

AJUSTE EXTERNO Y DEFICIT FISCAL .

UNA VISION DEL CASO ARGENTINO.*

MARTA BEKERMAN
CONICET y
FACULTAD DE CIENCIAS
ECONOMICAS, (UBA)

* Deseo agradecer muy especialmente al Lic. Victor Perez Barcia y al Dr Julio H. Olivera por la desinteresada entrega de tiempo en la discusion de este trabajo. La responsabilidad de lo aqui expresado es exclusivamente mia.

INTRODUCCION

El sector público se ha convertido en la Argentina de hoy en un punto central de discusión muchas veces oscurecida por fuertes posiciones ideológicas y por la desorganización que presentan las cuentas fiscales. Nosotros creemos que una inadecuada evaluación acerca del comportamiento del déficit fiscal y de las causas que lo originan puede tener efectos adversos sobre la implementación de la política económica. De allí la importancia de intentar nuevos enfoques que posibiliten el desarrollo de la polémica, y que permitan incorporar al análisis de las cuentas fiscales el impacto de las profundas transformaciones sufridas por la economía argentina ante el severo ajuste de sus cuentas externas.

El objetivo del presente trabajo es determinar primero la magnitud del déficit fiscal para el período 1980-1986, midiéndolo a partir de sus fuentes de financiamiento, para luego evaluar la incidencia que tuvieron sobre el mismo los pagos de intereses de la deuda externa e interna, es decir de acontecimientos originados en años anteriores. Nuestra hipótesis es que el grueso del déficit fiscal en la Argentina post-1982 corresponde al peso de esos fenómenos que tuvieron su origen en el pasado, mientras que la influencia del déficit propio del período es pequeña. Si esto fuera así nos estaría señalando severas restricciones en el accionar de cada año de las cuentas del sector público.

La estimación del déficit fiscal a través de sus fuentes de financiamiento nos permitirá además conocer la forma en que el mismo fue cubierto durante los distintos años considerados en el trabajo. Si lo fue fundamentalmente a través de la emisión monetaria sus efectos serán diferentes a los que se producirán en caso de haberse recurrido preferentemente al endeudamiento interno -ya sea del gobierno o del Banco Central- En este último caso el peso de ese endeudamiento será transmitido en mayor o menor medida a los años posteriores.

Uno de los primeros obstáculos con que nos encontramos para realizar este análisis se relaciona con las distintas definiciones conceptuales acerca del déficit del sector público y del rol que dentro del mismo cumple el Banco Central. Por eso intentaremos primero definir en forma relevante el concepto de déficit público consolidado para pasar después a su medición para el período 1980-1986. Luego se observarán las causas de dicho déficit distinguiendo entre pagos de intereses -en moneda nacional y extranjera- y déficit operativo y de capital.

En la sección A se hace referencia a la metodología seguida en el trabajo mientras que en la sección B se observan los resultados estadísticos.

A) METODOLOGIA

1) Medición del déficit fiscal.

La medición del déficit fiscal presenta numerosos problemas conceptuales y metodológicos que comienzan con la definición de lo que se entiende por sector público. Normalmente en la Argentina ese concepto abarca a lo que la Secretaría de Hacienda denomina el sector Público no Financiero, es decir a la Administración Central, las cuentas especiales, los organismos descentralizados, las provincias, parte de las empresas del Estado y al sistema de seguridad social. Este concepto excluye sectores importantes como a las obras sociales y a las cajas de subsidios familiares, pero el mayor desfase en el análisis se plantea por la exclusión de las operaciones del Banco Central. El creciente rol que ha asumido esta institución en el financiamiento de los desequilibrios del sector público hace imposible todo intento de medición del mismo que no la tome en cuenta. Por eso en este trabajo se intentará llevar adelante un análisis del déficit consolidado del sector público no financiero (SPNF) y del Banco Central (BC).

La forma de medir el déficit consolidado será a través de las necesidades efectivas de financiamiento que presentan conjuntamente en cada año el SPNF y el BC con respecto al resto de la economía. A tal efecto se trabajará con la información estadística disponible principalmente en los balances del BC que nos permita computar los ingresos netos de fondos recibidos por ambas instituciones. Esta forma de medición -a través del financiamiento del déficit o "debajo de la línea"- no responde a la forma más convencional de medición del déficit fiscal que es a partir del cálculo de ingresos y recursos. Sin embargo el resultado debería ser el mismo si en ambos casos se contabilizaran a las mismas instituciones.(1). La necesidad de financiamiento es justamente una cuantificación de los gastos corrientes y de capital que no han sido cubiertos por los ingresos correspondientes. Determina la participación del sector público en el mercado de crédito interno y externo y en la generación de base monetaria, ya que son estas las formas de financiación pública. Al hablar de déficit consolidado debemos cancelar los movimientos de fondos que tienen lugar entre el BC y el gobierno.

Antes de seguir adelante es necesario hacer aquí una aclaración. Existen dos formas de medir el déficit. El sistema patrimonial mide los devengamientos que se producen en los activos y pasivos, es decir que registra las variaciones patrimoniales que pueden tener lugar en el sector público. La segunda metodología conocida como sistema de caja computa los ingresos y gastos que efectivamente tuvieron lugar. Es esta última la que será empleada en este trabajo ya que es la que muestra la restricción financiera inmediata

que sufre el sector público y el verdadero impacto de esa restricción sobre el conjunto de la economía. La metodología de caja nos traerá diversas dificultades en el trabajo con las cuentas del BC. Hasta 1982 no existían grandes variaciones contables entre los devengamientos y los flujos reales de fondos registrados por esa institución. Sin embargo a partir de julio de ese año, con la generalización de los redescuentos de largo plazo como fuente principal de créditos al sector privado, se produce en el BC un fuerte desfase entre el cobro de intereses y ajustes por dichos redescuentos y el pago de los intereses y compensaciones por los encajes remunerados a los bancos. (Ver Piekarz J., 1984).

El déficit fiscal tiene entonces tres formas básicas de financiamiento:

- a) por expansión de la base monetaria, a través de adelantos y otras formas de suministros de fondos del Banco Central al gobierno.
- b) por financiamiento de origen interno
- c) por financiamiento de origen externo

Es decir que:

$$NFC = FI + FE + \text{^}BM$$

Donde:

NFC es la necesidad de financiamiento consolidada del SPNF y del BC.

FI es el financiamiento de origen interno

FE es el financiamiento de origen externo

\text{^}BM es la expansión de la Base Monetaria. Nos referimos aquí a la base monetaria restringida, es decir al dinero en circulación más los depósitos en cuenta corriente de las entidades financieras en el BC.

$$NFC = NFSP + NFBC$$

NFSP es la necesidad de financiamiento neta del sector público no financiero

NFBC es la necesidad de financiamiento neta del BC

Siendo NFC la necesidad de financiamiento neta consolidada, no debe contabilizar los movimientos de fondos que tienen lugar entre el SPNF y el BC sino que debe reflejar la suma de fondos de origen interno y externo obtenidos por ambas instituciones en el sector privado.

