

Artículos

## Financiamiento y sostenibilidad de la deuda pública: el caso de la economía argentina (2001 – 2022)

ciencias  
económicas

*Financing and Sustainability of Public Debt: the Case of Argentina's Economy (2001-2022)*

*Financiamento e sustentabilidade da dívida pública: o caso da economia argentina (2001 – 2022)*

Rodríguez, Agustín

**Agustín Rodríguez**

ragustin573@gmail.com

Universidad Nacional del Litoral, Argentina

**Ciencias Económicas**

Universidad Nacional del Litoral, Argentina

ISSN: 1666-8359

ISSN-e: 2362-552X

Periodicidad: Semestral

vol. 2, núm. 20, 2023

revistace@fce.unl.edu.ar

Recepción: 4 de Diciembre 2023

Aceptación: 14 de Enero 2024

DOI: <https://doi.org/10.14409/rce.2023.20.e0032>



Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons  
Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0  
Internacional.

**Resumen.** Hacia finales de 2001, inmersos en una profunda crisis política, social y económica, el gobierno de aquel entonces al mando de Rodríguez Saá decidió, ante la imposibilidad de hacer frente a los compromisos asumidos, declarar la cesación de pagos de los servicios de la deuda pública.

Más allá de la magnitud del récord histórico nacional del volumen que cayó en default, la situación instaló una gran preocupación tanto a los hacedores de la política económica como a los académicos, en relación con el impacto que pudiese tener sobre el ritmo de crecimiento de la economía del país y en particular al grado de sostenibilidad fiscal de las instituciones locales a largo plazo. El presente trabajo tiene por objetivo analizar sistemáticamente la evolución del endeudamiento público argentino durante los años 2001–2022.

Particularmente, examinar si existieron lapsos temporales compatibles con el concepto de deuda pública sostenible. El principal hallazgo es que durante la mayor parte del período indagado (68,0 %), el indicador formulado —«efectos sobre la deuda pública»— se ubicó en terreno negativo, evidenciando, por un lado, signos de insostenibilidad e incapacidad de maniobra de la política fiscal y, por otro, cierta insuficiencia teórica analítica del cociente deuda/PBI, tradicionalmente utilizado al momento de extraer conclusiones referentes a dicha temática.

**Palabras clave:** Deuda pública, Sostenibilidad, Financiamiento.

**Abstract.** *By the end of 2001, immersed in a deep political, social and economic crisis, Argentina's government -led by Rodriguez Saá and unable to meet the commitments previously taken on- decided to declare the cessation of public debt services payment.*

*Beyond the magnitude of the national historical record volume that fell into default, the aforementioned situation caused great concern among both economic policy makers and academics regarding the impact it could have on the national economy's growth rate and on the degree of fiscal sustainability for local institutions in the long term. The objective of this work is to systematically analyze Argentina's public debt evolution during the period 2001-2022.*

*More specifically, it aims to examine whether there were time periods compatible with the concept of 'sustainable public debt'. The main finding is that, for most of the time within the period investigated (68.0%), the formulated indicator -"effects on public debt" - remained in negative territory. This has shown, on the one hand, fiscal policies' unsustainability and inability to maneuver and, on the other, a certain analytical theoretical insufficiency of the debt/GDP ratio, traditionally used to draw conclusions regarding this subject.*

**Keywords:** *Public debt, Sustainability, Financing.*

**Resumo.** *No final de 2001, imerso numa profunda crise política, social e econômica, o*

### 1. INTRODUCCION

Argentina ha convivido a lo largo de su historia con reiterados ciclos de déficit fiscal, procesos inflacionarios y situaciones de insostenibilidad de repago de deuda pública. El 24 de diciembre de 2001, el gobierno bajo la presidencia de Adolfo Rodríguez Saá declaró la suspensión de los pagos de la mitad de la deuda pública, en el marco de una brutal crisis política, económica y social. El total de la deuda ascendía a 144 222 millones de dólares y afectaba los 61 800 millones de dólares en bonos y títulos públicos emitidos en el mercado internacional. Dicha situación sobrevino con la falta de financiamiento externo y una retracción significativa de los flujos de capital, lo que en términos teóricos se conoce como sudden stop<sup>1</sup>. En este punto, está claro que, tal como lo explica este pasaje,

*governo então liderado por Rodriguez Saá decidiu, perante a impossibilidade de cumprir os compromissos assumidos, declarar a suspensão do pagamento do serviço da dívida pública. Além da magnitude do recorde histórico nacional do volume que entrou em "default", a referida situação causou grande preocupação tanto nos fazedores da política econômica como nos acadêmicos, em relação ao impacto que pudesse ter no ritmo de crescimento da economia do país e em particular, no grau de sustentabilidade fiscal das instituições locais a longo prazo.*

*O objetivo deste trabalho é analisar sistematicamente a evolução da dívida pública argentina durante os anos 2001-2022. Em particular, examinar se houve períodos de tempo compatíveis com o conceito de dívida pública sustentável.*

*A principal constatação é que durante a maior parte do período observado (68,0%), o indicador formulado —"efeitos sobre a dívida pública"— se situou em território negativo, mostrando, por um lado, sinais de insustentabilidade e incapacidade de manobra da política fiscal e por outro, uma certa insuficiência teórica analítica da relação dívida/PIB, tradicionalmente utilizada para tirar conclusões sobre o tema referido.*

**Palavras-chave:** *Dívida pública, Sustentabilidade, Financiamiento.*

<sup>1</sup> Fenómeno entendido como la disminución repentina en la entrada de capitales en un país, implicando una contracción en la cuenta corriente que está asociada con una caída del producto, del ahorro y crédito al sector privado y que es seguido, por lo general, de un aumento del tipo de cambio real.

en el corto plazo, el acceso al crédito por parte del sector público, desde entonces, constituyó un mecanismo para dilatar las fases recesivas del ciclo económico. Ahora bien, por un lado, esto significó agregar un canal de salida sistemático de recursos —por el pago de intereses—, y por el otro, agregó un factor de inestabilidad coyuntural, pues la incapacidad de renovar el crédito induce a crisis. (Cantamutto, 2021:5)

El año 2001 constituye un quiebre estructural en cuanto al rol de los organismos financieros internacionales, fundamentalmente del Fondo Monetario Internacional (FMI), en operaciones de salvataje para los países en crisis. Este «cambio de paradigma» o postura en la cumbre del poder político mundial, según Blejer & otros (2002), abrió el camino para una experiencia inédita en los procesos de reestructuración de deudas soberanas basados en descargar el peso de la reducción de dichos volúmenes sobre los acreedores privados.

El tratamiento de esa situación de cesación de pagos fue complejo y condicionó la política económica en los años subsiguientes, con fuerte y regresivo impacto socioeconómico en términos de crecimiento productivo, desigualdad y empobrecimiento de la población.

En este marco, la deuda pública y su reestructuración es un tema que sigue latente en la actualidad de nuestro país y atañe a diferentes sectores de la sociedad en su conjunto que, al pasar los años, intentaron delinear modelos o planes para conseguir un proceso de reestructuración que pueda llevarse en un marco de contribución a la recuperación económica del país y al mantenimiento sostenible de la deuda pública. Claramente, como se podrá notar, la discusión continúa y el debate sigue abierto.

El objetivo del trabajo consiste en analizar la dinámica de la evolución de la deuda pública argentina durante el período 2001–2022, y enfatizar la condición de sostenibilidad de la deuda, a fin de proporcionar aportes, así sean humildes, que puedan contribuir medianamente con el debate.

Para ello, en primer lugar, se describirán las cuestiones estructurales del proceso de endeudamiento público y las principales fuentes de financiamiento para los años 2001–2022, y luego se buscará vislumbrar si en Argentina hubo años o lapsos temporales dentro del período en cuestión, de deuda pública sostenible en base a los indicadores propuestos en la metodología de análisis.

El trabajo está articulado de la siguiente manera: en la próxima sección se presentará el marco teórico y una breve revisión de trabajos realizados; en la sección 3 se detallará la metodología y los indicadores a utilizar; en la sección 4 se expondrá sintéticamente la evolución de la deuda pública y de las principales variables macroeconómicas a lo largo del período con el objeto de tener una visión integral de referencia, mientras que el cálculo e interpretación de los indicadores utilizados serán exhibidos en la sección 5; finalmente, en la sección 6 se presentarán conclusiones y algunas consideraciones finales.

## 2. MARCO TEÓRICO Y ANTECEDENTES

El fenómeno de la deuda pública, así como las principales causas y sus efectos colaterales en cada sector de la economía, ha sido estudiado desde distintos enfoques y/o teorías del pensamiento económico. El presente trabajo se enmarca dentro de las ideas de la nueva economía keynesiana (NEK), alternativa a la escuela de la nueva macroeconomía clásica, que

---

comienza a desarrollarse a partir de mediados de los años 80. Estos autores comparten la idea de la posible existencia de equilibrios subóptimos a corto plazo en los de mercados de trabajo, capitales y de bienes, justificando así la intervención de los hacedores de política económica.

Entre sus principales exponentes se encuentran Philip Taylor, Gregory Mankiw, George Akerlof, Olivier Blanchard, David Romer y Joseph Stiglitz. Sus aportes fundamentales se basan, por un lado, en la exposición de un conjunto de causas<sup>2</sup> —en su gran mayoría de naturaleza microeconómica— con el propósito de explicitar la inexistencia de pleno empleo en los distintos mercados y, por otro, al explicar el porqué de la no neutralidad de las políticas fiscales y monetarias.

Philip Taylor (1960) menciona que la deuda pública del gobierno surge de la solicitud de préstamos por parte del tesoro a los bancos, organizaciones económicas y particulares. Esta deuda adquiere la forma de promesas de pago a sus tenedores e incluye en la mayoría de los casos, además del principal, un interés. El origen de dichos empréstitos (o de la deuda bruta) está explicado por la necesidad de contar con fondos para el financiamiento del déficit presupuestario ordinario y, adicionalmente, cuando las recaudaciones resultan insuficientes para mantener un volumen de saldo de caja para hacer frente al pago regular de los intereses y la eventual cancelación posterior de la deuda.<sup>3</sup>

La deuda pública puede afectar al papel que desempeña un país en la economía mundial. Cuando un déficit presupuestario público reduce el ahorro nacional, suele provocar un déficit comercial, el cual es financiado, a su vez, pidiendo préstamos en otros países... Esta relación entre el déficit presupuestario y el déficit comercial lleva a otros dos efectos de la deuda pública. (Mankiw, 2014:763)

En este sentido, sostiene que, en primer lugar, un elevado nivel de deuda pública puede aumentar el riesgo de que una economía experimente huida de capitales, es decir, una significativa disminución de la demanda de activos del país en los mercados financieros mundiales. En segundo lugar, los elevados niveles de deuda pública financiados mediante préstamos extranjeros pueden reducir el peso político de un país en los asuntos internacionales.

Las deudas muy elevadas de los países deben reducirse por medio de superávit durante muchos años, mejor dicho, durante muchas décadas. Como solución alternativa, se propone la suspensión del pago de la deuda. Esto es bueno para la economía porque permite bajar los impuestos, reducir las distorsiones. Pero si el gobierno se niega a devolver la deuda, puede tener muchas dificultades para volver a conseguir préstamos durante mucho tiempo, por lo tanto, negarse a pagar la deuda, es un recurso de última instancia. (Blanchard & Pérez Enri, 2000:657)

---

<sup>2</sup> Entre las cuales se pueden destacar: la presencia de rigideces en los salarios nominales y en precios, fallos de coordinación entre los agentes y la existencia de competencia imperfecta en los mercados.

