

C.E.M.A.

Virrey del Pino 3210
Belgrano R.
1426 Buenos Aires

TE. 552-3291/9313/7771.

LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA

por

Carlos Alfredo Rodríguez
Diciembre 1986

Nº 54

LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA

por

Carlos Alfredo Rodríguez*
C.E.M.A.

SINTESIS

El trabajo analiza la evolución de la Deuda Externa Argentina en el período 1976-1986, durante el cual la Deuda Bruta se incrementó en 47.100 millones de dólares. Se discuten las causas de tan significativo incremento y se concluye que gran parte de este ha de buscarse en la operatoria de los mercados financieros, a través de los cuales parte importante de la deuda resultó financiando una salida de capitales. Analizando los flujos de fondos del sector externo del período, se concluye que las salidas de capitales del período resultaron en una tenencia neta de activos externos en el exterior del orden de los 31.000 millones de dólares.

Se discuten las posibilidades del servicio de la deuda y posibles alternativas de solución al problema.

* Agradezco los comentarios de Leonardo Auernheimer, Ricardo Arriazu, Adolfo Buscaglia y Nicolás Catena, sin que ello implique que estén de acuerdo con las conclusiones de este trabajo.

Introducción

En un período de sólo diez años, 1976-1986, la deuda externa bruta de la República Argentina se incrementó en 47.100 millones de dólares cifra equivalente a 80% del PBI o a siete veces las exportaciones de 1986. Para fines de 1986 el monto de la deuda bruta se estima en el orden de los 55.000 millones de dólares, en tanto que a fines de 1976 ésta era algo menos de 8.000 millones. La posibilidad de amortizar dicha deuda es remota como también lo es el pago de la totalidad de los intereses de cada año. El solo servicio de los intereses representaría en 1986 el equivalente al 68% de las exportaciones del año. Ello implica que la deuda bruta continúa creciendo a cuenta de refinanciación de intereses tal como ha sido el caso en los últimos cuatro años en que según nuestras estimaciones se pagó sólo el 45% de los intereses devengados. Como resultado la deuda bruta creció en ese período a una tasa promedio del 6.2% anual.

El Cuadro 1 muestra la evolución de las Reservas Internacionales, la Deuda Bruta y la Deuda Neta, siendo ésta la diferencia entre las dos primeras.

Deben distinguirse dos períodos bien diferenciados en el proceso de gestación de la deuda externa. El primero es el de la adquisición de la deuda y el segundo el del crecimiento de la misma a cuenta de la refinanciación de intereses. El primer período abarca los años 1978-82 durante el cual la deuda se incrementó en casi 34.000 millones de dólares. A partir de 1983 son muy pocas las oportunidades de obtener dinero fresco y la deuda continúa creciendo casi exclusivamente a cuenta de la refinanciación de intereses.

Cuadro 1.

	Reservas	Deuda Bruta	Deuda Neta	Servicios
1970	725	3.259	2.534	289
71	317	3.762	3.445	341
72	529	4.694	4.165	387
73	1.412	5.210	3.798	479
74	1.341	6.274	4.933	421
75	618	7.495	6.877	487
76	1.772	7.899	6.128	492
77	3.862	9.307	5.445	578
78	5.829	12.496	6.667	681
79	10.137	19.034	8.897	920
1980	7.288	27.162	19.874	1.531
81	3.719	35.671	31.952	3.700
82	3.013	43.243	40.230	4.718
83	3.205	45.946	42.741	5.408
84	3.499	48.400	44.901	5.712
85	6.005	52.500	46.495	4.882
86	6.405	55.000	48.595	4.382

Unidades: Millones de Dólares Corrientes.

Fuentes de Datos: -Reservas: 1970-1985: F.I.E.L.
1986: Merrill Lynch.

-Deuda Bruta: Hasta 1977: Fundación Medite-
rránea; 1978-83: I.M.F. Report;
1983-86: Merrill Lynch y cálcu-
los propios.

-Servicios Financieros: 1979-85: F.I.E.L.;
1986: estimado.

En el segundo período la Deuda Bruta se incrementa en 11.757 millones de dólares de los cuales 3.392 se destinan a acumular reservas. Quedan 8.865 millones de dólares que se utilizan para refinanciar intereses impagos.

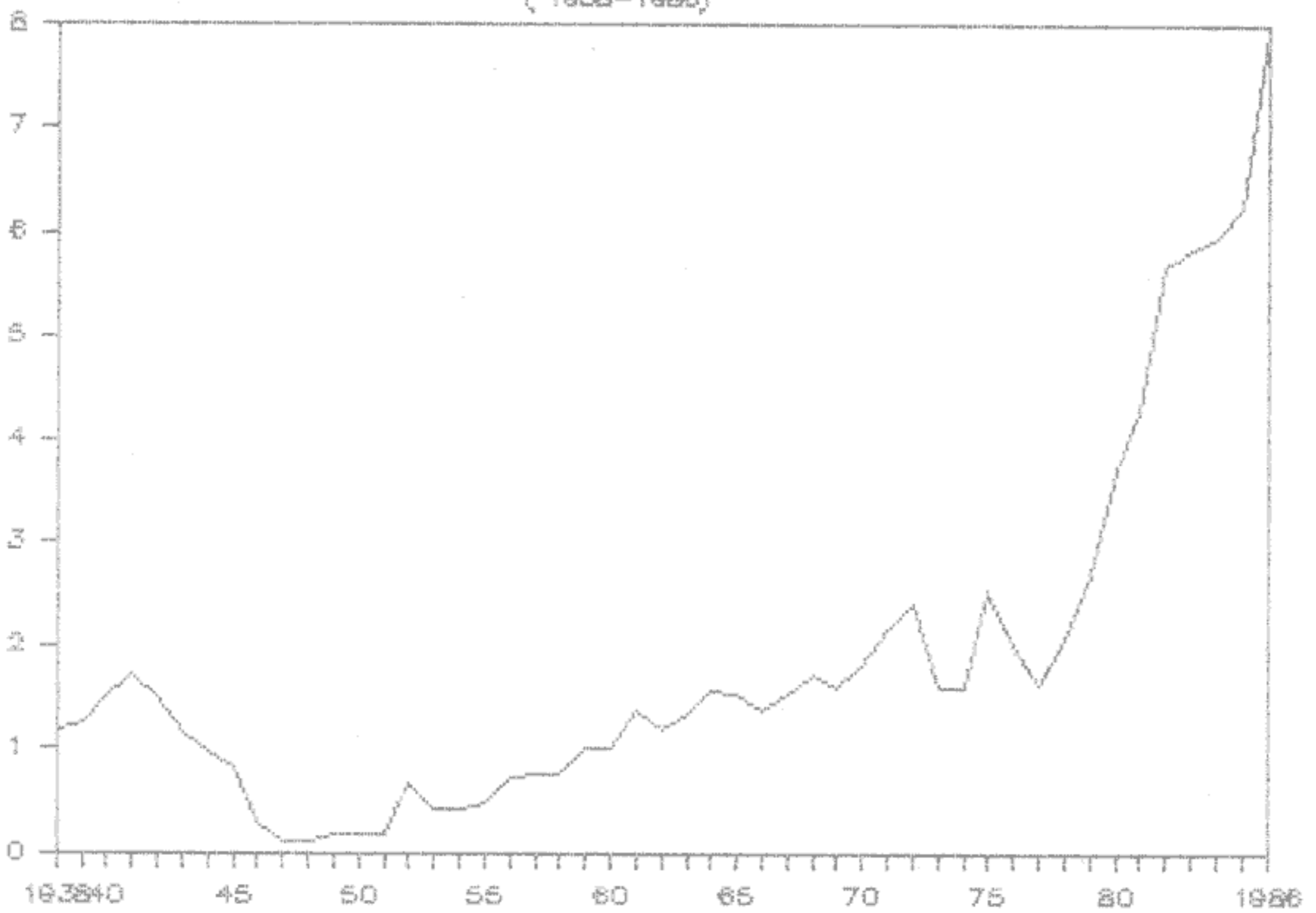
La tasa de aumento de la Deuda Bruta en los últimos cuatro años fué del 6.2% anual acumulativo. Esta tasa de crecimiento de la deuda contrasta con la tasa negativa experimentada en la evolución de los precios de nuestros principales productos de exportación en el período 1982-86; carne (-7,5% anual acumulativo), trigo (-11.6% anual acumulativo), maíz (-2% anual acumulativo). Cifras similares de caída o estancamiento presentan nuestras exportaciones (caen casi 18% en 1986) o el Producto Bruto per capita.

