

LA DEUDA PÚBLICA ARGENTINA EN LA HISTORIA RECIENTE:

¿ESPECULACIÓN FINANCIERA Y CRISIS O DESENDEUDAMIENTO?

Juan Fal, Mariano Arana y Alan Cibils

Investigadores docentes del Área de Economía Política,
Instituto de Industria, Universidad Nacional de General Sarmiento.

Introducción

Uno de los problemas centrales a resolver en el proceso de desarrollo de los países periféricos es la llamada restricción externa, es decir, la obtención de las divisas necesarias para importar los insumos necesarios para motorizar un proceso de industrialización. Los autores cepalinos escribieron extensamente sobre esta cuestión, proponiendo como solución la industrialización por sustitución de importaciones. Sin embargo, esta estrategia no logró el objetivo de reducir el problema de la restricción externa, como se hizo evidente con las crisis recurrentes de balance de pagos.

A partir del fin del sistema de Bretton Woods, se abandonaron las políticas dirigistas, sustituyéndolas por aquellas vinculadas a la desregulación y apertura de los mercados. De este modo, y gracias al creciente aumento de flujos internacionales de capitales, era posible cubrir temporariamente la necesidad de divisa con endeudamiento externo. Sin embargo, la cuestión estructural de fondo quedó sin solucionarse y al problema recurrente del estrangulamiento externo se sumó el de crisis cíclicas de deuda externa.

El sustento teórico para la liberalización financiera se puede encontrar en los trabajos de McKinnon (1973) y Shaw (1973).¹ Posteriormente, y utilizando los postulados de McKinnon y Shaw sobre la necesidad de eliminar la “represión financiera” y liberalizar las finanzas (nacional e internacional), (Cooper, 1984) elaboraron los fundamentos teóricos ortodoxos para avalar el endeudamiento externo en el nuevo contexto de mayor libertad de flujos de capitales. Según estos autores, el endeudamiento externo tendría dos ventajas. La primera es que los países en desarrollo podrían financiar su desarrollo con ahorro externo.² Esto supliría la falta local de ahorro, y podría también reducir costos. El vínculo entre sostenibilidad de deuda externa y desarrollo económico lo proveería la cuenta corriente. O sea, el superávit comercial es el indicador de la sostenibilidad de la deuda. La segunda ventaja es que la oferta de fondos externos permitiría “suavizar” el consumo local, en períodos de baja de actividad, según el enfoque intertemporal de la cuenta corriente, que ve al balance de pagos como determinado por decisiones de inversión y ahorro previsoras (“forward looking”).

La teoría que esbozan Cooper y Sachs tiene implicancias fuertes y problemáticas: si un país periférico toma deuda externa, está financiando su desarrollo o “suavizando” consumo, por lo que la acumulación de deuda externa no debería ser causa de preocupación. Las múltiples crisis de endeudamiento que se produjeron en período post

¹ Ver (Cibils, 2010) para una discusión crítica sobre los postulados de McKinnon y Shaw.

² Cohen y Sachs incurren el mismo error conceptual que McKinnon y Shaw, es decir, que la inversión productiva se financia con ahorro. Como han señalado desde distintas corrientes heterodoxas, la inversión se financia con crédito, no con ahorro, tornando fundamental la política crediticia del Estado.

Bretton Woods y el desempeño -en el mejor de los casos- errático de la inversión, resultó en fuertes cuestionamientos a esta teoría. Por otra parte, carece de sentido focalizarse en la cuenta corriente, cuando los principales desbalances se producen a través de la cuenta de capital.³

Según Salama (2006), en la década de 1980, las crisis de deuda se explican por la magnitud del servicio de la deuda externa y la obligación de pagarlo con recursos propios (superávit comercial). Sin embargo, a partir de la década de 1990, las crisis pasan a originarse en la fuerte desregulación y liberalización financiera y la gran magnitud y volatilidad de los flujos de capitales a que dieron origen.

Así, desde el inicio de la dictadura cívico-militar en 1976, hasta la crisis de 2001 se dieron un par de ciclos de endeudamiento creciente y crisis. La crisis de 2001, la más profunda crisis política, económica y social de la historia del país resultó, luego de la cesación de pagos y un período de transición, en doce años de gobierno del kirchnerismo en los que, en materia de deuda pública, hubo un marcado cambio con las políticas de endeudamiento de la dictadura y del menemismo. Gracias a políticas monetaria y cambiaria heterodoxas (o por lo menos opuestas a las promovidas por el FMI y la ortodoxia monetarista), altos precios internacionales de las principales exportaciones del país, y la reestructuración de la deuda en default con una importante quita, se logró bajar significativamente el peso del endeudamiento público y externo del país. Sin embargo, con el advenimiento del gobierno de la alianza Cambiemos, hubo un cambio radical y abrupto de rumbo. Se pasó de una política de “desendeudamiento” a un vertiginoso proceso de endeudamiento externo, acumulando 54.933 mil millones de dólares de deuda nueva contraída por el Estado Nacional en los primeros 12 meses de gestión. A su vez, la política monetaria fuertemente contractiva, la eliminación de los subsidios a los servicios públicos, y la política de represión salarial, han sumido a la economía en una recesión profunda, causando dudas sobre el desenlace económico de este proceso.

