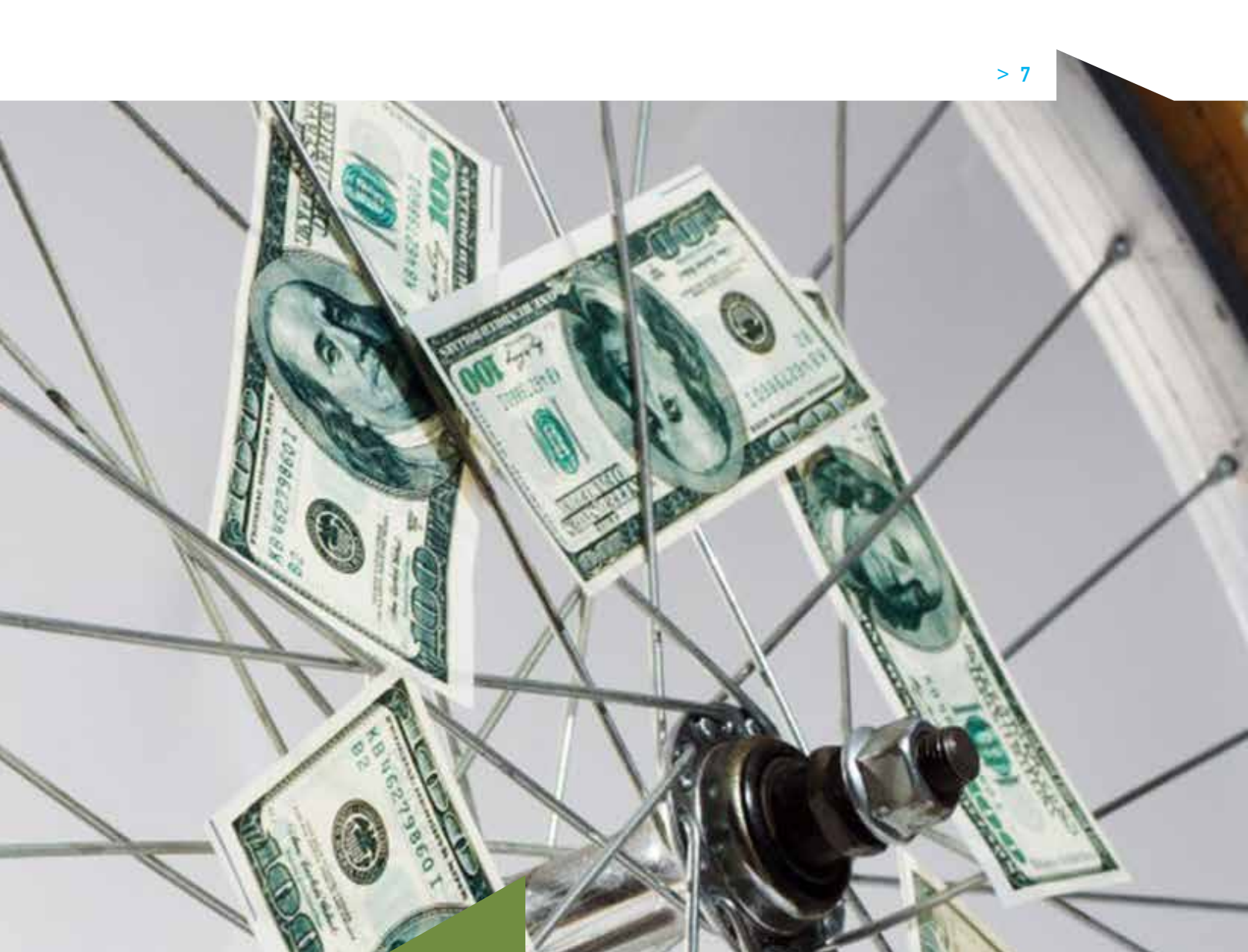
A close-up photograph of a bicycle tire with a brown, treaded rubber surface. The tire is mounted on a metal rim, and several spokes are visible in the background, creating a geometric pattern of lines against a light sky. The lighting is bright, highlighting the texture of the tire and the metallic sheen of the rim.

por **ALFREDO F. CALCAGNO**. *Doctor en economía (Universidad de París I). Se desempeñó en la función pública nacional argentina (Secretaría de Planificación, Ministerio de Economía, BCRA y Centro de Economía Internacional) antes de incorporarse a la Naciones Unidas (CEPAL y UNCTAD), donde trabajó entre 1989 y 2017. Actualmente es docente en el Doctorado en Desarrollo Económico de la Universidad Nacional de Quilmes. Entre otros trabajos, publicó “El Universo Neoliberal”, con Alfredo Eric Calcagno*



