



---

**Universidad de Valladolid**

**Facultad de Ciencias Económicas y  
Empresariales**

**Trabajo Fin de Grado**

**Grado en Economía**

**Crecimiento y deuda externa.  
El caso de Argentina.**

Presentado por:

***Delfina Podestá***

Tutelado por:

***Julio López Díaz***

*Valladolid, 15 de mayo de 2024*

## RESUMEN

En el presente trabajo nos dedicaremos a analizar las causas que llevan a los países a buscar endeudamiento externo y las consecuencias del mismo sobre el crecimiento económico. Para lograrlo, se dividirá el trabajo en tres partes: en un primer momento, se desarrollarán las principales teorías económicas de las últimas décadas, las cuales debatirán hasta qué punto la deuda externa se encuentra vinculada al crecimiento económico y si su efecto sobre el mismo es positivo o negativo; luego se presentarán tres modelos de crecimiento económico: el modelo de crecimiento óptimo de Ramsey, el modelo de crecimiento endógeno de Rebelo y, para finalizar, un tercer modelo que incorpora la deuda externa dentro de las variables de estudio. Por último, el trabajo finalizará con una perspectiva histórica enfocándonos en la relación que ha tenido la deuda externa en Argentina con los períodos de crecimiento económico que ha experimentado y, así, se podrá apreciar de manera más tangible los efectos que hemos desarrollado en los apartados teóricos anteriores.

**Palabras clave:** deuda externa, crecimiento económico, Argentina, modelo de crecimiento económico.

## ABSTRACT

The following work aims to analyse the causes that lead countries to seek external debt and, therefore, its consequences on economic growth. In order to achieve this, the work will be divided into three parts: first, the main economic theories of recent decades will be developed, which debate to what extent external debt is linked to economic growth and whether its effect is positive or negative. Then, three economic growth models will be presented: Ramsey's optimal growth model, Rebelo's endogenous growth model and, finally, a third model that includes the external debt within its variables. Lastly, a historical perspective will be displayed, focusing on the impact that the external debt has had on Argentina's economic growth, thus, the effects previously developed in the theoretical section will be appreciated in a more visible way.

**Keywords:** external debt, economic growth, economic growth model, Argentina.

## ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	5
1.1 Importancia del tema objeto de estudio.....	5
1.2 Interés personal en la materia.....	5
1.3 Objetivos y estructura del trabajo.....	5
2. RELACIÓN ENTRE CRECIMIENTO ECONÓMICO Y DEUDA EXTERNA. ....	6
2.1 Definición y características de la deuda externa.....	7
2.2 Literatura económica.....	8
2.3 Características comunes de los países con problema de deuda externa.....	10
2.4 Modelo de crecimiento óptimo de Ramsey-Cass-Koopmans.....	12
2.5 Modelo de crecimiento endógeno de Rebelo.....	17
2.6 Modelo de crecimiento endógeno con dos bienes y deuda externa.....	18
3. CRECIMIENTO ECONÓMICO Y DEUDA EXTERNA EN ARGENTINA.....	30
3.1 Argentina y su historia con la deuda externa.....	30
3.1.1 El primer empréstito.....	31
3.1.2 Flujo de créditos, crisis y crecimiento económico de 1860 a 1913.....	32
3.1.3 Período a partir de 1916 hasta 1976.....	33
3.1.4 La época de la dictadura y la vuelta a la democracia 1976-1983.....	34
3.1.5 La década de los noventa y el corralito (1990-2002).....	35
3.1.6 Cambio de dirección entre 2003 y 2015.....	38
3.1.7 La vuelta a la liberalización económica.....	39
3.1.8 La deuda externa desde el COVID-19 hasta la actualidad.....	41
3.2 Variables económicas relacionadas al endeudamiento externo (1982-2022).....	43
4. CONCLUSIÓN.....	46
5. BIBLIOGRAFÍA.....	48

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

<i>Gráfico 2.4.1. Dinámica de transición hacia el estado estacionario. Modelo de crecimiento óptimo de Ramsey-Cass-Koopmans.....</i>	<i>17</i>
<i>Gráfico 2.5 1. Representación producto per cápita frente a capital per cápita. Modelo de crecimiento económico AK.....</i>	<i>18</i>
<i>Gráfico 2.5 2. Representación de la inversión y la depreciación del capital frente al capital per cápita. Modelo de crecimiento económico AK.....</i>	<i>18</i>
<i>Gráfico 2.6. 1. Curva de Laffer en el contexto deuda externa y crecimiento económico.....</i>	<i>30</i>
<i>Gráfico 3.2.1. Servicio de la deuda total (en % del PIB) comparado con la tasa de crecimiento anual del PIB.....</i>	<i>44</i>
<i>Gráfico 3.2.2. Deuda externa acumulada a C/P (US\$ a precios actuales) comparado con el general de reservas (US\$ a precios actuales) en miles de millones.....</i>	<i>45</i>
<i>Gráfico 3.2.3. Balanza comercial de bienes y servicios (US\$ a precios actuales en miles de millones).....</i>	<i>46</i>

## **1. INTRODUCCIÓN.**

### **1.1 Importancia del tema objeto de estudio.**

El endeudamiento externo ha sido una de las causas principales de las crisis económicas experimentadas por los países en vías de desarrollo. Partiendo desde la crisis de deuda conocida como “Efecto tequila” en 1995 a “El corralito” en 2001, la población latinoamericana ha sufrido las consecuencias de un escaso control sobre la cantidad adeudada al exterior y la ignorancia por parte de los gobiernos de lo que ello conlleva. Sus efectos progresivos sobre las variables macroeconómicas provocan desequilibrios económicos difíciles de solucionar, los cuales se incrementan cuando la política económica y las bases productivas del país son débiles. Es por esta razón que considero importante continuar con el estudio de los efectos de la deuda externa, de forma que se eviten los ciclos de crecimiento económico acelerado que llevan a una crisis aguda que afecta a todos los sectores de la economía.

### **1.2 Interés personal en la materia.**

Como ciudadana argentina que ha vivido hasta los 19 años en dicho país he crecido escuchando, tanto en reuniones familiares como en la televisión, comentarios y opiniones sobre el impacto que ha tenido la deuda externa sobre la economía argentina. Convirtiéndose las palabras “deuda externa”, “FMI” y “Fondos Buitres” en conceptos conocidos por la mayor parte de la población y, siendo estos (según la opinión general), la principal causa del desequilibrio económico que se vivía. Es por eso que cuando comencé el grado en Economía y fui aprendiendo los principales temas macroeconómicos, supe que quería realizar un trabajo de fin de grado que respondiera mis mayores dudas: ¿había sido el endeudamiento externo el principal factor de las crisis que habíamos experimentado? ¿Por qué los organismos internacionales y las grandes potencias veían positivamente el endeudamiento externo, cuando había provocado consecuencias desastrosas en el país?

### **1.3 Objetivos y estructura del trabajo.**

El objetivo principal del presente trabajo es ser capaces de comprender la importancia que tiene la variable de la deuda externa sobre los desequilibrios económicos de ciertos países, y poder analizar las razones de su elevado impacto sobre las economías.

Es por esta razón que, los objetivos específicos del trabajo serán los siguientes:

- Analizar si existe una relación entre la deuda externa y el crecimiento económico.
- Conocer las principales teorías económicas sobre el tema.
- Observar las posibles consecuencias y efectos de la deuda externa sobre el crecimiento económico según las características del país.
- Estudiar desde un punto de vista analítico las variables de interés de nuestro trabajo.
- Observar la evolución del problema de la deuda externa en la historia económica argentina, y lograr relacionar las causas y consecuencias de la misma con lo descrito en los apartados teóricos.

Para alcanzar los objetivos, se estructurará el trabajo en tres partes diferenciadas entre sí: en un primer momento, repasaremos la literatura económica de la deuda externa y su relación con el crecimiento económico. A lo largo del apartado observaremos distintas opiniones y estudios empíricos que sostienen las ideas principales. Luego, se desarrollarán los dos modelos de crecimiento óptimo (en el caso de Ramsey) y endógeno (en el caso de Rebelo), que sirvieron como ejemplos pioneros para los modelos de crecimiento económico que utilizamos en la actualidad y, a partir de ellos, se expondrá el modelo de crecimiento endógeno de dos bienes elegido de manera específica para explicar la relevancia del endeudamiento externo en el crecimiento económico. Por último, repasaremos la historia económica argentina y su relación con la deuda externa. De esta manera, se podrán reconocer las causas y consecuencias de la misma sobre el crecimiento económico gracias a la base teórica expuesta previamente.

## **2. RELACIÓN ENTRE CRECIMIENTO ECONÓMICO Y DEUDA EXTERNA.**

A lo largo de los últimos 40 años, principalmente impulsados por las distintas crisis de deuda de los años ochenta y fines de los noventa que han ocurrido en América Latina, nos encontramos con economistas que han intentado explicar la relación entre la deuda externa y el crecimiento económico en países tanto desarrollados como en vías de desarrollo. Enfocándose en descifrar la razón por la cual en ciertos países la deuda externa ha sido inofensiva e incluso propulsora del crecimiento económico, mientras que en otros ha sido la causa de innumerables crisis que han afectado negativamente al desarrollo.

A lo largo de este apartado desarrollaremos algunas teorías que intentan explicar esta particular relación entre deuda y crecimiento económico; luego presentaremos un modelo de crecimiento endógeno que se centra en la explicación analítica de estas variables y, por último, nos centraremos en la curva de Laffer donde se muestra el efecto de la deuda sobre el crecimiento económico.

### **2.1 Definición y características de la deuda externa.**

Antes de comenzar con el desarrollo del apartado, daremos una definición de la deuda externa. Es el conjunto de obligaciones que adquiere un país (tanto el sector público como el privado) frente a otros países o instituciones. Es por tanto el total de la deuda pública (contraída por el Estado y sus instituciones) y privada (contraída por empresas y familias) de un país que está en mano de acreedores extranjeros, ya sean estos particulares, instituciones financieras o gobiernos.

Nersisyan y Wray (2011) destacaban la importancia de clasificar la deuda según la moneda en la que está denominada y en el régimen cambiario vigente. Su importancia reside en los casos donde una economía abandona su soberanía monetaria mediante el anclaje de su moneda a una extranjera o a la adopción de la misma, y como consecuencia, se limita su capacidad de financiar el gasto público mediante la emisión de moneda<sup>1</sup>.

Las razones según la literatura económica por las cuales los países emergentes o en vías de desarrollo acumulan deuda externa o se incorporan a los mercados de deuda son similares, y se basan en el problema que poseen estas naciones para acumular el ahorro necesario para realizar las inversiones en pos del crecimiento económico. Gohar et al (2012) reconocía como causas principales de la falta de ahorro: los bajos ingresos de los gobiernos, los bajos niveles de inversión y el constante déficit público. Como explicación podemos destacar también *"The dual gap theory"* o *Modelo de dos brechas*, donde se vuelve a hacer hincapié en que la baja y débil tasa de crecimiento económico se debe a los bajos ahorros existentes en las economías en vías de desarrollo. Ese bajo ahorro dificulta el apoyo financiero que necesitan tanto el sector público como el privado de la economía para realizar inversiones productivas. Según Babu et al. (2015) el pago de la

---

<sup>1</sup> En el apartado 2.3 se desarrollarán las consecuencias de que una economía tenga una moneda débil al momento de ingresar en el mercado de deuda externa.

deuda pública a vencer, y el déficit en los presupuestos del gobierno son otras dos razones que justifican el endeudamiento externo de los mismos.

## **2.2 Literatura económica.**

En la teoría económica se considera que un cierto nivel de endeudamiento estable y relativamente bajo es beneficioso para el crecimiento económico de los países desarrollados y los que se encuentran en vías de desarrollo. Tiene una cierta semejanza al sector privado, donde la búsqueda de financiación externa es propulsora de una inversión necesaria para continuar el crecimiento. Lo mismo ocurre con los países, especialmente los del tercer mundo, donde su capacidad de ahorro y acumulación de capital es reducida, por lo que necesitan contraer deuda de entidades o gobiernos exteriores para llevar a cabo una inversión que les permita avanzar. El problema surge con las crisis de deuda que han tenido lugar en los países sub-desarrollados y en vías de desarrollo, en los que la acumulación de deuda les ha llevado a suspender los pagos o conseguir mayor financiación para hacer frente a los mismos. Esta situación generó la discusión de que hasta qué punto el endeudamiento está positivamente relacionado con el crecimiento económico y el impulso del mismo. En los últimos 40 años de la literatura económica surgieron distintas teorías para explicar esta relación.

A pesar de que hay economistas que sostienen que la adquisición de deuda externa está positivamente relacionada con el crecimiento económico, en general éstos atribuyen el impacto positivo sólo en niveles bajos de deuda. Otros autores como Sachs (1989), Presbitero (2010), Patillo et al. (2002) mantienen que un nivel elevado de deuda externa afectará negativamente al crecimiento.

Por su parte Patillo, Poirson y Ricci (2002) llevaron a cabo un trabajo empírico sobre 93 países en desarrollo durante el período 1969-1998 para determinar la relación entre el crecimiento económico y la deuda externa. Hallaron una relación no lineal que se mantuvo sólida al margen de la especificación, metodología o indicador utilizado sobre la deuda. Esta relación no lineal significa que cuando los países se abren y comienzan a tomar capitales extranjeros, el efecto sobre el crecimiento es probablemente positivo, pero una vez el nivel de servicio de la deuda llega a un determinado porcentaje sobre las exportaciones se alcanza un punto de inflexión donde se maximiza el crecimiento económico, a partir de ahí el saldo creciente de la deuda comienza a actuar

negativamente sobre el crecimiento. A lo largo del estudio, los autores llevaron a cabo distintas regresiones tanto controlando la variable inversión como también eliminándola de la ecuación, y los resultados no cambiaron. Un endeudamiento excesivo reduce el presupuesto destinado a la inversión y, además, distorsiona su asignación (dirigiéndose a proyectos más a corto plazo) y altera los incentivos para la búsqueda de políticas sanas. Los autores creyeron que la causa podría deberse a la eficiencia de la inversión y no a su volumen, lo que coincide con análisis empíricos recientes donde el principal determinante del crecimiento económico entre países se atribuye a la productividad total de los factores y no a la acumulación de los mismos.

Sobre esta relación no lineal, los autores Reinhart y Rogoff (2010) destacan la *"intolerancia de la deuda"* como explicación a esta desaceleración del crecimiento económico. Ellos dicen que una vez alcanzado el tope de deuda adecuado para un país, las tasas de interés del mercado subirán y esto provocará ajustes presupuestarios por parte del gobierno a través de un aumento de los impuestos y/o recortes en el gasto público.

En el caso de los países latinoamericanos y del caribe, la relación entre el préstamo total externo y el nivel de crecimiento económico es significativa y negativa. Para la finalidad de nuestro trabajo, enunciaremos las razones y teorías que se han dado a lo largo de la literatura económica para explicar esta relación.

*"La teoría del sobreendeudamiento"* es una de las más utilizadas. Krugman (1988) y Sachs (1988) consideran que cuando el pago futuro del servicio de la deuda es mayor que la capacidad de pago de los países deudores, esto desalentará a los inversionistas nacionales y extranjeros porque será considerado como un impuesto. Los inversores potenciales no estarán dispuestos a enfrentar mayores costes inmediatos para aumentar la producción en un futuro, y el país perderá su atractivo para ellos, lo cual afectará la formación de capital y, en consecuencia, desacelerará el crecimiento económico. Por su parte, el gobierno tampoco tendrá incentivos para llevar a cabo reformas macroeconómicas y políticas necesarias, ya que los resultados futuros de esos cambios serán utilizados para pagar la deuda. Es así como la deuda externa es percibida como un impuesto tanto para el sector privado como para el público, y cualquier mejora estructural, de producción o de exportaciones se considera un ingreso para los

prestamistas (Bakar y Hassan, 2008) . El servicio de la deuda agota gran parte de los ingresos del país haciendo cada vez más difícil volver a la senda de crecimiento de la economía.

