aumento del precio del petróleo y restricciones a las importaciones de carnes en mercados tradicionales-, que motivaron un fuerte desequilibrio en la cuenta corriente del balance de pagos entre fines de 1974 y comienzos de 1976.

Los resultados en la cuenta corriente y la inestabilidad económica y política imperante en el país durante esos años restringieron seriamente la oferta de créditos externos. Con el propósito de evitar la cesación de pagos, las autoridades económicas incentiva-

ron la entrada de capitales privados como una manera de "compensar" el déficit en la cuenta corriente del balance de pagos.

Excluyendo los efectos de la política de fuertes subsidios a las operaciones de pase, el ingreso neto de capitales por préstamos del exterior no vinculados a importaciones no ha variado significativamente a lo largo del período considerado. Ello, sin embargo, no nos permite inferir que esta situación necesariamente seguirá en el futuro. Gran parte del período considerado se caracteriza por la existencia de tasas de interés reales negativas al menos en el sistema bancario, lo que inducía la demanda de crédito interno. Sin embargo, la oferta de crédito interno a esas tasas de interés se encontraba limitado, lo que explica en parte que no se hayan producido significativas caídas en la demanda de créditos del exterior. Otro factor que explica la relativa estabilidad del nivel de deuda privada por préstamos, es que parte de esta deuda aunque declarada de corto plazo corresponde en realidad a radicaciones de capitales extranjeros que se realizan bajo la forma de préstamos entre empresas vinculadas 23/.

De mantenerse las políticas de libre determinación de tasas de interés, la fijación de tipos de cambio que acompañen los movimientos internos de precios y que desalienten las expectativas de bruscas y temporalmente inciertas variaciones en el tipo de cambio aplicadas a partir de mediados de 1976, y particularmente, si se institucionalizara un mercado futuro de cambios, resulta plausible suponer que el endeudamiento externo por préstamos del sector privado alcance niveles superiores a los actuales. Además, dentro de este contexto de políticas económicas es posible que, cambios en la diferencial del costo del endeudamiento interno y externo produzcan variaciones significativas en los niveles de endeudamiento externo del sector privado.

Por otro lado, la existencia de factores que generen

expectativas de cambios en la política económica, al aumentar el peso de los elementos de riesgo e incertidumbre respecto de la rentabilidad esperada del endeudamiento externo en relación al interno, constituyen factores limitantes del aumento de endeudamiento del sector privado.

La deuda externa privada por importaciones refleja fundamentalmente la evolución que han tenido las importaciones, en virtud de que existió obligación de obtener financiamiento externo tanto para importaciones de bienes corrientes como de bienes de capital 24/. La implementación de medidas de este tipo supone que en su ausencia se hubiera observado una caída en el nivel de endeudamiento 25/. Ello posiblemente hubiera sucedido durante gran parte del período considerado, ya que los costos del endeudamiento interno fueron, en general, inferiores a las del endeudamiento externo.

La reducción en las obligaciones de financiamiento externo, producidas a partir de mediados de 1976, se reflejó en un aumento en los pagos de contado y, consecuentemente, en una caída en la relación de deuda a importaciones. El aumento del costo del crédito interno en relación al externo, que también tuvo lugar a partir de la fecha, debería actuar como freno a esta caída, una vez que las empresas hubieran encontrado un cierto equilibrio entre endeudamiento externo e interno, el que, tal como en el caso de deuda por préstamos, estará afectado por elementos de riesgo e incertidumbre.

Hemos visto que la deuda del sector privado es de relativamente corto plazo, y si bien en general parece ser deuda que se renueva periódicamente (revolving), tanto para importaciones como para préstamos, este carácter de la deuda no debe enfatizarse demasiado. Posibles cambios, o simplemente expectativas de cambios en las variables que afectan el costo del endeudamiento externo en relación al interno pueden inducir una anticipación en la cancelación de deudas que afectará la situación de corto plazo del balance de pagos.