# ¿QUÉ ES Y QUÉ NO ES LA DEUDA EXTERNA?

EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO ES UNA FORMA DE OBTENER DIVISAS, FUNDAMENTALES PARA SUPERAR UNA LIMITANTE HISTÓRICA DE LOS PROCESOS DE DESARROLLO ECONÓMICO. PERO A LA VEZ PUEDE AGRAVAR LA ESCASEZ DE AQUELLAS EN EL LARGO PLAZO Y DERIVAR EN INESTABILIDAD Y CRISIS. POR ELLO, DEBE SER CONSIDERADO COMO UN RECURSO ESCASO, COMPLEMENTARIO DE LAS FUENTES INTERNAS DE FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN.



**L**a deuda externa ha acompañado a la Argentina durante casi toda su existencia como nación independiente. Entre el empréstito Baring de 1824 y el bono a 100 años de la administración de Mauricio Macri, la deuda externa ha condicionado durante largos períodos la economía y la política del país. Es tema central de preocupación de los argentinos, algunos viéndola como causante de muchos de los males del país, otros como la muestra de la confianza externa recobrada y la forma más rápida de obtener la ansiada “lluvia de dólares”. Sin embargo, y tal vez por su omnipresencia en el debate público, la naturaleza de la deuda externa y su concepto mismo no siempre se entienden con claridad.



# 1.

## El concepto

La definición más rigurosa de qué es la deuda externa es la elaborada por las instituciones internacionales que fijan los criterios para contabilizarla. Dice la guía *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*, preparada por el Grupo de Trabajo sobre Estadística de Finanzas (TFFS, por sus siglas en inglés) que integran el BIS, el Commonwealth, el Banco Central Europeo, Eurostat, el FMI, la OECD, el Club de París, la UNCTAD y el Banco Mundial: “La deuda externa bruta corresponde al monto pendiente de reembolso de los pasivos no contingentes asumidos por residentes de una economía frente a no residentes con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos”. Vemos que un criterio esencial para definir si un pasivo consiste en deuda externa de una economía determinada es la *residencia* de las partes: el deudor debe residir en esa economía, y el acreedor fuera de ella. Se entiende por residencia el lugar donde deudores y acreedores tienen su principal centro de interés económico. No entran en juego la nacionalidad de deudores y acreedores, la moneda en que se emitió la deuda o la jurisdicción bajo la cual fue emitida. Por ejemplo, un bono en pesos emitido bajo jurisdicción nacional será deuda externa si está en la cartera de un fondo de inversiones residente en Europa. Pero no formará parte de la deuda externa un bono en dólares emitido bajo jurisdicción de Nueva York si su poseedor es un inversionista radicado en la Argentina. Cuando la mayor parte de los préstamos externos consistían en créditos bancarios, la deuda externa reunía en general los criterios de residencia, moneda y jurisdicción: se debían dólares (u otra divisa extranjera) a un *pool* de bancos con residencia en plazas financieras del exterior, como resultado de créditos contratados bajo jurisdicción extranjera. Esto cambió con la “titulización” (*securitization*) de la mayor parte de las emisiones de deuda, impulsada a principios de los años noventa por el Plan Brady. Al consistir ahora la deuda en bonos fácilmente transables en el mercado secundario, esta puede cambiar de manos con gran facilidad, y dependiendo de su comprador pasar de ser deuda externa a interna y viceversa. Otro elemento central en la definición de la deuda externa es que las obligaciones que la componen conllevan el compromiso de realizar pagos de intereses y/o capital en el futuro. No se consideran por lo tanto deuda (ni externa ni interna) las acciones de empresas, las partes de fondos de inversión, ni los derivados financieros (tanto *forwards* como opciones); en efecto, no existe en estos casos la obligación de pagar intereses ni de reembolsar capital. Por último, la definición específica de que entran en la deuda externa las obligaciones firmes, pero no los pasivos contingentes, que pueden o no requerir un pago en el futuro –por ejemplo, la existencia de garantías comprometidas que requerirían un pago al exterior–. Como tales contingencias pueden modificar significativamente el endeudamiento en caso de hacerse efectivas, la guía citada aconseja contabilizarlas en una cuenta adjunta, pero sin sumarlas al monto de la deuda externa.