<sup>3</sup> Basado en Philip E. Taylor, *Economía de la Hacienda Pública*, pp. 144–145.

En síntesis, la teoría de la NEK reconoce que cuando un país no genera el volumen de ingresos suficientes para hacer frente a los gastos ordinarios necesita recurrir al financiamiento vía emisión de deuda pública con el objeto de estabilizar la economía teniendo en cuenta las preferencias y el nivel de expectativas de los consumidores. Además, a partir de la restricción presupuestaria del gobierno deducen que tener un saldo primario positivo garantiza la sostenibilidad y estabilidad de la deuda.

Del trabajo de Blanchard (1990), referente académico y precursor en el estudio metodológico de la sostenibilidad de la deuda pública a nivel agregado, surge, a partir de la restricción presupuestaria gubernamental, un indicador de brecha primaria a corto plazo, en el cual es posible inferir los valores que deben tomar sus elementos, entre ellos: el saldo primario actual, la tasa de interés real tendencial y la tasa de crecimiento tendencial del producto a largo plazo, requeridos para estabilizar el nivel de deuda pública en relación con el PBI.

Al respecto, la principal crítica que realizaron algunos académicos más contemporáneos que se dedicaron a estudiar dicha temática es que el esquema original planteado por Blanchard (1990) no contemplaba la existencia de variables macroeconómicas coyunturales tanto a nivel nacional como internacional que influyen directamente en la evolución de la deuda gubernamental, entre ellas a destacar: tasas de interés interna y externa, actuales y futuras, las variaciones del tipo de cambio o de las expectativas de devaluación.

En este sentido, Mendoza Bellido & Herrera Catalán (2004) desarrollaron un modelo teórico sobre la sostenibilidad de la deuda pública en una economía pequeña y abierta, en un contexto de libre movilidad de capitales. Tomando como punto de partida el planteamiento original de Blanchard (1990), incorporan variables como la tasa de crecimiento económico del período actual y dos tasas de interés de referencia, tanto para la deuda pública nominada en moneda local y extranjera. Asumen el supuesto del cumplimiento de la condición de paridad no cubierta de intereses.

Por su parte, Rogoff & Reinhart (2010) demuestran empíricamente a qué nivel de deuda por parte de un Estado nacional constituye un problema tanto para el sector financiero como para la economía en su conjunto, tomando como referencia un conjunto de países avanzados y emergentes. Estos autores, luego de un análisis para un período de 109 años, arriban a la conclusión que dicho ratio promedio de deuda/PBI es del 90 %.

El análisis tradicional de sostenibilidad de la deuda pública basado en el ratio deuda pública/PBI y de la relación que deriva entre dicho indicador y variables de relevancia como el saldo primario, la tasa de crecimiento del producto y la tasa de interés de referencia se lo suele denominar análisis de «sostenibilidad fiscal o de la política fiscal». Pero tal como lo expresan Sansone & Di Blasi (2014) en este pasaje:

la sostenibilidad fiscal debe ser complementada con un análisis de las variables financieras, que hacen a la capacidad para obtener en todo momento los recursos financieros necesarios para cubrir el déficit fiscal y para atender los vencimientos de capital, así como a la tasa de interés a la que esos recursos financieros puedan ser obtenidos. Sansone & Di Blasi (2014)

### **3. METODOLOGÍA DE ANÁLISIS Y FUENTES DE INFORMACION**

En primer lugar, con el objeto de detallar la evolución de la dinámica de la deuda pública argentina durante el período 2001–2022, se realiza una descripción estadística a partir de un análisis cuantitativo de datos secundarios complementado con información referente al contexto macroeconómico particular de cada lapso temporal.

Las fuentes de consulta de datos son la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), Ministerio de Economía de la Nación (MECON), Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) y Banco Central de la República Argentina (BCRA). Si bien estos dos últimos contienen información compartida respecto de la composición de la deuda del sector público nacional, se utilizan los datos proporcionados por la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía dado que cuenta con datos consolidados de libre acceso hasta 2022. Sin embargo, del INDEC y de la CEPAL se emplean las estadísticas respecto de la evolución de los indicadores de cuentas nacionales e internacionales, del sector público y del sistema financiero nacional, entre otras. Adicionalmente, información complementaria del MECON y del BCRA sobre el valor del tipo de cambio oficial, la tasa de interés ponderada de la deuda según moneda e instrumento, perfil de vencimientos y monto de los servicios e intereses pagados.

El problema de la deuda pública no puede ser estudiado por fuera del contexto macroeconómico. (...) factores como el crecimiento de la economía, la variación del tipo de cambio, los niveles de las tasas de interés y el propio estado de las finanzas del gobierno; determinan tanto los niveles de la deuda como la sostenibilidad de la misma. (López González & Castañeda Castrillón, 2008:82)

En este sentido, al considerar los principales indicadores básicos de la deuda pública es posible observar la forma en que ha ido evolucionando la deuda a lo largo del tiempo y sus componentes fundamentales.

#### **3.1. PRINCIPALES INDICADORES DE DEUDA PÚBLICA**

Uno de los indicadores más utilizados al momento de considerar el estudio de la dinámica de la deuda pública, es la proporción entre la deuda total y el PIB. La fracción indica el tamaño de la deuda gubernamental, con relación al producto total generado por la economía (López González & Castañeda Castrillón, 2008).

En la práctica, debe encontrarse en un determinado nivel, ya que elevados ratios pueden ser asociados a incapacidades del gobierno de hacer frente al pago de intereses, generando una mayor fragilidad financiera y eventualmente puede desencadenar una crisis de deuda. Al respecto, no existe un amplio consenso en la literatura moderna sobre la proporción deuda pública/PBI que puede ser considerada peligrosa para las finanzas de una economía.

Más aún, dicha situación se diferenciaría si estuviésemos frente a un país desarrollado o en vías de desarrollo. En este sentido, el siguiente cuadro muestra los límites de deuda pública que según el FMI resultan ser sostenibles a mediano plazo.



**Cuadro 1. Límites de deuda con distintos instrumentos de financiación (deuda pública/ PBI,%)**

Grupo de países	Límite de deuda en moneda extranjera base	Límite de deuda 100% emitida en moneda local
Economías avanzadas	137	137
Economías emergentes	58	98
Países de bajos ingresos	40	54

Fuente: Pienkowski, A. (2017). Debt Limits and the Structure of Public Debt, IMF Working Paper.

Sin embargo, se deduce rápidamente que un menor ratio no necesariamente evidenciaría una reducción del peso de la deuda pública, sino más bien que sea explicado por un incremento del producto de la economía del país en mayor proporción al volumen de la deuda total, dando lugar entonces a interpretaciones inadecuadas. A esta cuestión se suman las debilidades intrínsecas de este indicador, al ponderar demasiado la evolución de los precios, la producción y el tipo de cambio. Así también, existen varios casos de países con alto nivel de deuda/PIB que no han mostrado problemas de sostenibilidad (como Japón, con más del 225,4 %), mientras que países con bajo nivel de endeudamiento como Chad, con alrededor del 55,9 % (ambos con datos a fines de 2022) se han enfrentado a situaciones de imposibilidad de repago.

Por tal motivo, entre las alternativas más habituales al ya mencionado ratio, se encuentran:

- Intereses totales pagados/PBI
- (Vencimientos de capital + intereses)/PBI
- Vencimiento de intereses/Ingresos del sector público
- Deuda total/Ingresos del sector público

Adicionalmente, aún en los países en los cuales la proporción de deuda nominada en moneda extranjera es muy significativa, es necesario considerar otros indicadores para medir la capacidad de repago. En este sentido, podemos citar:

- Deuda en moneda extranjera/Reservas
- Deuda pública/Exportaciones

### **3.2. ANALISIS DE SOSTENIBILIDAD DE DEUDA PUBLICA. PLANTEAMIENTO DEL MODELO**

Para al análisis de sostenibilidad se adopta en primera instancia el enfoque original propuesto por Blanchard (1990)<sup>4</sup> que considera que una política fiscal es sostenible cuando los niveles de déficit fiscal y de la deuda pública no exigen cambios drásticos en el volumen de gastos e ingresos del país. Dicha condición básica se verifica cuando el valor presente de una secuencia de deuda y déficit cumple con la restricción presupuestaria. En otras palabras, la deuda pública no debe crecer de manera sostenida y sistemática respecto del PBI. Complementariamente, se incorporan las modificaciones propuestas por Mendoza Bellido & Herrera Catalán (2004) para el caso de una economía pequeña y abierta. Ellos plantean la diferenciación entre deuda pública nominada en moneda local y extranjera con las respectivas tasas de interés promedio de referencia. Además, al suponer el cumplimiento de la paridad no cubierta de tasas de

<sup>4</sup> Blanchard, O. (1990). Suggestions for a new set of fiscal Indicators, p. 9.

interés, permite, a partir de dicha modelización, capturar varios riesgos de mercado asociados a las variaciones de la tasa de interés internacional, del tipo de cambio nominal actual y futuro esperado.

En el contexto del trabajo, en términos intertemporales, la sostenibilidad de las finanzas públicas se logra cuando se generan los superávits primarios necesarios para mantener un nivel de deuda pública como porcentaje del PBI constante en un nivel considerado apropiado, o se reduce gradualmente de un nivel considerado inadecuado (Mendoza Bellido & Herrera Catalán, 2004).

El déficit presupuestario del sector público al final del período  $t$ ,  $DF_t$  puede ser expresado como:

$$(G_t + I_t - T_t) + r_t D_{t-1} + r_t^* E_t D_{t-1}^* = DF_t = \Delta D_t^{\text{total}} = [(D_t + E_t D_t^*) - (D_{t-1} + E_t D_{t-1}^*)] \quad (I)$$

Donde:

$(G_t + I_t - T_t)$  es el déficit primario del sector público,  $G_t$  el gasto público no financiero,  $I_t$  la inversión pública y  $T_t$  los ingresos tributarios (en el período  $t$ ).

$D_{t-1}$  es la deuda pública en moneda doméstica en  $t-1$  y  $r_t$  la tasa de interés real implícita en moneda nacional (en términos de bienes locales) sobre esta deuda.

$[E_t D]_{t-1}^*$  es la deuda pública nominada en moneda extranjera expresada en moneda nacional al final del período  $t-1$  (dado  $E_t$ , el tipo de cambio nominal promedio en el período  $t$ ) y  $r_t^*$  es la tasa de interés real implícita en moneda extranjera, en términos de bienes nacionales<sup>5</sup>. Por lo tanto  $r_t^* [E_t D]_{t-1}^*$  representa el monto de intereses reales que se tiene que pagar por dicha deuda en el período  $t$ .

Dividiendo ambos miembros en la ecuación (I) por  $Y_t$  ( $[PBI]_t$  real) y sabiendo que puede reescribirse como:  $Y_t = (1 + g_t)Y_{t-1}$ <sup>6</sup> al agrupar los términos se arriba a:

$$d_t + d_t^* = \frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} + \frac{(1+r_t^*)}{(1+g_t)} d_{t-1}^* - sp_t \quad (II)$$

Siendo  $d_t$  y  $d_t^*$ <sup>7</sup> la proporción de deuda pública nominada en moneda doméstica y extranjera (expresada en moneda local) en relación con el PBI real, respectivamente en el período  $t$ . Mientras que  $d_{t-1}$  y  $d_{t-1}^*$  refieren al período anterior.