La necesidad de financiamiento consolidada de origen interno esta constituida por los fondos tomados en el mercado local. Para el caso del SPNF tienen su fuente en bancos y particulares, con estos últimos a través de la emisión neta

de títulos de la deuda interna-.

El caso del financiamiento interno del BC ofrece más complicaciones. Por empezar puede ser obtenido a partir de la expansión de la base monetaria o de un mayor endeudamiento con el sector privado. La base monetaria es un pasivo que permite reemplazar deuda ya que en la medida en que se expande más la base menor es la necesidad de endeudamiento por otros conceptos. Por otro lado al ser un pasivo muy especial -ya que no es exigible y no genera costos- su expansión produce efectos muy diferentes a los que generan otros pasivos contraídos por el BC a los efectos de regulación monetaria. Por eso la hemos considerado como una forma de financiación diferente del endeudamiento que genera costos. Cabría preguntarse aquí si al ser un pasivo no oneroso no podría el BC recurrir a la expansión monetaria para cubrir totalmente las necesidades de financiamiento del sector público. Sin embargo la parte del déficit fiscal que es financiada con emisión monetaria debe estar controlada ya que en la medida en que la emisión se expande demasiado tiende a producirse un proceso de desmonetización de la economía -la cantidad de activos monetarios en manos del público tiende a reducirse- que limita marcadamente la posibilidad de usar este recurso para la financiación del déficit fiscal.

Con respecto a la financiación interna neta del BC tomamos como su fuente fundamental a los depósitos de las instituciones financieras en cuentas especiales netas de los redescuentos otorgados por el BC y recibidos por dichas instituciones. Consideramos que esos depósitos indisponibles establecidos por el BC con fines de regulación monetaria actúan como una forma de deuda asumida por el dicha institución. Vienen a reemplazar a la deuda directa contraída por el SPNF, ya sea a través del sistema bancario (por ejemplo cuando las empresas públicas estaban autorizadas a endeudarse en el mercado de crédito), o a través de la emisión de títulos públicos. En 1982, por ejemplo, se rescataron los valores nacionales ajustables y se recurrió en mayor medida a los adelantos del BC que fueron cubiertos por esta institución a través de un aumento en los fondos inmovilizados requeridos a la banca privada. Estos fondos constituyen también un pasivo con características propias. Se diferencian de la base monetaria en tanto generan costos dados por las retribuciones otorgadas por el BC a las instituciones financieras en concepto de encajes remunerados. Por otro lado se diferencian de las deudas contraídas por el SPNF en tanto son por plazo indeterminado, involuntario para los prestamistas -es decir los bancos- y a tasas de interés fijadas por la autoridad monetaria. Por estas razones denominaremos cuasi-deuda a los depósitos de las entidades financieras en cuentas especiales en el BC.

Definiremos entonces al financiamiento consolidado neto de origen interno como:

$$FI = FISPB + TIT + FIBCB - RED + \Delta BM$$

Donde:

FISPB es el incremento de la deuda en moneda nacional del SPNF con instituciones financieras, neto de los aumentos de depósitos oficiales en moneda nacional en dichas instituciones durante el año.

TIT es la variación en la circulación de títulos públicos en moneda nacional emitidos por orden del SPNF, netos de los que se registran en la cartera del BC.

FIBCB es la variación de los depósitos en moneda nacional de las instituciones financieras en el BC en concepto de cuentas especiales, que aquí denominamos cuasi-deuda.

RED: es la variación en el monto de los redescuentos concedidos durante el año por el BC a las instituciones financieras.

El financiamiento consolidado de origen externo esta constituido por los capitales recibidos desde el exterior (registrados como entrada neta de capitales compensatorios y no compensatorios para el sector público), menos la variación de reservas externas del BC. Todo aumento de las reservas da origen a una expansión de la base monetaria que ya fue computada en la medición del déficit, por eso se sustrae ese aumento del calculo del financiamiento de origen externo.

$$\text{Por lo tanto: } FE = FEXT - RES$$

Donde

FEXT es el flujo de capitales provenientes del exterior durante cada año para el sector público

RES es la variación en las reservas externas del BC.

Por lo tanto el financiamiento consolidado del SPNF y del BC será para cada año:

$$NFC = FISPB + TIT + (FIBCB - RED) + \Delta BM + (FEXT - RES). \quad (1)$$

La expresión (1) nos señala que el déficit consolidado puede ser financiado a través de un mayor endeudamiento interno, de una mayor expansión de la base monetaria o de un mayor nivel de endeudamiento externo. Si el crédito externo es limitado queda el recurso del crédito interno -sea vía el SPNF o el BC- o de una expansión en la base monetaria. El crecimiento de esta última será entonces mayor cuando menor sea el del uso del crédito interno. O a la inversa, el nivel de endeudamiento interno crecerá más en la medida en que el crédito externo esté limitado y no se quiera recurrir a la monetización del déficit. (Ver Riavitz N. et al, 1987, para una discusión acerca de una metodología de medición del déficit consolidado)

La observación estadística de la ecuación (1) nos permitirá cuantificar los niveles del déficit fiscal consolidado del SPNF y del BC, así como las fuentes principales de financiación del mismo. Esto será realizado para el período 1980-1986.

Una vez cuantificado el déficit fiscal a través de su financiamiento -o de los ingresos netos obtenidos por el sector público para hacer frente al mismo- se procederá a determinar las causas de dicho déficit.

2) Causas del déficit fiscal.

El SP y el BC deberán endeudarse para hacer frente a lo que podríamos considerar como el déficit propio del período y el resultante del endeudamiento incurrido para hacer frente a desequilibrios originados en ejercicios anteriores. El déficit propio del período es el que surge una vez deducidos el pago de los intereses sobre la deuda. Corresponderá a los gastos e ingresos no financieros del sector público, es decir a los operativos y de capital .

El déficit originado en desequilibrios de ejercicios anteriores es el calculado en base a los intereses que va devengando el endeudamiento interno y externo. Esta clasificación cobra relevancia a partir de la segunda mitad de los años setenta ya que hasta ese momento el peso del pago de intereses por endeudamiento acumulado es pequeño y por lo tanto no hay demasiada diferencia entre el déficit propio del período y el originado en ejercicios anteriores (ver Cavallo y Peña, 1983). En especial es a partir del desenlace del problema de la deuda externa cuando esta diferencia se va haciendo mayor como ya veremos al analizar las estadísticas correspondientes.

Nosotros habíamos cuantificado el déficit de cada año por la necesidad de financiamiento consolidado del SPNF y del BC es decir a través de NFC. Por lo tanto podemos decir que:

$$\text{NFC} = \text{DO} + \text{IDI} + \text{IDE} \quad (2)$$

Donde DO es el saldo de los gastos e ingresos no financieros del período, es decir del resultado operativo y de las cuentas de capital.