La Figura 1 muestra la evolución histórica del ratio Deuda Bruta/Exportaciones a partir de 1938. Es evidente la relativa estabilidad que dicho ratio presenta por 40 años comparada con el incremento experimentado en los últimos 10 años. Todo parecería indicar que en este último período ocurrió un cambio significativo en la estructura del financiamiento de la economía argentina y en las motivaciones de la banca internacional que de golpe decidió septuplicar el ratio histórico de Deuda a Exportaciones.

Un cambio de tal magnitud sólo podría ser justificado por una muy importante innovación de la economía real, tal como el descubrimiento de nuevas oportunidades de inversión que requirieran un sustancial aporte de capital foráneo. Sabemos sin embargo que ello no ocurrió ya que no hubo una transferencia de recursos reales del resto del mundo en ningún monto significativo (el único déficit de la Cuenta Comercial importante en el período fué en

Figura 1.

DEUDA BRUTA/EXPORTACIONES
(1938-1986)



1980 y fué del orden de los 2.500 millones de dólares). Si los argentinos no se endeudaron para importar entonces para qué lo hicieron? y por qué la banca internacional, tradicionalmente conservadora en estos aspectos, accedió a septuplicar el crédito a un país que se había mantenido relativamente constante durante más de 60 años? Estas son algunas de las incognitas que presenta el estudio del origen de la deuda externa argentina y que discutiremos en este trabajo.

El ajuste realizado por la economía Argentina ha sido muy fuerte. Las importaciones declaradas se redujeron de un nivel de 10.000 millones de dólares en 1980 a sólo 4.300 millones en 1986. En términos reales dicho nivel de importaciones es de sólo el 70% del promedio histórico para los 15 años precedentes que fué de 6.113 millones de dólares del año 1986.

La caída de importaciones incentivó la expansión del sector sustitutivo de importaciones y por lo tanto no se liberaron recursos para el sector exportador, situación ésta que se agravó por el significativo deterioro en los términos de intercambio a partir de 1985. Ambas causas llevaron a que en dólares constantes el país en 1986 exporte sólo un 77% de lo que se exportaba en 1980. El país entró en un círculo vicioso en el cual al facilitar la capacidad de pago en el corto plazo a través de cortar importaciones llevó rápidamente a una caída correspondiente en el nivel de actividad y de las exportaciones.

En definitiva, dada la estrategia adoptada, la obtención de recursos para el servicio de la deuda deteriora la posibilidad de generar esos recursos de manera sostenible, de donde se concluye

Cuadro 2.

	Exportación	Importación	Cuenta Comercial	Cuenta Corriente
1970	1.773	1.694	79	-159
71	1.740	1.612	128	-389
72	1.941	1.905	36	-223
73	3.266	2.235	1.031	715
74	3.931	3.635	296	127
75	2.961	3.946	-985	-1.285
76	3.916	3.033	883	650
77	5.652	4.162	1.490	1.290
78	6.400	3.834	2.566	1.834
79	7.810	6.712	1.098	-550
1980	8.021	10.540	-2.519	-4.768
81	9.143	9.430	-287	-4.714
82	7.625	5.338	2.287	-2.358
83	7.836	4.505	3.331	-2.461
84	8.107	4.584	3.523	-2.391
85	8.400	3.818	4.582	-1.000
86	6.900	4.300	2.600	-2.400

Unidades: Millones de Dólares Corrientes. Importaciones Declaradas según IMF International Financial Statistics.

Fuentes de Datos: Banco de Datos de F.I.E.L. hasta 1985; 1986: Merrill Lynch (Est.) y estimación propia.

que el servicio de la misma no es factible a mediano plazo.

Planteada la situación problemática existen dos grandes desafíos para el analista. El primero es obviamente el de analizar soluciones alternativas ya que la situación actual no tiene una salida obvia y mientras se continúe con ella no sólo no se soluciona el problema sino que se mantiene la economía en un estado recesivo lo cual significa un costo adicional innecesario si es que el problema no va a resolverse de todas maneras.

El segundo desafío es el de averiguar las causas de ese enorme nivel de endeudamiento ya que no nos es dable pensar que el mismo se debió a un simple error de cálculo por parte de múltiples deudores y acreedores. Más bien, la evidencia sugiere que hubo grandes agentes en este proceso y que ellos fueron los que se equivocaron. Cuando un participante importante de un mercado se equivoca, las pérdidas suelen ser significativas tal como está a la vista.

Creemos que hubo dos agentes principales en el problema de la deuda externa argentina. El primero fué el estado argentino que incentivó el endeudamiento de sus empresas públicas en moneda extranjera en parte posiblemente para adquirir activos en moneda local para que luego las sucesivas devaluaciones licuaran éstos activos pero no las deudas. Esto fué agravado por avales, actuales o potenciales, que se otorgaron a deudores privados. La culminación del proceso es la estatización de la deuda que se da a partir de 1981 cuando el gobierno asume, a cambio de créditos en pesos, que fueron rápidamente licuados, la casi totalidad de la deuda privada. La implicancia de esta secuencia de eventos es que

el gran deudor es el estado Argentino y no el sector privado el cual, muy por el contrario, vió incrementada su tenencia de activos externos en una cifra que podría llegar a más de la mitad del incremento en la deuda bruta del país.

El otro agente importante fué la comunidad financiera internacional que basándose en la existencia actual o potencial (como de hecho ocurrió) de avales estatales procedió a prestar al país sumas sin precedentes que iban mucho más allá de la capacidad de repago del país y mucho menos del estado que avalaba.

En mi interpretación el fenómeno analizado resulta ser análogo, sólo en cuanto a sus consecuencias a las del vaciamiento de una empresa. Básicamente se endeudó en dólares un estado insolvente y buena parte de dichos dólares fueron vendidos a cambio de activos en pesos a multiples inversores locales que jugaron exactamente la estrategia opuesta a la del gobierno. El mismo estado licuó luego el valor real de los activos en pesos a través de sucesivas devaluaciones con lo cual este se quedó con la deuda y los inversores locales con los dólares.

La banca extranjera permitió esta situación al sobreestimar la capacidad de pago del gobierno y aparentemente aún continúa sobreestimándola ya que las sucesivas renegociaciones no sólo no incluyen quitas en las tasas acordadas sino que incluyen multas y recargos por incumplimiento lo cual resulta poco razonable para un deudor que de no ser un estado soberano ya hace tiempo se debería haber presentado a convocatoria de acreedores.

A título de cierre de esta Introducción presentaremos al lector un detalle de los flujos de fondos del Sector Externo correspondiente a los períodos 1971-82 (período amplio de gestación de

la deuda) y 1983-86 (período posterior a la gestación de la deuda). Allí el lector podrá apreciar no sólo la magnitud del problema sino los factores relacionados con el origen de esta deuda que serán discutidos en detalle en el resto del trabajo.

El flujo de fondos para el período 1971-82 se presenta en el Cuadro 3, en tanto que el Cuadro 4 muestra el correspondiente flujo de fondos para el período 1983-86. Hemos clasificado las fuentes de fondos en dos grupos: incremento de Deuda Externa Bruta y Exportaciones. Por su parte existen cuatro usos posibles para dichos fondos: importaciones, pagos por servicios reales y transferencias, servicios financieros (intereses sobre la deuda menos lo que se gana de interés sobre las Reservas) y acumulación de Reservas Internacionales.

En el período 1971-82 las fuentes de fondos exceden los usos identificables en 21.330 millones de dólares, cifra igual al 53% del incremento en la deuda bruta del período. Las cifras indican claramente que la deuda no fué gastada en importaciones declaradas ya que casi la mitad del incremento de la misma queda sin explicar aún cuando se sustraen las importaciones.

Aparentemente hubo una cifra no despreciable de importaciones no declaradas en las estadísticas oficiales elaboradas por el gobierno. No existe prueba oficial alguna de que las mismas hayan existido, lo cual no implica que las mismas no sean un secreto a voces. No incorporar al menos una estimación aproximada de estas importaciones no declaradas quitaría todo realismo a las estimaciones numéricas de este trabajo y es por eso que hemos intentado hacerlo a través de una estimación que recurre a la poca informa-

Cuadro 3,

Flujo de Fondos del Sector Externo: 1971-82.
(Millones de Dólares)

<u>FUENTES</u>	
-Incremento Deuda Bruta	39.984
-Exportaciones	<u>62.406</u>
-OFERTA TOTAL DE FONDOS	102.390
 <u>USOS</u>	
-Incremento de Reservas	2.288
-Importaciones	56.382
-Servicios Reales y Transfe- rencias	960
-Intereses Netos	14.735
-Importaciones No Declaradas	6.695
-No Explicado	<u>21.330</u>
-DEMANDA TOTAL DE FONDOS	102.390

Cuadro 4.