<sup>5</sup> Las tasas de intereses reales implícitas se calculan como el pago de intereses de la deuda (en moneda local y extranjera) en porcentaje del saldo del período anterior. En este sentido, la tasa de interés implícita debe ser entendida como una aproximación de la tasa de interés real pagada por el país. Utilizar el «spread» de los bonos soberano emitidos por los países en comparación con el bono del Tesoro de EE. UU. puede resultar engañoso dado que éste solo expresa la tasa de interés pagada en un momento determinado, y en lugar de ello se busca analizar un saldo que comprende todas las deudas generadas en períodos pasados (Martner & Tromben, 2004). Este dato fue «ajustado» en la medida que se contó con información disponible (2007–2022) acerca de la tasa de interés promedio ponderada de la deuda pública por moneda e instrumento publicada por el MECON.

<sup>6</sup>  $= \frac{PBI_{t \text{ real}} - PBI_{t-1 \text{ real}}}{PBI_{t-1 \text{ real}}}$  es la tasa de crecimiento del PBI real.

<sup>7</sup> A partir de la información oficial publicada por parte del MECON para el período 2001–2022 sobre la desagregación y proporción de la deuda nominada en diferentes monedas extranjeras; entre ellas: dólares estadounidenses, euros y yenes; se ha convertido la correspondiente fracción de estas dos últimas a US\$ utilizando



$sp_t$  es el superávit primario en términos del producto real en el periodo actual.

Restando  $d_{t-1}$  y  $d_t^*$  ambos lados en (II) y haciendo las manipulaciones algebraicas correspondientes se llega a:

$$\Delta d_t^{\text{total}} = \frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} d_{t-1} + \frac{(r_t^* - g_t)}{(1 + g_t)} d_{t-1}^* - Sp_t \quad \text{(III)}$$

Dado que para estabilizar la razón deuda total a PBI se requiere que  $\Delta d^{\text{total}} = 0$  (condición de sostenibilidad de la deuda pública) y al reacomodar los términos, se tiene:

$$Sp_t = \left[ \left( \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} + \left( \frac{r_t^* - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1}^* \right] \quad \text{(IV) } t = 1, \dots, 22.^8$$

A partir de la expresión (IV), se puede deducir que existe una relación directa entre los coeficientes de endeudamiento público, las tasas de interés implícitas y el superávit primario como porcentaje del PBI. Es decir, a mayores coeficientes de endeudamiento al final del período  $t - 1$ , o a mayores tasas de interés (por encima de la tasa de crecimiento económico), le corresponden mayores intereses para pagar en el periodo  $t$ ; por lo tanto, si se desea mantener la ratio de endeudamiento constante habrá que generar un mayor superávit primario para cubrir el pago de estos intereses. Por otro lado, hay una relación inversa entre la tasa de crecimiento del producto y el resultado primario, dado que un incremento de  $g_t$  reduce el monto de intereses que hay que cancelar, como porcentaje del PBI. Cabe resaltar que no se produce una reducción de los intereses en niveles sino más bien, ante una aceleración de la actividad económica, la capacidad de pago de la economía se incrementa y, en términos relativos, es mucho más viable hacer frente a los intereses de la deuda pública.

El modelo consignado previamente da una definición de sostenibilidad de la deuda pública en términos dinámicos. Ahora bien, pueden darse situaciones en las cuales la  $\Delta d_t \neq 0$ , es decir, fuera de la posición del caso ideal. El siguiente cuadro muestra dicho análisis en tres casos diferentes.

Cuadro 2. Dinámica de la deuda en tres casos diferentes cuando $\Delta d_t \neq 0$			
Caso	Causas	Consecuencia	Efecto final
$\Delta d_t > 0$	* Crecimiento del gasto público a un ritmo superior al que le permite el avance de la economía.	$sp_t < \left[ \left( \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} + \left( \frac{r_t^* - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1}^* \right]$  El superávit primario no alcanza para cubrir la totalidad de los intereses.	La deuda se encuentra bajo <b>esquema Ponzi</b> . Es decir, parte o la totalidad de los intereses se están pagando vía emisión de nueva deuda.
	* Rezago de los ingresos.		
	* Combinación de ambas fuerzas.		

el tipo de cambio promedio a fin de año entre dichas monedas respectivas, según datos del BCRA, con el objeto de expresar la totalidad de la deuda en una única moneda de referencia.

<sup>8</sup> Nota:  $t=1$  representa el año 2001 y así en orden ascendente.

$\Delta d_t > 0$		$sp_t < \left[ \left( \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} + \left( \frac{r_t^* - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1}^* \right]$ $sp_t \rightarrow 0$	Llegará un periodo en que el balance primario sea cero y en este caso el <b>esquema Ponzi</b> operará <b>al 100%</b> .
Caso extremo $\Delta d_t \rightarrow \infty$	* Agudización de los factores del caso 1.	O incluso $sp_t < 0$	El caso extremo es aquel en que la totalidad del servicio de la deuda pública (amortizaciones e intereses) se paga con nueva deuda: <b>efecto derrumbe de las finanzas públicas</b> .
$\Delta d_t < 0$	* Crecimiento de los ingresos públicos por encima al de la economía real. * Eliminación de las exenciones fiscales. * Drástica reducción del gasto público. * Efecto combinado de los factores anteriores.	$sp_t > \left[ \left( \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} + \left( \frac{r_t^* - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1}^* \right]$ La magnitud del superávit primario permite cubrir la totalidad de los intereses de la deuda y genera un excedente adicional.	Brinda <b>capacidad de maniobra de la política fiscal</b> .

Fuente: Elaboración propia en base a Argandoña, Gámez Amián & Mochón Morcillo (1997); págs. 327-330 y Cardona López (2010); págs. 25-27.

### 3.3. INDICADOR EFECTOS SOBRE LA DEUDA PÚBLICA (EFS)

La expresión (IV) resultante del desarrollo analítico del modelo teórico anterior da lugar a la formulación de un indicador para el análisis de la sostenibilidad denominado «efectos sobre la deuda pública». Se define como la diferencia entre el saldo del balance primario y la deuda pública total ajustada al correspondiente factor de descuento:

$$EFS = sp_t - \left[ \left( \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} + \left( \frac{r_t^* - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1}^* \right] \quad (V)$$

Los resultados posibles a los que se pueden arribar mediante su estimación se exponen a continuación.

**Cuadro 3. Interpretación del indicador "efectos sobre la deuda pública" (EFS)**

Caso	Situación
EFS = 0	La deuda es sostenible
EFS < 0	La deuda se encuentra bajo el esquema Ponzi o el efecto derrumbe
EFS > 0	La deuda además de ser sostenible, existe capacidad de maniobra de la política fiscal

Fuente: Elaboración propia en base a Cardona López (2010) pág. 28

A su vez, se puede analizar el grado de sostenibilidad de la deuda pública, en términos

porcentuales. De (IV) se obtiene:

$$\text{Grado de sostenibilidad} = \left\{ sp_t / \left[ \left( \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} + \left( \frac{r_t^* - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1}^* \right] \right\} * 100 \quad (\text{VI})$$

Si el resultado estimado de la anterior expresión es superior al 100 % implicará que se tiene capacidad de maniobra de la política fiscal.

Análogamente, si el balance primario arroja un saldo negativo (es decir, deficitario) se entrará en la zona de derrumbe de las finanzas públicas. Expresado en porcentaje estará dado por:

$$\text{Grado de derrumbe} = \left\{ |-sp_t| / \left[ \left( \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} + \left( \frac{r_t^* - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1}^* \right] \right\} * 100 \quad (\text{VII})$$

Donde  $|-sp_t|$  es el déficit primario del período t, en valor absoluto como proporción del PBI.

#### 4. EVOLUCION DE LA DEUDA PUBLICA ARGENTINA. PERIODO 2001-2022

Hacia el año 2000 la situación de pago de la deuda pública era insostenible y las tasas exigidas al país para colocar deuda al exterior eran excepcionalmente elevadas. Dicha situación devino por una serie de factores que, de acuerdo con Guzmán, Todesca & Mira (2011), incluyen: continuos déficits en la cuenta corriente del sector externo (en un contexto de necesidad de obtener divisas para sostener el esquema con tipo de cambio fijo), constante déficit del sector público, la incapacidad de recurrir al señoreaje y el impacto de las sucesivas crisis financieras de los países emergentes en el mercado internacional, que se trasladaron en una suba considerable de las tasas requeridas para las nuevas colocaciones de títulos públicos.

Por lo cual, ante la imposibilidad de atender a los servicios de la deuda, a diciembre de 2001 se anuncia que el Estado argentino suspenderá el pago de la deuda<sup>9</sup>.

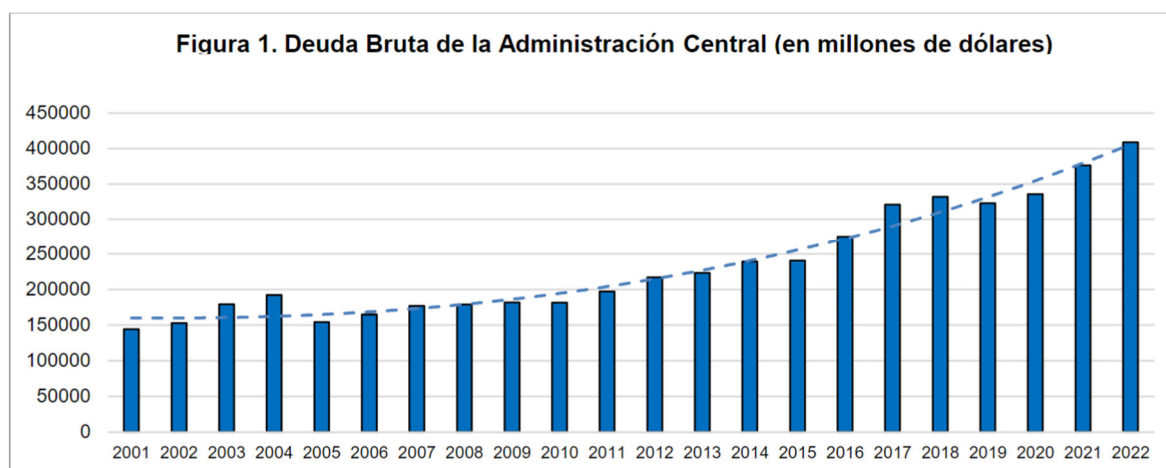
La cesación de pagos comenzó formalmente en enero de 2002. Del total de la deuda pública a diciembre de 2001 (144,2 mil millones de dólares, 53,7 % del PBI), unos US\$ 81 800 millones fueron declarados en default. La mayor parte de los compromisos, 55,4 mil millones (38,1 %), se encontraban instrumentados bajo la forma de títulos públicos. A su vez, los préstamos derivados del canje de deuda<sup>10</sup> realizado en noviembre de 2001 sumaban 42,2 mil millones de dólares adicionales, el 29,3 % del total.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la deuda pública bruta de la Administración Central<sup>11</sup> durante el período 2001–2022 en términos nominales.

<sup>9</sup> Anuncio televisivo del presidente Adolfo Rodríguez Saá.

<sup>10</sup> Se suele llamar «canje de deuda» a la oferta por parte del gobierno a los tenedores de los títulos públicos, que, en caso de estar de acuerdo, si es de carácter voluntario, entreguen sus bonos actuales y reciban nuevos con diferentes términos y condiciones (plazo, tasa, esquema de pago, derechos) a un ratio de conversión dependiendo de cada caso.