La deuda del sector público ha crecido a tasas significativamente superiores a las de la deuda del sector privado, fundamentalmente como consecuencia del endeudamiento de las autoridades monetarias, para hacer frente a las crisis de balance de pagos de 1975 y comienzos de 1976.

Como consecuencia de los superávits en la cuenta corriente del balance de pagos que se producen a partir de mediados de 1976, el aumento del endeudamiento compensatorio posibilitó un fuerte crecimiento en el nivel de reservas. La acumulación de reservas presenta costos y beneficios que deben ser adecuadamente evaluados a los efectos de determinar la conveniencia de incrementar el endeudamiento externo. Los costos de un incremento dado de las reservas brutas, estarán determinados por la diferencial de las tasas de interés de un monto equivalente de préstamos y de las colocaciones de esas reservas. Por su parte, los beneficios estarán dados por el mayor nivel de liquidez internacional, que puede ser de gran importancia frente a una situación de crisis de balance de pagos, ya que ello podría evitar y/o suavizar los ajustes en el nivel de actividad económica para equilibrar el balance de pagos.

Sin embargo, una política de mantener niveles altos de reservas y de deuda será solamente conveniente en aquellos casos en que los plazos de vencimiento no sean cortos, puesto que al haber dificultades de pagos podría complicarse la renovación de la deuda existente, que debe ser amortizada en ese momento.

Teniendo en cuenta la influencia de factores estructurales sobre el resultado del balance de pagos de Argentina, los beneficios de mantener un nivel relativamente alto de reservas pueden ser significativos, particularmente si ello permite una mejora en la estructura de vencimientos de la misma.

El endeudamiento no compensatorio del sector públi-

co también muestra tasas de crecimiento mayores que la deuda del sector privado, aunque en general inferiores a la tasa de crecimiento de las exportaciones. Es evidente que un cierto crecimiento de la deuda externa del sector público se justifica por la contribución que los recursos externos pueden hacer de la acumulación de capital y, en consecuencia, al crecimiento económico del país. Pero para ello es necesario, por un lado, que los recursos externos no actúen como sustitutos de recursos internos 25/, y por el otro, que esos mayores recursos no se utilicen para financiar gastos de consumo y actividades ineficientes y, en cambio, sirvan para financiar directa o indirectamente los proyectos de más alta rentabilidad social. El análisis de la contribución del endeudamiento externo del sector público al crecimiento del producto, que no se encaró en el presente trabajo, es de fundamental importancia para determinar cuál es la tasa de crecimiento "razonable" de la deuda de dicho sector.

Al observar las cifras de deuda externa, resulta casi obvio plantearse si el nivel de la deuda es alto, o en otros términos, si el país se encuentra en condiciones de sostener en el tiempo ese nivel y una determinada tasa de crecimiento de la deuda, sin que el peso del pago de los servicios y/o restricciones en la oferta de crédito externo exijan un ajuste en el balance de pagos que afecte el nivel de actividad económica interna.

Para analizar la situación de Argentina, se podrían plantear un conjunto de indicadores "objetivos" de deuda, como por ejemplo, la razón de deuda a exportaciones, o al producto; la razón del servicio de la deuda en un período determinado a exportaciones; la tasa de crecimiento de la deuda o de los servicios en relación a la tasa de crecimiento de las exportaciones, etc., para predecir, sobre la base de comparaciones internacionales, la existencia de un nivel de endeudamiento difícilmente sostenible en el corto plazo. Si bien algunos de estos indicadores sirven para detectar dificultades en la capacidad de pagos del país, generalmente se refieren a acontecimientos

pasados, a veces coyunturales, que no toman en cuenta las perspectivas de más largo plazo de la economía en su conjunto y fundamentalmente, los efectos esperados de cambios en las políticas económicas.