Flujos de Fondos del Sector Externo: 1983-86.
(Millones de Dólares)

<u>FUENTES</u>	
-Incremento Deuda Bruta	11,757
-Exportaciones	<u>31,243</u>
-OFERTA TOTAL DE FONDOS	43,000
<u>USOS</u>	
-Incremento de Reservas	3,392
-Importaciones	17,207
-Servicios Reales y Transfe- rencias	1,904
-Intereses Netos	20,384
-Importaciones No Declaradas	2,201
-No Explicado	<u>-2,088</u>
-DEMANDA TOTAL DE FONDOS	43,000

ción disponible, proveniente de fuentes ajenas al gobierno argentino. Dicha fuente son las exportaciones declaradas por otros países hacia la Argentina, cifras éstas compiladas por el Fondo Monetario Internacional. El procedimiento y fuentes del cálculo de estas importaciones se describe en el Apéndice. Para el período 1971-82, las importaciones no declaradas que hemos estimado son de 6.695 millones de dólares.

En el período 1983-86, Cuadro 4, el monto no explicable se reduce significativamente (de hecho se convierte en negativo). En la Sección siguiente presentaremos varias explicaciones para el origen de esos usos no identificados, que en realidad en nuestra interpretación corresponden a tenencias de activos externos no declaradas, producto de la fuga de capitales.

Adelantando las conclusiones de este trabajo podemos establecer cuatro premisas:

- 1) La deuda no hubiera existido en niveles significativos si el estado no la hubiera generado, directamente o avalándola. Más aún, la inconsistencia en las políticas económicas seguidas a partir de 1981 llevó a que la carga de la deuda se haya redistribuido, no siendo muchos de los que la contrajeron los que finalmente terminan pagándola. A pesar de la deuda (casi toda pública) de 55.000 millones de dólares, nuestras estimaciones basadas en la poca información disponible indican que aproximadamente el valor actualizado (a 1986) de la fuga de capitales que ocurrió en este proceso es de 31.000 millones de dólares.
- 2) Las cifras oficiales indican que la deuda externa argentina no fue totalmente dilapidada en importaciones tal como parece ser la creencia general. Durante el período de mayor incremento de la deuda, o sea 1978-81, el superávit acumulado de la Cuen-

ta Comercial fué de 858 millones de dólares lo cual implica que el país exportó más de lo que importó y mal puede, por lo tanto, la importación haber contribuido a la deuda externa. Obviamente, si no se hubiera importado, la deuda hubiera sido menor. Hubo aparentemente importaciones no declaradas sobre las cuales no podemos emitir juicio al no saber en qué consistieron, aún cuando existe la creencia generalizada que las mismas pueden estar asociadas con compras de armamentos en cuyo caso no estarían asociadas con el proceso de apertura económica y convertibilidad cambiaria experimentado. También es posible que los gastos de Turismo sean significativamente mayores que los estimados en las cifras oficiales, particularmente en lo que respecta a la adquisición de bienes durables por parte de los turistas en el exterior. No creo, sin embargo que esta creencia, bastante generalizada, tenga algún fundamento. Basta indicar que los debitos por Viajes, Transportes y Servicios de Pasajeros se incrementan de un nivel de 470 millones de dólares en 1977 a 2.700 millones en 1980. Recordemos que un millón de televisores costaba aproximadamente 400 millones de dólares, menos de la quinta parte del incremento de gastos de turismo de 1980 solamente.

Nuestros resultados sugieren que el destino de una parte importante de la deuda externa debe buscarse en el sistema financiero y no en el sector real.

- 3) La deuda externa Argentina, en las actuales condiciones en que está siendo renegociada, no puede ser servida, tanto el capital como parte de los intereses. Estrategias tales como la de la capitalización de la Deuda que viene discutiéndose últimamente no son una solución realista al problema.
- 4) Los resultados son consistentes con el análisis teórico. En un reciente trabajo, Auernheimer (1986) analiza los efectos sobre el endeudamiento externo en un mundo con movilidad de capitales y en el cual el gobierno persigue políticas económicas inconsistentes. Entre otras cosas, Auernheimer concluye que "la posibi

lidad de poseer y comerciar activos externos con el resto del mundo permite a los residentes domésticos comportarse de una manera que en cierta medida "compensa", al menos en parte, por la adopción de medidas equivocadas", llegándose a una situación final en la que lo único que ocurre es "una mera redistribución de activos externos desde el gobierno hacia el público".

De continuarse con la ficción de que la deuda será servida en su totalidad, se mantendrá la presente situación recesiva a la vez que se aumentará el problema a la tasa exponencial que implica la refinanciación de los intereses, más las multas y recargos por incumplimiento. La desconfianza que genera la carga de la deuda externa implica que para mantener en vigencia la moneda nacional debe prevalecer una tasa de interés que es incompatible con la supervivencia de la economía real a un nivel de actividad políticamente aceptable (esto no implica que una parte de la altísima tasa real de interés experimentada se deba también al diseño general de la política económica interna).

La Sección I analiza el fenómeno del origen de la deuda externa a partir de 1970 enfatizando sobre las causas que indujeron a la creación de una deuda para la adquisición de activos externos más que para financiar importaciones.

La Sección II presenta un sistema consistente de cuentas del sector externo que incorpora las importaciones y los activos externos no declarados.

La Sección III discute las posibilidades de pago de la deuda como asimismo algunas posibles alternativas de solución.

En ningún caso he tratado de realizar una recopilación original de datos estadísticos. Las cifras que acá se presentan deben

ser tomadas como indicativas y han sido obtenidas de cinco fuentes principales: Fondo Monetario Internacional (IFS, Direction of Trade Statistics y Balance of Payments Statistics), Banco de Datos de C.E.M.A., Fondo Monetario Internacional, Banco de Datos de F.I.E.L., Banco de Datos de Fundación Mediterránea y el Latin American Outlook de Merrill Lynch. La información oficial disponible es lamentablemente bastante escueta y la principal fuente de información sobre la situación actual, que es el Balance del Banco Central aún no ha sido publicado para 1985, a ya 11 meses de terminado el ejercicio.

SECCION I

El Origen de la Deuda Externa

1. El Marco Conceptual.

El Balance de Pagos de un país intenta reflejar las transacciones de un país con el resto del mundo. Lamentablemente, las dificultades inherentes a la recopilación estadística, implican que en muchos casos sólo pueden reflejarse los resultados netos de dichas transacciones. Tal es el caso de las transacciones relacionadas a movimientos de capitales, turismo o, más ampliamente, a ventas de divisas a través de casas de cambio en períodos de convertibilidad de la moneda.

Dejando de lado las transacciones ilegales no declaradas, el saldo de las ventas de bienes al exterior más ingresos netos por inversiones externas debe ser igual al cambio en la posición financiera neta del país frente al resto del mundo. El país puede adquirir activos (netos) frente al resto del mundo ya sea exportando más de lo que importa (y recibiendo activos externos a cambio) o cobrando más intereses por sus inversiones externas que los que paga por lo que los extranjeros tienen invertido en el país. El saldo neto de estas transacciones es la Cuenta Corriente del Balance de Pagos, la cual por lo tanto es también la tasa (neta) de adquisición de activos externos del país. Si la Cuenta Corriente es negativa, la tasa (neta) de adquisición de activos externos es negativa y la Deuda Externa neta se incrementa.

Es importante diferenciar entre tasa neta y bruta de adquisición de activos. Un país puede tener grandes deudas (brutas) en el exterior pero haber invertido dichos fondos en activos exter-

nos; en este caso no habría una deuda neta aunque si podría haber un problema financiero si la deuda bruta hay que pagarla y los activos externos no rinden el interés apropiado.

Contablemente, un saldo positivo de la Cuenta Corriente puede ser desdoblado en tres destinos:

- 1) Aumento en las Reservas del Banco Central.
- 2) Aumento en los Activos Externos Brutos del país (excluyendo las Reservas).
- 3) Disminución de la Deuda Externa Bruta.

En el análisis del endeudamiento externo es importante distinguir no sólo la posición neta del país sino también quienes son los tenedores tanto de la deuda bruta como de los activos externos cuya diferencia da lugar a la deuda neta. Si dentro de un mismo país un individuo tiene una gran deuda en divisas y otro tiene un monto similar de activos externos, el país como un todo no tiene un problema de endeudamiento pero sí puede enfrentar dificultades de pago si es que no es posible transferir los recursos externos entre el acreedor y el deudor.