Otra teoría es la del “*efecto desplazamiento*”<sup>2</sup>, la cual se refiere a la caída de la capacidad del gobierno de dirigir parte del presupuesto a la inversión y el gasto público. Sucede cuando, llegados a un elevado porcentaje de deuda, el tipo de interés aumenta mientras que las condiciones de comercio del país empeoran, lo que hará que para cumplir con los pagos de la deuda tendrán que suceder dos cosas: primero, la disminución de la inversión pública, provocando un declive en la inversión total; y segundo, un aumento en la carga fiscal de los agentes económicos que afectará los incentivos para la inversión privada (Idlemoden y Raffinot, 2005). Clements et al. (2003) demuestra que el servicio de la deuda no es la causa directa de la tasa de crecimiento de la economía, sino que es el efecto desplazamiento sobre el gasto público lo que lleva a esa consecuencia.

Existe otro canal por el cual grandes cantidades de deuda afectan al crecimiento económico: cuando un gobierno se encuentra muy endeudado adoptará políticas restrictivas para controlar las finanzas, medida que puede deprimir la actividad económica. Además, al implementar políticas restrictivas durante un período de recesión se agravarán los efectos de crisis y, con ellos, aumentará la carga de la deuda. Como conclusión, la literatura empírica afirma que la deuda externa afectará al crecimiento negativamente, por distintas vías, al pasar una cantidad determinada.

### **2.3 Características comunes de los países con problema de deuda externa.**

Como hemos nombrado anteriormente, la teoría económica se centró en el estudio de la relación entre la deuda externa y el crecimiento económico de un país debido a las crisis de deuda que han ocurrido en los ochenta y a finales de los años noventa en países principalmente de Latinoamérica. Es por esto que, a pesar de haber expuesto en el apartado anterior las dos teorías principales que explican esa relación, en este apartado nos dedicaremos a desarrollar la razón por la cual los países de América Latina son más vulnerables a este problema.

---

<sup>2</sup> Conocida en inglés como “*The crowding-out theory*”

Para Ocampo (2001) existe una asimetría agravante entre los países en vías de desarrollo y los desarrollados. Esta asimetría se manifiesta en varios aspectos. En primer lugar, en la política económica, tanto en la monetaria como la fiscal. Los países en desarrollo no poseen la misma autonomía para hacer frente a la política monetaria que los países desarrollados. Ello es debido a que sus monedas no son lo suficientemente fuertes como para hacer frente a los ciclos económicos con libertad ya que, al encontrarse endeudados en moneda extranjera, están sujetos al tipo de cambio que puede perjudicarlos gravemente. En cuanto a la política fiscal, los países en desarrollo deben mantener una estabilidad presupuestaria constante para generar una credibilidad en los mercados de deuda externa, por lo que no tienen libertad a la hora de actuar en los momentos de crisis. En segundo lugar, y como consecuencia también del poder de la moneda nacional y la dependencia del comercio con los países desarrollados, los países en desarrollo suelen tener que adaptarse a los choques económicos producidos en los países desarrollados. Así, estas asimetrías generan una desigualdad frente a los mercados internacionales y una gran fragilidad frente a los shocks económicos, perjudicando las condiciones de su endeudamiento externo.

Por su parte De la Torre y Schmukler (2002) dividen en dos grupos a los países, por un lado los “bendecidos” que reciben los efectos positivos de la globalización financiera y, por el otro los “no bendecidos”, países en desarrollo que presentan las siguientes características: (1) sus monedas son débiles, inconveniente también nombrado por Ocampo; (2) la libre flotación del tipo de cambio les genera miedo debido al endeudamiento en moneda extranjera y al peligro de alza de precios derivado de la devaluación; (3) presentan sistemas financieros deficientes e ineficaz regulación, además de un pequeño margen para la política monetaria debido a que las reservas tienen la función de garantizar la estabilidad del tipo de cambio, lo cual limita la capacidad del gobierno de ser prestamista de última instancia (no puede emitir moneda extranjera y su capacidad para endeudarse en ella se deteriora en momentos de crisis. El conjunto de características en los países “no bendecidos” genera la incapacidad para aprovechar las ventajas de la globalización financiera y los hace vulnerables frente a las crisis nacionales e internacionales.

Catao (2002) añade varios factores que se suman a lo ya expuesto sobre los riesgos del endeudamiento en moneda extranjera. Comienza resaltando la incongruencia entre un bajo nivel de apertura comercial y un alto nivel de apertura de la cuenta de capital, ya que el resultado es que los ingresos de divisas derivados del comercio no son suficientes para cubrir el servicio de la deuda, debilitando los términos de refinanciación del endeudamiento y precipitando las crisis <sup>3</sup>. También destaca la volatilidad macroeconómica interna, derivada de una política fiscal pro-cíclica con ingresos inestables, una gran dependencia a los precios internacionales de las materias primas y, por ende, a los shocks en los términos de intercambio y un historial de reformas (y contrarreformas) de liberalización comercial y financiera que han dependido del ciclo político.

Como cierre de los apartados anteriores destacamos la conclusión de Patillo, Poirson y Ricci (2002), que mientras se usen los préstamos para inversiones productivas y el país no se encuentre afectado por inestabilidad macroeconómica, políticas que distorsionen los incentivos económicos ni fuertes sacudidas, debería de tener un crecimiento económico mayor y poder efectuar reembolsos puntuales. Es decir, el endeudamiento externo afectaría positivamente al crecimiento económico siempre y cuando se cumplan estas condiciones. Sin embargo, en casos como los de Latinoamérica, la realidad es otra. Aquí nos encontramos en un círculo vicioso donde el crecimiento económico no es consecuencia directa del endeudamiento, y este no es considerado un factor de crisis por sí mismo, sino que es la acumulación de factores estructurales lo que agrava el importe del servicio de deuda externa y, consecuentemente, el crecimiento de esta última debilita en mayor medida al país, dificultando las reformas estructurales necesarias y ralentizando el crecimiento económico.

#### **2.4 Modelo de crecimiento óptimo de Ramsey-Cass-Koopmans.**

Para dar comienzo a este apartado, antes de enfocarnos en el modelo de crecimiento específico que desarrollaremos para nuestro trabajo, siguiendo a Sala-i-Martin (2000)

---

<sup>3</sup> Según Catao, en esta situación, la devaluación no sería una opción para aumentar la recaudación debido al escaso tamaño del sector exportador y porque afectaría negativamente al servicio en dólares de la deuda, lo que perjudicaría aún más a la economía.

haremos una introducción de los modelos de crecimiento óptimo que han dado paso al desarrollo de otros más complejos a lo largo de los últimos años.

En primer lugar, desarrollaremos el modelo de crecimiento óptimo de Ramsey-Cass-Koopmans en el que las familias eligen su consumo óptimo basado en una función de utilidad. De esta forma, la evolución del stock de capital reflejará las interacciones entre la maximización de utilidad de las familias y la maximización de los beneficios por parte de las empresas dentro de una economía en competencia perfecta.

Comenzaremos analizando el comportamiento de las familias, es decir, sus preferencias y la función que maximizarán.

- Familias:

Con horizonte temporal infinito, se maximizará una función de utilidad instantánea que va a depender del consumo per cápita  $U = \int_0^{\infty} e^{-\rho t} u(c_t) L_t dt$ , siendo  $\rho > 0$  una tasa de descuento positiva. La función de utilidad instantánea será  $u(c_t) = \frac{c_t^{1-\theta} - 1}{1-\theta}$ . El tamaño de la población no es constante sino que crece a un ritmo  $n$ , por lo que  $L_t = e^{nt}$ , entonces  $\frac{\dot{L}_t}{L_t} = n$ . Al reemplazar los datos en la función de utilidad que los individuos van a maximizar, obtenemos:

$$U = \int_0^{\infty} e^{-(\rho-n)t} \frac{c_t^{1-\theta} - 1}{1-\theta} dt, \text{ donde } \rho > n.$$

Ahora identificaremos la restricción presupuestaria de las familias, para ello disponemos de dos circunstancias: las familias poseen trabajo ( $w_t L_t$ ) y, al mismo tiempo, poseen activos ( $r_t B_t$ ). Entonces nuestra restricción presupuestaria inter-temporal en términos per cápita será:

$$\dot{b}_t = w_t - c_t + r_t b_t - n b_t$$

Ahora maximizamos la función de utilidad sujeta a la restricción presupuestaria inter-temporal  $H = e^{-(\rho-n)t} \frac{c_t^{1-\theta} - 1}{1-\theta} + \lambda_t [w_t - c_t + r_t b_t - n b_t]$ .

De la cual obtenemos las condiciones de primer orden:

$$(1) \frac{\partial H}{\partial c_t} = 0 \rightarrow e^{-(\rho-n)t} \frac{c_t^{1-\theta} - 1}{1-\theta} - \lambda_t = 0$$

$$(2) \frac{\partial H}{\partial b_t} = -\dot{\lambda}_t \rightarrow \lambda(r_t - n) = -\dot{\lambda}_t$$

(3)  $\lim_{t \rightarrow \infty} \lambda_t b_t = 0 \rightarrow$  Condición de transversalidad que nos indica que al finalizar la vida del individuo el valor de los activos que éste posee tiene que ser igual a cero.

Resolviendo las condiciones de primer orden obtendremos la tasa de crecimiento del consumo como consecuencia del comportamiento optimizador de las familias:

$$\frac{\dot{c}_t}{c_t} = \frac{1}{\theta} [r_t - \rho], \text{ donde el consumo crecerá o no dependiendo del diferencial } [r_t - \rho].$$

- Las empresas:

Las empresas alquilan trabajo y pagan un salario  $w_t L_t$ , alquilan capital y pagan una renta  $R_t K_t$ , y producen a un precio  $P_t Y_t$ , siendo  $P_t = 1$ . Y con estas variables maximizarán su beneficio  $\pi_t = Y_t - w_t L_t - R_t K_t$ . Agregamos que el propietario del capital tiene unos ingresos:  $R_t = r_t + \delta$  y utilizamos la función de producción neoclásica (Cobb-Douglas)  $Y_t = A K_t^\alpha L_t^{1-\alpha}$ , la cual cumple las 3 condiciones para ser considerada neoclásica: (1) presenta unos rendimientos constantes a escala, (2) productividad marginal positiva pero decreciente, (3) cumplimiento de las condiciones de Inada. Con todas las variables anteriores detalladas, lo siguiente será presentar el problema a maximizar por parte de las empresas  $\pi_t = A k_t^\alpha - w_t - (r_t + \delta) k_t$ . Si derivamos con respecto al capital e igualamos a cero  $\frac{\partial \pi_t}{\partial k_t} = 0$  obtendremos las dos ecuaciones que utilizaremos para continuar (1)  $r_t = \alpha A k_t^{\alpha-1} - \delta$ , (2) para obtener el salario decimos que el beneficio a LP es igual a 0 y despejamos  $w_t$ ,  $w_t = (1 - \alpha) A k_t^\alpha$ .

Por lo tanto, utilizando las ecuaciones obtenidas en la maximización de la utilidad de las familias y en la maximización del beneficio de las empresas nos quedarán las siguientes ecuaciones que definirán el equilibrio en el mercado:

(1)  $\frac{\dot{c}_t}{c_t} = \frac{1}{\theta} [\alpha A k_t^{\alpha-1} - \delta - \rho]$ , la ecuación número uno representa la condición de consumo.

(2)  $\dot{k}_t = A k_t^\alpha - c_t - (n - \delta) k_t$ , la ecuación dos se refiere a la condición de variación de capital.

(3)  $\lim_{t \rightarrow \infty} \lambda_t k_t = 0 \rightarrow$  Condición de transversalidad explicada anteriormente.

Estas ecuaciones nos dicen que, por un lado, el crecimiento del consumo será positivo siempre que la productividad marginal del capital sea mayor que los parámetros ( $\delta$  y  $\rho$ ); y que habrá consumo positivo, pero este será transitorio, debido a que a LP el capital presenta rendimientos decrecientes, por lo cual éste se irá agotando hasta desaparecer. Lo mismo ocurre con el capital y sus rendimientos decrecientes. Es por eso que desarrollaremos brevemente la dinámica de transición. Con ella se demuestra que a largo plazo no habrá crecimiento, sino que se llegará al estado estacionario de la economía debido a los rendimientos decrecientes del capital.

Partimos de las ecuaciones anteriormente descritas y determinamos cuál es el estado estacionario y la dinámica de transición.

Primero caracterizamos aquellos puntos donde el capital no crece  $\dot{k}_t = 0$ , para ello  $0 = Ak_t^\alpha - c_t - (n + \delta)k_t$ . Luego despejamos el consumo  $c_t = k_t[Ak_t^{\alpha-1} - (n + \delta)]$  obteniendo, así, el conjunto de combinaciones consumo-capital para las cuales el capital no crece. Podemos decir que el consumo será cero cuando el capital sea cero, o también cuando  $[Ak_t^{\alpha-1} - (n + \delta)] = 0$ , por lo que si despejamos obtenemos  $k_t^{**} = \left[\frac{A}{n+\delta}\right]^{\frac{1}{1-\alpha}}$  siendo  $k_t^{**}$  el punto donde tanto el capital como el consumo serán cero.

Para completar los puntos clave en el gráfico tenemos que obtener el capital para el cual se maximiza el consumo, por lo que se busca  $\frac{\partial C_t}{\partial K_t} = 0$  y obtenemos el llamado “capital oro”  $k_t^{oro} = \left[\frac{\alpha A}{n+\delta}\right]^{\frac{1}{1-\alpha}}$  que será la cantidad de capital que maximizará el consumo de la economía.

Observando el gráfico 2.4.1 podemos decir que, a lo largo de la curva, el capital se mantiene constante. En el caso de que nos encontremos por debajo de esa curva, el consumo será menor, por lo que el diferencial  $Ak_t^\alpha - c_t$  será mayor y el capital entonces crecerá. Esto nos quiere decir que en todos los puntos dentro de la campana el capital aumentará. En cambio, en los puntos por encima de la curva, el consumo es mayor y la tendencia de la economía es que el capital se reduzca.

Una vez caracterizados los puntos donde el capital se mantiene constante, crece o decrece, ahora nos dedicaremos a buscar lo mismo en el caso del consumo.

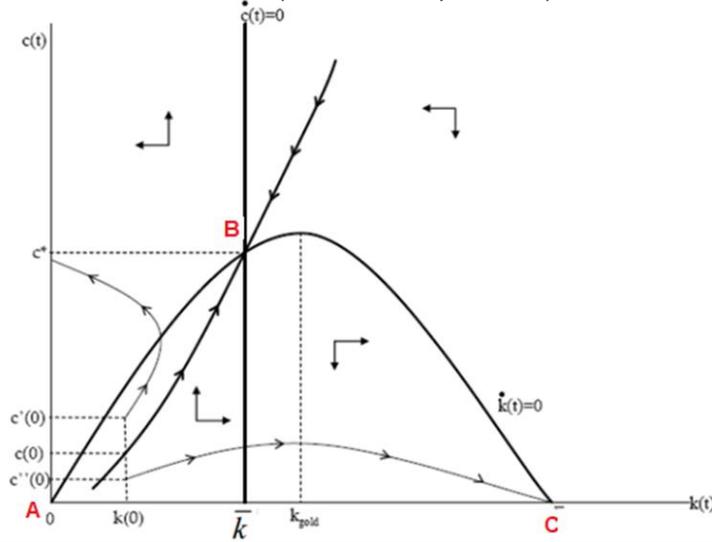
En primer lugar buscamos en la siguiente ecuación los puntos donde el consumo no crece  $\dot{c}_t = 0$ , entonces  $\dot{c}_t = c_t \frac{1}{\theta} [\alpha A k_t^{1-\alpha} - \delta - \rho]$ . Aquí podemos decir que el crecimiento del consumo será cero si  $c_t = 0$  o bien cuando  $[\alpha A k_t^{1-\alpha} - \delta - \rho] = 0$ . Por lo que, en el primer caso, el consumo se mantendrá constante cada vez que  $c_t = 0$ , esto quiere decir que todo el eje de abscisas es el conjunto de combinaciones capital-consumo que hace que  $\dot{c}_t = 0$ . En el segundo caso, si despejamos obtendremos  $k_t^* = \left[ \frac{\alpha A}{\rho + \delta} \right]^{\frac{1}{1-\alpha}}$ , el cual estará a la izquierda del capital oro ya que  $\rho > n$ .