IDI es el monto pagado en el período en concepto de intereses de la deuda interna. Estos intereses corresponden a aquellos pagados por el SPNF -que llamaremos IDISP- y a los pagados por el BC (IDIBC). Por lo tanto $\text{IDI} = \text{IDISP} + \text{IDIBC}$.

IDE es el monto pagado en concepto de intereses de la deuda externa.

Lo que la ecuación (2) nos está diciendo es que el financiamiento de las cuentas del sector público debe cubrir no sólo el desequilibrio operativo sino también el pago de los intereses de deudas anteriores. La forma en que se resolvió el problema de la deuda externa hasta el presente en nuestro país y el rol asumido por el BC a partir de 1982 a través de su política de redescuentos ha generado precisamente fuertes restricciones sobre las cuentas públicas a través del peso del pago de intereses.

El pago de la deuda externa plantea dos tipos de restricciones: la primera es la restricción sobre la balanza de pagos. Si el superavit comercial es menor que el monto de los intereses que corresponden al pago de la deuda externa el país debe conseguir una refinanciación de esa parte de los mismos o recurrir al uso de sus reservas.

La segunda restricción que plantea el pago de la deuda externa es de orden fiscal y plantea problemas no menos importantes en la economía que la restricción externa.

Las divisas generadas a través del balance comercial y que serán utilizadas para el pago de los intereses de la deuda externa son recibidas por los exportadores, es decir por una parte del sector privado. El sector público debe comprar esas divisas para lo que debe contar con los recursos necesarios en moneda nacional. Si el resultado operativo del período no alcanza para comprar el superavit comercial el sector público debe financiarse internamente. Todo esto podemos verlo claramente a través de comparar las ecuaciones (1) y (2).

$$\text{DO} + \text{IDI} + \text{IDE} = \text{FI} + \text{FR} + \text{BM} \quad (3)$$

La ecuación (3) puede resultar bastante esclarecedora de las relaciones que pueden plantearse en las cuentas públicas de la Argentina de hoy. Como decíamos si el resultado operativo (DO) no alcanzara para comprar el balance comercial y contrarrestar el pago de los intereses de la deuda externa (IDE) el gobierno debe expandir su nivel de endeudamiento o monetizar ese mayor déficit. Supongamos ahora que el resultado operativo fuera neutro o cero, y que las posibilidades de expandir el endeudamiento externo se encontraran restringidas. Estas hipótesis que no son tan irrealistas en nuestros días nos llevarían a una situación donde :

$$IDI + IDE = FI + BM$$

es decir donde el pago de los intereses de la deuda interna y externa deberían financiarse a través de un mayor endeudamiento interno o de la expansión de la base monetaria. Y éstas han sido básicamente las fuentes de financiación del déficit fiscal como veremos en la sección siguiente.

B) EL DÉFICIT FISCAL CONSOLIDADO

El cuadro 1 nos muestra los niveles alcanzados por el déficit fiscal consolidado de caja durante el periodo 1980-1986, como proporción del producto bruto interno (Pbi), a partir de sus fuentes de financiación. Esto nos permite ver no solo la evolución sufrida por dicho déficit sino también la variación que tuvo lugar en cada año en la forma de financiarlo. (Las fuentes estadísticas y las elaboraciones realizadas a partir de las mismas puede ser observada en el Apéndice 1). El déficit fiscal consolidado como proporción del Pbi muestra un notable incremento a partir de 1980. Pero observemos además los cambios fundamentales que se dan en la forma de su financiación.

Durante 1980 el déficit según nuestras mediciones alcanza al 3.7% del pbi. El uso del financiamiento interno muestra signo negativo (-4.1 puntos del pbi) como consecuencia de distintos factores. Por el lado del gobierno la circulación de la deuda instrumentada en títulos valores cae en términos constantes con respecto a diciembre 1979 fundamentalmente por la menor circulación de Letras de Tesorería. El financiamiento a partir del sector bancario se vuelve negativo debido a la política seguida con respecto a las empresas públicas que limitó la toma de crédito en el mercado financiero local y lo orientó hacia el mercado externo. El BC muestra un nivel negativo de financiamiento dado por el carácter fuertemente expansivo de sus operaciones con las entidades financieras derivado de la liquidación de varias de ellas durante el año y la devolución de sus depósitos, y por préstamos de asistencia financiera para aquellas instituciones que sufrieron pérdida de los mismos. Esas operaciones de redescuento del BC fueron cubiertas con expansión de la BM. El sector externo es una fuente de financiamiento del déficit fiscal pero la mitad del mismo es en realidad fruto de una caída de las reservas de 2.850 millones de dólares. Podría decirse entonces que en 1980 el déficit fiscal consolidado que alcanza aun niveles moderados fue financiado básicamente con caída de reservas internacionales y con recursos provenientes del exterior.

En 1981 el financiamiento interno se vuelve positivo para el gobierno (tanto por aumento en los préstamos bancarios netos al sector público como por una mayor circulación de títulos en poder del sector privado). Esto hace que el financiamiento interno consolidado sea levemente positivo a pesar del efecto expansivo de los redescuentos otorgados por el BC. Por otro lado el sector externo contribuye en seis puntos al financiamiento del déficit pero atribuibles de manera importante a la pérdida de reservas que en ese año alcanza a los 3.500 m de dólares. Es decir que el abultado déficit consolidado de 1981 es financiado con endeudamiento

DEFICIT CONSOLIDADO SEGUN SUS FUENTES DE FINANCIAMIENTO
(Como % del P.B.I.)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
I) Base Monetaria	3.7	5.1	11.0	12.2	18.1	10.3	2.4
II) Financiamiento Interno	-4.1	1.9	-3.0	5.3	-4.5	-4.0	3.4
a) Sector Público	-0.1	5.3	5.7	-2.2	-0.1	-4.1	1.1
i) Con Bancos	-0.6	3.1	1.5	-3.4	-1.7	-4.6	-0.3
ii) Títulos en moneda nacional	0.5	2.2	4.2	1.2	1.6	0.5	1.4
b) Banco Central	-4.0	-3.4	-8.7	7.5	-4.4	0.1	2.3
-Redescuentos	4.0	3.4	23.7	5.6	3.1	4.8	2.0
-Depósitos de Entidades Financieras	-	-	15.0	11.1	-1.5	4.8	4.2
SUBTOTAL: Base Monetaria + Financiamiento Interno	-0.4	6.9	7.9	17.4	13.6	6.4	5.8
III) Financiamiento Externo	4.0	6.0	4.4	-0.9	1.3	-0.7	1.8
TOTAL:	3.7	12.9	12.3	16.6	14.9	5.7	7.5

Fuente: Cuadro A.1 del Apéndice A

interno y externo y con expansión de la base monetaria.