En este trabajo nos proponemos revisar sintéticamente la historia reciente de la Argentina en materia de deuda pública. A tal efecto, estructuramos el trabajo integrando la cronología de sucesos con las formas políticas que adoptó el endeudamiento argentino. Comenzamos el trabajo explicando las características principales del proceso de endeudamiento desde el golpe de Estado de 1976 hasta la crisis del 2001. Luego, se revisan los principales cambios ocurridos en los 12 años de gestión Kirchnerista, hasta diciembre de 2015 donde indagamos lo ocurrido en materia de endeudamiento en el primer año de la alianza Cambiemos. El trabajo señala la relevancia y los resultados de la actuación estatal, el contexto internacional y la política económica en los procesos de deuda y fuga de capitales en los diferentes períodos políticos y advierte sobre el deterioro del frente externo en la nueva gestión gubernamental llevada adelante por Cambiemos.

Del golpe de 1976 al estallido de 2001

A partir de los años 70, la economía internacional reconoció una aceleración de los movimientos de capitales respecto de los procesos de reestructuración de posguerra. Las crisis del petróleo produjeron notables excedentes de dólares a raíz de las presiones empresarias conformadas mediante la organización de países exportadores de petróleo (OPEP) por subir el precio del insumo. Se creó la liquidez básicamente conformada por depósitos de esos excedentes en bancos estadounidenses y europeos y utilizada por éstos para orientar parte de los préstamos a diferentes gobiernos de países subdesarrollados (Ferrer, 1982).

³ Ver (Bonizzi, 2015) para una discusión más extensa sobre las críticas a Cohen y Sachs.

En los inicios de la gestión de Paul Volcker al frente de la Reserva Federal de los Estados Unidos en 1979, se crearon condiciones de restricción de créditos mediante las subas de tasas de interés que pretendieron frenar la inflación en Estados Unidos y que resultaron en un incremento de los servicios de deuda externa tomados por estos países. La teoría del riesgo soberano -según la cual los préstamos a gobiernos son más seguros debido a que estos no quiebran- se vio puesta en tela de juicio cuando México, siendo uno de los principales deudores latinoamericanos y arrasado en sus cuentas fiscales por la carga de los intereses de la deuda, se declaró en default en 1982.⁴ Este hecho sumado a que casi todos los países de la región estaban comprometidos financiera y económicamente, coadyuvó a la restricción monetaria antes mencionada y creó las condiciones para que el FMI y el Banco Mundial se consideraran “síndicos” de los presupuestos nacionales. En el nuevo contexto, el FMI procuraría controlar la macroeconomía y la coyuntura, el Banco Mundial haría lo propio con la estructura productiva. El primero asignaría mayor importancia al problema de la deuda como un problema financiero, el segundo se orientaría hacia un diagnóstico de problemática económica.

La siguiente tabla muestra un crecimiento fenomenal de la vulnerabilidad externa argentina a partir de 1980. A pesar de que el balance comercial fue deficitario en sólo dos años, el resto de los siete años deficitarios se explican por los déficits de servicios reales, pero sobre todo financieros.

Tabla 1: Indicadores de vulnerabilidad externa

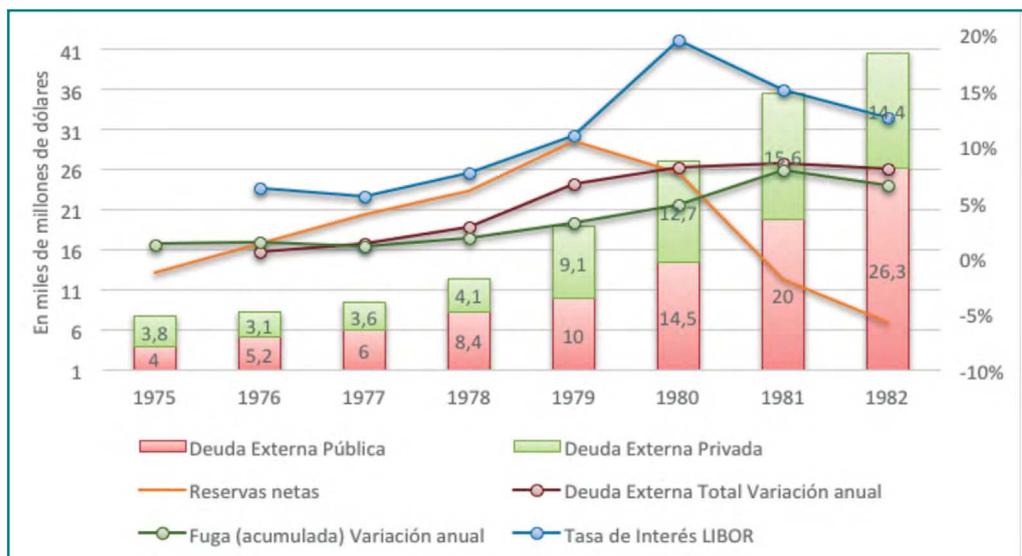
Año	Intereses netos/expo. de bienes, en %	Deuda neta/expo. de bienes, en %
1976	11,9	165,1
1977	6,6	99,8
1978	6,3	100,9
1979	6,3	109,5
1980	11,8	242,8
1981	32,4	347,7
1982	57,8	491,6
1983	63,6	531,2
1984	65	533
1985	58,1	501,3
1986	57,4	620,5
1987	60	830

Fuente: (Bouzas, 1988) (1988)

El fenomenal incremento tanto en términos del porcentaje de deuda/exportaciones y de intereses de la deuda/PBI fue resultado de un producto estancado y una deuda externa total creciendo a una tasa anual acumulativa cercana al 23%. Asimismo, como se observa en el gráfico siguiente, los niveles de reservas netas cayeron constantemente, al tiempo que se desarrollaron los dos procesos relacionados íntimamente durante el período: deuda externa y fuga de capitales.