## 2.

### El sentido económico

Más que el *stock* mismo de la deuda externa, lo que determina su significado económico son los flujos a los que está asociado. Están, por una parte, aquellos que en su momento originaron esa deuda, mediante la provisión, por el acreedor al deudor, de activos (financieros o no financieros), servicios o ingresos (en rigor, la deuda externa también puede provenir de decisiones legales relativas a impuestos, compensaciones y reparaciones, pero estas son comparativamente marginales). El uso, productivo o no, de esos recursos es clave para evaluar la utilidad y racionalidad económica del endeudamiento externo. Y por otra parte, están los pagos para el servicio de esa deuda, al que es preciso dedicar recursos internos. Ambos aspectos están íntimamente relacionados, ya que el uso de los recursos tomados a préstamo favorecerá (o no) la generación de los ingresos necesarios para servir la deuda externa emitida.

Al consistir en transacciones entre residentes y no residentes, tanto la entrada de préstamos como el servicio de la deuda externa representan transferencias de recursos, hacia y desde la economía. En términos macroeconómicos, la primera es un componente del “ahorro externo” (el otro es la inversión extranjera directa), en tanto que los pagos de la deuda disminuyen el “producto nacional”. Veamos de qué manera estas definiciones de la contabilidad nacional pueden aclarar o confundir el análisis sobre la deuda externa y su impacto económico.

Partimos de la equivalencia básica según la cual la oferta global –producto interior bruto (PIB) más importaciones (M)– es igual a la demanda global –consumo (C) más inversión (I) más exportaciones (X)–:

$$(1) \quad \text{PIB} + \text{M} = \text{C} + \text{I} + \text{X}$$

De donde

$$(2) \quad \text{PIB} = \text{C} + \text{I} + \text{X} - \text{M}$$

Agregando el pago neto de factores (PNF), que incluyen los intereses netos de la deuda externa, a ambos lados de la ecuación, obtenemos:

$$(3) \quad \text{PIB} + \text{PNF} = \text{C} + \text{I} + \text{X} - \text{M} + \text{PNF}$$

Sabiendo que PIB + PNF es el producto nacional bruto (PNB), que X - M + PNF es el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, y que este es igual –con signo contrario– al saldo de la cuenta de capitales (CC), podemos escribir:

$$(4) \quad \text{PNB} - \text{C} = \text{I} - \text{CC}$$

y también

$$(5) \quad \text{AN} + \text{AE} = \text{I}$$

considerando que el producto nacional bruto menos el consumo es el ahorro nacional bruto (AN), y que al saldo en la cuenta de capitales también se lo llama “ahorro externo” (AE). Llegamos entonces a la equivalencia bien conocida: la inversión es igual al ahorro nacional más el ahorro externo.

Hasta aquí no se ha hecho más que reformular una identidad de la contabilidad nacional, sin introducir ninguna causalidad económica. Es frecuente, sin embargo, pasar de una a otra, afirmando por ejemplo que es el ahorro el que determina la inversión. Esto no tiene nada de obvio: el crédito bancario (en el que los bancos crean moneda *ex nihilo*) permite invertir sin ahorro previo; en la medida en que esa inversión genere nuevos ingresos, da lugar a un aumento del ahorro, en especial en la forma de ganancias no distribuidas de las empresas. En este caso, es la inversión la que genera el ahorro, y la ecuación (5) debe leerse de derecha a izquierda, como lo hace la tradición keynesiana. Sin embargo, se tiende a aceptar acríticamente la causalidad inversa, en la cual el ahorro determinaría la inversión, y que por consiguiente habría que aumentar el ahorro nacional y/o recibir más ahorro externo para aumentar la inversión. Más aún, esa visión le otorga un rol central al ahorro externo, lo cual se evidencia cuando plantea que “atraer inversiones” es el objetivo central de la política económica, en lugar de decir que hay que aumentar la inversión.

Esta visión se contradice con la experiencia no solamente argentina, sino internacional, que mostró una desconexión entre el acceso al capital extranjero por una parte, y el crecimiento y la inversión por la otra. La razón es sencilla: nada indica que el capital extranjero, en especial cuando se trata de créditos que

generan deuda externa, vaya a financiar la inversión. Gran parte de los flujos de capitales que desembarcaron en los países en desarrollo desde fines de los años setenta fue usada en operaciones de *carry trade* (conocidas en la Argentina como “bicicleta financiera”), cuyo efecto final fue alimentar la fuga de capitales privados. Otra parte importante fue canalizada por los sistemas financieros locales para financiar, principalmente, el consumo. Por consiguiente, en muchos casos el incremento del ahorro externo no tuvo como contrapartida un aumento de la inversión, sino más bien una reducción del ahorro nacional. Más aún, un aumento de los pagos de intereses consecutivo al incremento de la deuda externa pesa negativamente sobre el PNB, lo que a su vez puede afectar el ahorro nacional y la inversión en el largo plazo.