El año 1982 marca un punto crítico en la economía argentina tanto por la complicación de la situación externa, como por el impacto del proceso de ajuste sobre el nivel de producción y de endeudamiento de numerosas empresas no financieras. Es el año en que desaparece la oferta de fondos internacionales para los países latinoamericanos. Se producirá a partir de entonces un punto de inflexión por el que el sector externo no solo dejará de jugar un rol importante en la financiación del déficit del sector público, sino que se convertirá en una de las principales causas del agravamiento del mismo a través del pago de los intereses de la deuda en un contexto de creciente devaluación de la moneda nacional. Sin embargo según vemos en el cuadro 1 el sector externo aun contribuye a financiar el déficit consolidado en 1982 pero esto no es por la entrada de capitales del exterior sino nuevamente por la pérdida de reservas internacionales.

Otro cambio fundamental que tuvo lugar en 1982 fue en relación al rol del BC. A principios de julio de 1982 se dispuso un reordenamiento del sistema financiero por el que se acordó a los bancos un préstamo para financiar sus carteras activas locales (que luego se conoció como Préstamo Consolidado) al mismo tiempo que se fijó un efectivo mínimo del 100% sobre los depósitos sujetos a encaje. Esto fue en la práctica un subsidio a los titulares de crédito ya que la tasas a las que fueron refinanciadas sus deudas fueron menores a la pagadas por el BC. Puede verse que el conjunto de los redescuentos otorgados por el BC en 1982 alcanza casi al 24% del Pbi, aunque parte de su efecto expansivo es contrarrestado por los depósitos de las entidades financieras en cuentas especiales. En los hechos se sustituye la capacidad prestable de los depósitos por los redescuentos otorgados por el BC. Podemos ver entonces que a partir de 1982 tanto los redescuentos como el déficit público pasan a ser financiados vía expansión de la base monetaria y de los depósitos indisponibles de las instituciones financieras en el BC. Puede decirse entonces que a partir de 1982 los fuertes subsidios al sector privado -otorgados a partir de redescuentos de largo plazo- contribuyeron a reforzar el déficit consolidado del sector público como veremos en el punto siguiente.

Como ya lo señalamos, durante 1982 continúa la pérdida de reservas por lo que el sector externo aun contribuye al financiamiento del déficit público. A partir de 1983 el financiamiento a partir de este último sector deja de tener un rol relevante y en algunos años hasta se vuelve negativo. La caída de las reservas internacionales vuelve dificultoso recurrir al uso de las mismas y mucho menos a niveles comparables a los que tuvieron lugar durante el período

1980-1982. El financiamiento de los elevados niveles de déficit fiscal consolidado y de los redescuentos otorgados por el BC tiene lugar a través fundamentalmente de su monetización y de los depósitos indisponibles de las entidades financieras en el BC. Hasta mediados de 1985 es la expansión de la BM la principal fuente de financiamiento, mientras que a partir de entonces -con menores niveles globales de déficit- son los depósitos indisponibles en el BC los que cumplen principalmente este rol. Estos depósitos -realizados a los efectos de esterilizar en parte los aumentos en la BM- representan un endeudamiento del BC con las entidades financieras, es decir que son un aumento del endeudamiento interno (deuda cuasi fiscal) y como tal tendrán un costo en términos de los intereses pagados por esa institución como veremos a continuación.

Los intereses pagados por el sector público

Intentaremos calcular ahora el monto pagado en concepto de intereses de la deuda interna y externa tanto por el SPNF como por el BC.

En el cuadro 2 se muestra una estimación del monto de dichos intereses como porcentaje del Pbi siguiendo siempre la metodología de caja. Para el BC los intereses internos se calcularon como diferencia entre los pagados y cobrados mientras que para el SPNF se tomaron las cifras elaboradas por la Secretaría de Hacienda. Por otro lado los intereses de la deuda externa fueron calculados a partir del balance cambiario. (En el Apéndice "B" puede observarse como fue calculado el cuadro 2).

Hay algunos puntos que queremos destacar :

- a) La elevada incidencia de los intereses pagados sobre el Pbi especialmente para el período 1982-1985.
- b) El aumento del peso de los intereses de la deuda externa a partir de 1982.
- c) La fuerte incidencia de los intereses de la deuda interna pero con origen diferente según los años. Hasta 1982 es el SPNF el que los paga dada su política de financiarse con endeudamiento ya sea a través de bancos o de la colocación de títulos (ver cuadro 1). Durante 1983-84, a partir de los cambios que tienen lugar en 1982, es el BC el que abona fuertes montos de intereses netos debido -como señalamos en la sección anterior- al peso de los depósitos indisponibles de las instituciones financieras y a la diferencia entre los intereses pagados a las mismas y los cobrados en concepto de redescuentos.

En consecuencia la incidencia del conjunto de los intereses pagados sobre el Pbi se hace muy fuerte especialmente para el

INTERESES PAGADOS SOBRE LA DEUDA INTERNA Y EXTERNA*(como % del P.B.I.)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
I) <u>Intereses sobre la Deuda Interna</u>	2.2	5.5	6.5	11.6	9.9	2.8	2.3
a) del Banco Central	-0.5	0.3	0.8	10.7	9.3	2.0	2.0
b) del SPNF	2.6	5.2	5.7	0.9	0.5	0.7	0.2
II) <u>Intereses sobre la Deuda Externa</u>	-0.2	1.4	4.7	5.7	4.9	6.9	4.3
TOTAL	1.9	6.9	11.2	17.3	14.8	9.7	6.6

Fuente: Cuadro B.1 en Apéndice B

periodo 1982-1985. Hasta 1982 es mayor la incidencia de los intereses pagados en concepto de deuda interna, pero lo notable es que en los años siguientes el pago de los intereses en australes sigue superando a los de la deuda externa como consecuencia del fuerte peso del BC. A partir de 1985 son los intereses de la deuda externa los que se vuelven mas importantes como reflejo tal vez de la fuerte incidencia de la devaluación .

La diferencia entre los montos del déficit fiscal obtenidos en el cuadro 1 y los intereses pagados del cuadro 2 debe darnos una cifra aproximada del déficit operativo y de capital del sector público consolidado que aparece en el cuadro 3. Por otro lado en el cuadro 4 se muestran esos resultados segun las cuentas de la Secretaria de Hacienda a título simplemente informativo ya que en dichas cuentas no están contabilizados el déficit y los intereses del BC (es decir que corresponden unicamente al SPNF) y hasta 1982 se basaron en una serie de ejecución del presupuesto que guarda mas similaridad con los montos devengados que con los efectivamente pagados. Tal vez esto último nos permita entender porque hasta ese año los niveles del déficit fiscal contabilizados por Hacienda para el SPNF sean mayores a los obtenidos en este trabajo como déficit fiscal consolidado de caja, ya que en el primer caso pueden aparecer montos que no fueron efectivamente pagados.