La importancia de los efectos de estos cambios sobre el carácter crítico del nivel de endeudamiento externo pueden apreciarse -tal vez de una manera extrema- apelando a la experiencia de los últimos años. Encontramos allí lo que podría denominarse las dos caras del endeudamiento externo argentino. Por un lado, la experiencia de 1975 y los primeros meses de 1976, en donde, la situación deficitaria del balance de pagos -producto de políticas económicas que favorecen las importaciones de bienes y servicios y desincentivan las exportaciones y de la inestabilidad económica y política-, y la restricción existente en la oferta externa de créditos hacían pensar que el nivel de deuda no era sostenible en el tiempo. Por otro lado, con los cambios de política introducidos a partir de abril de 1976, que implicaron un ajuste en el nivel de actividad económica, y con los resultados obtenidos en la cuenta mercancías del balance de pagos en ese año y los esperados para 1977, en parte producto de la reducción en el nivel de actividad, la situación se revierte completamente, el nivel de la deuda no resulta insostenible y las condiciones de solvencia (Creditworthiness) de Argentina mejoraron sustancialmente para los acreedores extranjeros.

Las dificultades que pueden existir en el más largo plazo para hacer frente al pago de los servicios de la deuda externa dependerán fundamentalmente del resultado que se obtenga en la cuenta corriente del balance de pagos, y de los términos del endeudamiento. De persistieren en el futuro las políticas económicas aplicadas en los últimos 30 años 27/, es posible predecir el surgimiento periódico de dificultades en el sector externo, momentos en los cuales los servicios de la deuda constituirían una carga adicional. Por otro lado, en un contexto de políticas económicas estables y viables en el mediano plazo,

que corrijan el sesgo antiexportador que caracterizó la política económica de los últimos años 28/, las dificultades del sector externo en el mediano plazo pueden reducirse significativamente.

Sin embargo, tomando en cuenta la posibilidad de que factores exógenos (v.g. factores climáticos, cambios en la demanda externa de las exportaciones argentinas y en los precios de importación, y algunos factores estructurales de influencia en el corto plazo, como el ciclo ganadero, la elasticidad ingreso de las importaciones relativamente alta y la elasticidad y precio de las importaciones relativamente baja) puedan actuar en forma negativa sobre el resultado de balance de pagos, la evolución del sector externo en el mediano plazo puede no estar exenta de dificultades en el corto.

Es en este contexto donde adquiere fundamental importancia implementar una política racional de endeudamiento externo, particularmente del sector público -que fije límites a su crecimiento y controle sus términos-, y de formación de reservas, para evitar que dificultades en el sector externo, producto de situaciones coyunturales, obliguen a aplicar políticas económicas que afecten el nivel de actividad interna.

## Apéndice I

"Estimación de los términos de la deuda existente, a partir de la información de los montos totales y la proyección de servicio de la deuda" \*/

La información acerca de la deuda externa argentina no incluye una estimación histórica de los períodos de vencimiento promedio y las tasas de interés aplicables a los préstamos, tanto del sector público como del privado. Es posible obtener el vencimiento y tasa de interés promedio, a partir de los datos existentes, en forma aproximada. Ello permite conocer las características de la deuda existente a un momento dado en el pasado. El método sin embargo, tiende a sobreestimar el vencimiento promedio. Sin embargo, es de utilidad para juzgar la actual situación de endeudamiento del país.

La información se puede obtener para cada tipo de deuda, al existir proyecciones del servicio de la deuda a partir de los datos de deuda existentes.

### 1. Período de vencimiento promedio

La información existente acerca de deuda clasifica los préstamos por grandes categorías de acreedores, por período de vencimientos. Sin embargo, existen diferentes términos de vencimientos para cada sector deudor solamente a partir de 1976. Puede calcularse a partir de los datos de proyección de servicio de la deuda el período de permanencia promedio de la deuda existente. La permanencia de un determinado préstamo a partir de un momento dado estará dada por el período de tiempo entre el momento que se considera y el momento de pago. Así, por ejemplo, el monto equivalente al pago al fin del tercer año tendrá una permanencia de tres años.

\*/ Preparado por Claudio Loser, economista de la División Financiamiento Externo del Fondo Monetario Internacional.