<sup>11</sup> La Administración Central está conformada por las instituciones de los poderes Ejecutivo, Legislativo y Judicial junto con el Ministerio Público. Se define a la Deuda Bruta de la Administración Central como la deuda *performing* (refiere a aquella que se encuentra en situación de pago normal), atrasos y deuda elegible pendiente de reestructuración. Esta última incluye capital, mora de intereses e intereses compensatorios estimados, devengados e impagos con posterioridad a la fecha de vencimiento de cada título.



Pero, la confiscación de depósitos y la nacionalización de la deuda privada tuvieron como correlato directo la abrupta aceleración del endeudamiento público argentino en unos 37 131 millones de dólares, siendo a diciembre de 2003 un incremento del 34,4 % respecto de fines de 2001. En este sentido, tal como lo plantea Rapoport (2014), al igual que en otras crisis, las reestructuraciones, las compensaciones y los programas de salvataje imprimieron una curva ascendente de la deuda pública y descendente de la privada.

Hacia mediados de 2002 la situación macroeconómica mostraba signos de iniciar un proceso de recuperación. El tipo de cambio de referencia se encontraba estabilizado entre 3,60 y 3,70 por dólar y según datos de INDEC, a partir del tercer trimestre de dicho año, la actividad económica comienza su senda ascendente llegando a un crecimiento del 3,7 % para el primer trimestre de 2003. Durante los cuatro años siguientes, el PBI de Argentina creció a una tasa promedio del 8,5 %.

Asumido Néstor Kirchner a la presidencia en 2003, con un tipo de cambio flotante administrado que mejoró paulatinamente la posición externa, una demanda mundial creciente de soja y maíz (con notables incrementos en el precio de los productos exportables) permitió generar recursos tanto al sector agroindustrial como al Estado en los años subsiguientes (mediante el cobro de impuestos a la exportación), sumado a que emergía un nuevo proceso de industrialización.

El primer paso hacia la normalización se realizó en 2005, con la propuesta de una fuerte quita en el stock de deuda en default. La propuesta argentina alcanzó una aceptación del 76,15 % (dado que el canje era voluntario), con lo cual el país canjeó títulos en default (US\$ 62 300 millones) por una serie de nuevos bonos (US\$ 35 300 millones). El relativo éxito del canje de deuda permitió reducir el denominado riesgo país a niveles similares al de otras economías emergentes y emitir deuda en el mercado internacional hacia 2007 (Guzmán, Todesca, & Mira, 2011).

En diciembre de 2005 se decide cancelar con reservas de libre disponibilidad la deuda total con el FMI antes de su vencimiento, que ascendía a US\$ 9 530 millones. En general, en el gobierno de Néstor Kirchner se culpaba a dicho organismo internacional de que Argentina llegara a la crisis de 2001–2002; por tal motivo, se buscaba evitar cualquier tipo de intromisión del Fondo en la definición de la política económica nacional.

Los datos oficiales arrojan que la presidencia de Néstor Kirchner finalizó con un nivel de deuda pública levemente por debajo respecto del saldo nominal con el que comenzó su mandato: 178 760 millones de dólares, con un descenso estimado del 1,4 % (2003–2007).

En este sentido, según Guida, Álvarez & Guida (2007), las políticas públicas desarrolladas en el marco de la estrategia de desendeudamiento tuvieron su principal suceso en los canjes de pasivos soberanos de 2005 y 2010. Sin embargo, posteriores medidas añadieron más sustento a esta visión: el pago al FMI, el acuerdo con los países miembro del Club de París y la empresa Repsol por la estatización del 51 % de las acciones de YPF, y el pago completo y en efectivo del bono BODEN 2015, marcaron una década de claro desendeudamiento público externo. Aunque este sistema se basó en el «canje» de deuda externa a cambio de letras intransferibles con el BCRA, en detrimento de la posición financiera y de la solvencia de la entidad. En este punto, si bien la reducción de reservas internacionales técnicamente no debe definirse de ningún modo como deuda, su consideración resulta particularmente relevante para un entendimiento completo del análisis en cuestión<sup>12</sup>.

En el plano nacional, las cuentas públicas vienen mostrando déficit primario desde 2010. Con el acceso restringido al mercado internacional de créditos, el gobierno kirchnerista optó por financiar el déficit con señoreaje<sup>13</sup> que acompañaba el impulso propio de los adelantos transitorios, lo que trajo como consecuencia directa una senda inflacionaria en ascenso desde 2012.

A diciembre de 2015, el déficit primario consolidado alcanzaba el 5,1 % del PBI (sin aportes del Banco Central y Anses). Frente a este escenario, el gobierno nacional decidió llevar adelante un ajuste gradual de los desequilibrios fiscales financiando los mismos por medio de emisión de deuda pública, hecho que fue posible por la decisión de acordar con los tenedores de deuda en default y explicar el crecimiento paulatino del nivel de endeudamiento. Para esa fecha, la deuda pública de la Administración Central ascendió a unos 240 665 millones de dólares (+36,1 % a diciembre de 2007), aunque si bien como se indicará posteriormente se observaron cambios significativos en el manejo financiero: incrementó la proporción de deuda nominada en moneda nacional y en manos de residentes locales (en torno al 75,5 % de la deuda total).

El gobierno bajo la presidencia de Mauricio Macri (2015–2019) introdujo un súbito giro en esta dinámica registrada hasta el momento. En el primer mes de mandato se canjeó deuda en manos del BCRA por títulos de grandes bancos y organismos internacionales, a cambio de dólares con el objeto de reforzar el stock de reservas. Esta etapa estuvo caracterizada por aplicación de políticas con vistas a una mayor apertura económica y desregulación del mercado cambiario, combinadas con un plan de ajuste fiscal gradual.

En marzo de 2016 logró la aprobación en el Congreso de la ley 27249 para saldar la deuda con los «fondos buitres»<sup>14</sup>. Se habilitó la emisión de 16 500 millones de dólares, para el pago de

---

<sup>12</sup> Sintéticamente «letras intransferibles» (activos ilíquidos) refiere al nombre que se da a la deuda en dólares del Tesoro Nacional con el BCRA. Entre 2009 y 2015 (a diciembre de cada año con tipo de cambio «Com. A 3500» fin del período), tuvieron un crecimiento explosivo del 409,1 % mientras que las reservas internacionales netas cayeron un 46,7 %; en base a datos obtenidos de los estados contables del BCRA.

<sup>13</sup> Es decir, el ingreso que obtiene el gobierno por tener el derecho de crear dinero (de manera simplificada, puede entenderse como la emisión de dinero).

<sup>14</sup> Los «fondos buitres», expresión que se asocia a fondos de capital o de inversión de alto riesgo que compran títulos de deuda de empresas en problemas financieros o países cercanos al *default*. En general los acreedores

las deudas en litigio más 5000 para apuntalar las reservas del Banco Central. Con una gestión veloz orientada a cerrar el conflicto, y la situación originada en el default de 2001, el gobierno de Macri reconoció incluso deudas de las cuales no tenía registro (Cantamutto & Féliz, 2021).

Siguiendo a Cantamutto & Féliz (2021), durante 2016 y 2017 en Argentina se batieron récords de emisión de deuda para la periferia, y se convirtió en uno de los países de mayor rendimiento para la práctica financiera del carry trade (es decir, aprovecharse de las altas tasas de interés locales para ingresar y retirar divisas del país, con elevados rendimientos a cortos plazos).

En un contexto marcado por la falta de credibilidad de la política económica del gobierno sumado al fracaso de las metas de inflación fijadas<sup>15</sup> y un esquema internacional adverso (con subas de las tasas de interés en Estados Unidos), la economía argentina vuelve a padecer el fenómeno del sudden stop en 2018. Con un mercado interno de deuda a mediano plazo prácticamente sin acceso, se decide «refugiarse» en organismos internacionales (principalmente con el FMI) en deuda de corto plazo (de 2016 a 2018, a diciembre de cada año, el peso de la deuda externa sobre la deuda pública total se incrementó 14 puntos porcentuales (pp), ver Figura 4).

En este período la deuda bruta de la Administración Central creció unos 82 400 millones de dólares, pasando de 240 665 a diciembre de 2015) a 323 065 mdd en 2019 (+34,2 %). Tal como se mencionó anteriormente, dentro de dicho monto se encuentra lo emitido para pagar sentencias internacionales y parte de conflictos judiciales perdidos por expropiación de empresas por parte de la gestión anterior.

El gobierno al mando de Alberto Fernández que llegó en diciembre de 2019 debió enfrentar un proceso de reestructuración de parte de la deuda pública con residentes en el exterior, en su mayoría, dado la caracterización del proceso de endeudamiento argentino en el período datado anterior, aunque ahora inmersos en medio de una profunda crisis global resultante de la pandemia del coronavirus covid-19.

Por un lado, el proceso de reestructuración de la deuda en títulos iniciado a principios de 2020 y concretado en septiembre de dicho año, según Nemiña & Val (2020), logró una adhesión del 93,5 % entre sus tenedores. Generó un cierto «alivio» en ese momento gracias al establecimiento de un período de gracia para el pago de intereses y amortizaciones de dos años y medio, la baja de las tasas y el alargamiento de los plazos.

Sin embargo, prácticamente sin acceso a los mercados financieros internacionales, Argentina tuvo su tercer año consecutivo de recesión (desde 2018). La caída de la actividad económica nacional (porcentaje anual del PBI, según INDEC) hacia finales de 2020 fue del 9,9 % (la más significativa de las últimas dos décadas, más allá de la crisis de 2002 donde se registró una tasa de -10,9 %). El déficit fiscal primario consolidado alcanzó el 6,5 % del PBI, mientras que a diciembre de 2021 rondaba el 3,1 %. Estos abultados déficits fiscales son explicados en gran parte por los efectos negativos que tuvo la recesión sobre los ingresos tributarios asociados al

---

adquieren el 20 % a 30 % de su valor nominal para posteriormente litigar en tribunales internacionales para cobrar la totalidad del valor de esa deuda, además de los intereses por los años adeudados, no aceptando participar de una reestructuración de deuda.

<sup>15</sup> La variación interanual del IPC nacional (a diciembre de 2017) registró una suba del 24,7 % (INDEC) mientras que la metaoficial de inflación habido sido fijada entre el 12 y 17 %.



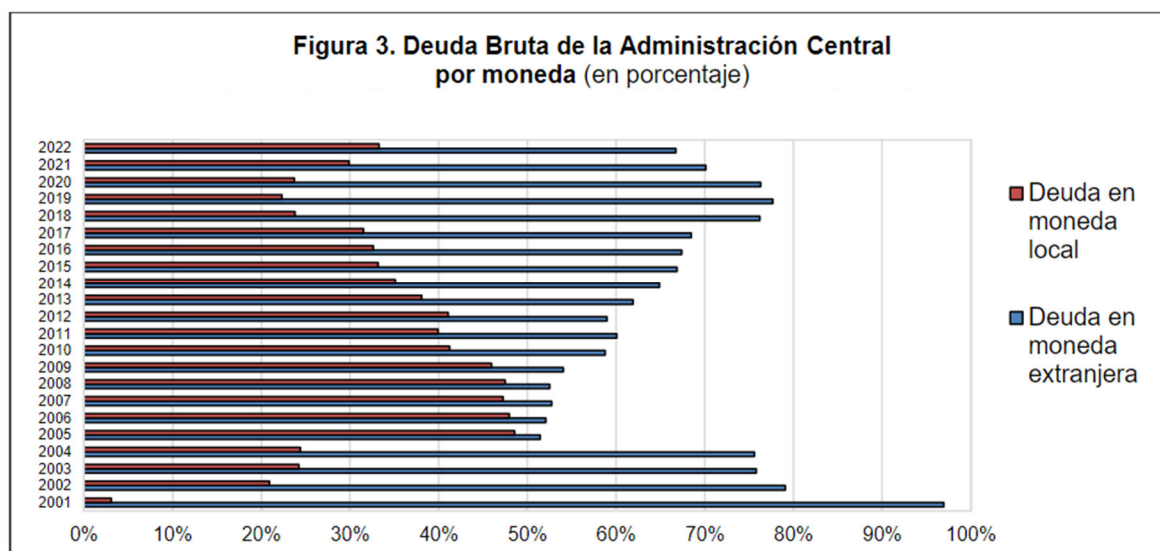
menor ritmo de la actividad económica, más allá de las partidas extraordinarias que realizó el gobierno para afrontar los efectos de la pandemia y la cuarentena.