No quiere decir esto que en ningún caso sea conveniente contratar deuda externa. Un proceso de desarrollo plantea con frecuencia la necesidad de obtener divisas más allá de las provistas por las exportaciones, para importar bienes y servicios esenciales y financiar proyectos productivos. Si son exitosos, tales proyectos permitirán generar los ingresos y las divisas necesarias al repago de la deuda. Pero esto no es automático: no es porque se la llama “ahorro externo” que los créditos externos aumentan la inversión, y la “lluvia de dólares” puede generar más problemas que soluciones. Por eso, es preciso regular los flujos de deuda externa, con un doble fin: por una parte, canalizarlos hacia usos productivos que no puedan ser financiados con recursos nacionales, y por otra parte, evitar que el volumen de esos flujos y la excesiva acumulación de deuda externa incidan negativamente sobre la estabilidad macroeconómica, el desarrollo y la soberanía nacional.

Finalmente, las políticas hacia el endeudamiento externo deben tener presente que, si bien es potencialmente un medio relevante para financiar la inversión, no es cuantitativamente el más importante: las encuestas del Banco Mundial a empresas muestran que, tomando el promedio de 121 países en desarrollo o en transición, el 72 por ciento de la inversión es financiado por recursos internos a las empresas, y el 14 por ciento por el crédito bancario, del cual solamente una fracción deriva de créditos externos. Por ende, el financiamiento externo no puede ser más que un complemento del financiamiento interno.



### 3.

#### La incidencia macroeconómica

El servicio de la deuda interna de los agentes económicos, públicos o privados, da lugar a una redistribución de ingresos entre residentes en el país, los que mayoritariamente serán gastados localmente. En cambio, la acumulación de deuda externa conlleva por definición la obligación de transferir recursos al exterior en concepto de amortización del capital y pago de intereses. Esa transferencia de recursos significa que los deudores deberán reducir su gasto de consumo o inversión (o, si el deudor es el Estado, aumentar la carga tributaria), lo que incidirá negativamente sobre la demanda agregada local. Si los fondos tomados a préstamo fueron usados productivamente, de manera de expandir suficientemente la inversión y el crecimiento, es posible que la deuda “se pague a sí misma” mediante los ingresos suplementarios que permitió generar; si no es así, la carga de la deuda deprimirá durablemente el gasto interno y el potencial de crecimiento de la economía.

Además, estos pagos inciden sobre la balanza de pagos, generando una salida de divisas. En efecto, aun en los casos (muy minoritarios) en los que la deuda externa se paga dentro del país y en moneda local, un inversionista no residente tenderá a repatriar sus ingresos; es decir, cambiará los pesos por divisas y los girará al exterior. Esto disminuye la disponibilidad de divisas y limita, por consiguiente, las importaciones de insumos

productivos y de bienes de capital. Un nivel elevado de deuda externa alimenta así la tendencia al “estrangulamiento externo” que ha sido históricamente un obstáculo para el desarrollo económico. Una vez más, el grado en que el endeudamiento externo restringe el potencial de crecimiento depende del uso que se dio a los recursos tomados a préstamo: si contribuyeron a expandir apreciablemente la capacidad exportadora o a sustituir importaciones, no tiene necesariamente un efecto negativo sobre la balanza de pagos.

Como vimos en la primera sección, es la residencia del acreedor y no la moneda en que está emitida una deuda ni la ley que rige las eventuales disputas lo que define si se trata de deuda externa. Ahora bien, en su gran mayoría, la deuda externa está denominada en moneda extranjera y sometida a jurisdicción extranjera, lo cual acarrea importantes consecuencias económicas y políticas.