⁴ Para 1981 Argentina era el tercer deudor (después de México y Brasil y excluyendo a los países petroleros e industriales) a la banca privada internacional. William R. Cline en un artículo titulado International debt and the stability of the world economy, en 1983 sostuvo que si México, Brasil y Argentina repudiaban sus deudas podrían producir una crisis de gran escala al capital bancario. Entre estos tres países resultó comprometido más de un 13% de los fondos prestables por la banca internacional privada y si esto se sumaba al conjunto de los países en desarrollo no petroleros, se llegaba a cerca de un 30%.

Gráfico 1: Deuda externa argentina, 1975-1982



Fuente: Elaboración propia en base a (Basualdo, 2006) y (Olmos, 2004). (En el eje izquierdo están expresadas las barras y en el derecho las líneas; las tasas libor están calculadas como promedios semestrales para los años 1981/82).

La mayor injerencia de lo público en el endeudamiento externo provino de la estatización de la deuda privada, un proceso mediante el cual el Estado garantizó renta financiera, no ya en la forma de diferenciales de tasas de interés (indirecta), sino mediante la entrega directa de un subsidio sobre ciertas operaciones financieras conocidas como los seguros de cambio y régimen de capitalización de deuda, iniciados en junio de 1981 y sostenidos durante el gobierno radical.⁵ El gráfico anterior también refleja la íntima relación entre deuda y fuga de capitales. La aceleración de la deuda pública sobre la privada, por la estatización propiamente dicha y por el comportamiento anticíclico del endeudamiento externo público ante los incrementos de la tasa de interés, da una dimensión de la magnitud en la reducción de las reservas del BCRA, hecho que profundizaría la actitud del Estado hacia la toma de créditos externos y debilitaría las posibilidades de negociación de la deuda durante el gobierno constitucional.

El endeudamiento de 1984 a 1989

La posición negociadora inicial del Ministro de Economía Bernardo Grinspun, fue de confrontar con los acreedores externos. El gobierno del retorno a la democracia conocía la ilegitimidad de parte de la deuda externa y utilizó el argumento a la hora de negociar los primeros acuerdos con los organismos multilaterales. Pese a ello, los seguros de cambio siguieron garantizándose y la oportunidad histórica de rechazo de la deuda externa se fue diluyendo, mientras que la posición negociadora de los organismos multilaterales y de los bancos comerciales se endureció cada vez más. La liquidez internacional se había esfumado y vendría una etapa de exigencias de pagos, ajustes y privatizaciones.

En la reunión anual del FMI y el Banco Mundial de 1985, el entonces secretario del tesoro norteamericano James Baker propuso un algunos lineamientos para resolver el problema de endeudamiento de países latinoamericanos. En principio se diagnosticó

⁵ Si la política cambiaria provocaba una devaluación, la diferencia entre las tasas de cambio inicial y la final se convertía en deuda pública.

el problema de la deuda de los países en desarrollo como un problema de largo plazo que se resolvería con reformas estructurales. Se les pidió a los bancos que continúen con sus líneas de crédito al tiempo que el Banco Mundial y otros bancos de desarrollo comprometían más fondos. A cambio, pidieron a los deudores una serie de políticas orientadoras hacia una mayor participación del mercado en la economía que procuraba provocar cambios en la oferta de bienes y servicios. Reformas fiscales y laborales, privatizaciones, e incrementos de comercio mediante una mayor apertura externa y políticas que favorezcan la inversión externa. Luego del default mexicano, los bancos privados que comprometían créditos de corto plazo, habían evidenciado su retirada comenzando a prestar cada vez menos. El programa incluso había fracasado para quienes veían positivamente las políticas propuestas por Baker (Hakim, 1986).

La injerencia del FMI y el Banco Mundial tuvo como reflejo cuantitativo el cambio relativo entre acreedores de la deuda externa. En este período los bancos comerciales redujeron su exposición frente al incremento de los préstamos entre naciones y con los organismos internacionales de crédito. El endeudamiento externo desde mediados de los años 70 estuvo signado por la irrupción hostil de estos organismos, por las necesidades de financiamiento del sector público y los requerimientos de divisas del sector privado.