En la misma línea, en 2022, el déficit fiscal primario (es decir, antes del pago de intereses de deuda) acumuló unos 10 660,4 millones de dólares, lo que representa un incremento del 69,3 % respecto de 2021 (un 2,4 % del PBI en base a MECON). A modo de balance anual, la dinámica creciente del gasto primario en la primera parte del año (+10,8 % i.a) puntualizado fundamentalmente en la política de subsidios a los servicios públicos, la postergación de la segmentación de tarifas y las prestaciones sociales, explican casi la totalidad de dicho abultado crecimiento. Situación que se agudiza en la segunda parte del año, tras la licuación de los ingresos en la mayor parte de los sectores con un nivel de inflación general que rondaba en el 94,8 % en diciembre de 2022 (respecto del mismo mes de 2021).

Sintéticamente, se ha observado entre el período 2019–2022 un crecimiento explosivo de los adelantos transitorios del BCRA a la Tesorería (+221,5 %) y de las letras intransferibles (+143,7 %), notando una monumental monetización del déficit fiscal. Tal es así, que, en solo tres años, de 2019 a 2022 (a diciembre de cada período), de acuerdo con datos del MECON y BCRA, la deuda pública bruta de la Administración Central aumentó unos 73 510 millones de dólares (+21,9 %).

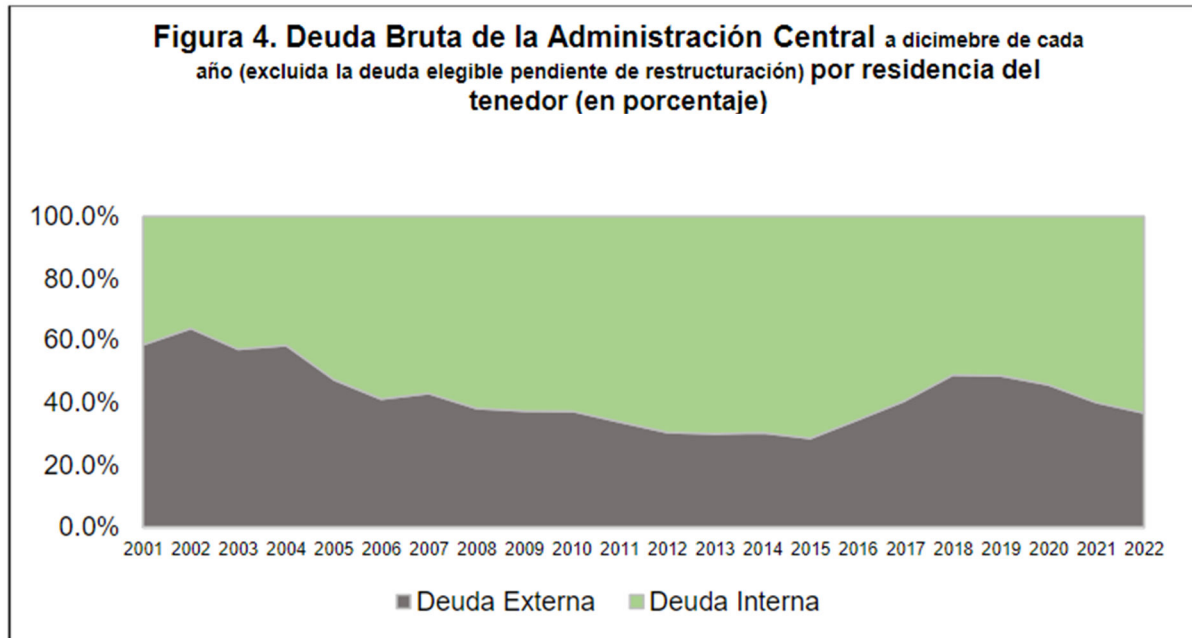
#### 4.1. DEUDA PUBLICA BRUTA POR MONEDA Y RESIDENCIA DEL TENEDOR

Al momento del default de 2001, casi la totalidad de la deuda pública se encontraba pactada en monedas extranjeras. En este punto, no se debe confundir entre deuda pública externa (acreedores residentes en el exterior) que era de 84 600 millones de dólares, con deuda pública en divisas, que sumaba 139 895 mdd.



Es decir, un 58,7 % de la deuda pública total estaba en manos de personas o entidades residentes en el exterior, mientras que el 96,9 % de la deuda estaba nominada en moneda extranjera. Este hecho claramente agravó la situación, dado que se requiere contar no solo con recursos fiscales suficientes para el pago del servicio de la deuda, sino también con las divisas necesarias, circunstancia que dependerá del resultado de la balanza de pagos. Por ende, se sostiene que, al

analizar la gravedad del endeudamiento, debe tenerse en cuenta no solo la importancia en relación con el PBI, sino también con la principal fuente generadora de divisas, las exportaciones; indicadores que serán contemplados en profundidad en el siguiente capítulo vinculado al análisis de sostenibilidad.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (INDEC), MECON y BCRA

El gobierno kirchnerista (2003–2015) se caracterizó por una notable disminución del «peso» de la deuda externa sobre el total de la deuda pública, pasando del 57,1 % a fines de diciembre de 2003 a un 30,0 % hacia 2013; el propio Estado se convirtió en el principal acreedor de la deuda; si bien podría considerarse que el endeudamiento interno representa una mejora en la calidad de exigibilidad de la deuda, en el sentido que siempre puede refinanciarse, aunque al mismo tiempo implica una fuerte presión adicional en el manejo de las finanzas nacionales.

Desde 2005 hasta 2009, la proporción de deuda según el tipo de moneda se mantuvo prácticamente sin variaciones (en promedio el 52,6 % se encontraba nominada en moneda extranjera mientras que el restante en moneda local).

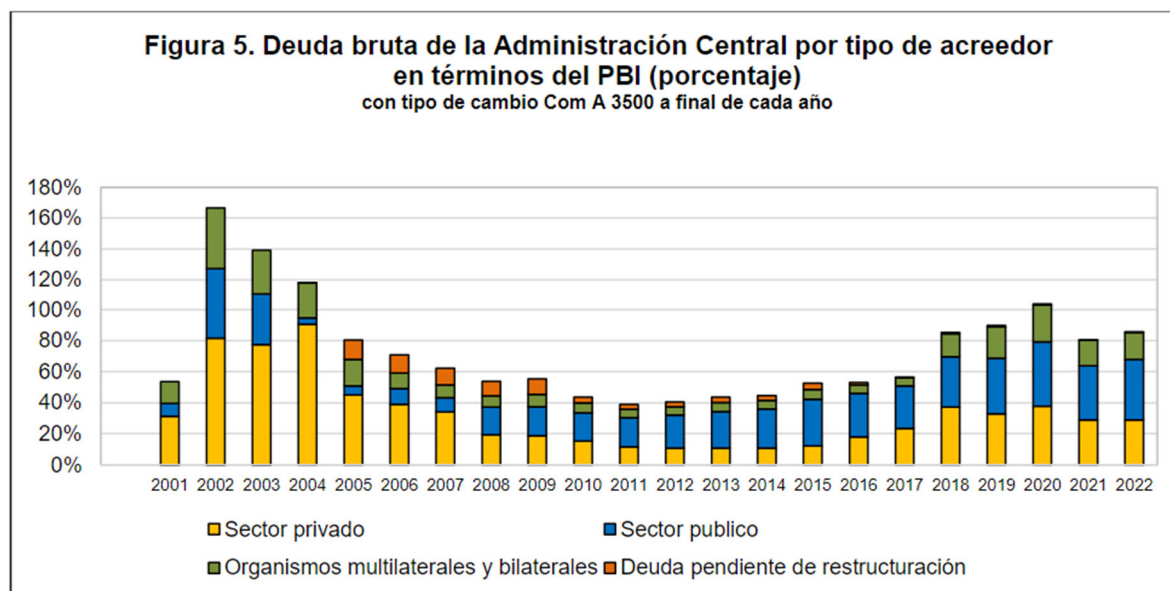
A la inversa, tal como se explicó anteriormente, fruto de la visión del gobierno (al mando de Macri) acerca de la definición de políticas económicas, la deuda externa (sobre la deuda bruta total excluida la deuda elegible pendiente de restructuración) pasó de representar el 28,5 % respecto del total en 2015 al 40,8 % a finales de 2017.

Si bien, la deuda interna para ese lapso temporal disminuyó 12,2 puntos porcentuales respecto del total (de 71,5 % a 59,2 %), en valores absolutos creció 29,3 millones de dólares. Estos movimientos se explicarían directamente por la necesidad de financiamiento que tenía el Estado nacional, y dado que las vías externas no le han sido suficientes para enfrentar las obligaciones presupuestarias y tender a la baja del déficit fiscal, se apuntó también a los residentes locales.

Tal como se puede evidenciar en la Figura 4, desde 2019 a finales de 2022, el nivel de deuda externa pública se redujo levemente (pasó de 48,6 % al 36,7 % del total); sin embargo, el abultado nivel de endeudamiento en moneda extranjera (un 66,7 % a diciembre de 2022) sigue constituyendo un desafío mayúsculo en el país en el marco de los acuerdos con el FMI en materia de refinanciación.

#### 4.2. COMPOSICION DE LA DEUDA PUBLICA POR TIPO DE ACREEDOR

En este punto cabe destacar que el cambio estructural en relación con la composición de la deuda se da en la segunda parte del gobierno kirchnerista (desde 2008). Las políticas aplicadas durante este período, junto con la reestatización de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) —importantes poseedoras de títulos públicos— implicaron un reajuste en el perfil de los acreedores: previamente, se encontraba (en gran mayoría) en manos de agentes privados y organismos internacionales, pero luego del canje en 2005, se comenzó a centralizar de manera creciente a lo largo de los años en agencias del sector público nacional.



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía de la Nación (sección Finanzas), INDEC y BCRA.

Justamente, a partir de 2011, la deuda intra Sector Público comienza a ser el principal componente de la Deuda Nacional Bruta. La participación de este tipo de acreedor, entre 2011 y 2015, osciló del 18,7 al 30,1 % respecto al PBI. Para los años 2015 a 2018, este porcentaje fue disminuyendo debido a una mayor participación relativa del sector privado. Sin embargo, la tendencia registrada previamente sobre el rol acreedor principal por parte de las agencias del sector público (entre ellas, el Banco Central (BCRA), Fondo de Garantía Sustentable (FGS) de ANSES, Banco de la Nación Argentina (BNA) y otros se retoma a partir de 2019.