Una vez caracterizados los puntos donde el consumo es constante y no crece (eje de abscisas y recta vertical a la izquierda de capital oro), nos fijaremos que sucede a la izquierda o derecha de la recta vertical. A la izquierda, el capital disminuye pero como la PMgK es decreciente pero positiva, entonces  $\alpha A k_t^{1-\alpha}$  aumentará y esto hace que el crecimiento del consumo aumente; en cambio, a la derecha nos encontramos con que el capital aumenta, lo que hace que  $\alpha A k_t^{1-\alpha}$  disminuya y, con esto, el crecimiento del consumo también lo hará. Podemos observar una relación negativa entre el aumento del capital y el consumo.

Una vez caracterizados los puntos donde el consumo y el capital no crecen, buscaremos los puntos de equilibrio. Tendremos tres posibles estados estacionarios:

- En el punto A la economía tiende a aumentar el capital y el consumo, por lo que estamos frente a un equilibrio inestable.
- Al punto B solo se podrá acceder por la trayectoria marcada, nos encontramos frente a un punto de silla. La condición de transversalidad justifica que la economía no irá nunca al equilibrio C, sino que siempre se situará en la senda de ajuste del equilibrio B. El consumo y el capital crecerán de forma positiva pero debido a los rendimientos decrecientes del capital el crecimiento disminuirá hasta situarse en el estado estacionario de Ramsey-Cass-Koopmans que es el punto B.
- Con respecto al punto C, nos encontramos frente a un equilibrio estable de estado estacionario, ya que la economía tiende a él, pero no factible porque incumple la condición de transversalidad.

Gráfico 2.4. 1. Dinámica de transición hacia el estado estacionario. Modelo de crecimiento óptimo de Ramsey-Cass-Koopmans.



Fuente: Apuntes de crecimiento económico, Sala-i-Martin (2000).

## 2.5 Modelo de crecimiento endógeno de Rebelo.

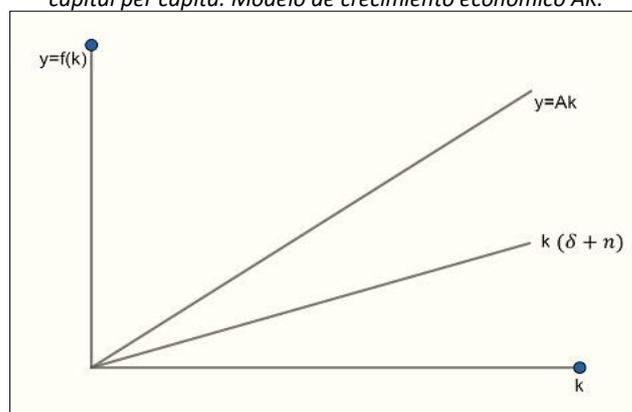
A diferencia del modelo de Ramsey-Cass-Koopmans, el modelo de crecimiento de Rebelo es un modelo endógeno que predice que a largo plazo podrá haber crecimiento económico. Conocido también como modelo AK, ya que estamos frente a una función de producción lineal en K. Considera que el trabajo es otro tipo de capital en el cual hay que invertir, entonces estaríamos frente a un capital físico y un capital humano. Tiene rendimientos constantes a escala al igual que el modelo anteriormente descrito, pero no tiene una productividad marginal positiva pero decreciente del capital (causa por la cual no había crecimiento económico a largo plazo en el modelo neoclásico) y tampoco cumple con las condiciones de Inada. Es por eso que con esta función de producción se va a poder explicar el crecimiento económico a largo plazo en este modelo endógeno.

Para comenzar plantearemos las siguientes igualdades (1)  $Y_t = C_t + I_t$ , (2)  $Y_t = C_t + S_t$ , (3)  $I_t = \dot{K}_t + \delta K_t$ , (4)  $S_t = sY_t$ . Operando y considerando la función de producción:  $Y_t = AK_t$  obtenemos la ley de acumulación del capital  $\dot{K}_t = sAK_t - \delta K_t$ , transformándola en términos per cápita tendríamos  $\dot{k}_t = sAk_t - (n + \delta)k_t$  la cual es considerada la ecuación fundamental de crecimiento en el modelo de Rebelo. Al expresarlo en términos de tasa de variación, tendríamos  $\frac{\dot{k}_t}{k_t} = sA - (n + \delta)$ , que nos dice que el crecimiento del capital es la diferencia entre la tasa de ahorro multiplicada por la tecnología menos los ritmos de depreciación del capital, al ser ambos términos

variables constantes desaparece la ley de rendimientos decrecientes del capital por lo que existirá crecimiento a largo plazo. A diferencia del modelo anterior, el crecimiento en este caso se explica con variables dentro del modelo (crecimiento económico endógeno). Además, no presenta una dinámica de transición, porque siempre se está en el estado estacionario.

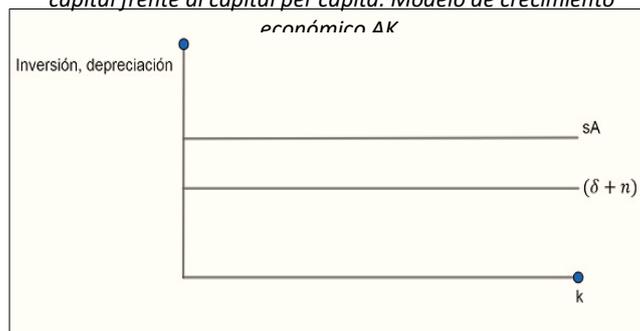
Si representamos los dos gráficos se puede observar lo anteriormente descrito, no existe la dinámica de transición, el aumento en la tasa de crecimiento depende de la tecnología, la tasa de depreciación del capital y el aumento de la población.

Gráfico 2.5 1. Representación producto per cápita frente a capital per cápita. Modelo de crecimiento económico AK.



Fuente: <https://economipedia.com/definiciones/modelo-ak.html#concepto-vianette>

Gráfico 2.5 2. Representación de la inversión y la depreciación del capital frente al capital per cápita. Modelo de crecimiento económico AK



Fuente: <https://economipedia.com/definiciones/modelo-ak.html#concepto-vianette>

## 2.6 Modelo de crecimiento endógeno con dos bienes y deuda externa

El modelo de crecimiento escogido para mostrar la relación analítica entre la deuda externa y el crecimiento es el desarrollado por Casares (2015), donde desarrolla un modelo de crecimiento endógeno con dos bienes, uno comerciable (manufacturero) y otro no comerciable (no manufacturero).

En este modelo nos encontramos con una economía pequeña, por lo cual el mercado mundial determinará el precio del bien comerciable y el tipo de interés mundial. Existe una prima de riesgo que depende positivamente de la deuda pública exterior. Los bienes son producidos utilizando capital, trabajo, y conocimiento tecnológico nacional.

Para simplificar, el sector manufacturero es el único que genera ese conocimiento tecnológico nacional a través del “*learning by doing*” que luego es transferido al sector no manufacturero. El gobierno impone dos impuestos a tanto alzado a los hogares, uno para financiar el gasto en el bien comerciable y los pagos del interés sobre la deuda pública externa, y el otro para financiar la compra del bien no comerciable. El gobierno pide prestado del resto del mundo para la adquisición de los bienes manufactureros. Los hogares consumen una proporción constante del ingreso disponible. Ellos pueden tomar prestado del exterior y tener una restricción de crédito externo. La oferta total de trabajo es constante y hay libertad de movimiento del trabajo entre los dos sectores productivos.

Sector manufacturero:

Asumimos que la función de producción es una Cobb-Douglas

$$Y_T = A_T K_T^\alpha L_T^{1-\alpha} E_1 \quad (1)$$

Siendo  $Y_T$  la producción del bien comerciable,  $A_T$  parámetro positivo de eficiencia,  $K_T$  stock de capital acumulado del bien comerciable,  $L_T$  es el trabajo empleado en el sector,  $\alpha$  y  $1-\alpha$  son las proporciones de  $K_T$  y  $L_T$  respectivamente, con  $0 < \alpha < 1$ ,  $E_1$  externalidad de aprendizaje. Se asume que  $K_T$  es utilizado únicamente en el sector comerciable.

Como el conocimiento tecnológico nacional se crea a través del *learning by doing*, es por eso que  $E_1$  es el efecto externo de  $K_T$  en la función de producción del sector comerciable. Para generar crecimiento interno, se asume que  $E_1 = K_T^{1-\alpha}$ .

$P_T^W$  es definido como el precio mundial del bien comerciable, el cual es constante y dado por el mercado mundial. El precio es usado como un numerario por lo que  $P_T^W = 1$ . Además,  $r^w$  se define como el tipo de interés mundial, que también es constante. Se introduce una prima de riesgo a  $r^w$ . Como estamos frente a un modelo endógeno, entonces se asume que el indicador que mide la prima de riesgo del país es el ratio de

la deuda pública externa sobre  $K_T$ , definido como “ $d$ ”. A mayor “ $d$ ”, mayor nivel de prima de riesgo. Entonces  $d = D_G/K_T$  donde  $D_G$  es la deuda pública externa.

El tipo de interés “ $r$ ” de los activos nacionales y de la deuda privada y pública externa es:

$$r = r^w + \eta d \quad (2)$$

siendo  $\eta$  un parámetro positivo que refleja los factores específicos de un país (Eicher y Turnovsky, 1999; Eicher y Hull, 2004).

Considerando que la tasa de depreciación de  $K_T$  es cero, obtenemos  $R_T = P_T^W (r - \frac{\dot{P}_T^W}{P_T^W})$ , donde  $R_T$  es el costo de  $K_T$  y  $\dot{P}_T^W/P_T^W$  son las ganancias de capital de  $K_T$ . Como  $r = r^w + \eta d$  y considerando que  $P_T^W$  es el numerario, la renta de  $K_T$  es  $R_T = r^w + \eta d$ . Las condiciones de primer orden son:

$$W_T = A_T K_T (1 - \alpha) L_T^{-\alpha} \quad (3).$$

$$R_T = r = A_T \alpha K_T^{\alpha-1} L_T^{1-\alpha} [K_T^{1-\alpha}] = A_T \alpha L_T^{1-\alpha} \quad (4)$$

La ecuación (3), derivada de  $Y_T$  respecto a  $L_T$ , establece que el salario es igual al valor del producto marginal del trabajo en el sector comerciable (manufacturero). La ecuación (4), derivada de  $Y_T$  respecto a  $K_T$ , dice que el costo de  $K_T$  es igual al producto marginal de  $K_T$ .

### Sector del bien no comerciable

En este caso también tenemos una función de producción Cobb-Douglas

$$Y_N = A_N K_N^\beta L_N^{1-\beta} E_2 \quad (5)$$

donde  $Y_N$  es la producción del bien no comerciable,  $A_N$  es un parámetro positivo de eficiencia,  $K_N$  es el stock de capital físico acumulado del bien no comerciable.  $L_N$  es el trabajo empleado en el sector, siendo  $\beta$  y  $1-\beta$  las participaciones de  $K_N$  y  $L_N$  respectivamente, con  $0 < \beta < 1$ , y  $E_2$  es la externalidad. El stock de  $K_N$  es utilizado únicamente en el sector no manufacturero.

Como el conocimiento generado en el sector manufacturero es un bien público, entonces hay un efecto derrame del conocimiento entre sectores. Es por eso que  $E_2$  es la contribución de conocimiento tecnológico doméstico en la producción del bien no comerciable. Se asume que  $E_2 = K_T^{1-\beta}$ .

La variable  $p_N$  es definida como el precio relativo del bien no comerciable en términos del bien comerciable. Considerando que la tasa de depreciación de  $K_N$  es cero, la renta de  $K_N$  es  $R_N = p_N \left( r - \frac{\dot{p}_N}{p_N} \right)$ , donde  $\dot{p}_N/p_N$  es la tasa de crecimiento de  $p_N$ , o las ganancias de capital de  $K_N$  y  $r = r^w + \eta d$ . Las condiciones de primer orden son:

$$W_N = p_N A_N K_N^\beta K_T^{1-\beta} (1-\beta) L_N^{-\beta} \quad (6)$$

La ecuación (6) establece que el salario es igual al producto marginal del trabajo empleado en el sector no comerciable.

$$R_N = p_N \left( r - \frac{\dot{p}_N}{p_N} \right) = p_N A_N \beta K_N^{\beta-1} L_N^{1-\beta} \left[ K_T^{1-\beta} \right] = p_N A_N \beta K_N^{\beta-1} K_T^{1-\beta} L_N^{1-\beta} \quad (7)$$

Por otro lado, la ecuación (7) corresponde a la condición de equilibrio dinámico para  $K_N$ . Es por eso que la ecuación dice que el costo de  $K_N$  es igual al valor del producto marginal de  $K_N$ .

En modelos con sector comerciable y sector no comerciable, el tipo de cambio real es definido como el nivel de los precios relativos de los bienes no comerciables en un país extranjero en términos físicos, dividido por el nivel de precios relativos del bien no comerciable en la economía nacional en términos físicos ( $p_N$ ). Teniendo en cuenta que el nivel de precios relativos del país extranjero es constante, el tipo de cambio real esta inversamente relacionado al nivel de precios relativos del bien no comerciable en términos físicos en la economía nacional. Es por eso que un aumento de  $p_N$  (variable anteriormente definida como el precio relativo del bien no comerciable en términos del bien comerciable) corresponde a una apreciación del tipo de cambio real.

### Gobierno

En cuanto a los bienes comerciables, el gobierno gasta una cierta suma en consumo y en el pago de intereses de su deuda externa. Su gasto es financiado por un impuesto de suma fija gravado a los hogares y por préstamos extranjeros. En consecuencia, la restricción presupuestaria del gobierno para el bien comerciable será

$$\dot{D}_G = rD_G + G_T - T_T \quad (8)$$

donde  $D_G$  es la deuda pública,  $\dot{D}_G$  es el aumento de deuda pública a lo largo del tiempo,  $rD_G$  es el interés pagado por la deuda pública,  $G_T$  es el gasto en consumo del bien

comerciable, y  $T_T$  es el impuesto de suma fija. La deuda pública externa es medida como una fracción constante  $\theta_G$  de  $Y_T$ , entonces  $D_G = \theta_G Y_T$  donde  $\theta_G > 0$  y  $\dot{D}_G = \theta_G \dot{Y}_T$ . Además se asume que  $G_T = \phi_T Y_T$ , el gasto público en bienes comerciables es una fracción constante  $\phi_T$  de la producción del bien comerciable, donde  $0 < \phi_T < 1$ . Se asume que el nivel de  $T_T$  es ajustado residualmente. Entonces obtenemos que

$$T_T = r\theta_G Y_T + \phi_T Y_T - \theta_G \dot{Y}_T \quad (9)$$

Con respecto a los bienes no comerciables, el gobierno tiene un gasto en consumo financiado por un impuesto de suma fija a los hogares. Es por eso, que la restricción presupuestaria del gobierno para el bien no comerciable será:  $T_N = p_N G_N$ , donde  $p_N G_N$  es el gasto en consumo en el bien no comerciable. Se asume que  $p_N G_N = \phi_N p_N Y_T$ , esto significa que el gasto en el bien no comerciable es una fracción constante de la producción del bien no comerciable, donde  $0 < \phi_N < 1$ . Considerando las definiciones anteriores tenemos

$$T_N = \phi_N p_N Y_N \quad (10).$$

El gobierno solo pide préstamo del resto del mundo para la compra de bienes comerciables.