En el caso Argentino, el principal deudor es el estado, el cual además es el dueño de las Reservas Internacionales del Banco Central. En este caso es totalmente apropiado restar dichas reservas de la deuda bruta a fin de obtener una primera estimación de deuda neta que se muestra en la segunda columna del Cuadro 1. Vemos que la sustracción de las Reservas no altera significativamente las magnitudes que discutimos ya que el incremento en la deuda neta así calculada en el decenio 1976-86 es de 45.100 millones de dólares, algo inferior al incremento en la Deuda Bruta a

causa de que las Reservas se incrementaron en 2.000 millones de dólares durante el decenio.

Lamentablemente no es posible realizar una operación similar sustrayendo de la Deuda Bruta los Activos Externos que poseen los argentinos además de las Reservas Internacionales. Usualmente los argentinos no declaran sus tenencias de activos externos. Es posible estimar aproximadamente estos activos si es que conocemos el monto de la deuda bruta ya que sólo deberíamos sustraer de esta las Reservas Internacionales y el monto acumulado de resultados de Cuenta Corriente. Esta estimación es sólo aproximada ya que ignora todo tipo de ganancias o pérdidas de capital que pueda haber ocurrido sobre los mismos entre el período de adquisición y el presente.

Suponiendo que dichos activos eran iguales a cero en 1970 (hipótesis de mínima), la estimación de los activos externos de los argentinos se presenta en el Cuadro 5 en la columna correspondiente a ACTIVOS*. Esta serie es la diferencia entre la Deuda Neta del Cuadro 1 y la serie DEUDA*, esta última siendo igual a la Deuda Neta de 1970 más los déficits acumulados de cuenta corriente en los años consecutivos. El supuesto es que todo incremento de Deuda Bruta que no se utilizó para incrementar Reservas o financiar déficits de Cuenta Corriente debió ser acumulado en forma de activos externos. La Cuenta Corriente utilizada para realizar este cálculo incluye la estimación de importaciones no declaradas, ya que de lo contrario las mismas serían incorporadas a la estimación de activos externos.

Por construcción, la variable DEUDA* del Cuadro 5 sería una primera estimación de la posición neta deudora de la Argentina o

Cuadro 5.

Primera Estimación del Nivel de Activos Externos.

	DEUDA NETA	DEUDA*	CUENTA CORR.	ACTIVOS*
1970	2.534	2.534	-159	0
71	3.445	2.923	-389	522
72	4.165	3.146	-223	1.019
73	3.798	2.431	715	1.367
74	4.933	2.304	127	2.629
75	6.877	3.589	-1.285	3.288
76	6.128	2.939	650	3.189
77	5.445	2.022	917	3.513
78	6.667	1.037	985	5.630
79	8.897	3.983	-2.946	4.914
1980	19.874	10.590	-6.607	9.284
81	31.952	16.054	-5.464	15.898
82	40.230	18.900	-2.846	21.330
83	42.741	22.634	-3.734	20.107
84	44.901	25.953	-3.319	18.948
85	46.495	26.953	-1.000	19.542
86	48.595	29.353	-2.400	19.242

En los años 1977 a 1984 la Cuenta Corriente incluye nuestra estimación de Importaciones No Declaradas según cálculos realizados en el Apéndice.

sea la deuda bruta menos las reservas internacionales y la suma de las salidas de capitales (ACTIVOS*).

La estimación del Cuadro 5 es probablemente una subestimación de la verdadera tenencia de activos externos. La razón es que el retorno sobre los mismos muy probablemente no esté declarado en la Cuenta Corriente de la misma manera que la tenencia de esos activos tampoco lo está.

A fin de estimar una tasa razonable de rendimiento sobre los activos externos hemos procedido de la siguiente manera. Para cada año se calculó la tasa promedio de interés sobre nuestra deuda externa utilizando la información sobre Servicios Financieros del Balance de Pagos. Esta tasa se muestra en el Cuadro 7.

Suponemos que el retorno promedio sobre los activos externos no declarados es del 60% de la tasa abonada sobre la Deuda Bruta. Esto nos permite incorporar la posibilidad de que una parte de los activos externos esté en forma de efectivo o que una fracción de los mismos sea consumida. La elección del 60% es arbitraria y el lector puede realizar sus cálculos alternativos ya que dispone tanto de las tasas utilizadas como de la metodología de cálculo.

En algunos casos es posible que el retorno sobre los activos externos sea idéntico a la tasa abonada sobre la deuda si es que el presunto acreedor externo resulta ser un argentino. Es posible que una parte importante de la deuda bruta argentina sea en realidad con acreedores argentinos operando a través de representantes extranjeros; esta hipótesis sugeriría que no existe un problema de deuda externa para el país, pero esto es inoperante para todo fin práctico ya que el estado argentino, que es el deudor, no tiene manera de discriminar la nacionalidad de los verdaderos tene

dores de sus títulos de deuda. Y aún si pudiera hacerlo, eso no alteraría el problema en la medida que dichos activos hayan sido legalmente adquiridos.

La tercera columna del Cuadro 6 muestra la estimación final de los activos externos argentinos (en la columna correspondiente a ACTIVOS#) suponiendo que estos reciben una tasa de retorno (no declarada en la Cuenta Corriente) igual a 60% de la tasa devengada por la Deuda Bruta.

La columna correspondiente a DEUDA NETA# muestra la verdadera Deuda Neta estimada una vez que substraemos de la Deuda Neta de Reservas las tenencias estimadas de activos externos no declaradas.

Con esta última corrección vemos que la estimación de activos externos es del orden de 31.087 millones de dólares. Esto, sumado a tenencias de reservas por 6.405 millones deja una estimación de Verdadera Deuda Neta (DEUDA NETA#) de 17.508 millones de dólares, cifra bastante mayor a la observada durante el período 1956-1976 que se muestra en la Figura 2 en dólares de 1986 (utilizando el índice de precios mayoristas de USA para realizar la actualización).

Con esta información en mano, la interpretación del fenómeno de la deuda externa toma un cariz interesante. Los números demuestran que el incremento en la Deuda Bruta no se utilizó totalmente para financiar importaciones o caída de exportaciones ya que la verdadera deuda neta estimada de los argentinos se incrementó en un monto del orden de sólo un tercio de lo que lo hizo la deuda bruta.

Cuadro 6.

Estimación Final de Deuda Neta y Activos Externos.