#### 5. ESTIMACION DE LOS INDICADORES Y RESULTADOS

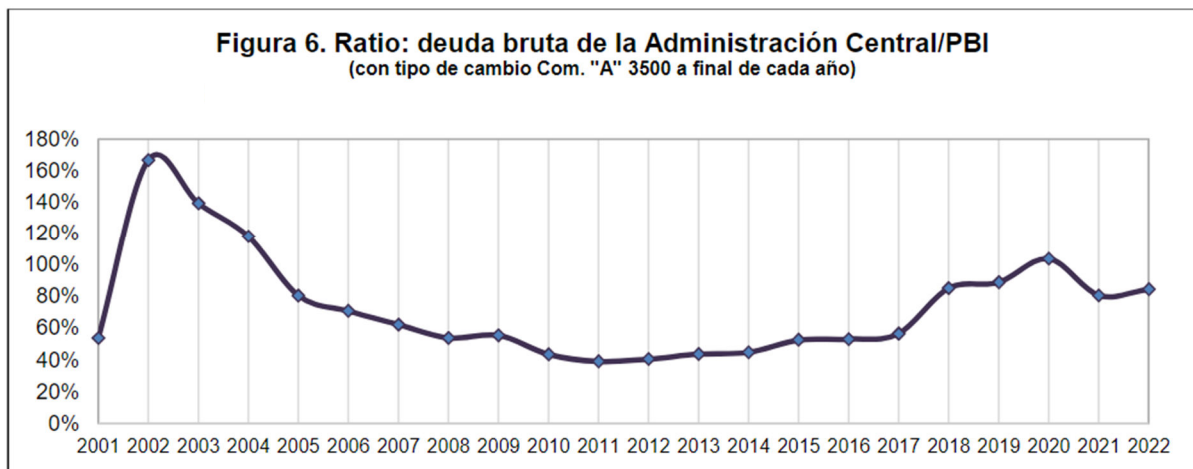
Una lectura inicial refiere a la evolución del ratio deuda pública/ PBI como primera aproximación al estudio de la sostenibilidad fiscal para el caso argentino durante el período

2001–2022. Complementariamente a dicho análisis, se incorporan los resultados obtenidos respecto de los indicadores mencionados con anterioridad.

### 5.1. RATIO DEUDA PÚBLICA / PBI Y DEMAS INDICADORES

Tras la declaración del default, la profundización de la recesión sumado a la devaluación de 2002, la razón deuda pública/ PBI presentó un salto brusco y ascendió al 166,7 % a finales dicho año (siendo el máximo histórico de la serie). La deuda externa de la Administración Central representaba el 300,6 % de las exportaciones mientras que la fracción de la deuda nominada en moneda extranjera, el 1154,8 % del total de las reservas internacionales (a diciembre de 2001 dicho indicador se estimó en un 706,4 %). En el plano fiscal, la deuda respecto de los ingresos tributarios del sector público se incrementó alrededor de 5 puntos porcentuales (de un 5,9 % en 2001 a un 10,8 % a fines del año siguiente). En síntesis, se observó un empeoramiento de los principales indicadores de deuda pública estimados hacia finales de 2002.

Para el período 2003–2011, el ratio deuda bruta de la Administración Central/PBI cae de manera marcada, y esto se explicaría por el leve incremento de la deuda pública que fue compensado por el aumento del PBI medido en dólares (es decir, el crecimiento de la economía y de los precios fueron superiores a la suba del tipo de cambio de referencia registrado en este lapso).



Fuente: Ministerio de Economía de la Nación (sección Finanzas), INDEC y BCRA.

**Cuadro 4. Principales indicadores sobre la sostenibilidad de la deuda pública**

		2001	2004	2007	2010	2013	2015	2018	2021	2022
Deuda Interna de la Administración Central		22.2%	49.5%	40.4%	28.8%	31.7%	38.6%	43.9%	48.8%	85.0%
Deuda Externa de la Administración Central	Como % del PBI	31.5%	68.5%	21.8%	14.6%	11.8%	13.9%	41.3%	31.8%	31.0%
Intereses totales pagados		3.8%	1.3%	1.8%	1.3%	1.3%	2.0%	3.5%	1.7%	2.0%
Servicios totales pagados		15.3%	11.2%	9.2%	8.1%	7.9%	10.0%	17.1%	14.2%	15.3%
Intereses totales pagados	Como % de la Deuda Bruta de la Administración Central*	7.1%	2.9%	3.6%	3.4%	3.2%	4.2%	4.1%	2.1%	2.4%
Servicios de capital- vencimientos a 2 años		29.0%	22.4%	19.5%	20.6%	26.8%	30.8%	29.2%	40.0%	40.2%
Deuda Externa de la Administración Central	Como % de exportaciones	271.3%	280.0%	94.0%	75.4%	67.8%	90.8%	208.9%	165.4%	140.5%
Deuda de la Administración Central en moneda extranjera	Como % de reservas	706.4%	736.2%	165.4%	185.1%	410.2%	582.4%	381.4%	637.8%	589.8%
Deuda Bruta de Administración Central		5.9%	7.2%	2.8%	1.9%	1.3%	2.2%	3.9%	3.3%	3.0%
Intereses totales pagados	Como % de los recursos tributarios	22.4%	8.4%	8.2%	5.4%	4.9%	7.9%	15.2%	7.0%	8.3%
Servicios totales pagados		90.4%	50.3%	41.3%	32.7%	30.8%	38.9%	74.4%	60.3%	63.3%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de la Nación (sección Finanzas), INDEC, BCRA y CEPAL.

En cambio, a partir de 2012, la proporción deuda pública/PBI comienza a mostrar una tendencia creciente (hacia finales de 2020). En líneas generales, esta situación sería explicada (a excepción del año 2016) por una caída del PBI en dólares asociado a un menor ritmo de la tasa de crecimiento de la economía nacional. Según los datos publicados por INDEC y la CEPAL, dicha tasa promedio para el período 2003–2011 ascendió al 6,4 %; mientras que entre los años 2012 y 2020 fue del –1,4 %.

Particularmente, durante este último lapso se evidenciaron tres «saltos» significativos en el ratio: 2014–2015, 2017–2018 y 2019–2020 (véase Figura 6). Hacia finales de 2014, la deuda pública se hallaba en un 44,7 % respecto del PBI, mientras que para el año siguiente se incrementa 7,8 puntos porcentuales alcanzando un 52,5 %. En este sentido, luego de cuatro años de cepo cambiario, al considerar el tipo de cambio de referencia posdevaluación a finales de 2015, se evidenció una reducción significativa del PBI medido en dólares.<sup>16</sup> Paralelamente, en 2015, se observa un notable deterioro del conjunto de indicadores alternativos en relación con los años previos (ver Cuadro 6).

Para el año 2016, el nivel absoluto de deuda aumentó de manera significativa (+34781 mdd) aunque dicha suba fue compensada por un incremento interanual del producto en dólares (12,7 % según datos de INDEC y la CEPAL), implicando que el ratio aumente solo 0,5 puntos porcentuales (de 52,5 % en 2015 a 53,0 % para diciembre de 2016).

Tal como se puede visualizar en la Figura 6, de 2017 a 2018, la proporción deuda bruta a PBI de Argentina aumentó de 56,5 % a 85,2 % (a diciembre de cada año). En este punto, recuperando las ideas de Ocampo (2019), esta abrupta suba (de 28,7 p.p.), entre otras cuestiones, se podría explicar por los efectos de la «intolerancia financiera»<sup>17</sup> que nuestro país

<sup>16</sup> Según los datos publicados por INDEC y ajustados por el tipo de cambio «Com. A» 3500 a final de cada año, el PBI en dólares se redujo unos 75 340 millones de dólares; pasando de 535 503 en 2014 a unos 460 163 mdd en 2015 (datos estimados).

<sup>17</sup> Los países intolerantes a la deuda son aquellos que tienden a tener estructuras fiscales y financieras débiles. El incumplimiento a menudo exagera estos problemas, haciendo que estos mismos países más propensos a futuros incumplimientos de deuda pública. Para hacer operativa la medición de la intolerancia a la deuda, nos enfocamos en dos indicadores: las calificaciones de la deuda soberana reportadas por instituciones internacionales y la relación



estaba sufriendo. Al respecto, *Moody's Corporation*<sup>18</sup> había calificado la deuda soberana argentina a largo plazo en 2018 como especulativa y sujeta a un riesgo crediticio alto (categoría B). Por su parte, la relación deuda pública nominada en moneda extranjera/PBI alcanzó un 76,2 %. Adicionalmente, dicha suba del ratio fue intensificada por una fuerte depreciación de la moneda local<sup>19</sup> y caída de la actividad económica (-2,6 %).

Hacia finales de 2019, la deuda pública alcanzaba un 88,8 % del PBI mientras que para 2020 ascendía al 103,8 %. Por su parte, el déficit fiscal primario respecto del PBI se estimó en un 6,5 %; el PBI real en dólares cayó un 10,2 % anual, además de la ya mencionada suba extraordinaria de la deuda pública bruta en dólares.

Aunque, para fines de 2021 la deuda pública/PBI cayó 23,2 puntos, se ubicó en un 80,6 % y mostró un marcado «rebote». Al respecto, la aceleración inflacionaria que creció en mayor magnitud que el tipo de cambio<sup>20</sup> sumado a la veloz recuperación de la actividad económica nacional (10,3 % anual) luego de un año totalmente recesivo, empujaron excepcionalmente dicho ratio a la baja. Si bien, en términos absolutos, el endeudamiento público creció unos 40 633 millones de dólares, fue «compensado» por el incremento del resto de las variables, como el nivel general de precios y la producción. Por otra parte, ciertos indicadores alternativos a dicho ratio mostraron una significativa alza, tales como la proporción de deuda en moneda extranjera sobre el total de reservas y el porcentaje de deuda externa sobre el volumen de exportaciones, ubicándose en un 637,8 % y 165,4 %, respectivamente.

Al respecto, para 2022 el cociente deuda pública/PBI se ubicó en 84,5 %; casi 4 puntos porcentuales por encima al año anterior. En este sentido, se explica fundamentalmente por el incremento del endeudamiento tanto en términos absoluto como relativo (+8.7 % anual) a lo que se suma la caída interanual del PBI (diciembre 2022 respecto de diciembre 2021) del 1,2 %; agudizando una nueva suba de dicho ratio. A su vez, en lo que refiere al comportamiento de los indicadores complementarios (ver Cuadro 4), se puede observar el aumento tanto del peso de la deuda bruta y los servicios (+0,3 p.p.) como de los intereses (+1.3 p.p.) sobre los recursos tributarios totales del Estado; aunque, por otro lado, se aprecia una *cierta mejora* de los restantes indicadores en comparación al año 2021.

Por lo tanto, para concluir este apartado, cabe mencionar que el indicador deuda pública sobre PBI real al ponderar demasiado la evolución de los precios, la variación del tipo de cambio y la producción, necesariamente debe ser utilizado con suma prudencia al momento de analizar la

---

deuda en moneda extranjera/PBI. Traducción propiamente basada en (Reinhart, Rogoff, & Savastano, Debt Intolerance, 2003:1-5).

<sup>18</sup> *Moody's Corporation* es una prestigiosa agencia de calificación de riesgo estadounidense que realiza investigaciones y análisis acerca de la solvencia de los prestatarios de deuda soberana. Las calificaciones de largo plazo son opiniones sobre el riesgo crediticio relativo de las obligaciones financieras con un vencimiento original de un año o más. Abordan la posibilidad de que una obligación financiera no se cumpla según lo prometido.

<sup>19</sup> El tipo de cambio de referencia «Com. A» 3500 entre 2017-2018, a diciembre de cada año, según datos del BCRA, se incrementó un 102,3 %.