En primer lugar, al estar en gran medida denominada en moneda extranjera, la deuda externa introduce un riesgo cambiario, tanto micro como macroeconómico. El primero existe cuando la mayor parte de los ingresos del deudor son en moneda nacional, lo que es en general cierto salvo para grandes firmas exportadoras. Mientras el tipo de cambio está estable o si la moneda nacional se aprecia, la carga de la deuda externa puede ser moderada, e incluso menor a la de una deuda interna a tasas

*Si los fondos tomados a préstamo fueron usados productivamente, de manera de expandir suficientemente la inversión y el crecimiento, es posible que la deuda “se pague a sí misma” mediante los ingresos suplementarios que permitió generar; si no es así, la carga de la deuda deprimirá durablemente el gasto interno y el potencial de crecimiento de la economía.*

*Gran parte de los flujos de capitales que desembarcaron en los países en desarrollo desde fines de los años setenta fue usada en operaciones de carry trade (conocidas en la Argentina como “bicicleta financiera”), cuyo efecto final fue alimentar la fuga de capitales privados.*

de interés en general más elevadas. Pero en caso de devaluación, esa carga aumenta súbitamente, pudiendo pasarse rápidamente de una ilusoria solidez financiera a la insolvencia. En el plano macroeconómico, el coeficiente de endeudamiento de un país puede saltar en cuestión de días desde niveles considerados bajos a niveles insostenibles, lo cual tiende a cortar abruptamente el acceso al crédito externo privado de todos los agentes. Esto a su vez lleva habitualmente a un círculo vicioso: una mayor devaluación, una subida de las tasas de interés y una contracción económica incrementan todavía más la relación deuda externa/PIB. Ejemplos de tales episodios no escasean en la Argentina, como puede comprobarse en el cuadro 1 (véase el impacto de las fuertes devaluaciones de 1983, 1989 y 2002 sobre los coeficientes de deuda externa).

La deuda externa también genera un riesgo por la ausencia de prestamista en última instancia. El Banco Central de un país o de un espacio económico (como la Unión Europea) puede siempre actuar para asegurar la solvencia de los deudores en moneda nacional, lo cual explica en buena medida por qué la percepción del riesgo de las deudas soberanas de los países desarrollados es en general bajo, y sus gobiernos pagan tasas de interés ínfimas pese a tener coeficientes de endeudamiento mucho más elevados que los de los países en desarrollo. Pero los bancos centrales

no pueden actuar como prestamistas de última instancia en una moneda que no emiten. Cuando se cierran las fuentes externas privadas de financiamiento, los países deben recurrir al “financiamiento excepcional” de fuentes oficiales externas, tales como el FMI, el Banco Mundial y algunos gobiernos de países desarrollados. Como es bien sabido, ese financiamiento viene sujeto a condiciones de política económica que tienden a acentuar la recesión, concentrar el ingreso y la propiedad e implementar reformas económicas de corte neoliberal.

Otra razón por la que emitir deuda externa es riesgoso es la inexistencia de un marco legal internacional para solucionar eventuales controversias, en especial las relacionadas con la deuda soberana. En caso de incumplimiento, un país debe negociar con miles de acreedores en un proceso largo, engorroso y de final incierto, debiendo funcionar casi sin acceso al mercado de capitales durante ese proceso. Debe además enfrentar a los acreedores que no quieren negociar en juicios no menos engorrosos. Tales procesos judiciales tienen lugar fuera de sus fronteras, para la parte (en general mayoritaria) de deuda externa que se contrató aceptando una jurisdicción extranjera en caso de controversia y renunciando a la inmunidad soberana.

La experiencia argentina reciente mostró el costo de tales decisiones. La Justicia de Nueva York, que toma habitualmente



partido por los acreedores sin ninguna consideración de interés general, accedió al pedido de un puñado de fondos buitres de bloquear el servicio de la deuda reestructurada de la Argentina, mientras esta no accediera a sus demandas exorbitantes. Este episodio mostró un elevado grado de inseguridad jurídica relacionado con la deuda externa, ya que no solamente el juez interpretó de manera novedosa una cláusula habitual en los contratos de deuda (el *pari passu*), sino que extendió *de facto* su autoridad hacia otras jurisdicciones, incluyendo las europeas. Para remediar estos graves problemas, por Resolución 68/304 de septiembre de 2014, la Asamblea General de las Naciones Unidas llamó a la conformación de “marco legal multilateral para la reestructuración de deudas soberanas”, pero esta iniciativa no ha prosperado debido a la oposición de los países desarrollados. Esta experiencia muestra que toda emisión de deuda pública debería hacerse bajo jurisdicción argentina, o excepcionalmente bajo la de países que tengan una fuerte legislación “anti-buitre”, como Bélgica, y ciertamente jamás bajo jurisdicción de los Estados Unidos. Además, no debería renunciarse a la inmunidad soberana. Puesto que no es esta la política que está siguiendo el poder ejecutivo, le correspondería establecerla al poder legislativo, que según la Constitución nacional es quien debe regir el endeudamiento del Estado.