La permanencia promedio del total de un préstamo a tres años (con pagos constantes de amortización) será

$\frac{1}{3} \times 1 + \frac{1}{3} \times 2 + \frac{1}{3} \times 3 = 2$  el promedio ponderado de un tercio del préstamo que permanece un año, un tercio a dos años y un tercio a tres años.

En general, la permanencia promedio será

$$\bar{n} = \sum_{n=1}^t n \cdot \frac{1}{t} \quad (1)$$

donde  $\bar{n}$  es el plazo de permanencia promedio y  $n$ , el período entre el momento inicial que se considera y el momento en que se efectúa cada pago por amortización,  $t$  es el plazo de vencimiento final del préstamo.

Al existir pagos de amortización diferentes en cada período, la permanencia promedio se calcula ponderando cada año de permanencia por el porcentaje que la amortización efectuada en cada año representa dentro del total de la deuda.

El período de permanencia promedio  $\bar{n}$  de la deuda será

$$\bar{n} = \sum_{n=1}^t n \cdot a_n \quad (2)$$

donde  $n$  es el período de tiempo entre el momento que se toma inicialmente (por ejemplo fines de 1975) y el momento de pago;  $a_n$  es el porcentaje que la amortización en el año representa dentro del total de deuda;  $t$  es el vencimiento del préstamo a mayor plazo.

La información en general no incluye datos mensuales y por ello no existe una distribución de pagos en el año.

A fin de calcular el plazo de vencimiento promedio, en el caso de un préstamo con pagos iguales, la ecuación (1) se puede transformar

$$\bar{n} = \sum n. \frac{1}{t} \left[ 1 + 2 + \dots + t \right] = \frac{1}{2} (t + 1) \quad (1')$$

de donde, el vencimiento será

$$t = 2 \bar{n} - 1 \quad (3)$$

Este procedimiento no puede utilizarse directamente en aquellos casos en que los pagos de amortización son distintos. Sin embargo, la ecuación (3) se puede generalizar para un conjunto de préstamos, con pagos iguales.

En cada período  $i$  la proporción de la deuda total que se amortiza, será la siguiente

$$a_1 = b_1 + \frac{1}{2} b_2 + \frac{1}{3} b_3 + \dots + \frac{1}{t} b_t = \sum_{i=1}^t \frac{1}{i} b_i$$

donde, en el supuesto de pagos de amortización iguales para cada préstamo,  $b_i$  representa la proporción del préstamo de vencimiento final  $i$  dentro del total de la deuda.

$$a_2 = \sum_{i=2}^t \frac{1}{i} b_i$$

$$a_n = \sum_{i=n}^t \frac{1}{i} b_i$$

Por ello la ecuación (2) puede escribirse como

$$\bar{n} = \sum_{n=1}^t n \sum_{i=n}^t \frac{1}{i} b_i \quad (2'')$$

Al desarrollar la expresión (2'') para cada tipo de préstamo con vencimiento final  $n$ , se tendrá dentro de la sumatoria la expresión

$$\sum_{i=1}^n \frac{i}{n} b_n = \frac{(n+1)}{2} b_n$$

que refleja el vencimiento promedio del préstamo con vencimiento  $n$  ponderado por la participación de ese préstamo en el total.

Por lo tanto, la permanencia promedio ya definida en (2) de un conjunto de préstamos de acuerdo a (2'') se puede escribir como

$$\bar{n} = \sum_{n=1}^t \left( \frac{n+1}{2} \right) b_n = \frac{1}{2} \left[ \left( \sum_{n=1}^t n \cdot b_n \right) + 1 \right] \text{ donde } \sum_{n=1}^t b_n = 1 \quad (4)$$

Si se define el vencimiento promedio  $\bar{t}$  como el promedio ponderado del plazo final de cada préstamo por la participación de ese préstamo en el monto de deuda total.

$$\bar{t} = \sum_{n=1}^t n b_n = 2 \bar{n} - 1 = 2 \left( \sum_{n=1}^t n a_n \right) - 1 \quad (5)$$

Por lo tanto, la fórmula (3) es aplicable al caso de varios préstamos de vencimientos diferentes.