<sup>20</sup> A diciembre de 2021, según datos oficiales del BCRA, el tipo de cambio «Com. A» 3500 promedio se incrementó un 22,1 % (respecto al año anterior) mientras que la variación interanual del IPC se ubicó en un 50,9 %.

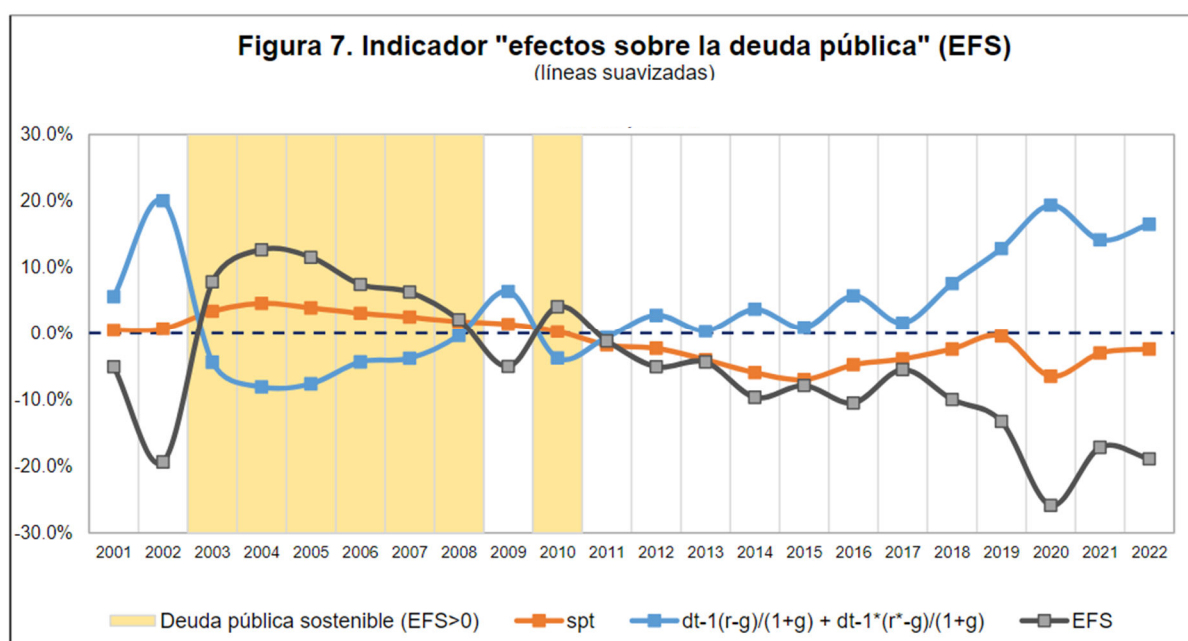


dinámica de la deuda pública y el grado de sostenibilidad de la misma.

Tal es así, que se complementa el estudio con la incorporación del indicador «efectos sobre la deuda pública» (EFS) deducido analíticamente a partir del modelo teórico definido en la sección anterior, a fin de arribar a conclusiones más acabadas.

## 5.2. Sobre el indicador «efectos sobre la deuda pública» (EFS)

La evolución de la deuda pública total argentina como proporción del PBI real, en los términos de la expresión (III), ha recibido durante el período contemplado entre los años 2001–2022 el impacto de la totalidad de los efectos mostrados por las expresiones (V) (VI) y (VII). En la Figura 7 se muestra el comportamiento del balance primario, de los intereses reales sobre la deuda y del indicador bajo análisis.<sup>21</sup>



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía de la Nación (sección Finanzas), INDEC, CEPAL y BCRA.

Entre los años 2001–2002 la línea de los EFS se situó por debajo del eje horizontal indicando que la deuda era insostenible, dado que el superávit primario no cubrió los intereses, ambas variables como proporción del PBI. Respecto de los intereses, la tasa promedio estimada era aproximadamente del 7,1 % anual (según datos del BCRA y la CEPAL), con lo cual el pago anual en estos años equivalía al 4,4 % del PBI; mientras que el superávit primario consolidado/PBI no superaba el 1,0 %.

Desde 2003 hasta 2007, el indicador se ubicó en el terreno positivo y mostró indicios de que la deuda era sostenible y existía capacidad de maniobra de la política fiscal. Situación que se asemeja al análisis anterior respecto de la evolución del ratio deuda pública/PBI. Un período

<sup>21</sup> Con el objeto de tener una visión integral respecto a los resultados que se exponen a continuación, es imprescindible tener presente la evolución de la deuda pública y de las principales variables macroeconómicas a lo largo del período; cuestiones que han sido enunciadas en la sección IV del presente trabajo.

que se caracterizó por extraordinarias tasas de crecimiento de la economía nacional (en un rango del 8,0 % al 9,0 % anual) y un importante aumento de la presión fiscal;<sup>22</sup> lo que permitió registrar saldos positivos de superávit primario (*spt*) y cubrir gran parte de los intereses.

A finales de 2008, la deuda resultaba prácticamente sostenible, para el año siguiente ya ingresar en un terreno negativo. Se puede notar la caída marcada del indicador EFS (ver Figura 7) que fue acompañado por una disminución de la magnitud del *spt*.

A excepción de 2010, cuando la economía argentina creció a una tasa estimada en torno al 10,1 % anual, para los restantes años subsiguientes (2011–2022), el indicador EFS se situó en un área de insostenibilidad que se va profundizando a lo largo del período. En casi la totalidad de este lapso temporal convergieron una serie factores a los ya mencionados oportunamente en capítulos previos, que explicarían esta tendencia, entre ellos: las tasas de crecimiento fueron negativas en su gran mayoría (a excepción de la recuperación post pandemia con una tasa del 10,3 % anual), se agudizó el déficit fiscal primario como proporción del PBI, una deuda creciente nominada en moneda extranjera con imposibilidad de repago tras la fuerte y continua caída en las reservas internacionales, e incluso la falta de credibilidad de la política gubernamental.

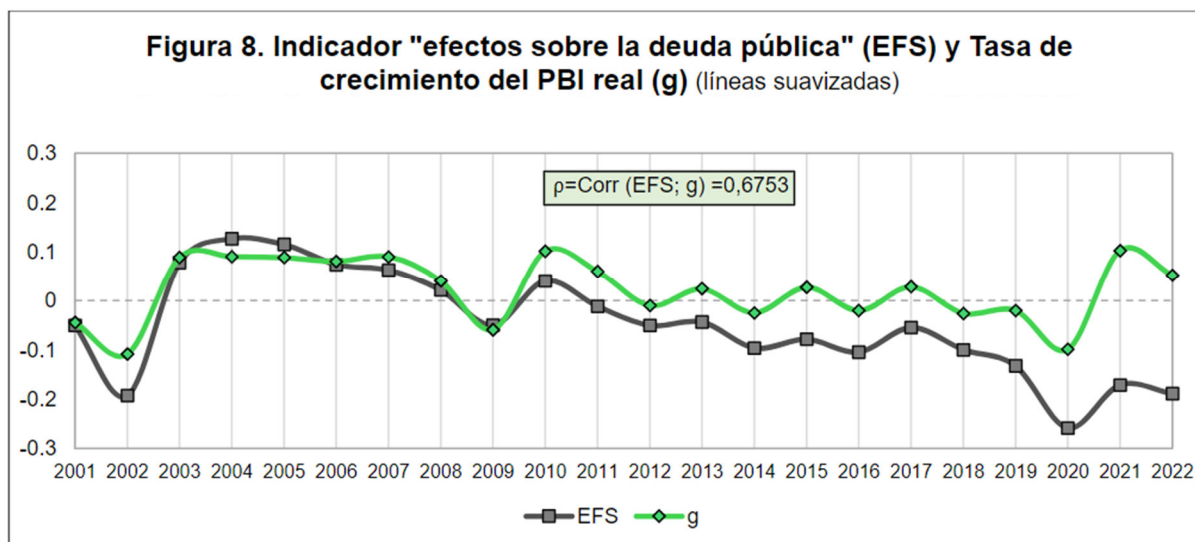
Otra cuestión relevante que se deriva del análisis es dilucidar si efectivamente existe o no, para el caso argentino, una relación directa entre los «efectos sobre la deuda pública» y el PBI real; es decir que los EFS tienden a ser negativos (positivos) cuando el producto de la economía muestra una variación negativa (positiva).<sup>23</sup> Resulta oportuno recalcar que  $EFS > 0$  muestran signos de deuda pública sostenible, posibilitando además cierta capacidad de maniobra de la política fiscal.

Realizando dicha comparación se manifiesta un principio por excelencia: el crecimiento económico resulta esencial para conducir a unas finanzas sanas y a la sostenibilidad de la deuda pública tanto en el presente como a largo plazo. El grado de correlación entre las variables (*EFS* y *g*) durante los años 2001–2022 es de aproximadamente un 67,5 %.

---

<sup>22</sup> La presión fiscal representa la relación existente entre los impuestos recaudados (en este caso por el Estado nacional) en relación con el PBI. Según datos del MECON, aumentó de manera sostenida a lo largo de estos años, desde el 19,3 % en 2003 al 26,0 % en 2008.

<sup>23</sup> Se entiende por variación negativa del PBI real cuando éste último se está ralentizando (disminuyendo su tendencia creciente) o bien presenta una caída en niveles. Por otro lado, una variación positiva es aquella en el que el PBI está decreciendo a menores tasas o aumentando en niveles a ritmos constantes.



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía de la Nación (sección Finanzas), INDEC, CEPAL y BCRA.

De esta forma, se observa una relación directa entre las tasas de crecimiento y los efectos sobre la deuda pública en casi la totalidad del período bajo estudio, a excepción de 2006–2007 y 2018–2019. La justificación para el primer caso se encuentra en la caída repentina del superávit primario en mayor magnitud a la reducción de la deuda total respecto al PBI real; mientras que, para el segundo, si bien el PBI real decreció a una tasa menor (respecto del año 2018), claramente no logró compensar la magnitud del déficit fiscal primario, a lo que se suma la prominente incidencia de la deuda nominada en moneda extranjera dentro del total de deuda pública, el incremento de los servicios producto del mayor tipo de cambio y el alza del costo de financiamiento en un contexto de altas tasas de interés.<sup>24</sup>

#### CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES FINALES

La crisis política y económica desatada a finales de 2001 concluyó con el diferimiento de los pagos de los servicios de la deuda pública (default), cuya envergadura fue la más alta de la historia argentina. Casi en su totalidad, se encontraba pactada en monedas extranjeras, hecho que generó una presión adicional sobre las cuentas externas en los años venideros, ante la necesidad de contar con suficientes divisas para afrontar dichos pagos.

De la reseña histórica se desprende que durante los gobiernos kirchneristas hubo una mejora en la calidad de la exigibilidad de la deuda en el marco de políticas que apuntaban al endeudamiento interno. En este sentido, decimos «mejora» dado que la misma siempre puede refinanciarse; pero, sin embargo, al mismo tiempo (tal como pudo verificarse empíricamente) implicó una presión adicional a las finanzas de las «instituciones» locales. Las evidencias estadísticas muestran que durante una década (que comenzó allá por 2003), se registraron disminuciones en el peso relativo del total de la deuda pública nacional sobre el PBI. Sin embargo, desde 2010 las cuentas públicas mostraron un importante déficit primario, sumado al

<sup>24</sup> Así, el pago de intereses sobre la deuda pública se ubicó en aprox. un 4,2 % del PBI en 2019; esto es 0,7 p.p. por encima del año previo.

acceso restringido al mercado internacional de créditos, la financiación estuvo dada por las famosas operaciones de señoreaje más adelantos transitorios del BCRA.