La deuda externa durante la convertibilidad

En los años 90, se reestableció el flujo de capitales hacia América Latina de la mano de las mayores tasas de interés locales, de las necesidades de los acreedores de diversificar sus riesgos y la apertura de la cuenta capital y corriente junto a las políticas de privatizaciones de empresas públicas. En Argentina la Ley de Convertibilidad (iniciada en 1991 y finalizada la paridad cambiaria el 6 de enero de 2002) fue el instrumento que permitió la implementación de un programa económico de características neoliberales mediante las privatizaciones de empresas públicas, la reconfiguración del marco regulatorio de distintos mercados y la apertura económica externa. El nuevo plan quitaba inercia inflacionaria mediante la prohibición de indexación y por otro lado frenaba las expectativas devaluatorias anclando el tipo de cambio en relación 1 a 1 con el dólar, al tiempo que, en complemento con la apertura comercial, provocaba una caída en los grados de libertad de la formación de precios de los bienes transables. También condicionaba el financiamiento del sector público vía el BCRA y, completada con la ley de reforma del Estado, disciplinaba el conflicto distributivo entre las facciones del capital concentrado, al tiempo que resolvía el problema de los acreedores de la deuda externa mediante la absorción de títulos públicos de bajo valor de mercado, tomados como parte de pago de las empresas privatizadas a su valor nominal. De este modo, cumplía con gran parte de lo expresado en la conferencia que dio origen al plan Baker en 1985, pero sumó nuevos deseos expresados en 1989 bajo el llamado "Consenso de Washington". En términos financieros el plan generaba inevitablemente el endeudamiento constante, mediante déficits corrientes crónicos provocados por déficits comerciales mediante la apertura comercial a un tipo de cambio sobrevaluado, por las diversas fuentes de salida de dólares en forma de rentas debido al grado de extranjerización y endeudamiento de la economía.

En los primeros años la toma de deuda externa se detuvo hasta terminada la instrumentación del Plan Brady. Este plan, propuesto por el secretario del tesoro de EEUU, Nicholas Brady, materializó las pretensiones del trunco Plan Baker y canjeó títulos públicos desvalorizados por otros cuyos plazos e intereses renovados se encontraban respaldados por títulos del Tesoro estadounidense. La ingeniería financiera de este canje y los costos de instrumentarlo en Argentina, estuvieron financiados originalmente por organismos internacionales (FMI, BID y Banco Mundial) y al término de su instrumentación en 1993, se inauguraría el período más intenso de incrementos de deuda externa, fuga de capitales y pago de intereses de la historia argentina.

A partir de 1998 se sucedieron algunos hechos en la superficie política y mediática que buscaron instalar el discurso de que mantener la “estabilidad” lograda en los años previos se debía mantener la convertibilidad a cualquier precio.⁶ En el período de gobierno de la Alianza, 1999-2001 se sucedieron una serie de actuaciones sobre las cuentas públicas llamadas Blindaje Financiero (2000) y Megacanje (2001) que dejaron entrever la naturaleza del conflicto entre los escenarios devaluatorios y los dolarizadores. Dicha tensión implosionó cuando la fuga de capitales no pudo ser sostenida por los niveles comprometidos de endeudamiento público y privado a partir de 1999. Entre 1991 y 2001 la deuda externa creció a una tasa anual acumulativa del 8,6% al pasar de 61.337 a 140.242 millones de dólares. Se aceleró en la segunda parte de la década, sobre todo luego de la Crisis del Tequila en 1995. En diciembre del 2001, la deuda pública total ascendió a 144 mil millones de dólares de los cuales el 58% era deuda externa. En diciembre del año siguiente, el Sector Público Nacional (SPN) debía más de un PBI y medio y los intereses representaron el 21,9% de su recaudación. Su componente externo fue casi la totalidad del PBI, equivalente a tres años de exportaciones. La deuda en monea extranjera llegó a multiplicar por 12 las reservas internacionales. Para el año 2008 la deuda total del SPN era menos de la mitad y la externa menos del 20% del PBI y equivalía a menos de un año de exportaciones.⁷

El régimen de acumulación que se sostuvo sobre la base de reestructurar ciertas variables liberando algunas (el salario, empleo, importaciones y deuda externa) y parametrizando otras (precio del dólar, de servicios públicos, etc.) culminó lo que el 6 de enero del año 2002 sería la salida devaluatoria, la pesificación asimétrica, un fenomenal impulso del endeudamiento público, en la crisis más grande de la Argentina de toda su historia. Habiendo deteriorado todos los índices socioeconómicos y provocando cambios estructurales que gobernarían toda la década siguiente. El Estado y las corporaciones pusieron al trabajo al servicio del resto de las relaciones de reproducción del sistema: las monetarias (ley de convertibilidad), la forma en que Argentina se insertó en el mundo (apertura) y el desarme laboral que produjeron las privatizaciones (desregulación). Así se puso en jerarquía y rigidez a la moneda y se favoreció la concentración del capital al tiempo que se quitaba poder de negociación al trabajo y se acumulaba deuda externa. Durante el régimen de convertibilidad el Estado actuó como proveedor de divisas y para ello aceleró su toma de deuda de forma inversa al movimiento del sector privado, ello produjo flujos de intereses crecientes a lo largo de toda la etapa, provocando una aceleración hacia su estallido final en 2002.

La deuda durante el kirchnerismo: reestructuración y desendeudamiento

Néstor Kirchner llegó al poder el 25 de mayo de 2003, luego de más de dos años de turbulencia política y económica que siguieron a la renuncia de Fernando de la Rúa. Si bien la economía ya había comenzado a crecer a mediados de 2002, como consecuencia del abandono de la convertibilidad en enero de 2002 y de la política económica implementada por Roberto Lavagna a partir de abril del mismo año (durante el interinato presidencial de Eduardo Duhalde), la situación de desempleo, pobreza e indigencia eran aún críticas.