### Sector hogares

Los hogares poseen  $K_T$  y  $K_N$ , y el extranjero posee la deuda externa de los hogares. La restricción presupuestaria de los hogares será la siguiente:

$$w_T L_T + w_N L_N + R_T K_T + R_N K_N - T_T - T_N - r D_H = C_T + p_N C_N + I_T + p_N I_N - \dot{D}_H \quad (11)$$

Donde  $w_T L_T + w_N L_N$  es el salario,  $R_T K_T + R_N K_N$  es el ingreso por  $K_T$  y  $K_N$ , respectivamente,  $T_T$  y  $T_N$  son impuestos de suma fija,  $D_H$  es la deuda externa de los hogares,  $r D_H$  es el pago de intereses,  $C_T$  es el consumo del bien comerciable,  $C_N$  el consumo del bien no comerciable,  $I_T = \dot{K}_T$  es la inversión en  $K_T$ ,  $I_N = \dot{K}_N$  es la inversión en  $K_N$ , y  $\dot{D}_H$  es el crecimiento de la deuda de los hogares a lo largo del tiempo.

Se asume que solo una fracción constante y exógena  $\theta_H$  de  $K_T$  puede ser usada para los préstamos en el mercado mundial, con  $0 < \theta_H < 1$ . Es por eso que la restricción de préstamo será  $D_H = \theta_H K_T$ . Los residentes nacionales poseen el stock entero de  $K_T$ , que está parcialmente financiado por el mercado mundial, y los no residentes poseen la

deuda de  $K_T$  (Barro, Mankiw y Sala-i-Martin, 1995). Además dado  $D_H = \theta_H K_T$ , podemos obtener  $\dot{D}_H = \theta_H \dot{K}_T$ .

Luego, se deduce la demanda de consumo del bien comerciable y del no comerciable. Se asume que la demanda de consumo resulta de la maximización de la función de utilidad:  $u = C_T^\gamma C_N^{1-\gamma}$  sujeta a la restricción total de gasto de consumo  $C = C_T + p_N C_N$ , donde  $\gamma$  y  $1-\gamma$  indican la participación en  $C_T$  y  $C_N$  respectivamente, con  $0 < \gamma < 1$ . De esta forma, las demandas de  $C_T$  y  $C_N$  son  $C_T = \gamma C$  y  $p_N C_N = (1-\gamma)C$ .

Para simplificar se asume que los hogares eligen el nivel de consumo agregado como una fracción constante del ingreso disponible. No hay posibilidad de elección intertemporal, lo cual es una limitación del modelo. Se obtiene:

$$C = (1-s)[w_T L_T + w_N L_N + R_T K_T + R_N K_N - T_T - T_N - r D_H] \quad (12)$$

Donde  $s$  es la tasa de ahorro, y  $1-s$  es la tasa de consumo,  $s$  es constante y exógena, con  $0 < s < 1$ . Se observa que como  $T_T$  (representada en la ecuación 9), es un impuesto residual, el ingreso disponible de los hogares disminuye con los pagos de intereses de la deuda externa pública y por el gasto público en el bien comerciable, pero aumenta con  $\dot{D}_G$ .

### Equilibrio

Primero, se deduce que la condición agregada del ahorro es igual a la inversión. Si sustituimos  $w_T$ ,  $w_N$ ,  $R_T$  y  $R_N$ , ecuaciones (3), (4), (6) y (7) en la ecuación (11), se obtiene la restricción de recursos de la economía:

$$Y_T + p_N Y_N - T_T - T_N - r D_H = C_T + p_N C_N + I_T + p_N I_N - \dot{D}_H \quad (13)$$

donde  $Y_T + p_N Y_N - T_T - T_N - r D_H$  es equivalente al ingreso disponible de los hogares. Por eso, el consumo agregado de los hogares es:

$$C = (1-s)[Y_T + p_N Y_N - T_T - T_N - r D_H] \quad (14)$$

Sustituyendo la ecuación (14) en la (13), con  $C = C_T + p_N C_N$ , se obtiene:

$$s[Y_T + p_N Y_N - T_T - T_N - r D_H] + \dot{D}_H = I_T + p_N I_N \quad (15)$$

La ecuación (15) dice que los ahorros de los hogares más el crédito extranjero dado a los mismos sirve para financiar la acumulación de capital.

Como el precio relativo del bien no comerciable es flexible, la oferta del bien no comerciable siempre es igual a su demanda. Entonces, la condición de equilibrio del mercado del bien no comerciable es:

$$p_N Y_N = p_N C_N + p_N G_N + p_N I_N \quad (16)$$

donde  $p_N G_N = T_N$ . Para obtener la condición de equilibrio del mercado del bien comerciable, se sustituye la ecuación (16) en la (13)

$$Y_T - T_T - rD_H = C_T + I_T - \dot{D}_H \quad (17)$$

Sustituyendo la restricción presupuestaria del gobierno (ecuación 8) en el resultado de la ecuación (17), tenemos

$$Y_T - G_T - r(D_H + D_G) + \dot{D}_H + \dot{D}_G = C_T + I_T \quad (18)$$

Considerando que  $D = D_H + D_G$ , donde D es la deuda externa total, y que  $\dot{D} = \dot{D}_H + \dot{D}_G$ , la cuenta corriente se define como

$$\dot{D} = rD - NX \quad (19)$$

donde NX es el saldo de la balanza comercial. Finalmente, sustituyendo (19) en la (18), se obtiene:

$$Y_T = C_T + G_T + I_T + NX \quad (20)$$

La ecuación (20) muestra la condición de equilibrio del mercado del bien comerciable. Con respecto al mercado de trabajo, se asume que la oferta total de trabajo, L, es constante. La condición de equilibrio del mercado de trabajo es  $L = L_T - L_N$ .

#### El modelo con variables estacionarias:

Dado que las variables  $K_T$  y  $K_N$  muestran una tasa de crecimiento constante, es necesario definir las variables del modelo como estacionarias, esto es, variables que sean constantes en el estado estacionario. Por eso,  $z = K_N / K_T$  es definido como una variable estacionaria. Además, dado que L es constante, se normaliza a 1 ( $L=1$ ). Es por eso, que la condición de equilibrio del mercado de trabajo es:  $n + (1-n) = 1$ , donde n es la proporción de trabajo empleado en el sector comerciable, y (1-n) es la proporción empleada en el sector no comerciable. Como n es constante en el estado estacionario, entonces la variable n también es estacionaria. De manera similar, como el precio

relativo del bien no comerciable debe ser constante en el estado estacionario, entonces  $p_N$  es otra variable estacionaria.

Teniendo en cuenta las externalidades  $E_1$  y  $E_2$ , las funciones de producción del sector comerciable (21) y del no comerciable (22) serán:

$$Y_T = A_T K_T n^{1-\alpha} \quad (21)$$

$$Y_N = A_N z^\beta K_T (1-n)^{1-\beta} \quad (22)$$

Además, como  $D_G = \theta_G Y_T$ , entonces  $d = \frac{D_G}{K_T} = \theta_G A_T n^{1-\alpha}$ . Utilizando la ecuación (2), el tipo de interés será

$$r = r^w + \eta \theta_G A_T n^{1-\alpha} \quad (23).$$

Las condiciones marginales para el sector comerciable en variables estacionarias son:

$$w_T = A_T (1-\alpha) K_T n^{-\alpha} \quad (24)$$

$$r^w + \eta \theta_G = A_T \alpha n^{1-\alpha} \quad (25)$$

Las condiciones marginales para el sector no comerciable en variables estacionarias son:

$$w_N = p_N A_N (1-\beta) z^\beta K_T (1-n)^{-\beta} \quad (26)$$

$$\frac{\dot{p}_N}{p_N} = (r^w + \eta \theta_G) - \frac{A_N \beta (1-n)^{1-\beta}}{z^{1-\beta}} \quad (27)$$

Se asume que  $\alpha > \beta$ , entonces el sector comerciable es más intensivo en capital que el sector no comerciable. La condición estática de asignación eficiente del trabajo entre los dos sectores se obtiene uniendo la ecuación (24) y (26):

$$A_T (1-\alpha) n^{-\alpha} = p_N A_N z^\beta (1-\beta) (1-n)^{-\beta} \quad (28)$$

Esta condición dice que el valor del producto marginal del trabajo en ambos sectores tiene que ser idéntico todo el tiempo. Con la ecuación (28), el nivel de  $p_N$  es

$$p_N = \frac{A_T (1-\alpha) (1-n)^\beta}{A_N z^\beta (1-\beta) n^\alpha} \quad (29)$$

Entonces, las tasas de crecimiento de  $K_T$  y  $K_N$  se obtienen como variables estacionarias.

Sustituyendo  $I_T = \dot{K}_T$ ,  $I_N = \dot{K}_N$  y  $\dot{D}_H = \theta_H \dot{K}_T$  en (15) y dividiendo por  $K_T$ , obtenemos:

$$\frac{s[Y_T + p_N Y_N - T_T - T_N - r D_H]}{K_T} + \theta_H \frac{\dot{K}_T}{K_T} = \frac{\dot{K}_T}{K_T} + p_N z \frac{\dot{K}_N}{K_N} \quad (30).$$

Luego, se determina  $\frac{\dot{K}_N}{K_N}$  en función de  $\frac{\dot{K}_T}{K_T}$ . Tomamos logaritmos y derivadas respecto al tiempo de  $z = K_N/K_T$ , se obtiene

$$\frac{\dot{z}}{z} = \frac{\dot{K}_N}{K_N} - \frac{\dot{K}_T}{K_T} \quad (31)$$

Como se ha dicho anteriormente,  $n$  está siempre en un estado estacionario y es constante. Tomando logaritmos y derivadas respecto al tiempo de la ecuación (29), obtenemos

$$\frac{\dot{z}}{z} = -\frac{1}{\beta} \frac{\dot{p}_N}{p_N} \quad (32).$$

Si unimos (31) y (32), se obtiene

$$\frac{\dot{K}_N}{K_N} = \frac{\dot{K}_T}{K_T} - \frac{1}{\beta} \frac{\dot{p}_N}{p_N} \quad (33).$$

Sustituyendo la ecuación (33) en la (30), obtenemos:

$$\frac{s[Y_T + p_N Y_N - T_T - T_N - r(D_H)]}{K_T} + \theta_H \frac{\dot{K}_T}{K_T} = \frac{\dot{K}_T}{K_T} + p_N z \left[ \frac{\dot{K}_T}{K_T} - \frac{1}{\beta} \frac{\dot{p}_N}{p_N} \right] \quad (34)$$

Y reemplazando  $T_T$  y  $T_N$ , ecuaciones (9) y (10), con  $\dot{Y}_T = A_T n^{1-\alpha} \dot{K}_T$ , se obtiene:

$$\frac{s[(1-\phi_T)Y_T + (1-\phi_N)p_N Y_N - r(D_H + \theta_G Y_T)]}{K_T} + s\theta_G A_T n^{1-\alpha} \frac{\dot{K}_T}{K_T} + \theta_H \frac{\dot{K}_T}{K_T} = \frac{\dot{K}_T}{K_T} + p_N z \left[ \frac{\dot{K}_T}{K_T} - \frac{1}{\beta} \frac{\dot{p}_N}{p_N} \right] \quad (35)$$

Finalmente, si sustituimos  $D_H = \theta_H K_T$  y las funciones de producción, las ecuaciones (21) y (22), en la ecuación (35) y despejando  $\frac{\dot{K}_T}{K_T}$ , se obtiene la tasa de crecimiento de  $K_T$ :

$$\frac{\dot{K}_T}{K_T} = \left[ \frac{1}{1 + p_N z - s\theta_G A_T n^{1-\alpha} - \theta_H} \right] \left\{ s[(1-\phi_T)A_T n^{1-\alpha} + (1-\phi_N)p_N A_N z^\beta (1-n)^{1-\beta} - r(\theta_H + \theta_G A_T n^{1-\alpha})] + \frac{p_N z}{\beta} \frac{\dot{p}_N}{p_N} \right\} \quad (36)$$

Donde  $r$  es definida en (23). De manera similar, se obtiene la tasa de crecimiento de  $K_N$  en variables estacionarias. Sustituyendo  $I_T = \dot{K}_T$ ,  $I_N = \dot{K}_N$ ,  $\dot{D}_H = \theta_H \dot{K}_T$  en la ecuación (15), dividiendo por  $K_N$ , usando  $\frac{\dot{K}_T}{K_T}$ , ecuación (33), sustituyendo  $T_T$ , ecuación (9) y  $T_N$ , ecuación (10), y usando las funciones de producción, ecuaciones (21) y (22), se obtiene:

$$\frac{\dot{K}_N}{K_N} = \left[ \frac{1}{1 + p_N z - s\theta_G A_T n^{1-\alpha} - \theta_H} \right] \left\{ s[(1-\phi_T)A_T n^{1-\alpha} + (1-\phi_N)p_N A_N z^\beta (1-n)^{1-\beta} - r(\theta_H + \theta_G A_T n^{1-\alpha})] - \frac{(1-s\theta_G A_T n^{1-\alpha} - \theta_H)}{\beta} \frac{\dot{p}_N}{p_N} \right\} \quad (37)$$

Como  $n$  está siempre en un estado estacionario y es constante, también es posible demostrar que la tasa de crecimiento del ingreso nacional  $Y = Y_T + p_N Y_N - r(\theta_H K_T + \theta_G A_T K_T n^{1-\alpha})$ , es:

$$\frac{\dot{Y}}{Y} = \frac{\dot{K}_T}{K_T} + \frac{p_N Y_N}{Y} \left( \beta \frac{\dot{z}}{z} + \frac{\dot{p}_N}{p_N} \right) \quad (38)$$

Donde  $\frac{p_N Y_N}{Y}$  es la participación de  $p_N Y_N$  en el ingreso nacional. En el siguiente apartado, se mostrará la solución en el estado estacionario.

### El estado estacionario y la relación entre la deuda externa pública y el crecimiento

La solución de un estado estacionario implica la existencia del equilibrio. Es por eso, que las tasas de crecimiento de  $z$ ,  $n$  y  $p_N$  deben ser cero en el estado estacionario, así sus niveles se mantienen constantes. Además, las tasas de crecimiento de  $K_T$ ,  $K_N$ ,  $Y_T$ ,  $Y_N$  e  $Y$  deben ser iguales a una tasa constante en el estado estacionario. Por eso, con las ecuaciones (23) y (25), tenemos:

$$n^* = \left[ \frac{r^w}{A_T(\alpha - \eta\theta_G)} \right]^{\frac{1}{1-\alpha}} \quad (39)$$

Dado que  $r^w$ ,  $\eta$ ,  $\alpha$ ,  $\theta_G$  y  $A_T$  son constantes, el nivel de  $n^*$  es constante en el estado estacionario (utilizamos \* para denotar estado estacionario). Un aumento de la deuda pública externa (aumento en  $\theta_G$ ) aumentará  $n^*$ . Además, dado un aumento de  $\theta_G$ , el nivel de  $n^*$  saltará inmediatamente a un nuevo nivel de estado estacionario y, por eso,  $n^*$  siempre estará en un estado estacionario. Con la ecuación (23) el tipo de interés en el estado estacionario es  $r^* = r^w + \eta\theta_G A_T n^{1-\alpha}$ . Utilizando la ecuación (27), con  $\dot{p}_N = 0$  y  $r^* = A_T \alpha n^{*(1-\alpha)}$ , se obtiene:

$$z^* = \left[ \frac{A_N \beta}{A_T \alpha} \right]^{\frac{1}{1-\beta}} \frac{(1-n^*)}{n^{*(1-\alpha)/(1-\beta)}} \quad (40)$$

Como  $z^*$  depende de parámetros, el nivel de  $z^*$  es constante en el estado estacionario. Se puede demostrar que un aumento de  $\theta_G$  disminuye  $z^*$ .