La información en general no incluye datos mensuales ni la distribución de pagos en el año. Se pueden ajustar las fórmulas en el supuesto de que todos los pagos se realizan a mitad del año (de acuerdo con (1')).

Si se paga la amortización a mitad de cada período se tendrá la expresión

$$\bar{n} = \sum_{l=1}^t (n - 0,5) / t \quad (1')$$

donde  $t$  es el número de pagos a realizar y  $t^* = t - 0,5$  el vencimiento final del último pago.

Será entonces

$$\begin{aligned}\bar{n} &= 1/t \left[ 1 + 2 + \dots + t \right] - 0,5 = \frac{1}{2} (t + 1) - \frac{1}{2} = \\ &= \frac{t}{2} = \frac{t^* + 0,5}{2}\end{aligned}$$

Por lo que el vencimiento final para ese préstamo será

$$\begin{aligned}t^* &= 2 \bar{n} - 0,5 \quad (3') \\ &= 2 \left[ \sum 1/t \cdot n - \frac{1}{2} \right] - \frac{1}{2} = 2 \sum 1/t \cdot n - 1,5\end{aligned}$$

Si los pagos de amortización son diferentes se tendrá

$$\bar{n} = \sum_1^t (n - 0,5) a_n \quad (2')$$

En el caso de tener un conjunto de préstamos, el vencimiento promedio será entonces

$$\bar{t}^* = 2 \left[ \sum a_n \cdot n - \frac{1}{2} \right] - \frac{1}{2} = 2 \sum a_n \cdot n - 1,5 \quad (5')$$

Estas fórmulas son correctas cuando no existe plazo de gracia (período entre el momento de contratación y el del primer vencimiento). Cuando existe un lapso de gracia, debido a que la deuda permanece por un período mayor sin amortizarse, el plazo promedio planteado de acuerdo con (5) o (5') sobreestima el plazo de vencimiento promedio.

### Agregación de vencimientos a partir del quinto año

En el caso de las estadísticas de deuda para la Argentina, los pagos de amortización para el período posterior al quinto año aparecen agregados. Por ello debe

estimarse la permanencia promedio de los pagos posteriores al quinto año. A fin de simplificar puede suponerse que los pagos de amortización, luego del último año con información individual, son iguales a ese último pago. Por ello se puede calcular el número de años en los que se termina de repagar la deuda como

$$n_e = a_{t+1}/a_t$$

donde  $a_{t+1}$  es la participación del total de amortización agregada final dentro del total de deuda  $a_t$  es la participación de la amortización en el período  $t$  en el total  $n_e$  es el número de años estimados en que se repagará el remanente de deuda luego del año  $t$ .

La permanencia promedio para esa parte de la deuda será

$$\bar{n}_e = \sum_{i=1}^{n_e} (t+i) \frac{a_{t+1}}{n_e} = \left[ t + \left( \frac{n_e + 1}{2} \right) \right] \cdot a_{t+1}$$

La permanencia promedio para la deuda externa argentina será entonces, al suponer pagos a mitad de período.

$$\bar{n} = \sum_{n=1}^t a_n - n + \left[ t + \frac{a_{t+1}/a_t}{2} + \frac{1}{2} \right] a_{t+1} - \frac{1}{2} \quad (2'')$$

El vencimiento promedio será

$$\begin{aligned} \bar{t}^* &= 2 \bar{n} - \frac{1}{2} \quad (5'') \\ &= 2 \left[ \sum_{n=1}^t a_n \cdot n + \left( t + \frac{(a_{t+1}/a_t) + 1}{2} \right) a_{t+1} \right] - 1,5 \end{aligned}$$

## 2. Cálculo de tasa de interés

Se puede calcular la tasa de interés a partir de los datos de vencimiento promedio, tal como se explica en el punto anterior.