## 4.

### El marco internacional y la dinámica de la deuda externa

Para caracterizar la deuda externa es menester considerarla dentro del marco nacional e internacional en que se desenvuelven las acciones de los diferentes agentes económicos. Durante las décadas de posguerra, en un marco de escasez de divisas y de acotados flujos comerciales y financieros (restricción acentuada por un generalizado control en la cuenta de capital), la deuda externa era en general baja y se originaba en gran medida en préstamos oficiales o con garantía pública. El financiamiento externo estaba relacionado con el comercio exterior (préstamos del Eximbank de los países desarrollados para financiar las ventas de sus exportadores) o con proyectos de inversión (préstamos de organismos multilaterales como el Banco Mundial y el BID). También había una participación pública del lado de los deudores, cuando los gobiernos garantizaban las deudas privadas o se endeudaban directamente para financiar la inversión. Este ordenamiento fue profundamente alterado con la expansión de los flujos de capitales privados que tomó impulso durante los años setenta. Esa expansión fue a la vez efecto y causa de grandes desequilibrios externos, en especial los derivados del *shock* petrolero. Abultados déficits y excedentes comerciales llevaron al reciclaje de los petrodólares por los bancos de los países



desarrollados hacia los países “emergentes”, incluso aquellos que no necesitaban financiar un déficit comercial (como Venezuela, México y Argentina). La disponibilidad de financiamiento externo generó o prolongó desequilibrios comerciales, y en algunos casos financió una considerable salida de capitales privados. El resultado fue una rápida acumulación de deuda externa, especialmente en América latina, seguida por la “crisis de la deuda”, la retracción del financiamiento externo y la “década perdida” de los años ochenta.

Fue este el primer ejemplo de un esquema que se ha repetido varias veces en diversas economías “emergentes”:

**i)** Empieza con una situación de fuerte liquidez en el sistema financiero de los países desarrollados, como resultado de políticas monetarias fuertemente expansivas con las que se trata de reactivar la economía (a principios de los noventa para responder a la recesión económica en Estados Unidos; a principios de los 2000 para superar la crisis de las “punto com”, y luego de la crisis de 2008, con el “*quantitative easing*” de los principales bancos centrales);

**ii)** Esto lleva a bancos e inversores institucionales a canalizar parte de su capacidad prestable a las economías “emergentes”, donde pueden conseguir una rentabilidad superior a la que ofrecen sus economías en recesión y con tasas de interés deprimidas;

**iii)** Buena parte de ese crédito es tomado por el sector privado de los países en desarrollo, pero no principalmente para la inversión productiva: se generan así burbujas financieras o inmobiliarias, un aumento del consumo conspicuo y operaciones de *carry trade* o “bicicleta financiera”;

**iv)** La abundancia de capitales extranjeros aprecia la moneda local, lo cual alienta aún más las importaciones y el *carry trade*, y con ellos la deuda externa y su servicio. Todo esto pesa sobre la cuenta corriente, hasta el punto en que los inversores entienden que los desequilibrios son excesivos y una devaluación es cada vez más probable;

**v)** Es el momento en que la entrada de capitales se agota, y la bicicleta financiera conduce las ganancias especulativas a cuentas privadas no declaradas en el exterior;



**vi)** Llega así el momento de la crisis, con devaluación incluida, que agiganta súbitamente el peso de la deuda externa para aquellos agentes que no tienen activos en dólares. La crisis es a la vez externa (balanza de pagos), económica (se entra en una profunda recesión), financiera (la solvencia de empresas y bancos se ve afectada por el estallido de las burbujas especulativas, la recesión económica, la revaluación de deudas en divisas y la interrupción del crédito) y fiscal (el gobierno pierde ingresos por la recesión, asume costosos salvatajes y ve aumentar el peso de su propia deuda en divisas).

**vii)** Viene por fin el manejo de la crisis de la deuda: cómo se lleva a cabo depende de a qué intereses obedece el gobierno nacional. En este último punto, lo más frecuente ha sido que el Estado asuma gran parte de la carga de la deuda externa privada, endeudándose antes de la devaluación para entregar los dólares al sector privado que, de ese modo, compensaba con activos no declarados sus deudas registradas (esto ocurrió en la Argentina en 1980 y 2001), y/o proveyendo seguros de cambio en condiciones ruinosas para el Estado (1981-1983). Antes y después de