Utilizando la ecuación (29), y sustituyendo con  $z^*$ , el precio relativo del bien no comerciable,  $p_N$ , en el estado estacionario es:

$$p_N^* = \left[ \frac{A_T(1-\alpha)}{A_N(1-\beta)} \right] \left[ \frac{A_T \alpha}{A_N \beta} \right]^{\frac{\beta}{1-\beta}} \frac{n^{*\beta(1-\alpha)/(1-\beta)}}{n^{*\alpha}} \quad (41)$$

Como  $p_N^*$  depende de parámetros, el nivel de  $p_N^*$  es constante en el estado estacionario. Dado que  $\alpha > \beta$  es posible demostrar que un aumento de  $\theta_G$ , causará que  $p_N^*$  disminuya.

Como en el estado estacionario  $\dot{p}_N = 0$ , la tasa de crecimiento de  $K_T$  en el estado estacionario, ecuación (36), es igual a la tasa de crecimiento de  $K_N$  en el estado estacionario, ecuación (37). De igual forma, como en el estado estacionario  $\dot{z} = 0$  y  $\dot{p}_N = 0$ , la tasa de crecimiento del ingreso nacional, ecuación (38), es igual a  $\frac{\dot{K}_T}{K_T}$ .

Además, la tasa de crecimiento de  $Y_T$  y  $Y_N$  es igual a  $\frac{\dot{K}_T}{K_T}$ . Es por eso, que la tasa de crecimiento de la economía en el estado estacionario,  $g^*$ , es:

$$g^* = \left[ \frac{1}{1 + p_N^* z^* - s \theta_G A_T n^{*(1-\alpha)} - \theta_H} \right] \left\{ s \left[ (1 - \phi_T) A_T n^{*(1-\alpha)} + (1 - \phi_N) p_N^* A_N z^{*\beta} (1 - n^*)^{1-\beta} - r^* (\theta_H + \theta_G A_T n^{*(1-\alpha)}) \right] \right\} \quad (42)$$

Dado que  $g^*$  depende sólo de parámetros, el nivel de  $g^*$  es constante en el estado estacionario.

Para estudiar la relación entre la deuda pública y el crecimiento, se definen las proporciones de la deuda pública externa sobre el PIB y los ahorros sobre el PIB en el estado estacionario. Como los valores de  $n^*$ ,  $z^*$  y  $p_N^*$  son conocidos, el ratio de deuda pública externa sobre PIB en el estado estacionario será:

$$D_{G,PIB}^* = \frac{\theta_G A_T n^{*(1-\alpha)}}{[A_T n^{*(1-\alpha)} + p_N^* A_N z^{*\beta} (1 - n^*)^{1-\beta}]} \quad (43)$$

Como  $D_{G,PIB}^*$  depende de parámetros, su nivel es constante en el estado estacionario. Además, como  $g^*$  es conocido, la proporción de ahorros sobre el PIB en el estado estacionario,  $S_{H,PIB}^*$ , es:

$$S_{H,GDP}^* = \frac{s[(1 - \phi_T) A_T n^{*(1-\alpha)} + (1 - \phi_N) p_N^* A_N z^{*\beta} (1 - n^*)^{1-\beta}]}{[A_T n^{*(1-\alpha)} + p_N^* A_N z^{*\beta} (1 - n^*)^{1-\beta}]} + \frac{s[-r^* (\theta_H + \theta_G A_T n^{*(1-\alpha)}) + \theta_G A_T n^{*(1-\alpha)} g^*]}{[A_T n^{*(1-\alpha)} + p_N^* A_N z^{*\beta} (1 - n^*)^{1-\beta}]} \quad (44)$$

Como  $S_{H,GDP}^*$  depende de parámetros, su nivel es constante en el estado estacionario. Por eso para  $g^*$ ,  $D_{G,PIB}^*$  y  $S_{H,PIB}^*$ , la existencia del estado estacionario ha sido demostrada analíticamente.

Al reemplazar las ecuaciones con valores correspondientes a un país, en el caso del autor ha elegido Estados Unidos, los resultados muestran una relación no lineal con forma de U invertida, entre la proporción de deuda pública externa y el crecimiento económico. Esa no linealidad es explicada por dos efectos opuestos en la tasa de crecimiento de la economía cuando  $\theta_G$  y  $D_{G,PIB}^*$  aumentan. Se demostró analíticamente que en una primera instancia el aumento de la deuda pública externa influye positivamente en el crecimiento económico, esto es a través de la disminución del precio relativo del bien no comerciable ( $p_N^*$ ). Así el sector comerciable atrae más recursos, emplea más trabajo y acumula relativamente un mayor capital. Al ser este sector el líder tecnológico, la tasa de crecimiento de la economía se ve beneficiada.  $N^*$  aumenta y  $z^*$  disminuye.

Por otro lado, una vez alcanzado el punto de maximización comienza el efecto negativo, el mismo consiste en que a medida que  $\theta_G$  y  $D_{G,PIB}^*$  siguen aumentando, la prima de riesgo del país aumenta también, y los pagos de los intereses sobre la deuda privada y la deuda pública externa se incrementan. Esto provoca que el ingreso nacional y el porcentaje de ahorro sobre el PIB disminuyan y, con esto, los recursos disponibles para la acumulación de capital también lo hagan. En consecuencia, la tasa de crecimiento de la economía se verá afectada.

Estos mismos resultados se han observado con anterioridad en otros trabajos sobre la materia, por ejemplo, en 2002 se había llevado a cabo un estudio econométrico para 93 países en desarrollo en el período 1969-1998 (*Finance and Development*, 2002) donde se encontraba esa relación no lineal que no había sido analizada con anterioridad por las teorías del sobreendeudamiento. En su momento, estos economistas utilizaron la conocida Curva de Laffer<sup>4</sup> para representar la relación entre estas dos variables, ya que su forma de U invertida coincidía con los datos obtenidos en el estudio.

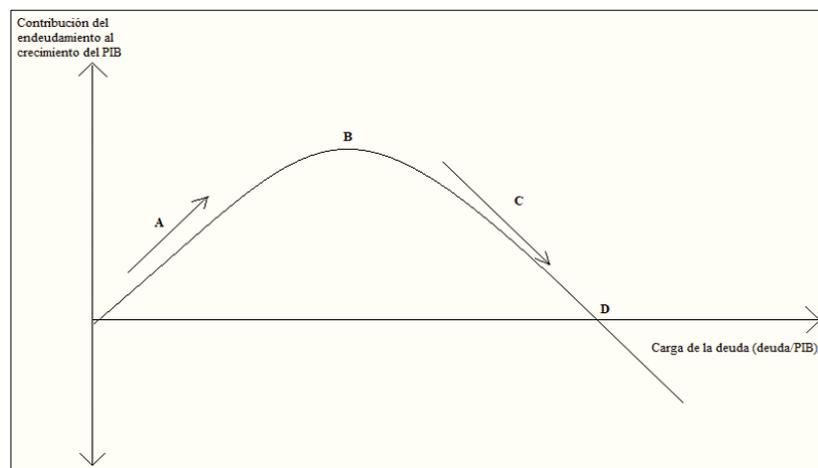
El modelo descrito en este trabajo vuelve a verificar la existencia de esta relación y, es por eso que, al final del trabajo el autor inserta un gráfico con la curva de Laffer y explica los distintos puntos que recorre la economía a medida que aumenta su deuda externa en porcentaje del PIB.

---

<sup>4</sup> Originalmente utilizada para representar la relación entre los tipos impositivos y los ingresos fiscales.

En el gráfico 2.6.1 podemos observar las variables que se tienen en cuenta a la hora de plasmar esta relación en la curva. Por un lado, la carga de la deuda sobre el PIB, aunque en el trabajo de Patillo, Poirson y Ricci (2002) se ha tenido en cuenta el valor neto actualizado de la deuda sobre las exportaciones (en porcentaje); y, por el otro lado, la contribución del endeudamiento al crecimiento del PIB, que en este caso coincide también con el trabajo nombrado anteriormente. En el caso del modelo económico que hemos descrito en este apartado, el autor utiliza también la deuda con respecto al PIB, pero para el eje de ordenadas utiliza la tasa de crecimiento en el estado estacionario.

Gráfico 2.6. 2. Curva de Laffer en el contexto deuda externa y crecimiento económico.



Fuente: [https://www.researchgate.net/figure/Figura-1-Ilustracion-de-la-curva-de-Laffer-en-el-contexto-deuda-crecimiento\\_fig1\\_340404775](https://www.researchgate.net/figure/Figura-1-Ilustracion-de-la-curva-de-Laffer-en-el-contexto-deuda-crecimiento_fig1_340404775)

### 3. CRECIMIENTO ECONÓMICO Y DEUDA EXTERNA EN ARGENTINA.

#### 3.1 Argentina y su historia con la deuda externa.

El endeudamiento externo ha formado parte de la historia argentina desde sus comienzos como país independizado. A pesar de que durante las últimas décadas ha sido objeto de debate en mayor medida, sus efectos en la economía argentina se remontan a mediados del siglo XIX.

Las consecuencias de este fenómeno sobre el crecimiento económico del país pueden visualizarse fácilmente a lo largo de distintos momentos de nuestra historia, desde el primer empréstito obtenido, pasando por el acelerado crecimiento económico impulsado por el modelo agroexportador, hasta llegar a los últimos cuarenta años,

donde la deuda externa se ha transformado en una carga tanto para los gobiernos como para la sociedad.

Es por esta razón que en el siguiente apartado nos dedicaremos a desarrollar brevemente las etapas de la historia argentina donde la deuda externa ha tenido influencia en su economía, haciendo más hincapié en las décadas posteriores a 1976. Cabe aclarar que no se detallarán con precisión los importes tomados de préstamo externo debido a que los datos correspondientes a la deuda externa son ambiguos, y las fuentes de información están sesgadas por los partidos que han estado al poder. Es por ese motivo que he preferido centrarme en las causas y consecuencias que han llevado a este fenómeno a tener la importancia en los desequilibrios económicos que tiene hoy en día.

### *3.1.1 El primer empréstito.*

Aunque este primer empréstito no ha sido de las mayores sumas concedidas, es necesario nombrarlo ya que marca el comienzo de una historia de continuo endeudamiento. El 1 de julio de 1824 la casa Baring & Co. de Londres le concede el primer empréstito a la provincia de Buenos Aires por la suma de 1.000.000 de libras esterlinas. De ese millón de libras pactadas se recibieron 570.000 en Buenos Aires una vez descontados intereses y amortizaciones anticipadas. Para su obtención, el gobierno proporcionó en garantía las tierras públicas de la provincia de Buenos Aires.

El objetivo del préstamo era contar con fondos para llevar a cabo la construcción de un puerto, la instalación de agua corriente en la ciudad y la fundación de tres ciudades en la provincia. Obras consideradas vitales para el desarrollo de un programa de reestructuración económica. Sin embargo, los fondos se destinaron en parte a la guerra con Brasil y, por otro lado, se emplearon en créditos para terratenientes, comerciantes y financistas que los utilizaron para negocios y especulaciones varias.

Es por esta razón que este primer empréstito es considerado el precedente de los vicios que han caracterizado a los procesos de endeudamiento durante el último siglo y medio: sobretasas, corrupción, condicionamientos externos sobre la política interna, desvío de fondos y poca transparencia en el uso de los recursos (Rapoport, 2014).

### *3.1.2 Flujo de créditos, crisis y crecimiento económico de 1860 a 1913.*

En esta etapa se observa un gran crecimiento en la economía Argentina debido a la apertura comercial experimentada a través de las exportaciones de productos agroalimentarios<sup>5</sup> y la importación de capitales y productos industriales que han ayudado a la inversión productiva en el sector dominante del país. Sin embargo, el país experimentó cuatro crisis económicas en 1873, 1885, 1890 y 1913. En todas ellas se pueden observar causas similares atribuibles a la política económica seguida por el Estado.

Desde 1862 se produjo un ingreso de capitales extranjeros en Argentina que se extendió hasta el comienzo de la primera guerra mundial. Estos préstamos fueron utilizados en gran medida para necesidades presupuestarias. A pesar de que luego comenzaron a destinarse a obras de infraestructura y a la construcción de ferrocarriles, la base del sistema bancario y financiero de la época iba a generar que la situación económica internacional fuera un punto vulnerable en la acumulación de reservas: las entidades financieras utilizaban los créditos extranjeros como garantía para la emisión de moneda, provocando un mayor endeudamiento y dirigiendo esos empréstitos a actividades especulativas. El continuo endeudamiento con fines especulativos, la financiación del déficit fiscal con nuevos préstamos y el desequilibrio en las cuentas externas hicieron que el país se enfrentara a un problema cuando se frenó el flujo de capitales extranjeros debido a la crisis en los países desarrollados. Esto provocó una instantánea reducción de las reservas y una caída del sistema que se estaba llevando a cabo.

La crisis demostró que la estructura productiva en construcción presentaba importantes vulnerabilidades, especialmente en sus cuentas externas y en el destino de los préstamos adquiridos. Estos desequilibrios se convertían en factores negativos cuando los países exportadores de capitales experimentaban un período de tensión y aumento de sus tasas de descuento, esto traía una disminución en la liquidez y, con ello, un parón en el flujo de capitales que llegaban al país. “Desde ese momento, en los períodos de iliquidez internacional, las perturbaciones serían moneda corriente” (Rapoport, 2014).

---

<sup>5</sup> El crecimiento del sector agroalimentario se debió, en gran medida, a la llegada de inmigrantes (incremento de la mano de obra) y al aumento de tierras disponibles para exportar (conquista de tierras pertenecientes a los pueblos originarios).

### 3.1.3 Período a partir de 1916 hasta 1976.

Para simplificar esta época neutral, podríamos dividirla en dos. Por un lado, el período entreguerras, que se caracterizó por tener una balanza comercial positiva gracias a la situación de los países europeos, un estancamiento del modelo agroexportador, y una necesidad de financiación externa para llevar a cabo la industrialización. El país lograba mantener un equilibrio en sus cuentas por la situación económica internacional, más que por sus propias políticas económicas. Por otro lado, el período comprendido entre 1957 y 1976 fue caracterizado por el ingreso del país a distintos organismos de crédito internacionales como, por ejemplo el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. En consecuencia, se aceptaron empréstitos a corto y largo plazo de organismos como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y del Eximbank, y se firmaron acuerdos financieros con los países pertenecientes al Club de París.

El proceso de industrialización del país presentaba una restricción externa que aparecía en forma de crisis de balanza de pagos, la cual se manifestaba como un ciclo: al atraso cambiario y a los problemas en la balanza comercial por el auge de importaciones y la inelasticidad de las exportaciones, le seguían devaluaciones, severos planes de ajuste y un mayor endeudamiento en divisas propiciado por los organismos financieros internacionales. Los economistas que han estudiado la época lo llamaban “ciclos de stop and go”, ciclos de crecimiento económico corto a los que les seguía una contracción o estancamiento de la economía<sup>6</sup> (Organization, 2022).