Para un préstamo el interés total a pagar ( $iT$ ) por peso de préstamo ( $C$ ) será:

$$iT = \frac{IT}{C} = i \left(\frac{t}{t}\right) + i \left(\frac{t-1}{t}\right) + i \left(\frac{t-2}{t}\right) + \dots + \frac{1}{t}$$

Cada término  $(A-j)/t$  representa la proporción del préstamo total existente al momento  $(j-1)$  y que paga un interés

$$iT = \frac{i}{t} \left[ t + (t-1) + (t-2) + \dots + 1 \right] = i \left(\frac{t+1}{2}\right)$$

Por ello, si se desconoce la tasa de interés se tendrá la expresión

$$i = \frac{IT}{C} \times \frac{2}{(t+1)} = \frac{IT}{C} \frac{1}{n} \quad (6)$$

Si se conoce el valor  $\bar{n}$  y de  $IT/C$  se puede obtener la tasa de interés implícita. Esta expresión es de aplicación para cualquiera de las diferentes fórmulas de obtención de la permanencia promedio. Así, si se supone que todos los pagos se realizan a mitad de período se puede obtener una expresión similar

$$i^* = \frac{IT}{C} \times \frac{2}{t^* + 0,5} = \frac{IT}{C} \frac{1}{n} \quad (6')$$

1/ El análisis que se realiza tropieza con un conjunto de limitaciones que el lector debe tener presente. En primer lugar, el lector observará que el tratamiento analítico no es homogéneo a lo largo del trabajo. En particular, se observará que la sección dedicada a la deuda del sector público es esencialmente descriptiva y solo esporádicamente se hace mención a algunos de los factores que han inducido ese endeudamiento. En segundo lugar, el análisis se limita a unos pocos años debido a la falta de información homogénea. Ello afecta las conclusiones que se puedan extraer sobre cambios en la deuda en el más largo plazo. En tercer lugar, las estadísticas utilizadas en el presente trabajo son provisionales, y están sujetas a una revisión metodológica.

2/ Un marco analítico para tratar las relaciones entre endeudamiento externo, crecimiento económico y balance de pagos puede encontrarse en C. Loser. "External debt management and balance of payments policies" Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. XXIV, N<sup>o</sup> 1 (March 1977) y una aplicación para la economía argentina en C. Loser "Crecimiento económico, balance de pagos..." op.cit.

3/ El monto total de la deuda externa no incluye los montos acordados pero no desembolsados al sector público por parte de los organismos internacionales.

4/ La deuda efectivamente contraída (deuda efectiva) es aquella para la cual se ha operado la entrada de las divisas (en el caso de préstamos) o se ha realizado el embarque (en el caso de importaciones). El concepto de deuda efectiva es similar al de la deuda desembolsada. Se diferencia de la deuda total en que esta última incluye autorización de endeudamiento que no se ha concretado en deuda efectiva.

5/ Las tasas de crecimiento que se mencionan a lo largo del trabajo son anuales acumulativas. El período que se cubre empieza en 1972, ya que es desde entonces que se cuenta con un registro amplio que cubre todo tipo de deuda externa.

6/ El cálculo del vencimiento promedio se obtiene a partir de la información de deuda existente a fin de cada año considerado y las proyecciones de pagos estimadas a partir de ese momento. En consecuencia, el vencimiento se define a partir del momento en que se considera el stock de deuda.

7/ El aumento en las tasas de interés entre 1975 y 1976 resulta sorprendente si se toma en cuenta que se produce en un período en que la tasa de interés de los mercados internacionales se mantiene relativamente estable y todo indica que la solvencia Argentina, desde el punto de vista de los acreedores, ha aumentado a partir de mediados de 1976.

8/ Debe hacerse notar que los servicios de deuda que estamos considerando, corresponden a la deuda al 31.12.76, por lo que obviamente los servicios correspondientes a los años posteriores a 1977, calculados con idéntica metodología a la de ese año, serán mayores.

9/ A pesar de lo anteriormente señalado, debe tenerse en cuenta que la automaticidad de las renovaciones de la deuda externa es relativa, ya que depende de los factores que afectan la demanda y oferta del crédito externo. Cambios significativos en estos factores pueden alterar esa automaticidad. Sobre este punto se volverá más adelante.