Adicionalmente, había aproximadamente 80.000 millones de dólares de deuda pública en situación de cesación de pagos, un problema que más temprano que tarde tendría que encarar en vista de las crecientes presiones de acreedores y organismos

⁶ (Calcagno, 1999) caracterizó esta situación con la metáfora freudiana de “Tótem y Tabú”. La convertibilidad se había convertido en objeto de adoración (Tótem) y hablar sobre su potencial destrucción estaría socialmente prohibida (Tabú).

⁷ Datos extraídos del INDEC y de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, la Secretaría de Política Económica y la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía.

multilaterales. Por último, la deuda con los organismos multilaterales, especialmente con el FMI, seguía siendo un problema en tanto cualquier necesidad de refinanciación implicaba firmar acuerdos con onerosos condicionamientos de política que iban en contra de lo que Kirchner y Lavagna buscaban.

El nuevo marco de política económica

La cesación de pagos sobre gran parte de la deuda pública con privados declarada a fines de diciembre de 2001 fue, de algún modo, el puntapié inicial para iniciar un nuevo proceso económico en Argentina. Si bien fue inevitable—el proceso de endeudamiento de la convertibilidad se había transformado en un gran esquema Ponzi cuyo colapso era cuestión de tiempo—lo cierto es que en lo inmediato liberó al Estado de una dinámica que profundizaba la dependencia sobre los mercados financieros y el FMI y sus fallidas recetas económicas y no hacía más que profundizar la crisis.

El segundo hecho que habilitó el cambio de rumbo económico fue el abandono de la convertibilidad a principios de 2002. En un primer momento se pasó a un esquema de tipo de cambio fijo alternativo (1 dólar equivalía a 1,40 pesos) y eventualmente se abandonó el tipo de cambio fijo recuperando la soberanía monetaria y la capacidad de emitir moneda propia según las necesidades de la economía. La salida de la convertibilidad no fue sin conflicto, sin embargo. Al problema del descalce de monedas y el gran stock de crédito en dólares, se sumaron las fortísimas presiones del FMI para adoptar un esquema de metas de inflación y una flotación libre. Si bien los funcionarios argentinos se opusieron fuertemente, terminaron haciendo caso al FMI. Eso resultó en una corrida contra el peso y un salto notable de la inflación, lo cual llevó a la renuncia de Remes Lenicov como Ministro de Economía y al nombramiento de Roberto Lavagna.⁸

En contra de las exigencias del FMI, Roberto Lavagna implementó una política cambiaria de flotación administrada (también conocida como flotación sucia) y una política monetaria de metas cuantitativas. Estas políticas, junto con la implementación de un subsidio masivo para jefes y jefas de hogar desocupadas, lograron dar la envión inicial para la recuperación económica. El estímulo a la demanda del subsidio, y el tipo de cambio real competitivo, resultaron en una importante reactivación de la actividad económica, que creció sin parar y a tasas elevadas hasta que los efectos de la crisis financiera internacional se hicieron sentir en Argentina en 2009.

El éxito de la nueva política tuvo causas internas y externas. Entre las causas internas, había una capacidad instalada ociosa considerable debido a los cuatro años de recesión previos a la crisis. La política cambiaria, a través del abaratamiento en divisa de los costos locales y el encarecimiento de las importaciones, proveyó un estímulo a la producción local tanto para el mercado interno como para las exportaciones. La principal causa externa fue el *boom* de los precios internacionales de los *commodities* que Argentina exporta, resultando en importantes superávits comerciales y un fuerte alivio a la restricción externa.

Las reestructuraciones de la deuda, el pago al FMI y los buitres

La rápida recuperación económica resultó en una creciente presión internacional para reestructurar la deuda en default. Así, en septiembre de 2003, a los pocos meses de asumir, el gobierno de Néstor Kirchner hizo su primera oferta de reestructuración a los acreedores, conocida como la “oferta de Dubai”. La oferta, que incluía una quita del

⁸ La inoperancia del FMI durante este período quedó claramente relatada y documentada en el documento del Ministerio de Economía y Producción (2004): Análisis N° II: Argentina, el FMI y la Crisis de la Deuda.

75% del capital, tasas más bajas, plazos sensiblemente mayores y no reconocía los intereses impagos desde el default, fue rotundamente rechazada por acreedores y organismos financieros internacionales.⁹

En junio de 2004 se realizó una segunda oferta, conocida como la “oferta de Buenos Aires”, con condiciones de reestructuración más favorables a los acreedores que la anterior. La quita se redujo de 75% a 50% aproximadamente, se reconocían los intereses impagos desde el default, los plazos variaban según el tipo de bono y podían llegar hasta 40 años, y las tasas eran considerablemente menores a las de los bonos en default. Otra novedad de la oferta fue que un tramo de los bonos ofertados estaba denominado en pesos, lo cual permitiría la sustitución de monedas tras el canje y una reducción considerable de las necesidades de divisa del fisco para hacer frente al servicio de la deuda reestructurada.