La negociación de los gobiernos con los acreedores para reestructurar la deuda y atrasar los pagos se convirtieron en moneda corriente, ya que el problema en la balanza de pagos era recurrente. Esta situación empeoraba a medida que el panorama internacional lo hacía y la obtención de nuevos fondos para saldar pagos a vencer se transformó en una tarea fundamental. “Con la crisis, el estancamiento de la producción, la reducción de las exportaciones y la reaparición del déficit comercial, la solvencia externa se había deteriorado notablemente” (Rapoport, 2014).

---

<sup>6</sup> Más información sobre el tema disponible en ¿“Stop and go” o “Go and crash”? *Política Del Sur*. <https://politicadelsur.com/amp/77357/stop-and-go-o-go-and-crash/>.

### *3.1.4 La época de la dictadura y la vuelta a la democracia 1976-1983.*

Durante el llamado “Proceso de Reorganización Nacional” los gobiernos militares llevaron a cabo políticas económicas neoliberales con el respaldo de la amplia disponibilidad de capitales que había en los países centrales. Para amoldar la economía a las características requeridas para acceder a los circuitos financieros se llevó a cabo una reforma del sistema monetario y financiero en 1977, en la cual se liberalizaban las tasas de interés y se anudaron los vínculos entre el mercado financiero local y el internacional.

Los beneficiarios del poder llevaban a cabo el siguiente circuito con los capitales provenientes del exterior: la deuda en moneda internacional ingresaba al país y se convertía en pesos para poder ser depositada a corto plazo en Argentina, una vez obtenidos los intereses, y teniendo a favor la sobrevaluación de la moneda, se reconvertían a dólares y los beneficios se giraban al exterior antes de que se realizaran los procesos devaluatorios. Así, se incrementaba la necesidad de un mayor financiamiento externo para hacer frente a los servicios de la deuda, mientras que la desconfianza en la moneda nacional aumentaba y la fuga de capitales se aceleraba (Rapoport, 2014). Este mecanismo benefició a los grupos al poder y a pequeños grupos poderosos que tenían acceso a la información y financiación.

A principios de los años 80, debido al déficit fiscal que presentaba Estados Unidos, la Reserva Federal decidió aumentar las tasas de interés. Esto provocó una dificultad a la hora de acceder a nuevos capitales y de afrontar los pagos del servicio de la deuda. Es por esto que el Estado llevó a cabo un proceso de estatización de la deuda externa privada transformándola en deuda interna a una tasa de cambio fija, así se salvaron a los empresarios que habían especulado con los capitales extranjeros. A esta estatización de la deuda le siguió una nueva etapa de endeudamiento para hacer frente a la fuga de divisas. Esta nueva etapa se basaba en el endeudamiento sin justificación de las empresas públicas, que luego entregaban esas divisas al Banco Central de la República Argentina para ser facilitadas nuevamente a los especuladores en fuga (Rapoport, 2014).

Para 1983, al retorno de la democracia en el país, la deuda total externa alcanzaba los 45.087 millones de dólares, mientras que en 1975 era de un total de 8.085 millones de

dólares. A mayores, se vivió un gran proceso de desindustrialización y una caída en la calidad de vida de la mayor parte de la población.

A pesar de que Raúl Alfonsín, a la vuelta de la democracia, intentó renegociar los pagos atrasados de la deuda con cierta firmeza, la negativa por parte de los organismos financieros internacionales hizo que el gobierno tuviera que llevar a cabo un ajuste interno de grandes dimensiones para obtener el saldo de la balanza comercial necesario para hacer frente a los pagos venideros. La situación política delicada y la desindustrialización heredada hizo que el ajuste no consiguiera los objetivos planteados. No se logró recuperar la base exportadora ni la industria sustitutiva de importaciones que se tenía antes de la dictadura, por lo que el superávit alcanzado en la balanza comercial no consiguió mejorar las cuentas públicas (Rapoport, 2014).

### *3.1.5 La década de los noventa y el corralito (1990-2002).*

Con la renuncia de Raúl Alfonsín a la presidencia por falta de apoyo y por la incapacidad de hacer frente a los problemas económicos del país, ascendió Carlos Menem y, con él, se permitieron nuevamente las entradas de capitales extranjeros.

Durante esta época los mercados internacionales volvieron a abrir sus puertas a la Argentina, sin embargo, recibir su financiación se encontraba condicionado a: la aplicación de las políticas económicas del FMI, aceptar el Consenso de Washington<sup>7</sup> e inclinarse hacia los intereses del “establishment”<sup>8</sup> (Rapoport, 2023). Con esto, el país vuelve a posicionarse en una política económica de liberalización sin poseer una estructura productiva capaz de mantener la competitividad frente a los mercados internacionales.

El 1 de abril de 1992 se aplicó el Plan de Convertibilidad<sup>9</sup> con la finalidad de conseguir la estabilidad de precios que se había perdido durante los años ochenta. Este fijó un tipo

---

<sup>7</sup> El “Consenso de Washington” se trataba de una serie de reglas, impartidas principalmente bajo la órbita de Washington D. C. (el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial y el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos), entre las cuales se encontraban: la disminución del déficit fiscal, la reducción del gasto público, la desregulación de los mercados (financiero y externo), también consideraban importantes las privatizaciones y una mayor apertura económica.

<sup>8</sup> Según Rapoport (2023), se conoce como “establishment” a las grandes empresas nacionales y extranjeras radicadas en el país, la gran banca nacional y a los representantes de los acreedores externos.

<sup>9</sup> El Plan de Convertibilidad se enmarca en la teoría de la oferta, nacida en EEUU en 1970, que postula como idea central la inutilidad de la devaluación de la moneda, atribuyendo las devaluaciones a un brote inflacionario como consecuencia directa que anula sus efectos. Lo cual significa plantear que la causa directa de la inflación es la devaluación.

de cambio fijo 1 peso 1 dólar y se prohibió la emisión de dinero si este no se encontraba respaldado 100% por reservas de libre disponibilidad (Rapoport, 2023). Esto significaba que el déficit público no podría ser financiado emitiendo dinero, sino que la emisión y absorción se encontrarían limitadas al ingreso o egreso de divisas, las cuales se obtenían a través de las exportaciones o la entrada de capitales.

En los primeros cuatro años Argentina mantuvo una senda de crecimiento basada en el consumo interno, mientras que el déficit comercial seguía creciendo y el ahorro interno se mantenía bajo. Es así como el ahorro externo fue el encargado de financiar la mayor parte del consumo y sostener el crecimiento económico (Rapoport, 2023).

El éxito de la medida de política económica se debió, en gran parte, a la coyuntura económica internacional. Los países exportadores de capitales presentaban una mayor oferta de fondos líquidos debido al descenso de la tasa de interés, y los organismos financieros internacionales se situaban en una situación más permisiva y flexible con respecto a las reestructuraciones de deuda. Es por eso que el país pudo recibir la cantidad de capitales necesarios para llevar a cabo la convertibilidad de la moneda, el impulso al gasto privado y la reactivación económica necesaria para el crecimiento económico.

Durante los primeros años de la década el dinero ingresado por las privatizaciones fue destinado a financiar el déficit fiscal pero, a partir de 1994, estos déficits comenzaron a crecer en igual medida que el incremento del pago de intereses. Al mismo tiempo, las importaciones continuaban superando las exportaciones, por lo que no se conseguía una entrada de reservas por parte de la balanza comercial. La limitación de emisión de dinero provocó la necesidad de adquirir nuevos créditos, los cuales empeoraban la situación. Al igual que en la década del 80, la partida de los pasivos se convirtió en la más pesada dentro del gasto público. Es así como se entró en un círculo vicioso con el fin de mantener el Plan de Convertibilidad, la estabilidad de precios y las condiciones de reestructuración de deuda (Rapoport, 2023).

En 1995, un aumento de las tasas de interés en EEUU cambió las condiciones de la liquidez mundial, el país más afectado fue México con una crisis conocida como “Efecto tequila” donde se generó una corrida de capitales desde los países emergentes a los países más seguros. Como consecuencia, Argentina también sufrió los efectos iniciados

al norte del continente: un retiro de depósitos del sistema bancario y una caída en la cantidad de reservas. Con unas herramientas de política económica escasas, el gobierno aplicó un fondo de rescate con recursos de organismos internacionales para detener la retirada de depósitos y devolver el equilibrio al sistema bancario nacional. Nuevamente quedaba en evidencia que existía una gran dependencia a los mercados internacionales y a la coyuntura económica internacional. A pesar de haber conseguido salir de la crisis bancaria del 95, los desequilibrios internos iban a seguir aumentando hasta el año 2000.

Según Calcagno y Calcagno (1999), en un sistema sin convertibilidad la disminución de las reservas de dólares provocará una devaluación de la moneda, pero en el caso de ser un sistema con convertibilidad y apertura ilimitada de los mercados (apertura comercial y liberalización de los flujos de capital) la única forma de controlar el déficit externo, y por ende el déficit fiscal, es aplicando políticas restrictivas “en la espera de un milagroso flujo de capitales que compense la situación”. Esto trae consigo una vulnerabilidad externa que ha definido a la economía argentina durante todo el siglo XX.

En medio de los graves problemas económicos asume la presidencia Fernando de la Rúa, el cual intenta mantener la convertibilidad. Con el fin de controlar los desequilibrios económicos heredados, se llevaron a cabo distintos ajustes: subida de impuestos, rebaja de salarios y jubilaciones y una ley de flexibilización laboral. Estos provocaron la caída de la demanda interna y un agravamiento de la situación. La desconfianza en la moneda y en la capacidad de pago dejó al país fuera del mercado de capitales, el cual ya sólo le ofrecía un tipo de interés muy elevado para nuevas adquisiciones de capital. Es así como de la Rúa organizó con el FMI un rescate de distintas líneas de préstamos por un valor de 40.000 millones de dólares a cambio de un programa de política económica recomendada por el Fondo. Sin embargo, el ministro de economía implementó una serie de medidas, entre ellas el conocido “corralito”, donde se limitaron las retiradas de dinero de las cuentas bancarias, se restringió la compra de divisas y se prohibieron las transferencias de las mismas al exterior. Debido a estas nuevas políticas antiliberales, el FMI comunicó que no realizaría el desembolso pactado anteriormente, lo que llevó a la Argentina definitivamente a una situación de cesación de pagos.

Entre finales de 2001 y principios de 2002, se declaró la imposibilidad de hacer frente a los pagos del servicio de la deuda y, con esto, la entrada en default del país. La deuda

pública aumentó considerablemente y los pasivos llegaron a abarcar el 140% sobre el PIB, el aparato productivo quedó destruido y la población alcanzó unos niveles de pobreza y desocupación nunca antes vistos.

### *3.1.6 Cambio de dirección entre 2003 y 2015.*

El primer gobierno “kirchnerista”, con Néstor Kirchner al frente, se encargó de realizar la negociación y reestructuración de deuda con los distintos acreedores. Este endeudamiento, a diferencia de los anteriores, no era sólo con los organismos internacionales, sino que gran parte de los acreedores eran inversores individuales que se habían agrupado en los distintos países (siendo los más importantes los de Italia, Suiza y EEUU) para poder llevar a cabo las negociaciones con un mayor poder de empuje.

En 2005, el canje de deuda que consistía en reestructurar parte de lo declarado en default en el 2001 y sus intereses, fue aceptado por la mayoría de los acreedores. Una de las condiciones involucradas era el mantenimiento de un superávit primario del 2,7% del PIB para poder hacer frente a las amortizaciones pactadas. Hay que tener en cuenta que los pagos a los organismos internacionales de financiación se realizaron anticipadamente para reducir intereses y presiones sobre la política económica del país. La situación coyuntural en el mercado de capitales internacional facilitó la aceptación de esta oferta, ya que se encontraban en un período de creciente liquidez.

A pesar de ello, el país seguía excluido del mercado de capitales. Durante los primeros años de gobierno esto no fue un problema ya que la situación internacional favorable, la subida de precios de las materias primas y el “efecto cambiario” provocaron un superávit comercial. Sin embargo, no se realizó en estos años una inversión productiva para aumentar cualitativamente las exportaciones y, además, las importaciones de bienes de capital desplazaron las pequeñas producciones nacionales. Es así como, cuando a partir de 2008 comenzó a apreciarse el tipo de cambio y la situación externa se tornó desfavorable, el sector exportador fue perdiendo dinamismo y, a partir de 2009, el saldo de la balanza comercial fue disminuyendo, lo cual dificultó compensar la salida de capitales experimentada por otras vías<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Estas vías eran dos: por un lado, las remesas de capitales enviadas desde las empresas extranjeras asentadas en el país hacia sus respectivas empresas matriz. Este procedimiento se acentuó durante la

Con el comienzo de la crisis financiera internacional en 2008 el gobierno necesitaba financiación, es por esto que colocó bonos por 2.000 millones de dólares (adquiridos en su totalidad por Venezuela), pero las tasas de interés aceptadas fueron muy altas. Para lograr reinsertarse en el mercado de capitales internacional, el gobierno buscó normalizar la deuda en default que no había entrado en el canje de 2005. Los nuevos bonos fueron emitidos con las mismas fechas y tasas que las de 2005. La diferencia estuvo en que, en esta ocasión, casi el 100% fue colocado en moneda extranjera (La Renegociación De La Deuda Durante El Kirchnerismo – Voces En El Fenix, 2017).

A medida que el estancamiento en el sector productivo y en el saldo de la balanza comercial continuaba, la necesidad de financiación crecía en igual medida, dejando en evidencia que la dependencia de Argentina para la inversión productiva y, consecuentemente, la acumulación de capital seguía siendo un problema latente. A pesar de los intentos de llegar a términos con los acreedores de la deuda, el conflicto con los “fondos buitres”<sup>11</sup> impidió la búsqueda de financiación provocando una disminución de las reservas internacionales para finales del año 2014.

Durante esta etapa podemos observar cómo, a pesar de ser un período de bajo endeudamiento, la falta de una estructura productiva competitiva, los intereses de las multinacionales, la falta de reinversión y el papel del país en la división internacional del trabajo provocan nuevamente la necesidad de financiación externa. Y que no es posible basar el crecimiento económico en la coyuntura internacional.

### *3.1.7 La vuelta a la liberalización económica.*

Al asumir Mauricio Macri la presidencia en 2015, su objetivo fue establecer políticas de un carácter mayormente liberal: se recortaron impuestos a la exportación, se desreguló la política cambiaria y financiera y se buscó reestablecer el contacto de Argentina con el mercado de capitales internacional. Para lograrlo, se llegó a un acuerdo de pagar a los acreedores sus reclamos, los cuales ascendían a 9.300 millones de dólares con una quita del 25%.

---

crisis financiera internacional. Y, por otro lado, los pagos del servicio de la deuda y amortización del principal.

<sup>11</sup> Se le llaman “fondos buitres” a los inversores de capital de alto riesgo que se dedican a la compra a precios atractivos de activos o deudas de economías en situaciones muy delicadas, para en un futuro mediante litigios poder conseguir sumas más elevadas.

Una vez obtenido el acceso al mercado de capitales, el gobierno solicitó financiación al FMI por un valor de 56.000 millones de dólares entre enero de 2016 y junio de 2018. La idea era conseguir los flujos de capitales necesarios para financiar la política de desregulación.

Aprovechando el contexto internacional positivo de la época y con el objetivo de disminuir la inflación, el Banco Central Argentino aumentó las tasas de interés, atrayendo capitales extranjeros y manteniendo los capitales ya adquiridos del FMI dentro del país. Sin embargo, en 2016 la coyuntura internacional provocó que la Reserva Federal de EEUU aumentara sus tasas de interés, haciendo que los inversores desplazaran sus capitales fuera de Argentina mientras que, al mismo tiempo, la financiación del déficit fiscal y corriente con la deuda externa comenzó a empeorar la situación. El deterioro de las cuentas del estado combinado con una sequía que golpeó fuertemente al sector agroalimentario y a sus exportaciones, una inflación que seguía aumentando y la devaluación constante de la moneda, provocaron unas consecuencias devastadoras para la población argentina.