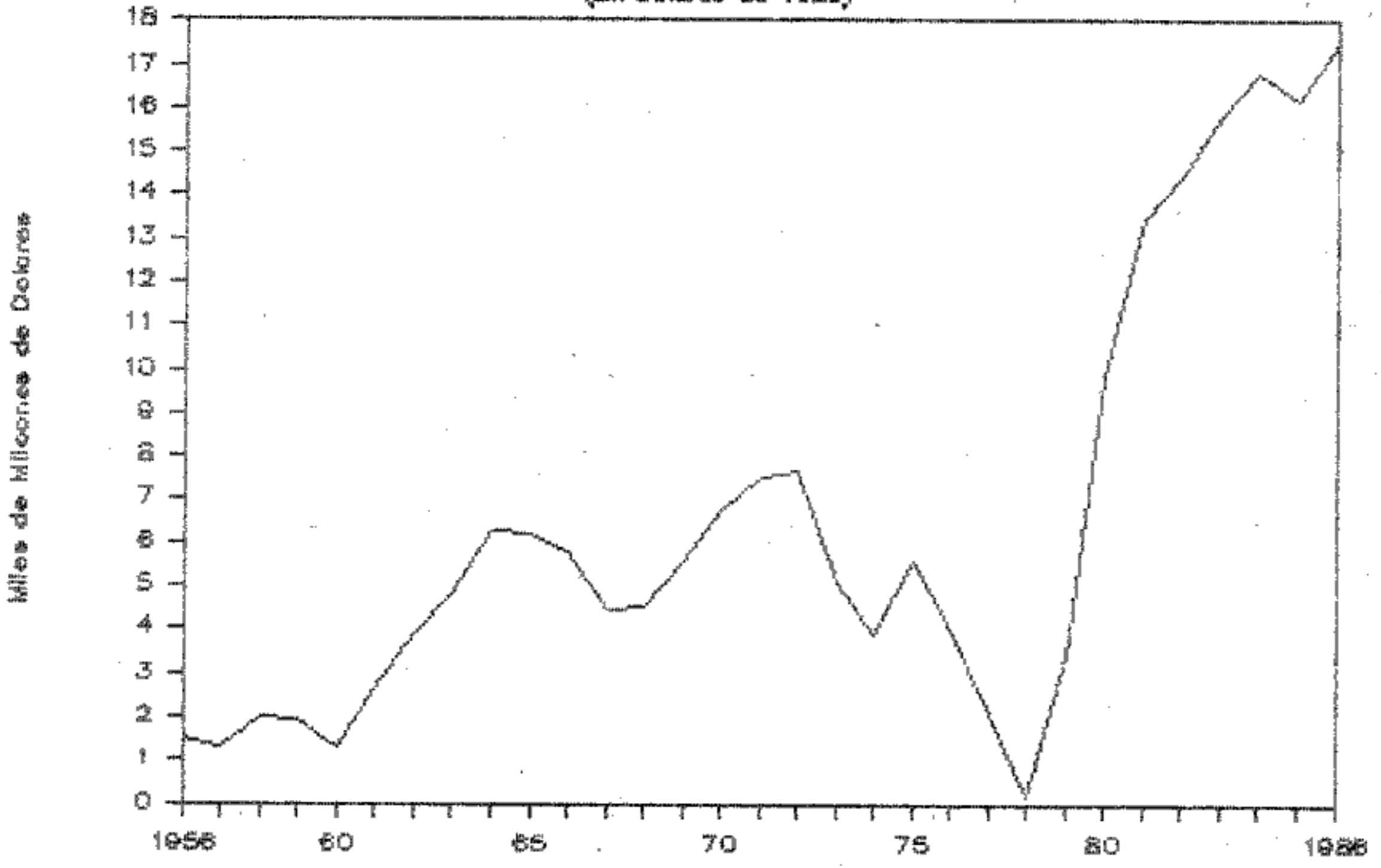
	DEUDA BRUTA	RESERVAS	ACTIVOS EXTERNOS#	DEUDA NETA#
1970	3.259	725	0	2.534
71	3.762	317	522	2.923
72	4.694	529	1.053	3.112
73	5.210	1.412	1.470	2.328
74	6.274	1.341	2.817	2.116
75	7.495	618	3.627	3.250
76	7.899	1.772	3.677	2.450
77	9.307	3.862	4.189	1.346
78	12.496	5.829	6.547	120
79	19.034	10.137	6.233	2.264
1980	27.162	7.288	11.045	8.829
81	35.671	3.719	18.735	13.217
82	43.243	3.013	25.753	14.447
83	45.946	3.205	26.547	16.194
84	48.400	3.499	27.454	17.447
85	52.500	6.005	29.785	16.710
86	55.000	6.405	31.087	17.508

$$AE\#(t) = (1+i*0.6)*AE\#(t-1) + AE^*(t) - AE^*(t-1).$$

i = Tasa de Interés en Dólares sobre la Deuda Externa Bruta.
Esta tasa se muestra en el Cuadro 7.

Figura 2.

1956-70:DEUDA NETA/1971-86:DEUDA NETA#
(En Dolares de 1985)



Cuadro 7.

Tasa Promedio de Interés Devengada Sobre la Deuda Externa.

	i% (en Dólares)
1970	11.4
71	12.1
72	10.8
73	10.9
74	9.6
75	8.9
76	6.9
77	8.5
78	9.6
79	10.2
1980	11.8
81	16.2
82	14.1
83	13.1
84	13.0
85	10.5
86	9.0

Tasa estimada de interés sobre la deuda externa calculada suponiendo que las reservas ganan un interés igual al 60% del interés sobre la deuda. La fórmula utilizada es la siguiente:

$$i = \text{Servicios Financieros Netos} / (\text{Deuda}(-1) - 0.6 * \text{Reservas}(-1)).$$

Lo que en realidad ocurrió fué que un sector del país se endeudó en divisas en tanto que otro sector se dedicó a acumularlas. Un sector creyó que el crédito externo era barato y otro que la situación era insostenible y el dólar habría de subir de precio.

Podemos ahora imaginar la situación típica que llevó a la situación actual. A partir de 1976 y especialmente en 1978-1980 el país experimentó altísimas tasas de retorno en dólares sobre las inversiones en pesos. Las tasas eran altas precisamente porque el mercado esperaba un cambio en el valor de la divisa (sobre la situación económica de la Argentina en este período de gestación de la deuda externa véase, por ejemplo: Calvo (1985), Dornbusch (1984), Fernández (1986), Fernández y Rodríguez (1980), Rodríguez, (1982, 1983). Sin embargo dicha opinión no parece haber sido homogéneamente compartida por todos los agentes o al menos algunos no parecen haberle prestado atención (particularmente las empresas públicas que recurrieron extensivamente al crédito externo). En definitiva, el individuo o empresa A que cree que las tasas domésticas son atractivas toma un crédito externo, ingresa las divisas al Banco Central declarando la deuda, obtiene pesos a cambio y los invierte a plazo fijo. El individuo B, que cree que el dólar va a subir de precio, toma un crédito en pesos por el mismo monto que el depósito del señor A y compra dólares en una casa de cambios. Al haber libre convertibilidad, el individuo B no debe declarar su tenencia de dólares (en rigor a la verdad, había un límite sobre el monto de dólares que podían comprarse a la vez en una casa de cambios pero los cadetes se ocupaban de hacer las tediosas colas, y este límite, inoperantes). En definitiva, la

deuda bruta crece, los activos externos también (pero nadie sabe quién los tiene). Todas las operaciones que han ocurrido son perfectamente legales y podrían pasar en cualquier país con moneda convertible (como casi todos los países desarrollados).

Lo que no ocurre en los países desarrollados son las tremendas oscilaciones en los precios relativos que ocurren en nuestro país. Llegado 1981, ocurren las sucesivas devaluaciones sorpresivas (o esperadas por muchos) que licúan los activos y pasivos en pesos. El señor A se queda con la deuda en dólares y un activo en pesos que no vale nada en tanto que la deuda en pesos del señor B desaparece quedándose éste con sus dólares.

Alrededor de esta explicación simple surgen varias alternativas. En primer lugar, el señor A y el señor B bien podrían ser la misma persona. En efecto, el señor A, al salir del Banco Central con sus pesos podría haber recomprado los dólares en una casa de cambio y repagado su deuda sin avisar al Banco Central de esta cancelación (esto requiere que el banco extranjero le de una colaboración en el sentido de continuar exigiendo el pago del servicio de la deuda aún cuando esta ya fué pagada). Esta operación es bien conocida en el mundo financiero y se llama Back to Back Lending (autopréstamo). Obviamente el señor A (ó B) ha pasado por un montón de molestias y comisiones sólo para tener una deuda registrada en el Banco Central. Ello no sería de ninguna utilidad si el tipo de cambio continuara siendo único y la moneda convertible. Pero el señor A (ó B) apostó a que esto no ocurriría y de hecho tuvo razón. A partir de 1981 y a través de sucesivas medidas el gobierno se encargó de absorber la deuda del señor A (ó B) a precios mucho más baratos que los de mercado con lo cual el visionario inver-

sor consiguió comprar dólares a un precio mucho más barato que el resto de sus connacionales. En realidad no compró dólares sino títulos de deuda externa del gobierno que es lo que se le dió al banco extranjero supuestamente acreedor. Los dólares los está recibiendo ahora a través del servicio de dicha deuda.

En esta última etapa el señor A (ó B) transfiere una deuda inexistente en dólares al estado argentino a cambio de pagar pesos que son rápidamente licuados por las sucesivas devaluaciones y bajas tasas de interés. El señor A (ó B) por muy pocos pesos ha comprado la posibilidad de alguna vez cobrar los dólares de la deuda transferida al estado. El estado, que no debía nada, ahora debe los dólares del señor A (ó B) y tiene un activo en pesos que rápidamente se desvaloriza. El ciclo ha culminado y llegamos a la situación actual en la cual el señor A (ó B) ganó y el estado perdió. Obsérvese que todo lo que ha ocurrido es o legal o imposible de comprobar por lo cual el estado no tiene más remedio que pagar.

Otra alternativa es que el señor A toma un crédito externo, declara la deuda y compra maquinaria. El señor B le vende la maquinaria y en lugar de recomponer el stock compra dólares. Llegada la devaluación, el estado compra la deuda del señor A en condiciones ventajosas para éste. El estado se queda con la deuda en dólares, el señor A con las máquinas y el señor B con los dólares. Nuevamente los verdaderos activos externos netos del país no han cambiado pero el estado se quedó con la deuda externa.