Queremos señalar el caracter preliminar con que deben tomarse en cuenta estos resultados ya que incluyen estadísticas que siempre estan sujetas a ser perfeccionadas, particularmente en cuanto al aislamiento del impacto inflacionario (3). Con esta salvedad en mente podemos observar el cuadro 3.

El cuadro 3 compara las cifras del déficit fiscal obtenidas en cuadro 1 y las de pago de intereses que surgen del cuadro 2. La diferencia entre ambas debe darnos para cada año el deficit operativo. Lo que puede verse allí es que el marcado aumento en el déficit fiscal consolidado de caja que surge en los últimos años ha sido básicamente el resultado del abultado monto de intereses pagados. En otras palabras los costos financieros son la causa mas importante del aumento del déficit, mientras que el déficit operativo presenta niveles muy bajos y hasta negativos para los años 1983 y 1985.

DEFICIT FISCAL CONSOLIDADO, INTERESES y DEFICIT OPERATIVO

(como % del P.B.I.)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Déficit Fiscal Consolidado	3.7	12.9	12.3	16.6	14.9	5.7	7.5
Intereses (Deuda Interna y Externa)	1.9	6.9	11.2	17.3	14.8	9.7	6.6
Déficit Operativo y de Capital	1.8	6.0	1.1	-0.7	0.1	-4.0	0.9

Fuentes: Cuadros 1 y 2

DEFICIT FISCAL, INTERESES y DEFICIT OPERATIVODEL SPNF SEGUN LA SECRETARIA DE HACIENDA

(como % del P.B.I.)

	1980*	1981*	1982*	1983	1984	1985	1986
Déficit Fiscal	7.5	13.3	15.1	10.2	7.6	3.4	2.2
Intereses	3.4	7.4	10.4	6.0	5.0	5.8	3.9
Déficit Operativo y de Capital	4.1	5.9	4.7	4.2	2.6	-2.4	-1.7

(*) Según compromiso de ejecución

Fuente: Secretaría de Hacienda -
Esquema de Ahorro-Inversión-Financiamiento

CONCLUSIONES

La política de endeudamiento externo implementada en la Argentina por el último gobierno militar fue seguida por la nacionalización de la deuda externa que llevó al Estado a hacerse responsable de alrededor del 80% de la misma. Al asumir esa deuda externa privada el Estado se hizo cargo, en condiciones desfavorables, de una obligación asumida por una parte de los particulares que fue así transferida al conjunto de la sociedad. Esta nueva situación -que coincidió en el tiempo con una abrupta elevación de las tasas internacionales de interés- iba a producir profundos efectos sobre nuestra realidad interna ligados a la obligación asumida por el Estado de pagar la mayor parte de los intereses de una abultada deuda con acreedores externos.

Cual ha sido el impacto sobre nuestra economía del pago de los intereses de la deuda externa?. Una observación rápida del cuadro 2 nos muestra que dicho pago en australes (es decir tomando en cuenta los efectos de la devaluación cambiaria) ha superado desde 1982 los 4 puntos del PBI, generando una estrecha relación entre los pagos externos y las cuentas fiscales. Para que esa transferencia de recursos públicos al exterior no produjera un desequilibrio en las cuentas fiscales hubiera sido necesario que se generara un incremento en los ingresos del sector público que permitiera financiarla. Es decir que era necesario definir de donde provendrían los fondos internos que posibilitarían esa transferencia al exterior. Esto no solo no ocurrió así, sino que coincidió -a través de la política de redescuentos- con un fuerte aumento de los subsidios desde el estado a un sector privado endeudado y en franca situación de estancamiento. El resultado fue un incremento muy marcado del déficit fiscal.

Frente a esa necesidad de obtener nuevos fondos, el gobierno recurre básicamente a la expansión de la base monetaria y al endeudamiento interno. Es decir que el sector público pasa en los hechos a monetizar los intereses pagados a los bancos internacionales o bien a transformarlos en deuda interna con el sector privado en un claro proceso de endogeneización de la deuda externa. (ver Fraga Neto y Lara Resende, 1985, para el análisis de una experiencia semejante para el caso brasileño). Pero este proceso ofrecía serios límites en una economía desmonetizada como la argentina.

La emisión monetaria llegó a ser en muchos países una fuente importante de financiación del déficit fiscal. El impuesto inflacionario puede suplir aquellas situaciones donde es

difícil cobrar impuestos a la renta. Sin embargo cuando estamos frente a una economía dolarizada -es decir con fuerte preferencia por parte de los inversores hacia la tenencia de activos externos y con bajo grado de monetización- (4) la posibilidad de cobrar el impuesto inflacionario se reduce marcadamente. Por otro lado la colocación de deuda interna en esa economía dolarizada -con alta sustituibilidad entre los activos externos y los domésticos- puede llegar a generar profundas distorsiones sobre las tasas de interés internas. Esas tasas se mueven a partir de un piso establecido en función de la rentabilidad esperada de los activos externos. Es así que en la Argentina de los últimos años se llevó adelante una política de altas tasas reales de interés orientada a incentivar la demanda de activos financieros por parte del sector privado. Es decir que la obtención por el estado de los fondos necesarios para realizar la transferencia de recursos al exterior genera un elevado costo fiscal, costo que es asumido por los sectores de la sociedad que no disponen de la capacidad económica suficiente para disfrutar de la elevada rentabilidad devengada por los activos financieros.

Si las estadísticas presentadas en este trabajo son correctas es el pago de los intereses de la deuda pública interna y externa lo que determina esencialmente la marcada elevación del déficit fiscal que tuvo lugar desde 1982. Desde entonces el déficit operativo es pequeño. Pero aún con un resultado operativo neutro el gobierno debe incrementar cada año su oferta de activos financieros por un monto equivalente en términos reales a los pagos de intereses de la deuda interna y externa en un círculo vicioso dado por un mayor déficit, mayor endeudamiento, alza en las tasas internas de interés y mayor presión sobre el déficit futuro. Mientras tanto no solo tendió a acentuarse el desorden macroeconómico sino que se generaron importantes transferencias de riquezas entre distintos sectores económicos (ver Damill y Fanelli 1987) en un contexto de marcada desincentivación de la actividad productiva.

En resumen, frente a la realidad del endeudamiento externo y a la decisión de pagar a los bancos acreedores, el estado no incrementó sus recursos por vías genuinas -gravando adicionalmente a aquellos sectores con mayor capacidad contributiva- sino que recurrió o bien a una fuerte expansión monetaria o a políticas que incentivaron la demanda de activos financieros vía una alta retribución para los mismos. Eso actuó en los hechos en contra del nivel de actividad económica y a favor de un prolongado proceso recesivo que tendió a agravar los problemas fiscales.