La oferta argentina de reestructuración se basó en un ejercicio de sustentabilidad realizado por el Ministerio de Economía. En base al ejercicio se argumentaba que el país no podía realizar una oferta más generosa y a la vez garantizar la continuidad de los pagos con algún módico de credibilidad. Adicionalmente, en febrero de 2005 el Congreso de la Nación aprobó la ley 26.017 (conocida como ley cerrojo) que estipulaba que una vez finalizado el canje, no se podría realizar otra oferta. A su vez, los bonos también contaban con una cláusula según la cual si algún gobierno argentino realizaba una oferta superadora, todos los que entrasen al canje tendrían derecho a esa oferta.¹⁰

El proceso de canje finalizó el 25 de febrero de 2005, con una aceptación de 76,15% de la deuda en default, representando un éxito considerable dadas las características de la oferta y, sobre todo, la falta de apoyo y aval de las instituciones financieras internacionales o del establishment financiero global. Dos puntos sobresalen de la reestructuración. Primero, después de la reestructuración, casi el 40% del stock de deuda estaba denominada en pesos, resultando en un alivio significativo a las necesidades futuras de divisa. Segundo, la exitosa reestructuración demostró que es posible resistir fuertes presiones del FMI para pagarle más a los acreedores y que el apoyo de dicha institución no es imprescindible para llevar adelante una reestructuración.

También hubo cuestionamientos a algunos aspectos puntuales de cómo se encaró la reestructuración. En primer lugar, se tomó toda deuda heredada como legítima, incluyendo la deuda de la dictadura y los fraudulentos canjes de principios del actual siglo. Se argumenta que el default era la oportunidad perfecta para realizar una auditoría exhaustiva de la deuda y, una vez realizada, decidir cómo proceder. En segundo lugar, la quita de la reestructuración recayó enteramente sobre los acreedores privados, dejando intacta la deuda con los organismos internacionales, cuyas recetas de política y condicionamientos contribuyeron de manera significativa a la crisis argentina. Algunos señalaron que, como mínimo, la deuda con el FMI debería haber tenido el mismo tratamiento que la de los privados. En última instancia, ambos planteos, si bien válidos, dependen de la lectura que se haga sobre la viabilidad política de realizarlos en aquel momento de la historia nacional.

La deuda con el FMI, aproximadamente 10.000 millones de dólares, siguió siendo un problema ya que era un vehículo para la continuada injerencia del Fondo en la política económica argentina. Luego de varias escaramuzas con vencimientos retrasados y amenazas cruzadas, Néstor Kirchner decidió cancelar con tres años de anticipación la totalidad de la deuda con el FMI en enero de 2006. El gobierno presentó la cancelación anticipada de esta deuda como una forma exitosa de desendeudamiento y de liberación de las políticas recesivas del Fondo. Si bien, en los hechos, la deuda argentina no

⁹ Ver (Cibils, *At debt's door: What can we learn from Argentina's recent debt crisis and restructuring?*, 2007) para más detalle.

¹⁰ La cláusula se denominaba RUFO según su sigla en inglés (RightsUponFutureOffers) y sería una pieza clave de la estrategia legal de la Argentina en el juicio de los fondos buitres en los últimos años de la segunda presidencia de Cristina Fernández de Kirchner.

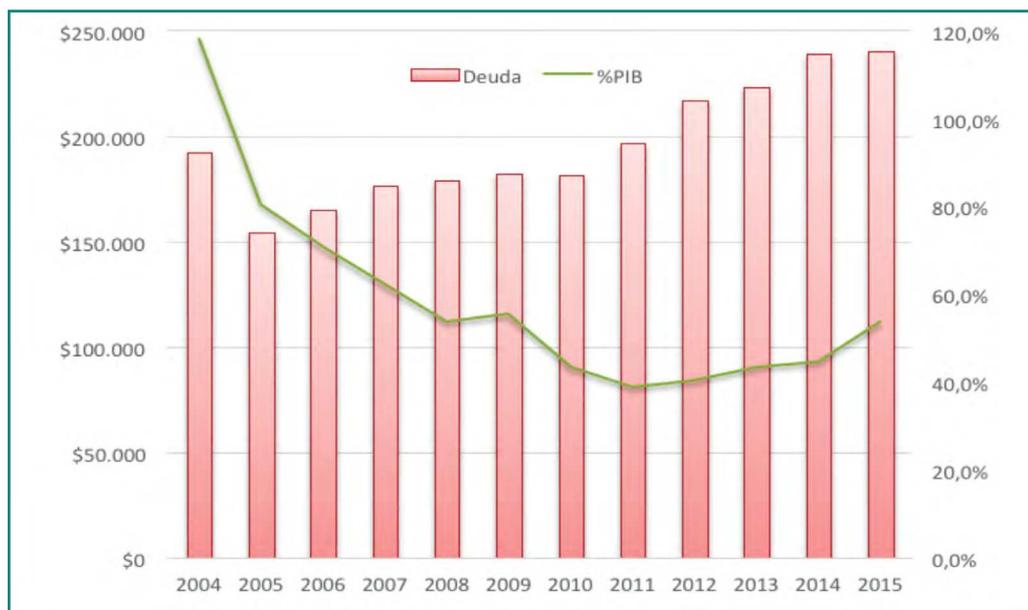
se redujo (el pago al FMI se efectuó con reservas a cambio de los cuales el Tesoro emitió bonos por un monto equivalente al BCRA), la estrategia de comunicación fue efectiva y, fundamentalmente, el FMI ya no podría incidir sobre la política económica argentina. El 24% de deuda que no entró al canje, los llamados “holdouts”, representaban un problema a resolver, aunque no necesariamente en el corto plazo. Específicamente, un porcentaje muy menor de esa deuda estaba en manos de fondos especulativos, conocidos como “fondos buitres,” que iniciaron diversas demandas judiciales en las cortes de los EE.UU.¹¹ Para desactivar esas demandas y restarle peso a los argumentos de los fondos buitres, el gobierno argentino reabrió el canje de deuda en 2010, con idéntica oferta a la de 2005. Al cierre del canje, el 92,4% del total de la deuda en default había sido reestructurada, lo cual representaba un éxito sin precedentes dado el stock de deuda en default y las condiciones de la oferta.