Como el estado generó aproximadamente dos tercios de la deuda externa está claro que éste asumió el rol del señor A de las interpretaciones anteriores. Las empresas estatales se endeudaron

en cifras siderales muy probablemente a sugerencia de las autoridades que necesitaban divisas para sostener el tipo de cambio. Sabemos que este endeudamiento no dió lugar a una transferencia equivalente de recursos reales del exterior. Esto significa que si las empresas estatales invirtieron en recursos reales el producto de esos préstamos, el que recibió los pesos en pago debió haberse abstenido de reponer parte de los bienes y compró dólares. Este es el caso más favorable para el gobierno ya que si bien tiene la deuda externa también ve incrementada su capacidad de pago gracias a la inversión realizada.

También es posible que las autoridades hayan inducido a las empresas estatales a endeudarse a fin de aportar divisas al Banco Central. En ausencia de necesidad de invertir, la empresa estatal habría depositado los pesos que recibió a cambio en el sistema financiero, los cuales luego fueron prestados a un señor B que compró dólares. Llegadas las devaluaciones, la empresa estatal se quedó con la deuda en dólares y con activos en pesos sin valor en tanto que el señor B tiene una deuda en pesos sin valor y activos en dólares.

Probablemente haya muchas más operaciones además de las descritas que ayuden a explicar el origen de la deuda externa. Probablemente todas coincidan en el resultado final: alguien en el sector privado se quedó con los dólares y el estado se quedó con la deuda.

En general, todas las operaciones descritas son legales, marginalmente legales (o poco éticas) o imposibles de detectar. Si ha de buscarse un responsable, la historia descrita muestra claramente que éste fué el estado que asumió voluntariamente las deudas

externas ya sea directamente o a través de avalar o adquirir la deuda privada.

Podemos concluir que la Argentina, como resultado de estas transferencias financieras alrededor de la deuda externa, terminó siendo un país con un estado pobre y algunos residentes ricos, aún cuando no debe dejarse de lado la posibilidad que algunos de los que adquirieron los créditos en pesos para comprar los dólares (los señores B) hayan sido no residentes.

¿Es esto una ayuda para el estado desde el punto de vista que existiría una potencial base imponible con cuyo producto pagar el servicio de la deuda? La respuesta es que probablemente nó, ya que como hemos visto no existen registros sobre quiénes son los tenedores de esos presuntos activos externos no declarados. Es más, el gobierno repetidamente intentó ofrecer oportunidades para que reingresen las divisas radicadas en el exterior.

Hasta ahora estos intentos no han tenido éxito. Y si alguna vez lo tuvieran, es muy probable que gran parte de estas divisas no volverían de otra forma que no fuera la del autopréstamo. Y aún si así fuera, la deuda existe y el problema no va a solucionarse endeudándose más. Es sabido que los capitales financieros sólo van a un país con un grado alto de incertidumbre como el nuestro si es que van a obtener una ventajosa tasa de retorno. Tal fué el caso del Plan Austral que en su primer año logró algunas entradas de capitales al costo de una tasa de interés en dólares de más del 60% anual. Obviamente, el país no va a solucionar el problema de la deuda refinanciando la misma internamente a un costo 6 veces mayor que el de la propia deuda original.

En pocas palabras, el argumento anterior implica que no debe esperarse solución significativa al problema de la deuda a través de algún tipo de operación con los capitales argentinos en el exterior. Si se logra atraer estos capitales, eso será muy probablemente a un costo aún mayor que el del servicio de la actual deuda, con lo cual sólo se acrecentaría el problema.

SECCION II.

Un Sistema Consistente Cuentas Externas

En la Sección anterior hemos visto que el cambio en la deuda externa bruta tiene poco que ver con las cuentas del Balance de Pagos debido a la no consideración de las tenencias de activos externos originados en la fuga de capitales y que en parte significativa probablemente pertenezcan a los nacionales del país. También vimos que la Cuenta Corriente, tal como se la calcula tampoco mide el cambio en la posición de activos netos del país frente al resto del mundo ya que esta no incluye el retorno sobre los activos externos brutos no declarados ni tampoco ciertas importaciones.

Hemos aquí propuesto una metodología para el cálculo de los activos externos no declarados y un supuesto razonable para estimar su rendimiento. Dichos supuestos nos permiten elaborar un sistema de cuentas de sector externo para el período bajo análisis que cumple con todas las especificaciones contables, a saber: un superávit de cuenta corriente que es igual a la acumulación de Reservas más la acumulación de otros activos externos menos la acumulación de deuda.

A continuación presentaremos dicho sistema consistente de cuentas del sector externo para el período 1970-1986 sobre la base de las estimaciones de la Sección I. La Cuenta Corriente Verdadera (CCV) es la Cuenta Corriente standard más el rendimiento calculado anteriormente sobre los activos externos ($0.6 \cdot i \cdot \text{ACTIVOS} \#(t-1)$) y menos el valor estimado de las importaciones no declaradas. La misma se presenta en la primera columna del Cuadro 8. El Cuadro 9 presenta la apertura de la Cuenta Corriente Verdadera entre

Cuadro 8.

Cuenta Corriente Verdadera, Activos y Pasivos Externos

	Cuenta Corriente Verdadera	Reservas	Deuda Bruta	Activos Externos#	Deuda Neta#
1970	-159	725	3.259	0	2.534
71	-389	317	3.762	522	2.923
72	-189	529	4.694	1.053	3.112
73	784	1.412	5.210	1.470	2.328
74	212	1.341	6.274	2.817	2.116
75	-1.134	618	7.495	3.627	3.250
76	800	1.772	7.899	3.677	2.450
77	1.104	3.862	9.397	4.189	1.346
78	1.227	5.829	12.496	6.547	120
79	-2.544	10.137	19.034	6.233	2.664
1980	-6.165	7.288	27.162	11.045	8.829
81	-4.388	3.719	35.671	18.735	13.217
82	-1.260	3.013	43.243	25.753	14.447
83	-1.717	3.205	45.946	26.547	16.194
84	-1.252	3.499	48.400	27.454	17.447
85	737	6.005	52.500	29.785	16.710
86	-798	6.405	55.000	31.087	17.508

Cuadro 9.

Composición de la Cuenta Corriente Verdadera.

	C.C.V.	B.C.	S.R.y T.	S.D.N.	I.A.E.
1970	-159	79	51	-289	0
71	-389	128	-176	-341	0
72	-189	36	128	-387	34
73	784	1.031	163	-479	69
74	212	296	252	-421	85
75	-1.134	-985	187	-487	151
76	800	883	259	-492	150
77	1.104	1.117	378	-578	187
78	1.227	1.717	-51	-681	242
79	-2.544	-1.298	-728	-920	402
1980	-6.165	-4.358	-718	-1.531	442
81	-4.388	-1.037	-727	-3.700	1.076
82	-1.260	1.799	73	-4.718	1.586
83	-1.717	2.058	-384	-5.408	2.017
84	-1.252	2.595	-202	-5.712	2.067
85	737	4.582	-700	-4.882	1.737
86	-798	2.600	-618	-4.382	1.602

C.C.V. = Cuenta Corriente Verdadera.

B.C. = Balanza Comercial.

S.R.y T. = Servicios Reales y Transferencias.

S.D.N. = Servicio Financiero de la Deuda Neto de Interés de Reservas.

I.A.E. = Interés Sobre Activos Externos No Declarados.

Balanza Comercial (BC, corregida por importaciones no declaradas), Servicios Reales y Transferencias (SRyT), Servicio de la Deuda Bruta neto del interés ganado por las Reservas (SDN, Servicio de la Deuda Neta de Reservas) e Ingreso por Activos Externos (IAE, calculado según la fórmula anterior). Las siguientes tres columnas del Cuadro 8 muestran los valores a fin de año de los tres stocks que pueden variar como resultado del nivel alcanzado en la Cuenta Corriente Verdadera: Reservas, Deuda Bruta y Activos Externos. Pueude verificarse que la suma de los cambios en los tres stocks es exactamente igual al nivel de la Cuenta Corriente Verdadera del año.

SECCION III.

Alternativas Posibles al Problema de la Deuda Externa.

En 1986 se estima que el interés devengado sobre la Deuda Externa (neto del interés ganado sobre las Reservas) es del orden de 4.382 millones de dólares, cifra mayor a la de las importaciones del país estimadas para ese mismo año o un 64% de las exportaciones. Se estima que el superávit de la Cuenta Comercial (menos el déficit de Servicios Reales y Transferencias) será de 1.982 millones de dólares con lo cual se quedarán debiendo 2.400 millones de dólares que se pagarán ya sea con nuevos créditos o con caída de Reservas. La hipótesis reflejada en las estimaciones del Cuadro 1 para 1986 reflejan una entrada de capitales por 2.800 millones de dólares con lo cual las Reservas aumentarían en 400 millones. La entrada de capitales de 2.800 millones, a su vez, corresponde a un incremento de deuda bruta de 2.500 millones y un influjo neto de 300 millones, no declarado como deuda y que con nuestra metodología correspondería a un reflujo equivalente de los activos de argentinos en el exterior.