Cuales son las propuestas de política económica más escuchadas hoy frente a esta realidad de las cuentas

fiscales?

Parece haber una coincidencia generalizada acerca de la necesidad de un fuerte ajuste operativo del sector público. Fraga Neto y Lara Resende (1985) señalan que "a mediano y largo plazo, la restricción externa -de balanza de pagos- e interna -de presupuesto- solo pueden ser simultáneamente respetadas si el sector público es capaz de generar un superávit interno equivalente a la transferencia de recursos requerida para el pago de los intereses de la deuda pública externa...por lo tanto tórnase imperativo reducir el déficit público para evitar una alza explosiva de las tasas de interés y de la deuda interna". Lo que sigue siendo fuente de discusión es si ese ajuste debe hacerse -o si es posible- por el lado de los ingresos o de los gastos del Estado. Por otro lado se ha señalado la necesidad de que las tasas de interés internas sean lo suficientemente altas como para crear oferta excedente de crédito del sector privado que permita financiar la proporción del déficit fiscal que no será cubierta con emisión.

Otros trabajos hacen también referencia a la tasa de cambio. "Las únicas variables de control que le restan a la política económica son la relación cambio/salario y el déficit operativo del gobierno...aunque el aumento de la primera tiende a agravar los desequilibrios fiscales". (Rosenwurcel, 1987). El aumento del tipo de cambio real ha sido considerado como un requisito necesario por los organismos financieros internacionales a los efectos de generar una modificación de los precios relativos en favor de los bienes comercializables y lograr un aumento del superávit comercial.

Para finalizar haremos algunos comentarios en relación a estas propuestas.

El impacto fiscal negativo de la devaluación de la moneda local aparece reflejado en el cuadro 2 a través del fuerte peso de los intereses pagados en australes en concepto de deuda externa. Esto nos señala que en la economía argentina la política cambiaria no pueda definirse independientemente de la política fiscal, ya que tiene un impacto importante no solo sobre las expensas sino también sobre la recaudación del estado.

La incidencia del déficit operativo del sector público ha sido pequeña desde 1982 y hasta negativa en algunos años. Se ha producido un ajuste por el lado del gasto basado esencialmente en la caída de la inversión, lo cual tuvo un impacto adverso sobre el nivel de inversión privada. En nuestra opinión el ajuste operativo debe realizarse por el

lado de los ingresos -via cambios en la estructura impositiva que obviamente requieren de decisiones que escapan al plano exclusivamente económico- y por el de gastos improductivos, sin castigar los niveles de inversión pública (5) y de gastos sociales ya marcadamente deteriorados.

Pero hay otro aspecto que queremos señalar en relación al déficit operativo. En la Argentina tiende a observárselo como un problema aislado del contexto económico global sin analizar cual sería el efecto sobre ese déficit de un aumento en la tributación aportada por los distintos sectores ante una dinamización de la actividad económica. Es decir que no ha sido suficientemente estudiado hasta que punto podrían modificarse favorablemente las cuentas del sector público a través del aumento en el nivel de actividad. Existen trabajos realizados en otros países que analizan por ejemplo las posibilidades de expandir la emisión monetaria como medio de financiar el déficit, ante un aumento en la demanda de dinero derivado de la expansión de la actividad económica. (Melnick y Sokoler, 1984) Este punto podría ser relevante para una economía como la argentina que muestra un largo proceso de estancamiento.

También se aísla el problema del déficit fiscal de la realidad económica global cuando no se toma en cuenta la situación crítica que pueden estar atravesando sectores económicos que presionan al estado para la obtención de fondos. Los redescuentos otorgados por el Banco Central, especialmente a partir de 1982, contribuyeron a agravar el déficit fiscal consolidado al actuar como virtual subsidio al sector privado. Parecería existir consenso acerca de que la política de redescuentos debe terminar, sin embargo la dificultad en lograrlo nos muestra que no es fácil aislar el déficit público de la realidad que presentan distintos sectores económicos y la necesidad de hacer frente a la misma atacando sus causas.

Las estadísticas observadas en este trabajo nos estarían señalando el efecto adverso de tasas reales de interés muy altas sobre el déficit fiscal del período y de los años futuros. Los niveles alcanzados por las tasas de interés internas y externas han tenido una responsabilidad mucho mayor en el déficit público de los últimos años que el comportamiento de las cuentas operativas y de inversión del Estado. Esto significa que una reducción del déficit de estas últimas, a la luz de los límites que nos señala el contexto actual, no podrá contrarrestar los efectos mucho más fuertes que los saltos en las tasas de interés generan sobre las cuentas públicas. Esos efectos se hacen sentir directamente, a través del mayor gasto del estado para hacer frente a sus deudas, e indirectamente, a través de la reducción de la actividad económica y de la recaudación.

En conclusión creemos que algunas medidas propuestas hoy, como la devaluación gradual del tipo de cambio y el ajuste indiscriminado de los gastos del Estado, no resolverán por sí solas los graves problemas macroeconómicos. Es necesario abrir una discusión en todos los niveles que permita llegar a una redefinición global de las relaciones entre el sector privado y el público con vistas a revisar la política de ingresos y gastos de este último. Esto debe posibilitar que la transferencia de fondos que finalmente sea necesaria realizar hacia el sector público se haga menos costosa en términos financieros. La redefinición debe también extenderse a las relaciones entre el gobierno y sus acreedores externos a través de acuerdos de refinanciación y de quitas de intereses.

APENDICE A

MEDICION DEL DEFICIT FISCAL CONSOLIDADO A PARTIR DE SUS FUENTES DE FINANCIAMIENTO.

Al trabajar con cuentas del activo y del pasivo del balance del Banco Central usaremos diferencias anuales (diciembre del período menos diciembre del período anterior) para obtener flujos.

1. Expansión de la Base Monetaria. (Δ BM)

Balance General del Banco Central. Pasivo. Circulación Monetaria más Depósitos de Entidades Financieras en Cuenta Corriente.

2. Sector Gobierno. (NFSP)

Préstamos de Bancos - Depósitos oficiales en Bancos + Títulos en moneda nacional.

- Préstamos de Bancos.

Boletines Estadísticos del Banco Central. Sector Monetario. Balance de Bancos y Cajas de Ahorro. Activo. Sector Oficial. Gobierno Nacional (Préstamos en moneda nacional) más Otros Gobiernos, Empresas y Reparticiones Nacionales.

- Depósitos oficiales en Bancos.

Boletines Estadísticos del Banco Central. Sector Monetario. Balance de Bancos y Cajas de Ahorro. Pasivo. Depósitos Oficiales en moneda nacional.

- Títulos en Moneda Nacional. (TIT)

Boletines Estadísticos del Banco Central. Deuda Pública del Gobierno Nacional. Circulación Neta de títulos valores emitidos por el Gobierno en moneda nacional. Valor efectivo. No se tomaron los títulos que están en poder del Banco Central sino solo los correspondientes a Otros Tenedores.