la devaluación, el gobierno toma deuda del FMI y otras fuentes oficiales para pagar a parte de los acreedores privados, aplicando las políticas de ajuste requeridas. De este modo, lo que era en gran parte una deuda externa de privados hacia privados termina siendo una deuda del sector público hacia acreedores públicos y privados. El cuadro 1 muestra esa sustitución durante los años ochenta y, en menor medida, hacia el final de la Convertibilidad. No hay que olvidar, sin embargo, que el cuadro muestra la deuda externa bruta, sin considerar los activos en el exterior, que en el caso de los privados superaban ampliamente el monto de los pasivos. Según estimaciones del Ministerio de Economía, los activos de residentes argentinos en el exterior eran de 79 mil millones de dólares en 2000, 98 mil millones en 2003, 144 mil millones en 2010 y 196 mil millones en 2015. Se comparan con valores de la deuda externa de 70 mil millones, 59 mil millones, 60 mil millones y 69 mil millones, respectivamente.

Una línea alternativa fue la seguida tras el *default* de finales de 2001, cuando no se nacionalizó la deuda externa privada y se reestructuró con fuertes quitas la deuda externa pública.

*En definitiva, y volviendo a la pregunta que da su título a estas páginas, el endeudamiento externo no es sinónimo de inversión, y la “lluvia de dólares” que le es asociada no puede ser racionalmente vista como un fin en sí mismo.*

## 5.

### Conclusiones

La deuda externa es el resultado de una transferencia de recursos desde no residentes hacia residentes, generalmente bajo la forma de préstamos, y es también el origen de transferencias de recursos en sentido inverso, a través del pago de intereses y del reembolso de capital. La evaluación de la conveniencia de tales operaciones depende de numerosos factores, algunos cuantitativos (por ejemplo, si los pagos son desproporcionadamente altos respecto de los ingresos) y otros cualitativos, como ser el uso que se le da al financiamiento obtenido. Ambos factores determinarán la sustentabilidad del proceso de endeudamiento y su interés económico: ¿ayuda a aumentar la inversión, la competitividad y el crecimiento económico, o genera costos futuros sin brindar los medios para solventarlos?

Naturalmente, no hay una respuesta general que se adapte a todos los casos, pero es posible destacar algunos aspectos propios al endeudamiento externo que, según cómo se los trate, llevarán a uno u otro resultado. Uno se refiere a que es normalmente una forma de obtener divisas, elemento clave para enfrentar una limitante histórica de los procesos de desarrollo económico. Pero es también un factor que puede agravar esa escasez de divisas en el largo plazo al absorber una proporción a veces importante de estas para el servicio de la deuda externa. Puede llegarse al círculo vicioso de tener que endeudarse para pagar esos servicios, en un esquema de “bola de nieve” que termina fatalmente en una crisis. Además, hemos visto que la deuda externa, sobre todo cuando está denominada en divisas, presenta riesgos macroeconómicos y jurídicos importantes que conviene en lo posible evitar.

Es por eso que resulta esencial considerar el endeudamiento externo como un recurso escaso (aun en épocas de fácil acceso al crédito internacional), complementario de las fuentes principales de financiamiento de la inversión (que como vimos son internas), y que debe ser utilizado solamente cuando el financiamiento interno es insuficiente o inapropiado, por ejemplo, para financiar el componente importado de la inversión y de los insumos necesarios a la expansión de la capacidad productiva y de las exportaciones netas. No es aconsejable para un gobierno, por ejemplo, endeudarse en dólares en el exterior para financiar gastos en pesos, como la construcción de caminos o el gasto público corriente. Esta necesaria prudencia no surge espontáneamente del juego de los mercados financieros y del insatisfactorio ordenamiento financiero internacional. Observamos que los flujos de capital Norte-Sur responden más a la situación y políticas de los países desarrollados, y a las estrategias de sus bancos e inversores institucionales, que a las necesidades de los países en desarrollo. Vemos también que esos flujos han sido sumamente volátiles:

entran durante un cierto período en grandes cantidades y salen prestamente en cuanto cambia la percepción del riesgo o el marco internacional, ocasionando una fuerte inestabilidad macroeconómica. Constatamos también que una parte importante del financiamiento externo no se usó para expandir la capacidad productiva y las exportaciones; más bien, ocasionó una apreciación cambiaria que perjudicó la competitividad.

En definitiva, y volviendo a la pregunta que da título a estas páginas, el endeudamiento externo no es sinónimo de inversión, y la “lluvia de dólares” que le es asociada no puede ser racionalmente vista como un fin en sí mismo. Más aún, cuando dio lugar a un *boom* importador, burbujas especulativas, fuga de capitales y otras lindezas de la “plata dulce”, llevó al país a profundas crisis económicas y sociales.