Las cifras estimativas indican que no se están pagando los intereses sobre la deuda, ni siquiera en términos reales. El rollover de los intereses lleva a la deuda a crecer a una tasa exponencial igual al componente impago de la tasa de interés. Como la tasa resultante de crecimiento de la deuda (6.2% promedio anual en cuatro años) es mayor que la tasa de inflación, la deuda continúa aumentando en términos reales.

La alternativa de que la situación mejore internamente y se

produzca un superávit comercial suficiente para pagar al menos la parte real de los intereses no parece factible. Los precios internacionales de productos agrícolas continúan en franco deterioro y, según dicen los expertos (como el Profesor D. Gale Johnson de la Universidad de Chicago, que recientemente visitó Argentina) pueden tardar más de una década en recuperarse.

Cabe preguntarse qué país en la historia moderna ha llegado a pagar intereses en un monto igual al de sus importaciones? De hecho no se están pagando y el mercado internacional financiero así lo reconoce. Los títulos de la deuda externa Argentina se negocian a aproximadamente el 65% de su valor de paridad. Este valor de mercado estaría reflejando la expectativa de que el país serviría en promedio el 65% de su deuda. Esto es más de lo que nuestros cálculos indican que se está pagando en 1986. En efecto, la tasa de 8.96% promedio estimada para 1986 (Cuadro 7) multiplicada por el stock de 52.500 millones arroja una estimación de intereses de 4.704 millones para 1986.

Los pagos netos efectuados deben ser iguales al superávit comercial y de SRYT de 1.982 millones, más los 300 millones de entrada de capitales sin contrapartida de deuda, más 322 millones de interés sobre Reservas y menos el incremento en reservas de 400 millones, o sea un total de 2.204 millones de dólares. La diferencia entre el interés devengado de 4.704 millones y los pagos realizados de 2.204 millones es exactamente el incremento en la deuda bruta de 2.500 millones. Dividiendo el pago de 2.204 por el interés devengado de 4.704 millones obtenemos un ratio de cumplimiento de 47%, cifra bastante menor que la de 65% que refleja el mercado. Obviamente nuestros números para 1986 están basados en estimacio-

nes y por lo tanto son sólo indicativos. El Cuadro 10 sintetiza las operaciones anteriormente descriptas.

Un cálculo similar al anterior (Cuadro 11) indica que en el período 1983-86 se abonaron intereses por 9.653 millones de dólares sobre un total devengado de 21.410 millones con lo cual la deuda bruta se incrementó por la diferencia, o sea 11.757 millones de dólares. Para este período 1983-86 el ratio de cumplimiento estimado fué del 45%, también bastante menor que el 65%. El resultado de esta alta tasa de incumplimiento es que el mercado negocia la deuda debajo del par, y la Argentina se ve forzada año a año a renegociar sus vencimientos al par y con el adicional de multas y recargos por incumplimiento.

Tanto en los países acreedores como en la Argentina, una empresa que se viera en situación de refinanciar la mitad del servicio de sus deudas llamaría a convocatoria de acreedores a fin de discutir una estructura de refinanciación y una quita de intereses. Esto no es posible en el mercado internacional dada la ausencia de un foro judicial apropiado.

Algunos de los bancos acreedores ya han optado por vender su deuda argentina en el mercado secundario aceptando la pérdida del 35%. Otros bancos no se desprenden de la deuda pues de hacerlo sus libros reflejarían la pérdida de capital del 35%. Sin embargo el capital de estos bancos es una ficción contable ya que los accionistas bien saben que parte de sus activos tienen un valor de mercado menor que el de libros.

Ultimamente han surgido estrategias denominadas de "capitalización de la deuda". Estas están diseñadas para permitir a esos

Cuadro 10,Estimación del Servicio de la Deuda Externa en 1986.

<u>ORIGEN DE LOS FONDOS</u>	
-Balanza Comercial	2.600
-Interés Sobre las Reservas Internacionales.	322
-Entrada de Capitales sin Contrapartida de Deuda.	300
-TOTAL	3.222
<u>USO DE LOS FONDOS</u>	
-Acumulación de Reservas	400
-Servicios Reales y Transferencias.	618
-Interés Abonado Sobre Deuda Bruta	2.204
-TOTAL	3.222
=====	
INTERES DEVENGADO SOBRE DEUDA BRUTA	4.704
(menos) INTERES ABONADO SOBRE DEUDA BRUTA.	2.204
(=) INCREMENTO EN DEUDA BRUTA.	2.500

Unidades: Millones de Dólares.

Cuadro 11.Estimación del Servicio de la Deuda Externa en 1983-86.

<u>ORIGEN DE LOS FONDOS</u>	
-Balanza Comercial	11.835
-Interés Sobre las Reservas Internacionales.	1.026
-Entrada de Capitales sin Contrapartida de Deuda.	2.088

-TOTAL	14.949
 <u>USO DE LOS FONDOS</u>	
-Acumulación de Reservas	3.392
-Servicios Reales y Transferencias.	1.904
-Interés Abonado sobre Deuda Bruta.	9.653

-TOTAL	14.949
 =====	
INTERES DEVENGADO SOBRE DEUDA BRUTA	21.410
(menos) INTERES ABONADO SOBRE DEUDA BRUTA.	9.653
(=) INCREMENTO EN DEUDA BRUTA.	11.757

Unidades: Millones de Dólares.

bancos desprenderse de estos títulos al par a cambio de otro título o activo con igual valor nominal (que llevarán en libros) pero un valor real menor al par. En el caso Argentino, la versión más simple sería que el gobierno compra al banco acreedor, con australes, el título de deuda al par con la condición que el banco compre cierta cantidad de australes, con dólares, al cambio oficial. Todos los australes obtenidos deberán ser invertidos en la compra de activos reales argentinos.

De la interacción entre la brecha cambiaria y la cantidad adicional de dólares que el banco debe cambiar al tipo de cambio oficial, el resultado de la operación es que el Banco Central compra la deuda a algo más del 65% y el banco extranjero vende su deuda a algo menos del 100%. En definitiva, se reparten el 35% entre ambos.

Supongamos que la operación se realiza y el banco extranjero encuentra activos reales interesantes. Para hacerlo deberán tener una tasa esperada de retorno mayor que la que implicaba la deuda argentina al valor de mercado de 65%. De ser la tasa igual no veo por qué los bancos se van a molestar en la operación cuando podrían vender su deuda en el mercado secundario (salvo la molestia de tener que reconocer ante sus accionistas la pérdida del 35%).

En realidad ahora los acreedores tendrían su capital invertido en Argentina y estarían sujetos a las leyes impositivas del país. Ya no serían acreedores de títulos de deuda externa sino que estarían en condiciones de igualdad con los inversores domésticos. Es sabido que la alta inestabilidad de la economía Argentina hace

que la misma no resulte demasiado atractiva para los inversores y es por eso que, de aceptar un acreedor la operación, ha de requerir una tasa de retorno aún mayor que la abonada por la deuda original. Y si la inversión es rentable como se esperaba, el país no resuelve el problema del pago de la deuda ya que ahora los intereses se transforman en aún mayores dividendos. Obviamente se habrá obtenido alguna reestructuración de plazos más favorable, pero eso sería todo.

Debo aclarar que el esquema de capitalización de la deuda a que me he referido es el que se discute en el caso Argentino. Existen otros sistemas alternativos propuestos para otros países, como ser Chile, que incorporan la privatización de empresas públicas como parte del proceso. Esta es una alternativa interesante de ser considerada pero no forma parte del esquema discutido en Argentina y por lo tanto no me referiré a ella.

Suponiendo que la capitalización se hace, queda el problema de qué hace el Banco Central con los miles de millones de australes que emitió para comprar los títulos de deuda? Si los deja en el mercado la operación simplemente no existiría pues la hiperinflación resultante simplemente destruiría al sistema financiero. Deberá, por lo tanto, rescatar esos australes con algún tipo de Bono denominado en Australes que resulte atractivo a los empresarios que han vendido sus fábricas. Sabemos que en las actuales circunstancias, para que un Bono en Australes resulte atractivo debe ofrecer una tasa de retorno equivalente en dólares bastante mayor que la internacional. Esto quiere decir que el estado continuará disminuyendo su patrimonio y a una tasa mayor que antes de la capitalización. Esto a menos que luego ocurra una licua-

ción a través de un golpe inflacionario.