Como intento por mejorar la situación el gobierno recortó sus gastos e intentó aumentar la recaudación para disminuir el déficit, a pesar de haber alcanzado en parte su cometido, la economía sufrió una fuerte contracción del PIB. La constante subida de los tipos de interés para intentar disminuir la inflación causó estragos sobre el comercio y la creación de nuevos puestos de trabajo. La enorme deuda contraída, la pérdida de poder adquisitivo de la sociedad, la devaluación de la moneda y la consecuente pérdida de confianza en ella aceleró una fuga de capitales que obligó al gobierno a reinstaurar los controles de cambio que había eliminado cuatro años antes (Nemiña & Val, 2020).

Llegado el momento de las elecciones, la posibilidad de una victoria por parte del peronismo empeoró gravemente la situación anteriormente descrita. El peso argentino alcanzó su valor más bajo hasta el momento. Nuevamente el prospecto de una liberalización de los mercados financieros y la adquisición de deuda extranjera sin un objetivo concreto de inversión productiva traerían consigo desastrosas consecuencias para el crecimiento económico del país y la calidad de vida de la población.

### *3.1.8 La deuda externa desde el COVID-19 hasta la actualidad.*

Durante los meses previos al estallido del Covid-19, un grupo del equipo técnico del FMI había publicado un análisis sobre la capacidad de Argentina para hacer frente a los pagos pactados. La conclusión general fue que la deuda externa seguía siendo sostenible pero con grandes riesgos de insolvencia, y que esto se debía a tres razones principales: (i) nuevas emisiones a corto plazo, y con ellas un aumento de los problemas para refinanciar la deuda; (ii) vulnerabilidad frente a la volatilidad del tipo de cambio, ya que la deuda externa se encontraba mayoritariamente en moneda extranjera; (iii) un aumento en las necesidades de financiación externa (Declaración Del Equipo Técnico Del FMI Sobre Argentina, 2020).

La situación económica de Argentina se podría definir de la siguiente manera: el peso se había depreciado en más de un 40% para finales de 2019, la prima de riesgo se encontraba en 1100 puntos básicos, las reservas internacionales eran escasas y el PIB había sufrido una gran contracción. Es por eso que la nueva presidencia planteó una reestructuración de la deuda para no volver a caer en default y para aliviar la situación fiscal y externa del país. El objetivo era conseguir un sendero sostenible para la deuda: un nivel y estructura que, acompañada de un crecimiento económico estable, permitiera hacer frente a los compromisos de pago y que se lograra mantener en períodos recesivos (Nemiña & Val, 2020).

En medio de las negociaciones se produjo el estallido de la pandemia, empeorando en gran medida la situación del país. El impedimento de buscar financiación en el exterior por la restricción que tenía en el mercado de capitales hizo que el país no pudiera beneficiarse de las ayudas de los países desarrollados los cuales, gracias a sus políticas económicas expansivas, proveían de liquidez a los países en vías en desarrollo de su alrededor. La situación complicó en gran medida el cumplimiento del cronograma previsto, extendiendo la moratoria a bonos cercanos a vencer para evitar una mayor caída de las reservas en un contexto económico y sanitario crítico (Nemiña & Val, 2020).

Una vez iniciadas las negociaciones de los canjes de deuda se consiguió una mayor adhesión de la esperada: el 99,01% del capital pendiente logró ser modificado. Al mismo tiempo, el FMI publicó comunicados a lo largo del año incitando a los acreedores a ceder en algunos aspectos, con la finalidad de poder disminuir el nominal de deuda a

reestructurar y, así, conseguir un mayor importe a la hora de que Argentina reestructure la deuda con el organismo.

A pesar de haber conseguido reestructuraciones de deuda favorecedoras y una predisposición por parte del FMI, los mercados internacionales tenían reparos sobre el futuro de la economía argentina una vez transcurridos los años de bajos intereses sin amortizaciones de principal. La solvencia de la deuda dependía enormemente del control del déficit fiscal, de una disminución de la inflación, de la estabilidad de las cuentas externas y de conseguir un aumento en las reservas internacionales, los frentes a combatir eran muchos para el contexto que se vivía en 2020 y el margen de error era muy acotado.

En marzo de 2022 el gobierno llegó a un acuerdo con el FMI para conseguir un desembolso de 44.000 millones de dólares a lo largo de 30 meses como plan de pago para proporcionar un apoyo a la balanza de pagos y al presupuesto, es decir, para poder hacer frente a los próximos pagos al mismo organismo. Para ir recibiendo estos desembolsos, era un requerimiento conseguir los objetivos de política económica planteados por el FMI: (i) mejorar las finanzas públicas; (ii) comenzar a reducir la inflación atacando por varios frentes: por un lado, eliminando gradualmente el financiamiento monetario del déficit fiscal y, por otro, reforzando el marco de política monetaria y cambiaria (tasas de interés reales positivas y un tipo de cambio real competitivo) para mejorar la demanda de pesos argentinos y el aumento de las reservas; (iii) también se plantearon medidas para mejorar el mercado interno de deuda en pesos, enfocarse en la mejor distribución del gasto público (mejora en la gestión de salarios y pensiones, proteger programas de asistencia social bien focalizado, la reducción de subsidios energéticos costosos, y expandir el gasto en infraestructura), la inclusión laboral y de género y la competitividad en sectores de importancia clave. El objetivo principal era reconstruir las reservas internacionales y bajar la inflación para poder hacer frente a futuros pagos y mejorar la estabilidad económica del país.

A lo largo de 2022 y 2023 se fueron desembolsando parte de esas cantidades para continuar con los pagos, ayudando a la Argentina a enfrentar la sequía que estaba viviendo. Sin embargo, durante la última reunión con el organismo internacional, la situación era muy tensa: las reservas de divisas se encontraban en negativo. Es por eso

que para conseguir mantener las reservas internacionales a la vez que pagar los vencimientos de servicios de deuda, Argentina amplió su acuerdo “swap”<sup>12</sup> con China por 6.500 millones de dólares.

En enero de 2024 se comunicó desde el nuevo gobierno que el FMI daría 4.700 millones de dólares a Argentina, siendo estos parte del acuerdo firmado en el 2022, que había dejado de desembolsarse a finales de 2023 debido a las elecciones y al incumplimiento de los objetivos por parte del país. La continuación del acuerdo dependerá de la implementación continua y duradera del ajuste fiscal planteado por el nuevo gobierno. El monto se utilizará para abonar la propia deuda con el organismo.

Como una breve conclusión de los últimos cuarenta años podríamos decir que los gobiernos fueron llevando (en mayor o menor medida) una política económica cortoplacista. Es decir, los momentos de endeudamiento o de pago y reestructuración se basaron en aplicar medidas que consiguieran salir de los problemas económicos a corto plazo: aumento de los impuestos a la importación, reducción del gasto público, endeudamiento para conseguir reservas internacionales, etc... no se llega a observar un objetivo a largo plazo de reestructuración productiva o de inversión en sectores de arrastre de la economía, que pudiesen sacar al país del círculo vicioso donde se encuentra atrapado. La dependencia de la liquidez y reservas para hacer frente a los vencimientos del servicio de deuda, y el tener una política económica condicionada a la opinión de los organismos internacionales lastra el crecimiento económico a largo plazo.

### **3.2 Variables económicas relacionadas al endeudamiento externo (1982-2022).**

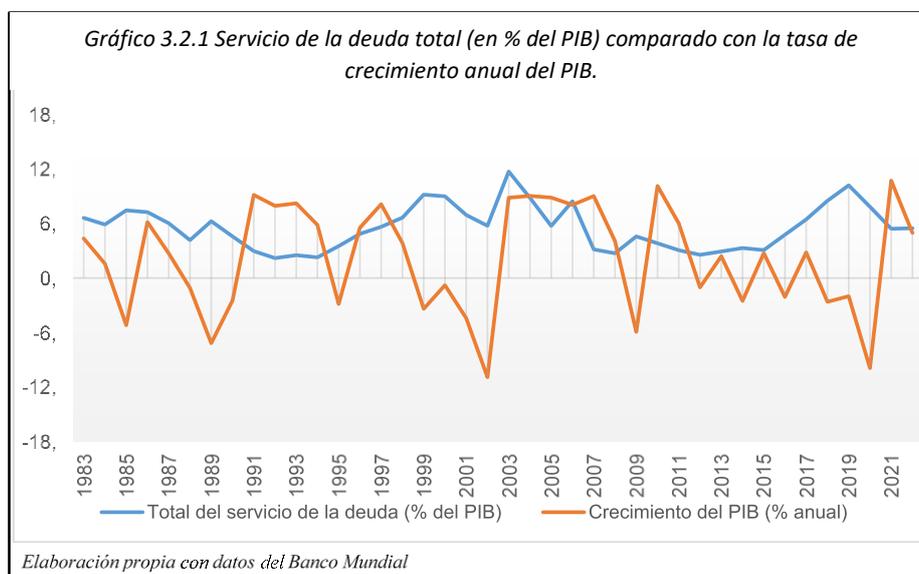
Para finalizar, comentaremos brevemente unos gráficos que muestran algunas de las variables nombradas anteriormente. Así, se apreciarán más fácilmente los vaivenes que ha experimentado el país en este período, y el círculo vicioso en el que se encuentra.

En el gráfico 3.2.1 podemos observar dos variables distintas: por un lado, el servicio de la deuda total en % del PIB y, por el otro, la tasa de crecimiento anual del PIB. Podemos destacar el hecho de que, en los períodos de mayor peso del servicio de la deuda sobre

---

<sup>12</sup> El acuerdo “swap” con China se trata del pago de las exportaciones a la potencia asiática en yuanes en vez de dólares. El mismo ya se había ampliado en junio de 2022, y el mecanismo se ha utilizado para hacer frente a la deuda con el FMI.

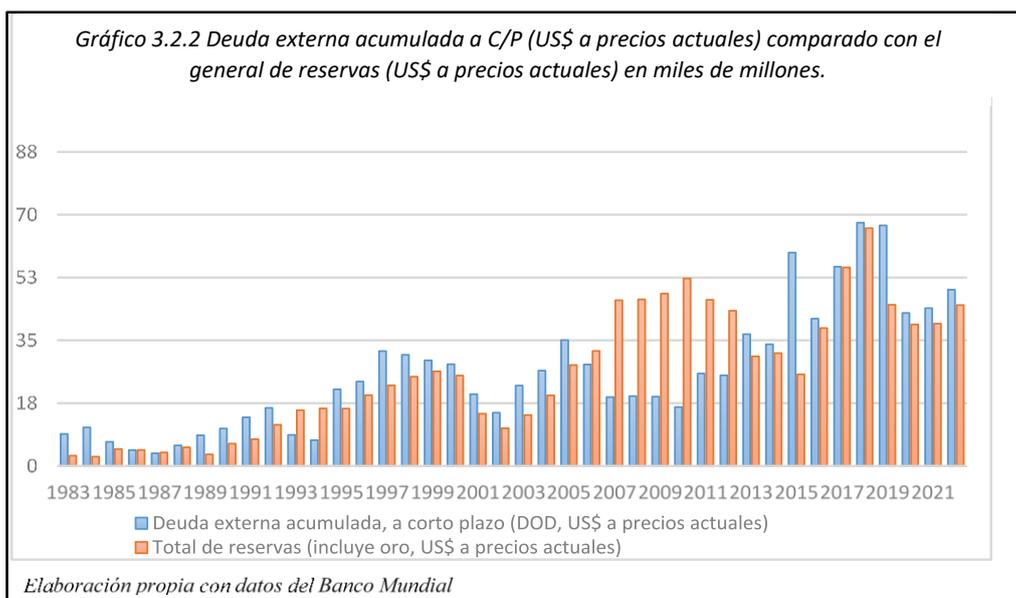
el producto interno bruto, este último presentaba pronunciadas caídas en su crecimiento.



Esto no significa que la relación sea directamente proporcional, sino que se trata de los fenómenos explicados en el primer apartado del trabajo (salvo excepciones como la crisis financiera internacional), entre los que podemos destacar:

- Reinhart y Rogoff (2010) con la “intolerancia de la deuda” que dicen que una vez alcanzado la cantidad límite de deuda que un país puede soportar, el aumento de las tasas de interés del mercado provocará ajustes presupuestarios por parte del gobierno (incremento de impuestos y recortes en el gasto público). Las consecuencias serán una caída en la inversión y creación de empleo, y en la demanda interna, trayendo consigo la desaceleración del crecimiento económico.
- Lo mismo podemos explicar gracias a la teoría del “efecto desplazamiento”, que dice que un aumento del servicio de la deuda (con un mayor tipo de interés y unas condiciones de comercio en declive) disminuirá la inversión pública y aumentará la carga fiscal. Si estas políticas restrictivas se implantan en un período de recesión, los efectos de la crisis se agravarán y el peso de la deuda incrementará.

La segunda variable económica que ha tenido relevancia a lo largo del apartado ha sido la de las reservas internacionales del país, es por eso que en el siguiente gráfico 3.2.2 podemos observar la deuda externa acumulada a corto plazo comparada con el total de reservas (ambas variables en US\$ a precios actuales).



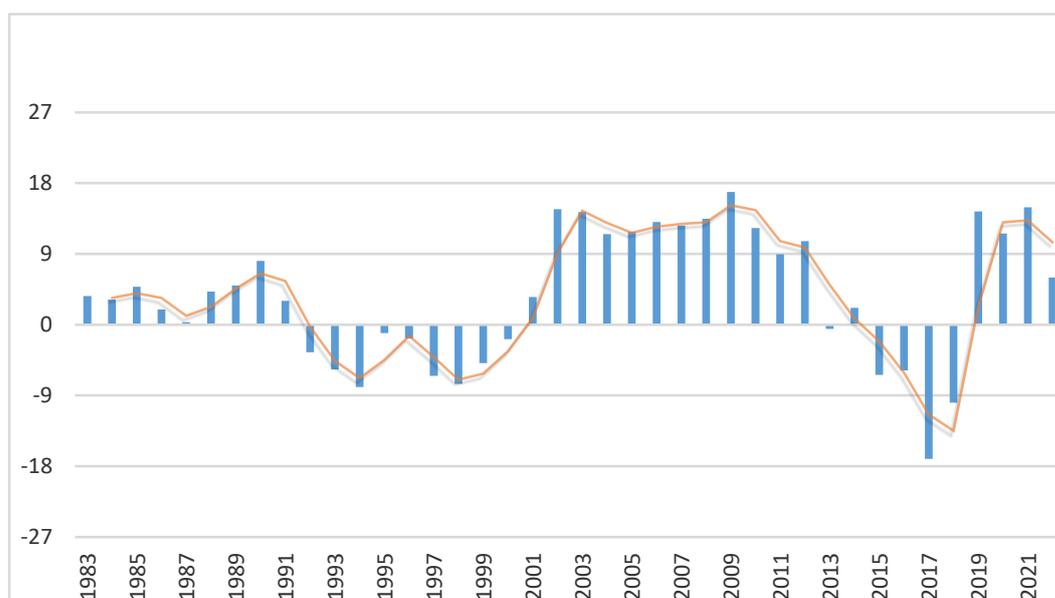
La finalidad de este gráfico es contemplar fácilmente los períodos de gran escasez de reservas internacionales frente a una deuda a corto plazo, y relacionarlos con el momento previo a las reestructuraciones de deuda más importantes de los últimos años: el 2004-2005 y el 2019-2020.