10/ La caída en estas relaciones se debe a que las importaciones corrientes solo cayeron en el segundo semestre de 1975 y eso hizo que el stock de deuda entre 1974 y 1975 cayera más rápidamente que las importaciones corrientes totales entre esos años, ya que las importaciones corrientes, en general, se financiaban a 6 meses.

11/ Algunas estimaciones de los costos del endeudamiento externo e interno entre 1973 y 1975 se encuentran en Machinea J.L. "La deuda externa y el financiamiento del sector privado" Mimeo. Debe notarse que en este último trabajo las estimaciones del costo del crédito externo con seguro de cambio se refieren a préstamos financieros, cuyo costo, a partir de mediados de 1975, difiere de los préstamos por importaciones debido a que los últimos requerían depósitos previo.

12/ Sobre este tema se vuelve en la última sección del trabajo.

13/ Véase Machinea J.L. "La deuda externa y el financiamiento del Sector Privado". Mimeo.

14/ Se podría decir que este es un resultado ex post, pero durante este período los resultados en general confirmaban las expectativas.

15/ J.L. Machinea en un trabajo en vías de elaboración está estudiando con mayor detenimiento la importancia relativa de éstas hipótesis.

16/ La metodología utilizada para el cálculo de plazos y tasas de interés adolece de limitaciones que se deben a los supuestos con los que se trabajó. Véase anexo i.

17/ Se aplican aquí las mismas observaciones hechas en la Sección II.1.

18/ Información más reciente muestra un cuadro acorde con lo esperado, es decir, una diferencia menor.

19/ Ambas estimaciones adolecen de deficiencias y sesgos. La tasa de crecimiento de la deuda total probablemente sobrestime la real debido a mejoras en la captación de la información. Este efecto también afecta el cálculo de la tasa de crecimiento de la deuda efectiva. Sin embargo, se ve compensado por el sesgo que se introduce en virtud de suponer que en 1972 y 1973 los valores de la deuda total coinciden con los de la deuda efectiva.

20/ Las tasas de crecimiento de la deuda del sector público que se presentan de aquí en más, se calculan sobre la base de las consideraciones anteriores.

21/ Con excepción de la deuda efectiva de las empresas del Estado, en las que aparentemente se concentra la deuda del sector público de hasta 180 días.

22/ En el sentido de que es consecuencia de una relativamente alta diferencial entre los costos del endeudamiento interno y externo.

23/ Una explicación de la racionalidad de este comportamiento se encuentra en S. Robbins y R. Stobaugh "Marrey in the International Enterprise". London 1974.

24/ En la práctica, el importador puede abonar al contado sus importaciones, adquiriendo el cambio en el mercado paralelo, para luego transferirlo al exterior y declararla como deuda que en realidad es consigo mismo. La realización de este tipo de operaciones dependerá de la tasa de interés externa, de la tasa de interés interna y de las tasas de variación esperada en los tipos de cambio oficial y paralelo.

25/ Si el costo del financiamiento externo es superior al interno el requerimiento de financiación externa encarecerá las importaciones, induciendo un menor nivel de las mismas. La importancia de este efecto dependerá de la elasticidad precio de las importaciones.

26/ Ello ocurriría, por ejemplo, si los ingresos de recursos externos afectan la tasa de interés interna, haciendo disminuir el ahorro local. También si esos recursos externos hacen que el sector público transfiera mayores recursos internos, a gastos corrientes. Ver Claudio Loser "External Debt management and balance of payments policies" Staff Papers Op. Cit.

27/ Un análisis de estas políticas puede encontrarse en L. Díaz Alejandro: "Ensayos sobre la historia económica Argentina", Amorrortu, 1975 y en P. Mallon y J. Sourrouille: "Política económica en una sociedad conflictiva", Amorrortu 1976.

28/ Véase, por ejemplo, J. Berlinski y D. Schdlowsky: "Incentives for industrialization in Argentina", trabajo presentado en las Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo. BCRA Agosto 1977.