El éxito de ambos canjes no alcanzó para disuadir a la corte estadounidense de fallar a favor de los buitres. El fallo causó complicaciones considerables al gobierno argentino, ya que embargó los fondos que el gobierno giraba a su agente de pago (el Bank of New York) para los vencimientos de la deuda reestructurada. La postura del gobierno de Cristina Fernández de Kirchner fue que el juicio era abusivo y ponía en riesgo toda la reestructuración debido a la cláusula RUFO, por lo que se negó a cumplir y de hecho, terminó su presidencia sin haber pagado a los buitres.

Evolución de la deuda durante los 12 años del kirchnerismo

¿Hasta qué punto podemos afirmar que hubo desendeudamiento durante los 12 años del kirchnerismo? En este apartado presentamos algunos datos que nos permiten evaluar algunos rasgos significativos del comportamiento del endeudamiento público durante el período.

Gráfico 2: Stock de deuda (en millones de dólares) y como porcentaje del PIB

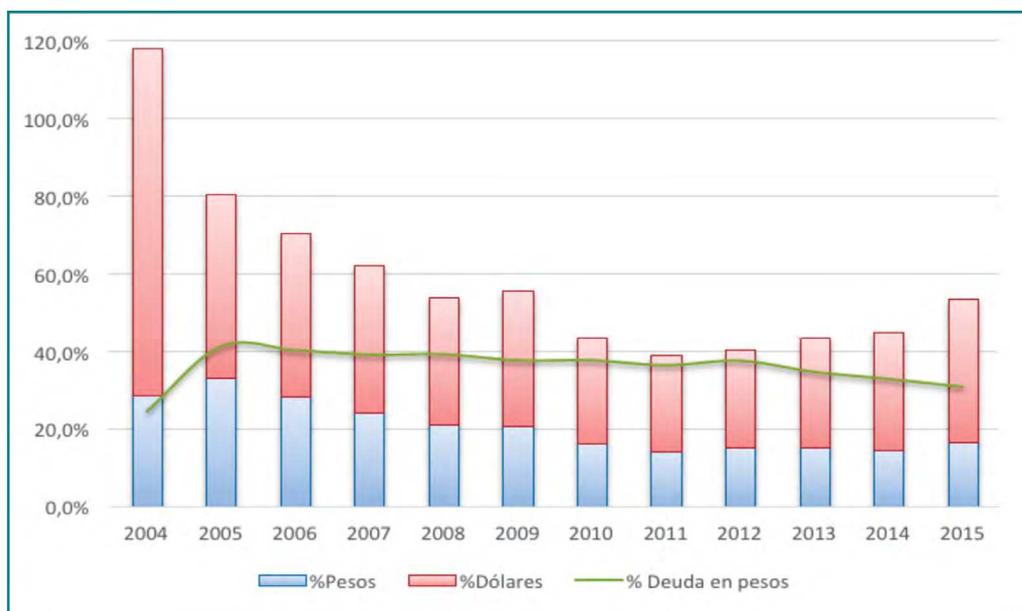


Fuente: Ministerio de Economía, Argentina.

¹¹ Ver (Cibils, Towards Justice Centred Debt Solutions: Lessons From Argentina. Debt and Development Coalition Ireland Special Report., 2015) para un informe más pormenorizado del accionar de los buitres.

El gráfico 2 muestra la evolución del stock de deuda pública bruta entre 2004 y 2015, y también la evolución de la deuda como porcentaje del PIB. De los datos se desprenden algunas observaciones de relevancia. En primer lugar, se observa la disminución en términos absolutos del stock de deuda con la reestructuración de 2005 y muy levemente en 2010. Se observa también un relativo amesetamiento del stock de deuda entre 2007 y 2010, y luego un aumento lento pero sostenido hasta 2015. El aumento de la deuda, y también de la proporción de deuda en dólares como veremos más adelante, durante la segunda presidencia de Cristina Fernández de Kirchner fue resultado de la aceleración en la fuga de capitales y la caída sostenida del superávit comercial externo, lo cual resultó en fuertes presiones sobre las reservas internacionales del BCRA. A pesar de esta dinámica, se puede observar un fuerte proceso de desendeudamiento entre 2004 y 2011 ya la deuda pública como porcentaje del PIB declinó de manera sostenida y muy considerable, pasando de 118,1% en 2004 a 38,9% en 2011. Esta caída se debió a la política macroeconómica del kirchnerismo y al boom de los precios de las commodities, las que permitieron una fuerte acumulación de reservas y pesificación de la economía hasta 2011.

Gráfico 3: Composición de la deuda por moneda (como %PIB) y peso relativo de la deuda en pesos



Fuente: Ministerio de Economía, Argentina.