Por último, hablaremos de otra variable relevante que influye en el problema estructural del país, ésta se trata de la balanza comercial de bienes y servicios. El siguiente gráfico 3.2.3 nos muestra su saldo en US\$ a precios actuales, desde el año 1983 al 2022.

Por su parte, la balanza comercial en el caso argentino también presenta un ciclo. Podemos destacar fácilmente que los períodos de mayor déficit corresponden con los de la liberalización económica, donde el saldo negativo era compensado con la entrada de capitales internacionales. Sin embargo, no ocurre lo mismo con la caída del saldo a partir de 2013, en este caso este suceso se explica porque en Argentina ocurren dos cosas: hay un sector agroexportador que provee divisas con las exportaciones, y al mismo tiempo, el sector industrial es dependiente de las importaciones. Es por eso que cuando existe un aumento de las exportaciones, el sector industrial incrementa, de manera directamente proporcional, sus importaciones de bienes de capital necesarios para la producción. Es en ese momento cuando el sector industrial necesita divisas, debido a que surge un estrangulamiento de la balanza comercial y, con ello, una caída de las reservas. A mayores, en busca de frenar la inflación, se atrasa el tipo de cambio haciendo que el sector externo pierda la competitividad necesaria y el ingreso de divisas.

Cuando al fin se decide devaluar, la pérdida del poder adquisitivo de la moneda con respecto a la divisa hace caer las importaciones, lo cual hace renacer a las industrias sustitutivas, favorece las exportaciones y crea un saldo favorable en la balanza comercial que es aprovechada por el banco central para comprar los dólares sobrantes emitiendo pesos y fomentando la liquidez que hace crecer a la actividad interna. Es así como el ciclo<sup>13</sup> volvería a comenzar.

*Gráfico 1.2.3 Balanza comercial de bienes y servicios (US\$ a precios actuales en miles de millones).*



*Elaboración propia con datos del Banco Mundial*

Con los tres gráficos presentados, junto con el apartado histórico, se llega a la conclusión de que no es sólo el servicio de la deuda la variable influyente para el crecimiento económico o la causante de la caída del mismo. Sino que se trata de un conjunto de variables que se van perjudicando unas a otras si no se llega al “quid” de la cuestión. El cual, hemos podido observar, que ha sido debate entre los economistas y lo seguirá siendo, hasta que los países en vías de desarrollo puedan prosperar y salir del círculo vicioso donde se encuentran estancados.

#### **4. CONCLUSIÓN.**

Para finalizar este trabajo, puedo llegar a dos tipos de conclusiones muy distintas entre sí. Por un lado, la conclusión subjetiva, la que llevo arraigada por haber crecido en Argentina, es el darse cuenta que las historias que te han ido contando a lo largo de tu

<sup>13</sup> Conocido como ciclo de “Stop and Go”, ya comentado en el apartado histórico.

vida no son del todo ciertas, que se encuentran sesgadas dependiendo del partido político al que idealices. Que el problema principal, desarrollado a lo largo de los apartados del trabajo, es la base desde donde se ha creado la estructura económica que conocemos hoy en día en ese país. El problema se encuentra en la incapacidad de generar ahorro interno propio, la falta de un sector industrial que genere el “efecto arrastre” en la economía para mejorar los salarios y la productividad, la dependencia con respecto al exterior (tanto productiva como financieramente hablando), la idea que perdura de que “somos el granero del mundo” y que eso nos salvará de cualquier circunstancia, la desconfianza sobre nuestra moneda, y el hecho de que la mitad de la población no confía en dejar su ahorro en los bancos. Observando la historia y la teoría, la conclusión subjetiva es que la deuda externa tiene un claro efecto sobre la economía argentina y condiciona su crecimiento, pero más lo hace la misma estructura económica del país.

Por el otro lado, tenemos la conclusión objetiva, que se desarrolla habiendo estudiado la literatura económica sobre el tema. Nos dice que la deuda externa no es negativa en sí misma para el crecimiento económico de un país, sino que depende de la finalidad para la cual se utiliza ese endeudamiento. Que un cierto nivel será positivo para los países en vías de desarrollo incapaces de generar ahorro interno, pero el destino de ese endeudamiento tiene que ser las inversiones productivas que mejoren tu competitividad frente al mercado internacional, en pos de aumentar tus exportaciones, de mejorar el saldo de la balanza comercial, de aumentar tus reservas y con eso ser capaz de hacer frente a los pagos de la deuda sin necesidad de refinanciarte o sin tener que aplicar políticas económicas que retrocedan el crecimiento económico. Puede ser vista como una inversión empresarial, la cual se toma en un principio con idea de generar por ti mismo lo suficiente como para no necesitar una reestructuración de deuda al momento de la primera amortización.

En mi opinión, ha sido un tema muy interesante de estudiar, con numerosas perspectivas de las causas y consecuencias que pueden llevar a un país al endeudamiento masivo. Además de la importancia en la teoría, considero que sería imprescindible observar las distintas políticas económicas llevadas a cabo para intentar librarse del ahogo financiero, ya que nos enseñan los fallos y los aciertos para en un

futuro conseguir crecer económicamente sin restricciones. Sin olvidarse también de la responsabilidad de los organismos internacionales, con su análisis sesgado de los países necesitados de financiación.

A pesar de la extensa literatura económica y los antecedentes históricos, todavía hoy en día no existe una solución eficaz a este problema y, definitivamente, si existiera, ésta no sería a corto plazo, sino que requerirá una gran inversión, esfuerzo y predisposición a cambiar las bases de una estructura productiva en constante desequilibrio.

## 5. BIBLIOGRAFÍA.

Abdullahi, M. M., Bakar, N. A. B. A., Hassan, S. B. (2016). *Debt Overhang versus Crowding Out Effects: Understanding the Impact of External Debts on Capital Formation in Theory*. International Journal of Economics and Financial Issues, 6(1), 271-278. <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/1562>.

Amaral, S. (1984). El empréstito de Londres de 1824. *Desarrollo Económico*, 23 (92), 559-588. <https://doi.org/10.2307/3466423>.

Babu, J. O., Kiprop, S., Kalio, A. M., & Gisore, M. (2015). *Effect of domestic debt on economic growth in the East African community*. American Journal of Research Communication, 3(9), 73-95. Recuperado de [www.usa-journals.com](http://www.usa-journals.com).

Bakar, N. A., & Hassan, S. (2008). *Empirical Evaluation On External Debt Of Malaysia*. International Business & Economics Research Journal (IBER), 7(2). <https://doi.org/10.19030/iber.v7i2.3226>.

Barro, R., Mankiw, N. G., Sala-i-Martin, X. (1995). *Capital mobility in neoclassical models of growth*. American Economic Review, 85 (1), 103-115.

Belaisch, A. A., Collyns, C., De Masi, P., Meredith, G. M., Singh, A., Krieger, R., & Rennhack, R. (2005). *"III Fiscal Sustainability"*. In Stabilization and Reform in Latin America. USA: International Monetary Fund, 26-44. <https://doi.org/10.5089/9781589062504.084.ch003>.

Burgos, M. (2023). La herencia económica del gobierno. *Página 12*. <https://www.pagina12.com.ar/619221-la-herencia-economica-del-gobierno>.

Calcagno, E., Calcagno, A. E. (1999). *La deuda externa explicada a todos (los que tienen que pagarla)*. Catálogos Editora. Buenos Aires.

Carro, E. H. H. (2006). *Historia y evolución de la deuda externa argentina*. Estudio Carro.

Casares, E. R. (2015). A RELATIONSHIP BETWEEN EXTERNAL PUBLIC DEBT AND ECONOMIC GROWTH. *Estudios Económicos*, 30 (2(60)), 219–243. <http://www.jstor.org/stable/24725752>.

Casares, E. R. (2012). *Deuda pública externa y crecimiento endógeno: la curva de Laffer de la deuda*. Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Azcapotzalco. Departamento de Economía, 1-25.

Catao, L. (2002). *Debt crisis: What's different about Latin America*. En IMF. World Economic Outlook, capítulo II: Three essays on how financial markets affect real activity.

Caviasca, G. M. (2019). El primer empréstito argentino y el gobierno de Juan Manuel de Rosas. *Rebela*, 9 (2) 205 – 220. <https://ojs.sites.ufsc.br/index.php/rebela/article/view/3995>.

Clements, B., Bhattacharya, R., Nguyen, T.Q. (2003). *External Debt, Public Investment and Growth in Low-Income Countries*. IMF Working Papers 03/249. International Monetary Fund.

Criales, J. P., Lambertucci, C., Criales, J. P., Lambertucci, C., Criales, J. P., & Lambertucci, C. (2024). El Fondo Monetario Internacional concede 4.700 millones de dólares a la Argentina de Milei. *El País Argentina*.

<https://elpais.com/argentina/2024-01-11/el-fondo-monetario-internacional-concede-4700-millones-de-dolares-a-la-argentina-de-milei.html#>.

De La Torre, A., Yeyati, E. L., & Schmukler, S. L. (2002). *Financial Globalization: unequal blessings*. In World Bank policy research working paper, (2903). <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2903>.

*Deuda externa - deuda exterior.* (n.d.). Datosmacro.com. <https://datosmacro.expansion.com/diccionario/deuda-externa-deuda-exterior>.

Doğan, I., Bilgili, F. (2014). *The non-linear impact of high and growing government external debt on economic growth: A Markov Regime-switching approach*. *Economic Modelling*, 39, 213-220. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.02.032>.

European Parliament (2023). *Argentina's debt restructuring and economy ahead of the 2023 elections*. [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS\\_BRI\(2023\)753938](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2023)753938).

Fatma, M., Zouhaier, H. (2014). *Debt and Economic Growth*. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4 (2), 440-448. <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/759>.

Fondo Monetario Internacional (2020). *Declaración del equipo técnico del FMI sobre Argentina* [Comunicado de prensa]. <https://www.imf.org/es/News/Articles/2020/02/19/pr2057-argentina-imf-staff-statement-on-argentina>.

García Heras, R. (2012). *Deuda externa, banca internacional y política económica: Los comienzos de una relación perdurable en la Argentina, 1955-1973*. *Revista de la Historia de la Economía y de la Empresa*, (8), 345-377.

Gohar, M., & Butt, F. (2012). *The Impact of External Debt Servicing on the Growth of Low-Income Countries*. En Proceedings of 2nd International Conference on Business Management, *Sukkur Institute of Business Administration*.

Gourinchas, P. O. (2014). *Notes for Econ202A: The Ramsey-Cass-Koopmans Model*. UC Berkeley, 1-15.

Idelmouden, K., Raffinot, M. (2005). *Le fardeau virtuel de la dette extérieure :Une revue de la littérature à l'aune de l'initiative «pays pauvres très endettés » (PPTÉ)*. *Economics Papers from University Paris Dauphine* 123456789/4089, Paris Dauphine University.

Kharusi, S. A., Ada, M. S. (2018). *External Debt and Economic Growth: The Case of Emerging Economy*. *Journal of Economic Integration*, 33 (1), 1141-1157. <https://doi.org/10.11130/jei.2018.33.1.1141>.

Krugman, P. R. (1988). *Financing vs. Forgiving a Debt Overhang*. *Journal of Development Economics*, 29 (3), 253-268.

Manzanelli, P. D., & Basualdo, E. M. (2017). *La deuda externa de Macri en perspectiva histórica*. Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas. *Voces en el Fenix*, (64), 18-25. <https://ri.conicet.gov.ar/handle/11336/75736>.

Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020). *La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia COVID-19. Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo*. Fundación Carolina, Documentos de trabajo, (38), 1-30. <https://ri.conicet.gov.ar/handle/11336/118352>.

Nersisyan, Y., Wray, L.R. (2011). *Un excès de dette publique handicape-t-il réellement la croissance?* *Revue de l'OFCE*, (116), 173-190.

*Observatorio de la Deuda Pública (2023). LA DEUDA FINAL DEL GOBIERNO DE ALBERTO FERNANDEZ*. Recuperado de <https://observatoriodeladeuda.ulp.edu.ar/Novedad/90/LA-DEUDA-FINAL-DEL-GOBIERNO-DE-ALBERTO-FERNANDEZ>.

Ocampo, J. A. (2001). *International asymmetries and the design of the international financial system*. CEPAL. *Serie Temas de Coyuntura*, (15).

Olmos, A. (1990). *Todo lo que usted quiso saber sobre la deuda externa y siempre se lo ocultaron*. Editorial de los argentinos.

Patillo, C., Poirson, H., Ricci, L. (2002). *External Debt and Growth*. *Finance and Development*, 39 (2). <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/06/patillo.htm>.

- Patillo, C., Poirson, H., Ricci, L. (2002). *La deuda externa y el crecimiento*. Finanzas y Desarrollo: publicación trimestral del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, 39 (2), 32-35. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2002/06/pdf/patillo.pdf>.
- Patillo, C., Poirson, H., Ricci, L. (2004). *What are the channels through which external debt affects growth?* IMF Working Paper 04/15, 1-34. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/What-Are-the-Channels-Through-Which-External-Debt-Affects-Growth-17021>.
- Presbitero, A. F. (2010). *Total Public Debt and Growth in Developing Countries*. Development Working Papers, (300). Centro Studi Luca d'Agliano, University of Milano.
- Rapoport, M. (2023). El Plan de Convertibilidad y la economía argentina, 1991-2001. *Ciclos En La Historia, La Economía Y La Sociedad*, (60), 5-49. [https://doi.org/10.56503/CICLOS/Nro.60\(2023\)pp.5-49](https://doi.org/10.56503/CICLOS/Nro.60(2023)pp.5-49).
- Rapoport, M. (2014.). *La deuda externa argentina y la soberanía jurídica: sus razones históricas*. Ciclos en la historia, la economía y la sociedad, 22 (43). [http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1851-37352014000100001](http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1851-37352014000100001).
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2010). *Growth in a Time of Debt*. American Economic Review, American Economic Association, 100(2), 573-578.
- Rocchi, F. (2000). El péndulo de la riqueza: la economía argentina en el período 1880-1916. En M. Z. Lobato (Ed.), *El progreso, la modernización y sus límites (1880-1916)* (32). Buenos Aires: Sudamericana.
- Sachs, J. D. (1989). *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 1: The International Financial System*. National Bureau of Economic Research, Inc.
- Sala-i-Martin, X. (2000). *Apuntes de crecimiento económico*. Barcelona: Antoni Bosch Editor.
- Saravia, F., Pilatti, J. P., Marutian, J. I. (2009). *La deuda externa argentina: Génesis y desarrollo de una problemática estructural en la periferia* [Comunicación en congreso]. IIIº Jornadas de Economía Política, Universidad Nacional de General Sarmiento. <https://www.ungs.edu.ar/idei/investigacion-idei/iii-jornadas-de-economia-politica>.
- Troyano, M. C. (2004). *La deuda externa en América Latina, veinte años después: una nueva media "década perdida"*. Investigación económica, 63 (247), 103-141.
- Val, M. E. (2019). Los resultados del canje de deuda argentino de 2005: una problemática multidimensional. *Pilquen*, 22 (4), 12-24.
- Wainer, A. (2017). *La renegociación de la deuda durante el kirchnerismo*. Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas. Voces en el Fénix, (64), 26-33. <https://vocesenelfenix.economicas.uba.ar/la-renegociacion-de-la-deuda-durante-el-kirchnerismo/>.
- Wainer, A. y Belloni, P. (2017). Lo que el viento se llevó? La restricción externa en el kirchnerismo. En M. Schorr (Coord.), *Entre la década ganada y la década perdida: La Argentina kirchnerista. Estudios de economía política*, 51-81. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Batalla de Ideas. <https://www.memoria.fahce.unlp.edu.ar/libros/pm.4405/pm.4405.pdf>.
- Westreicher, G. (2022). *Modelo AK*. Economipedia. <https://economipedia.com/definiciones/modelo-ak.html>.