De ocurrir esto último, el efecto sería que el estado se quedaría sin la deuda externa, los empresarios sin sus fábricas y los bancos extranjeros habrían cambiado la deuda externa por las fábricas. El problema del servicio de la deuda no se habría solucionado ya que aún habría que pagar dividendos.

En definitiva, no creo que la capitalización sea una solución viable para el problema global de la deuda, a menos que el gobierno decida dar algún bien de capital propio a cambio de los títulos de deuda externa. De lo contrario, la capitalización se agota en un proceso de sustitución de deuda externa por deuda interna. Además queda el problema de si tenemos suficientes activos como para capitalizar una parte significativa de la deuda? La Provincia de Buenos Aires tiene 30 millones de Hectáreas de tierra cultivable. A un valor promedio de 800 dólares la Hectárea eso arrojaría un valor de 24.000 millones de dólares, menos de la mitad del valor de la deuda externa!

La solución al problema de la deuda externa no pasa por su capitalización ni por su refinanciamiento a plazos adecuados. Más bien pasa por reconocer que el país no está en condiciones viables para afrontar el pago de la totalidad de la misma. Esto ya lo ha reconocido el mercado al transar la deuda con una quita del 35% sobre su valor de paridad (quita que, dado el actual ratio de cumplimiento, quizá debería ser algo mayor). Una empresa en esas condiciones no tendría mayor problema en obtener una quita similar en una convocatoria de acreedores. La opción de mercado es entonces que los acreedores internacionales acepten una quita del 35% sobre el valor de libros de la deuda Argentina a

cambio de que establezcan condiciones para que el monto restante sea servido con total e indiscutible regularidad. Esto requiere en primer lugar que el monto final de deuda sea estructurado a muy largo plazo (50 años) y la tasa de interés sea la más atractiva (por lo baja) del mercado internacional.

Con una quita del 35% la deuda Argentina se reduciría a 35.750 millones de dólares. Actualmente la Tasa Libor está al 6% anual, lo cual representaría un interés anual de 2.145 millones de dólares que pueden ser normalmente atendidos, incluso en las actuales circunstancias. El monto a amortizar cada año depende del plazo de refinanciación pero no debería ser un problema. En la medida que la tasa de inflación internacional sea positiva, el pago del interés nominal ya incluiría algo de amortización real. En todo caso, la refinanciación de la amortización sería casi automática si la Argentina muestra que sirve regularmente su deuda durante 1 ó 2 años. A 50 años de madurez, un 2% anual de amortización nominal significa unos 715 millones de dólares adicionales que al principio pueden ser fácilmente atendidos con las reservas con que se cuenta. Luego de 1 ó 2 años la Banca comenzará nuevamente a prestar, al menos para cubrir la amortización. El sistema financiero internacional jamás ha dejado de prestar a un país que puede pagar y con esta alternativa la Argentina podrá hacerlo.

La solución propuesta implica una quita realista sobre la actual deuda y la condición de que, ya que se pagará regularmente, no se establecerá una tasa mayor que la Libor. Ambas son condiciones sumamente razonables. Al fin y al cabo se estaría pagando lo que el mercado esperaba cobrar.

Al fin de hacer la transacción atractiva para los acreedores podría establecerse una cláusula indicando que el incumplimiento del servicio de este nuevo título implicará que la deuda se revierte al título original e incluso podría llegarse a acordar una paridad de cambio mayor que el 65% en la medida que conjuntamente se instrumenten condiciones que permitan un mejoramiento sostenible de la balanza comercial. Es muy probable que algunos bancos acreedores no acepten esta solución hasta que no se vean inducidos a ella y es muy lógico que así sea ya que todo acreedor debe tratar de cobrar hasta último momento. Es por ello que existe la figura jurídica de la Convocatoria de Acreedores. En este caso, y de fallar todas las opciones alternativas que conduzcan a una solución estable, la Argentina podría ejecutar su propia convocatoria produciendo un nuevo título de deuda externa, en las condiciones anteriormente descriptas, el cual será ofrecido para ser intercambiado por los actuales títulos por un plazo fijo de tiempo. Debe quedar claro en el anuncio del "Tender-Offer" que toda divisa disponible será primariamente destinada al pago de este nuevo título. Este anuncio es fundamental. En el caso de los BONEX, que tienen una promesa implícita de este tipo, vemos que se cotizan a un valor de alrededor de 20 puntos más que el resto de la deuda externa.

En caso que se argumente que la quita del 35% sobre el valor de libros presenta algún problema legal, el título puede ser emitido al par con la condición que la quita se efectúe sobre la tasa de interés que en este caso sería 65% de la tasa Libor.

Estimo que si los acreedores toman conciencia del problema global que se enfrenta, si se adoptan las medidas de política eco

nómica para garantizar un ratio de cumplimiento de al menos 65% y el anuncio es hecho con seriedad y firmeza, gran parte, sino la totalidad, de la deuda será convertida voluntariamente a este título. El resto continuará con las dificultades actuales para cobrar y con un desenlace final difícil de preveer.

Quizá esta propuesta sea idealista en términos de las condiciones en que esta actualmente documentada la deuda y el hecho de que, según se me informa, algunos acreedores cobran más intereses que otros. En particular parece haber una tendencia de pagar intereses a acreedores privados con dinero nuevo provisto por instituciones internacionales. De ser así la situación quizá el momento no sea el apropiado, por falta de interés de los acreedores privados, para intentar esta consolidación y quita. Sin embargo, no me cabe duda que el momento llegará una vez que termine el flujo de nuevos fondos provenientes de los nuevos acreedores. En ese momento la inviabilidad global del sistema de refinanciar intereses con tasas reales positivas, que ya existe, se hará evidente para todos por igual. Excepto que cuanto más tarde en llegar ese momento, mayor será el monto real de deuda y por ende el problema a resolver.

REFERENCIAS

- Auernheimer, Leonardo: "Allowing Markets to Compensate for Government Mistakes", May 1986, forthcoming in The Journal of Monetary Economics.
- Calvo, Guillermo A.: "Fractured Liberalism: Argentina Under Martínez de Hoz", Columbia University Discussion Paper N° 275, New York, 1985.
- Dornbusch, Rudiger: "Argentina Since Martínez de Hoz", unpublished Manuscript, Massachusetts Institute of Technology, June 1984.
- Fernández, Roque: "Los Costos de Intermediación Financiera en el Sistema Bancario Privado de Argentina", LIBERTAS (ESEADE), octubre 1986.
- Fernández, Roque y Rodríguez, Carlos A.: Inflación y Estabilidad, Ediciones Macchi, Buenos Aires, 1982.
- Rodríguez, Carlos A.: "The Argentine Stabilization Plan of December 20th", World Development, Vol. 10, N° 9, 1982.
- Rodríguez, Carlos A.: "Políticas de Estabilización en la Economía Argentina: 1978-82", Cuadernos de Economía, Universidad Católica de Chile, abril 1983.

A P E N D I C E

Estimación de las Importaciones No Declaradas.

La fuente de los datos es la World Table del Direction of Trade Statistics del Fondo Monetario Internacional, Anuario 1986. En dicha Tabla se indican las exportaciones (FOB) de todos los países hacia la Argentina, así como las importaciones de la Argentina desde todos los países. La primera cifra, más los costos de transporte y seguro deberían idealmente igualar a la segunda, tal como está indicado en la publicación de referencia. Este no es el caso en la Argentina en el período 1977-1984 (inclusive) en el cual las exportaciones mundiales hacia Argentina exceden, aún sin considerar costos de transporte, las importaciones declaradas de Argentina. Interpretamos dicha diferencia como importaciones realizadas por Argentina pero no declaradas en las estadísticas de comercio exterior. Dichas cifras, corregidas por una estimación de costos de transporte se indican en la Tabla A1. Para estimar los costos de transporte se calculó para cada año el ratio importaciones CIF/FOB declarado en el Balance de Pagos y se multiplicó el mismo por el monto de importaciones no declaradas.

Tabla A1.

Importaciones Declaradas y No Declaradas.

	Importaciones Declaradas (*)	Importaciones No Declaradas (*)	Importaciones Totales (*)
1977	4.162	373	4.535
78	3.834	849	4.683
79	6.712	2.396	9.108
1980	10.540	1.839	12.379
81	9.430	750	10.180
82	5.338	488	5.826
83	4.505	1.273	5.778
84	4.584	928	5.512

(*) Millones de dólares.