3. Banco Central. (NFBC)

Redescuentos - Depósitos de Entidades Financieras en Cuentas Especiales - Obligaciones con Entidades Financieras.

- Redescuentos. (RED)

Balance general del Banco Central. Activo. Créditos al Sistema Financiero del País. A la cifra total por este concepto le restamos el monto correspondiente a Recursos Devengados sobre Créditos al Sistema Financiero del País.

-Depósitos de Entidades Financieras en Cuentas Especiales.(FIBCB)
Balance General del Banco Central. Pasivo. Depositos de Entidades Financieras en Cuentas Especiales.

- Obligaciones con Entidades Financieras.
Balance del Banco Central. Pasivo. Obligaciones con el Sistema Financiero del Pais. Obligaciones con Entidades Financieras.

4. Financiamiento Externo.(FEXT)

Banco Central.Gerencia de Estadísticas del Sector Externo. Departamento de Balance de Pagos. Balances Cambiarios. Se trabajó con los balances cambiarios ya que se registran allí todas las operaciones de divisas que se realizan a través del mercado doméstico de cambios. Esto es más apropiado para la metodología de caja seguida en este trabajo que la información que aparece en los balances de pagos. En estos últimos se registran además operaciones que no pasan por el mercado de cambios y que no necesariamente contribuyen al financiamiento externo de caja del gobierno como es el caso de préstamos del exterior para cancelar operaciones con el exterior o atrasos incurridos en el pago de los intereses de la deuda externa. (Ver Banco Central 1979 Documento Num 3, Metodologías de Estimación del Balance Cambiario).

Dentro de los Balances Cambiarios se tomaron las siguientes estadísticas:

Transferencias Cambiarias por Operaciones de Capitales no Compensatorios. Prestamos Financieros. Sector Público y Sector Bancario Oficial.

Transferencias Cambiarias por Operaciones de Capitales Compensatorios. Gobierno Nacional y Banco Central.

Asignación de Derechos Especiales de Giro.

Pagos con Bonos Externos.

Variación de Reservas Internacionales del Banco Central.(RES)

Estas estadísticas del Balance Cambiario fueron consideradas a nivel trimestral y convertidas a australes utilizando la tasa de cambio promedio de cada trimestre.

Producto Bruto Interno. (Pbi). Secretaría de Hacienda.
Esquema de Ahorro-Inversión-Financiamiento.

DEFICIT CONSOLIDADO SEGUN SUS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

CUADRO A-1

(En miles de Australes Corrientes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
I) Base Monetaria	1.041	2.774	16.178	83.054	954.115	4.095.377	1.789.149
II) Financiamiento Interno	-1.148	1.015	-4.497	35.914	-237.819	-1.573.783	2.495.593
a) Sector Público	- 24	2.884	8.390	-15.154	- 6.993	-1.614.705	815.117
i) Con Bancos	-178	1.698	2.229	-23.160	-90.273	-1.827.205	-220.783
-Préstamos	562	3.066	7.377	2.601	58.272	389.525	1.267.630
-Depósitos	740	1.368	5.148	25.761	148.545	2.216.730	1.488.413
ii) Títulos en moneda nacional	154	1.186	6.161	8.006	83.280	212.500	1.035.900
b) Banco Central	-1.124	-1.869	-12.887	51.068	-230.826	40.922	1.680.476
-Redescuentos	1.124	1.869	35.023	24.373	166.193	1.915.672	1.458.592
-Depósitos de Entidades Financieras	-	-	22.136	75.441	-80.873	1.911.580	3.085.125
-Obligaciones con Entidades Financieras	-	-	-	-	16.240	61.254	115.197
SUBTOTAL: Base Monetaria + Financiamiento Interno	-107	3.789	11.681	118.968	716.296	2.521.594	4.284.742
III) Financiamiento Externo	1.145	3.264	6.523	- 5.856	69.133	- 277.061	1.312.933
TOTAL:	1.038	7.053	18.204	113.112	785.429	2.244.533	5.597.675
P.B.I.	28.336	54.752	147.600	682.700	5.281.000	39.592.600	74.309.000
TOTAL sobre P.B.I.	3.7	12.9	12.3	16.6	14.9	5.7	7.5

Fuente: Ver Apéndice A

APENDICE B

CALCULO DE INTERESES DE LA DEUDA INTERNA Y EXTERNA.

I Intereses de la Deuda Interna. (IDI)

1. Banco Central. (IDIBC)

Los intereses netos pagados por el BC surgen como diferencia entre los intereses efectivamente cobrados y los pagados por dicha institución. Al trabajar con el sistema de caja debemos descontar en ambos casos los devengamientos producidos durante el año, es decir los recursos devengados sobre redescuentos del activo y las compensaciones devengadas del pasivo. En el caso de los intereses pagados se incluye el concepto Adelantos para la Cuenta Regulacion Monetaria en razon de que su saldo deudor representa los pagos realizados por el BC -por cuenta del gobierno nacional- a las entidades financieras, por el efectivo mínimo que mantengan respecto a los depósitos a plazo. Siempre al considerar cuentas del activo y del pasivo trabajaremos con incrementos anuales.

Intereses Pagados

Es el resultado de $i + ii - iii$.

- i) Balance General del Banco Central. Activo. Adelantos para la Cuenta Regulacion Monetaria.
- ii) Cuenta de Resultados del Banco Central. Perdidas. Se sumaron los siguientes rubros: Intereses; Actualizaciones; y Compensaciones sobre Reservas de Efectivo Mínimo.
- iii) Balance General del Banco Central. Pasivo. Se sumaron los siguientes rubros: Compensaciones Devengadas sobre Depósitos Indisponibles; y Compensaciones Devengadas sobre Reservas de Efectivo Mínimo.

Intereses Cobrados.

Es el resultado de $iv - v$.

- iv) Cuenta de Resultados del Banco Central. Se sumaron Intereses Ganados y Actualizaciones Ganadas.
- v) Balance General del Banco Central. Activo. Recursos Devengados sobre Creditos al Sistema Financiero del Pais.

2. Intereses netos pagados por el sector público no financiero. (IDISP)

Se tomó la información producida por la Secretaría de Hacienda en los Esquemas de Ahorro-Inversión-Financiamiento, dentro del concepto de Erogaciones Corrientes. Desde 1983 dicha Secretaría produce una serie que computa los montos efectivamente pagados o con base Caja. Como para el período anterior esta serie no existe, para 1980-82 se tomó aquella

que registra los movimientos de las cuentas públicas en una etapa previa al de pago efectivo. Esa etapa es la de ejecución de presupuesto que corresponde en realidad a un compromiso de pago. Sin embargo no cabe esperar una diferencia muy grande entre el compromiso de pago y lo efectivamente pagado para el caso de los intereses de la deuda interna correspondientes al período señalado.