En diciembre de 2015, frente a este escenario, el gobierno nacional (al mando de Mauricio Macri) decidió llevar adelante un ajuste gradual de los desequilibrios fiscales, financiando los mismos por medio de deuda —principalmente de los mercados internacionales—, explicando esa nueva tendencia creciente de endeudamiento público externo.

Luego de la crisis provocada por el «*sudden stop*» de 2018, la situación financiera del país se volvió aún más crítica sumado a que casi un 80 % de la deuda pública argentina estaba nominada en moneda extranjera. El veloz proceso de endeudamiento llevado a cabo en los últimos años simultáneamente con la devaluación observada de la moneda local y en un contexto general de inestabilidad macroeconómica, llevó a que la situación de insostenibilidad de la deuda pública evidenciada de manera continua desde 2011 se agudice notablemente.

En lo que refiere al análisis de sostenibilidad, un primer indicador (generalmente utilizado) refiere a la proporción de la deuda pública respecto del PBI. Más allá de las debilidades que pudiesen observarse a simple vista (variación y magnitud de sus componentes), no existe consenso alguno en la literatura sobre a partir de qué nivel podría considerarse sostenible o no. Como pudo notarse, dicho ratio pondera demasiado la evolución de los precios y del tipo de cambio, lo cual debe ser utilizado con suma prudencia para el análisis de la deuda en términos dinámicos. Por tal motivo, se ha complementado el estudio, por un lado, con indicadores secundarios que reflejan el comportamiento de las principales variables macro nacionales y, por otro, se reconstruyó un modelo teórico para arribar a un indicador denominado «efectos sobre la deuda pública» (EFS). De dicho análisis minucioso se puede concluir que durante la mayor parte (68,0 %) del período indagado (2001–2022), este último se ubicó en terreno negativo, lo que evidencia signos de insostenibilidad e incapacidad de maniobra de la política fiscal. Por lo tanto, se ha observado que la relativa estabilidad del cociente deuda/PBI (como el caso de los años 2011–2014, 2015–2017 y 2018–2019) o incluso su reducción 2020–2021 (véase Figura 6) no indicarían que el proceso de endeudamiento sea sostenible a corto y mediano plazo.

Adicionalmente, queda explícito que el componente clave para mantener un *stock* de deuda pública sostenible en el tiempo es una tasa de crecimiento del producto de la economía mayor a la tasa de interés real implícita que se paga por dicha deuda (ya sea nominada en moneda local o extranjera), más allá de un nivel elevado de deuda en términos del PBI y/o un escueto superávit primario (e incluso apenas deficitario). De manera complementaria, a través de un análisis de correlación simple se mostró que en un 67,5 % de las veces a lo largo del período 2001–2022, el PBI real de Argentina varía positivamente (negativamente) cuando la deuda pública —a través del indicador EFS— converge (diverge) hacia (de) su nivel de sostenibilidad. Aunque no es factible descargar el peso de la sostenibilidad de la deuda pública al crecimiento de la economía, dado que específicamente a los niveles de déficit fiscal primario respecto al PBI<sup>25</sup> y a las tasas promedio de los distintos instrumentos actuales se requiere un aumento sostenido del producto a largo plazo cercano al 9,0 % anual<sup>26</sup>, a fin de garantizar que el

<sup>25</sup> En torno al 3 % promedio en los últimos 5 años, a partir de información publicada por el MECON.

<sup>26</sup> Según datos del MECON y BCRA, la tasa promedio ponderada total se ubicaría en torno al 4,7 % (31/03/2023). Aunque su valor claramente dependerá de la magnitud y composición de la deuda, dado que, a título de ejemplo, si en los meses venideros aumenta el peso o su totalidad del financiamiento en base a títulos públicos o letras del Tesoro no ajustables por CER a tasas de referencia vigentes al primer trimestre de 2023, se deberían

indicador propuesto se acerque a cero.

Claramente, el camino a seguir en materia de refinanciación de la deuda pública no será una tarea sencilla. Indefectiblemente, mediante este análisis, se ha demostrado que una deuda en aumento con tal estructura a lo largo de los años requirió mayores garantías para refinanciarla y a su vez un creciente nivel de gasto adicional (convirtiéndose en un nuevo nivel de deuda), mediante intereses, sopesando los saldos de las cuentas fiscales y financieras de las instituciones locales. Necesariamente se requiere plantear una refinanciación que se adecue a las posibilidades de pago, y a su vez esté acompañada por un plan de acción de gobierno y políticas económicas que tiendan a garantizar a los acreedores nacionales y del exterior, una razonable certeza sobre el cumplimiento de lo propuesto.

Un proceso de consolidación fiscal constituye la meta imprescindible y angular para alcanzar la sostenibilidad de la deuda pública (tanto en moneda local como extranjera) en vistas de reducir las necesidades de financiamiento en pesos por parte del Tesoro Nacional, restaurar la credibilidad y el acceso a los mercados financieros internacionales a mediano plazo.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Argandoña, A., Gámez Amián, C. y Mochón Morcillo, F. (1997). *Macroeconomía avanzada I. Modelos dinámicos y teoría de la política económica*. McGraw-Hill.
- Aruguete, E. (2021). Crisis de balanza de pagos y recuperación de la sostenibilidad de la deuda pública en la Argentina (2016–2020). *Estado y Políticas Públicas* N° 16, 101–123.
- Ash, M., Herndon, T. & Pollin, R. (2013). *Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A critique of Reinhart and Rogoff*. Massachusetts, EEUU: Political Economy Research Institute (PERI).
- Blanchard, O. (1990). *Suggestions for New Set of Fiscal Indicators*. OECD Economic Department Working Papers, 23.
- Blanchard, O. & Das, M. (2017). *A new index of debt sustainability*. NBER Working Papers.
- Blanchard, O. & Perez Enri, D. (2000). *Macroeconomía – Teoría y política con aplicación en América Latina*. Pearson Education.
- Blejer, M.I., Henke, A. & Levy-Yeyati, E. (2002). *The Argentine Crisis: Issues for Discussion*. National Bureau of Economic Research.
- Brenta, N.L. (2020). Los determinantes de la política de la deuda externa pública de Argentina (2015–2019). En *Los condicionantes internos de la política exterior: entramados de las relaciones internacionales y transnacionales* (págs. 227–260). Teseo.
- Browmlee, O.H. & Allen, E.D. (1954). *Economics of public finance*. New York: Prentice Hall.
- Buchanan, J.M. (1958). *Public Principles of Public Debt – A Defense & Restatement*. Irving.

---

proporcionalmente pagar tasas del 45,0 % y 80,9 %, respectivamente. Por ende, el crecimiento esperado en el nivel de actividad para los próximos años tendría que ser entre seis osiete veces mayor a la situación anterior.

- Cantamutto, F. & Mariano, F. (2021). Argentina entre la sostenibilidad de la deuda y la vida. *Revista nuestraAmérica*, 9(17).
- Cardona López, A. (2010). Sostenibilidad de la deuda pública colombiana.
- Carro, E.H. (2006). Historia y evolución de la deuda externa argentina. Estudio Carro.
- Damill, M., Frenkel, R. & Rapetti, M. (2005). La deuda argentina: historia, default y reestructuración. Buenos Aires: CEDES.
- FMI, Departamento de Desarrollo y Revisión de Políticas (2002). *Assessing Sustainability*.
- Fundación Pueblos del Sur (2017). *Cambio de rumbo: regreso al endeudamiento externo*. Rosario, Santa Fe.
- Gambina, J.C. (20 de julio de 2020). La deuda pública de la Argentina es nuevamente noticia – CLASCO. <https://www.clasco.org>
- González Paramo, J.M. & Contreras, C. (1987). Traslación intergeneracional de la carga de la deuda pública. *Papeles de Economía Española*, N.º 33, 347–361.
- Guzmán, M., Todesca, N. & Mira, P. (2011). Deuda pública argentina: Del endeudamiento a la sostenibilidad. Nota técnica correspondiente al Informe Económico N° 75 del Primer Trimestre de 2011.
- Hansen, A. (1941). *Política Fiscal y Ciclo Económico*. FCE, México.
- Herrera Catalán, P. y Mendoza, W. (2004). La sostenibilidad de la deuda pública en una economía abierta.
- Keynes, J.M. (1936). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica.
- Lluch Sanz, C. (1972). La deuda pública, ayer y hoy. *Revista de economía política*. Madrid, 155–176.
- Lopez Gonzalez, M. & Castañeda Castrillón, C.A. (2008). Sostenibilidad de la deuda pública y crecimiento económico: el caso de la economía colombiana. *Perfil de Coyuntura Económica* No. 11, 75–95.
- Malthus, T.R. (1958). *Principios de Economía Política*. Instituto de Estudios Fiscales.
- Mankiw, G.N. (2014). *Macroeconomía*. 8ª edición. Antoni Bosch. Capítulo 19.
- Martner, R. & Tromben, V. (diciembre de 2004). La sostenibilidad de la deuda pública, el efecto bola de nieve y el «pecado original». *Revista CEPAL*, pp. 99–115.
- Mill, S. (1951). *Principios de Economía Política*. Traducción por Fondo de Cultura Económica.
- Ministerio de Economía de la Nación (2020). *Restauración de la sostenibilidad de la deuda pública*. Informe especial. Buenos Aires.
- Molina, R., Sansone, J., Di Blasi, J., Bengolea, Y. & Caputto, M. (s.f.). Análisis de sustentabilidad fiscal de estados subnacionales: el caso de los municipios urbanos de la provincia de Mendoza. *Anales de las 47º Jornadas Internacionales*. Córdoba.



- Musgrave, R. (1967). *Teoría de la Hacienda Pública*. Aguilar.
- Nemiña, P. & Val, M.E. (2020). La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia COVID-19. Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo. Documentos de Trabajo Fundación Carolina.
- Obstfeld, M. & Rogoff, K. (1996). *Foundations of international macroeconomics*. Massachusetts: MIT Press.
- Ocampo, E. (septiembre de 2019). ¿Es sustentable la deuda argentina? Obtenido de CEA Perspectivas UCEMA. <https://ucema.edu.ar>
- Panizza, U., Sturzenegger, F. & Zettelmeyer, J. (2009). The economics and law of sovereign debt and default. *Journal of Economic Literature*, 47 (3), pp. 651–98.
- Paunovic, I. (2005). Sostenibilidad de la deuda pública en los países noreños de América Latina. *Revista de la CEPAL N° 87*, pp. 97–114.
- Pienkowski & Alex (2017). *Debt Limits and the Structure of Public Debt*. IMF Working Paper.
- PwC Argentina (diciembre de 2018). *Sostenibilidad de la deuda pública*. Obtenido de Economic GPS: informe económico mensual: <https://pwc.to/2X4Am2c>
- Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S. (2010). Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, 100 (2), pp. 573–578.
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. & Savastano, M.A. (2003). Debt Intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity* (1), 1–62.
- Ricardo, D. (2003). *Principios de Economía Política y de Tributación*. Aguilar.
- Smith, A. (1776). Capítulo 3: Las deudas públicas. En *Investigación de la Naturaleza y causas de la Riqueza*. Edwing Cannan.
- Taylor, P.E. (1960). *Economía de la hacienda pública*. España: Lozano Irueste, José María (Traductor) – Fuentes Quintana, María Teresa (Traductor).
- Val, M.E. (2017). Deuda pública de Argentina: de la última dictadura al default de 2001. *Olafinanciera*, 65–80.
-