La deuda externa tampoco es necesariamente una calamidad para el país, siempre y cuando su emisión sea funcional a las necesidades reales de la economía. Así como el abuso y descontrol del endeudamiento externo han sido la causa principal de crisis pasadas, la total ausencia de acceso a préstamos externos quita a la política económica y a los agentes privados un grado de libertad que puede ser necesario, como fue dicho, para importaciones estratégicas, y también para enfrentar vencimientos de deudas emitidas en el pasado. El endeudamiento externo es por consiguiente un instrumento valioso pero con efectos negativos potenciales muy serios; debe por ello ser regulado por la autoridad y canalizado estrictamente a usos productivos, para escapar a la tendencia espontánea de las finanzas, que oscila entre el exceso de financiamiento (en este caso, externo) que lleva a las crisis financieras, y su ausencia casi total después de tales crisis.

Cuadro 1. Argentina: Deuda externa pública y privada, 1975-2015

	DEUDA EXTERNA EN DÓLARES CORRIENTES			DEUDA EXTERNA COMO % DEL PIB		
	TOTAL	PÚBLICA	PRIVADA	TOTAL	PÚBLICA	PRIVADA
1975	7,9	4,0	3,9	18,8	9,5	9,3
1976	8,3	5,2	3,1	22,8	14,3	8,5
1977	9,7	6,0	3,6	21,0	13,0	7,8
1978	12,5	8,4	4,1	21,2	14,2	7,0
1979	19,0	10,0	9,1	21,1	11,1	10,1
1980	27,2	14,5	12,7	18,1	9,6	8,5
1981	35,7	20,0	15,6	32,3	18,1	14,1
1982	43,6	26,3	14,4	79,3	47,8	26,2
1983	45,1	31,7	13,4	70,4	49,5	20,9
1984	46,2	35,5	10,6	57,7	44,3	13,2
1985	49,3	40,9	8,5	78,3	65,0	13,5
1986	51,4	44,7	6,7	62,4	54,3	8,1
1987	58,3	51,8	6,5	75,5	67,1	8,4
1988	58,5	53,5	5,0	74,9	68,5	6,4
1989	63,3	58,4	4,9	116,2	107,2	9,0
1990	62,2	56,3	5,9	49,8	45,1	4,7
1991	61,3	52,4	8,9	36,1	30,9	5,2
1992	64,0	50,7	13,3	30,4	24,1	6,3
1993	73,6	53,6	20,0	31,1	22,6	8,5
1994	87,6	61,3	26,3	34,0	23,8	10,2
1995	101,5	67,2	34,3	39,4	26,1	13,3
1996	114,4	74,1	40,3	42,1	27,3	14,8
1997	130,0	74,9	55,1	44,4	25,6	18,8
1998	147,6	83,1	64,5	49,4	27,8	21,6
1999	152,6	84,8	67,8	53,8	29,9	23,9
2000	155,0	84,9	70,1	54,5	29,9	24,6
2001	166,3	87,9	78,4	61,9	32,7	29,2
2002	156,7	91,2	65,5	170,5	99,2	71,3
2003	164,7	105,9	58,8	127,9	82,2	45,7
2004	171,2	115,9	55,3	103,8	70,3	33,5
2005	137,4	89,0	48,4	69,0	44,7	24,3
2006	137,1	88,5	48,6	58,9	38,0	20,9
2007	153,4	101,9	51,5	53,3	35,4	17,9
2008	154,1	96,4	57,7	42,4	26,5	15,9
2009	149,4	98,0	51,4	44,6	29,3	15,4
2010	144,7	88,7	56,0	34,1	20,9	13,2
2011	156,3	92,6	63,7	29,6	17,6	12,1
2012	156,5	91,9	64,6	27,0	15,8	11,1
2013	155,5	91,4	64,0	25,4	15,0	10,5
2014	158,7	98,2	60,5	28,2	17,4	10,7
2015	167,4	101,7	65,8	26,5	16,1	10,4
2016	188,2	127,5	60,7	34,5	23,4	11,1
marzo 2017	204,5	141,9	62,6	...	...	...

Fuentes: Estimaciones basadas en Banco Central de la República Argentina; Ministerio de Economía de la Nación; Primer Informe de la Comisión Bicameral Permanente de Seguimiento y de la Gestión y del Pago de la Deuda Externa de la Nación, Ley 26984; FMI e Institute of International Finance.

Nota: La deuda pública posterior a 2005 incluye holdouts.