II. Intereses de la deuda externa. (IDE)

Los intereses netos pagados en concepto de la deuda externa surgen como diferencia entre los intereses pagados y los cobrados por el Sector Público. La fuente para el período 1985-1986 es el Informe Económico Trimestral del BC. Para el período 1980-84 se utilizó como fuente a los balances cambiarios de cada año pero allí aparecen los montos de intereses totales pagados por el sector público y el privado sin discriminar que parte le correspondió a cada uno. Fue necesario entonces para esos años hacer una estimación acerca del monto correspondiente al sector público, estimación que resultó bastante similar a la realizada por Arriazu, Leone y Lopez Murphy (1985). Las cifras obtenidas en dólares fueron convertidas en australes aplicando el tipo de cambio promedio de cada año.

La suma de los intereses correspondientes a la deuda interna y a la deuda externa nos da el monto total de intereses pagados por el BC y el SPNF para cada año. Esos montos fueron divididos en cada caso por el Pbi para obtener las cifras del cuadro 2.

INTERESES PAGADOS SOBRE LA DEUDA INTERNA Y EXTERNA

(en miles de australes corrientes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
I) <u>Intereses sobre la Deuda Interna</u>	610	2.991	9.582	79.464	521.020	1.092.706	1.678.621
a) del Banco Central	-137	161	1.143	73.060	492.505	805.406	1.508.621
i) <u>Intereses Pagados</u>	-172	404	8.733	74.545	446.966	1.242.715	2.356.615
-Cuenta de Regulación Monetaria	-172	354	301	28.540	394.498	1.858.817	3.206.097
. Intereses	-	50	8.432	46.005	405.171	568.173	578.557
. Compensaciones Devengadas	-	-	-	-	352.703	1.184.275	1.428.039
ii) <u>Intereses Cobrados</u>	35	243	7.590	1.485	-45.439	437.309	847.994
-Intereses	35	1.381	16.218	68.664	599.277	2.122.689	7.935.294
-Recursos Devengados s/ Redescuentos	-	1.138	8.628	67.179	644.716	1.685.380	7.087.304
b) del SPNF	747	2.830	8.439	6.404	28.615	287.320	170.000
II) <u>Intereses sobre la Deuda Externa</u>	-64	766	6.951	38.778	258.112	2.734.368	3.218.796
TOTAL:	546	3.757	16.533	118.242	779.132	3.827.074	4.897.417

NOTAS

1). Cavallo y Peña (1983) también realizaron una medición del déficit fiscal a partir del financiamiento del mismo pero su trabajo tiene considerables diferencias de metodología y de fuentes de información con respecto al presente estudio. Entre dichas diferencias podemos señalar que si bien ellos se refieren a la financiación otorgada por el BC al sector público no hacen referencia en el trabajo al déficit fiscal consolidado. Además, si bien no aparece explícitamente señalado en el trabajo de Cavallo y Peña se trabaja con el sistema patrimonial, es decir el que mide los devengamientos, a diferencia del sistema de caja utilizado aquí. En la consideración de los montos pagados por intereses de la deuda interna no consideran los abonados por el BC mientras que para el caso de los intereses de la deuda externa toman los devengamientos, es decir que aplican la tasa prime sobre el stock de deuda del periodo anterior.

2). Las posibilidades de recurrir a la emisión monetaria como medio de financiar el déficit fiscal son mayores cuando mayor es el grado de monetización alcanzado por la economía. Si la relación entre los activos monetarios en poder del público y el Pbi es muy pequeña, el monto de emisión necesario será muy alto en relación a la cantidad de dinero existente en la economía lo que puede fácilmente producir distorsiones monetarias.

3). Para una economía que presenta un grado tal de inflación y de cambios de precios relativos como los que muestra la economía argentina este trabajo debió realizarse sobre bases mensuales para evitar las distorsiones producidas por esas variaciones. Consideramos este trabajo basado en datos anuales por la disponibilidad de las cifras estadísticas como una primera aproximación al problema.

4). Para una teoría sobre la dolarización en América Latina ver Melvin y Gobitz (1988) o McNelis y Nickelsburg (1988).

5) Una caída indiscriminada de la inversión pública puede tener efectos adversos sobre el nivel de infraestructura y sobre el propio déficit fiscal. Como ejemplo muy simple podemos tomar el de los ferrocarriles donde la falta de inversión en la renovación de vías puede llevar no solo a un aumento en los gastos de mantenimiento y a una caída en la eficiencia, sino también a una reducción en la demanda de sus servicios.

BIBLIOGRAFIA

Aprada R. (1986). Analisis Monetario y Bancario en el sistema financiero argentino. Editorial Club de Estudio. Buenos Aires.

Arriazu R., Leone A. y Lopez Murphy R. (1985): Políticas macroeconomicas y endeudamiento privado. Argentina 1974-1983.

Banco Central de la Republica Argentina. (1980-1986)
Memorias Anuales.
Boletines Estadisticos (varios numeros)
(1979) Metodologias de Estadisticas del Balance Cambiario
Documento Num. 3.

Bekerman M. (1985). The Impact of the International Environment on Argentina. En "World Prices and Development". Editado por Griffith-Jones S. y Harvey Ch. Gower. Inglaterra.

Cavallo D. y Pena A. (1983). Deficit fiscal, endeudamiento del gobierno y tasa de inflacion: Argentina 1940-1982.

Damill M. y Panelli J. (1987). Decisiones de cartera y transferencias de riqueza en un periodo de inestabilidad macroeconomica. CEDES.

Fraga Neto A. y Lara Resende A. (1985). Deficit, Divida e Ajustamento: Uma nota sobre o caso brasileiro.

Mc Nella P. y Nickelsburg G. (1988). El fenomeno de la dolarizacion. Evidencia de series temporales en Argentina y Chile. Estudios En-Marzo. Num 45.

Melnick R. y Sokoler M. (1984). The Government revenue from money creation and the inflationary effects of a decline in the rate of growth of Gnp. Journal of Monetary Economics Vol 13 Num 2. Marzo.

Melvin M. y Gobitz J. (1988). La dolarizacion en America Latina como una reforma monetaria impuesta por el mercado. Estudios. En-Marzo Num 45.

Piekarz J. (1984). Compensacion de reservas de efectivo

minimo. La cuenta regulacion monetaria, el resultado cuasifiscal del Banco Central y la transformacion del sistema financiero argentino..

Riavitz N., Schumacher Liliana y Streb J. (1987). Deficit del Sector Publico. Metodologias alternativas de medicion. Banco Central de la Republica Argentina. Gerencia de Finanzas Publicas.

Rosenwurcel G. (1987). La restriccion externa antes y despues de la crisis de la deuda. Un analisis del caso argentino.