Adicionalmente, y tal como muestra el gráfico anterior, se dio otro importantísimo cambio durante el período kirchnerista, que fue el cambio de composición de moneda del endeudamiento público. Efectivamente, la porción de la deuda en pesos llegó al 41% con el canje de 2005. A partir de ese momento, se mantuvo relativamente estable hasta el año 2011, a partir del cual el peso de la deuda en dólares comienza a aumentar, pero nunca alcanzando los niveles anteriores al canje de 2005. Este cambio es fundamental ya que reduce considerablemente la presión sobre el sector externo en cuanto a la necesidad de obtener divisa para hacer frente a los servicios de la deuda.

En resumen, durante el gobierno de Néstor Kirchner y el primer gobierno de Cristina Fernández de Kirchner se produce un marcado fenómeno de reducción de la deuda como porcentaje del producto interno bruto a la vez que se logró un cambio significativo en la composición de la deuda en lo que a moneda se refiere. Ambos cambios representan un quiebre significativo con las tendencias que se venían dando desde el inicio del período neoliberal con la dictadura cívico militar de 1976. A partir de 2011, las tendencias mencionadas se revierten, aunque nunca llegando a los niveles anteriores al canje.

La evolución de la deuda durante el primer año del macrismo

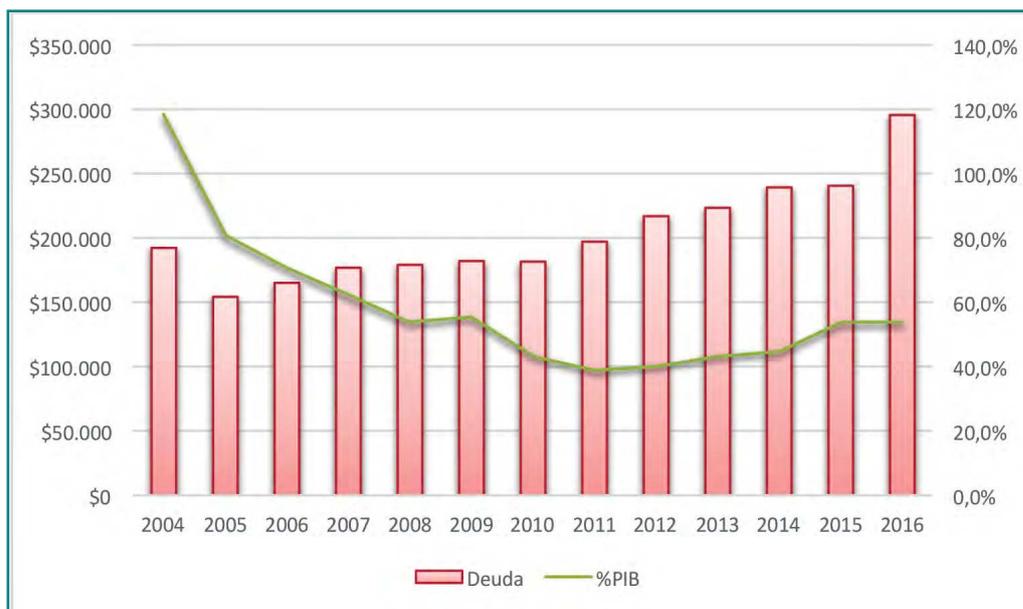
Con la llegada de la alianza Cambiemos al gobierno, el proceso de endeudamiento cambió drásticamente. Si hasta el momento y durante toda la etapa kirchnerista se había producido un marcado cambio de composición de la deuda pública argentina (en lo que a moneda se refiere y en la reducción como porcentaje del PBI) en el marco de un fuerte proceso de control de capitales, Cambiemos rompe este esquema y abre drásticamente la cuenta capital. El resultado hasta el momento ha sido un importante aumento del stock de deuda en dólares, modificación de la composición de dicha deuda (pesos vs. dólares) y un incremento de su participación en relación al PBI. Esa deuda ha sido utilizada para financiar el déficit de la cuenta corriente, la fuga de capitales y el gasto corriente, impidiendo construir las bases de sustentabilidad para el repago de la deuda, generando grandes problemas a futuro para cualquier intento de política económica que intente colocar el desarrollo económico en el centro de sus objetivos.

Los principales cambios en la política económica: de golangrinas, lebac y fuga de capitales.

Cambiemos inicia su gestión devaluando la moneda en un 41% y levantando el cepo al dólar. A poco de andar, eliminaron los controles a la entrada y salida de capitales, atenuaron las restricciones a las importaciones (fundamentalmente en los sectores más sensibles como lo son textiles y calzados), y luego de una negociación en la cual nuestro país aceptó casi en su totalidad el reclamo interpuesto ante el juez Thomas Griesa en los Estados Unidos, le pagaron a los fondos buitres. En otro orden de política económica, el gobierno modificó a la baja las retenciones agropecuarias y mineras, aumentó las tarifas de los servicios públicos, impuso un tope al techo de la negociación paritaria y subió drásticamente las tasas de interés, entre otro conjunto de medidas, las cuales redundaron en una caída del salario real del 10% promedio. En definitiva, una política caracterizada por una fuerte transferencia de ingresos desde los sectores populares a los grupos concentrados.

En el centro de la política económica, el gobierno del PRO – UCR colocó el control salarial y flexibilización laboral, la baja de la inflación vía aumento de tasa de interés, el aumento de las tarifas de los servicios públicos y el endeudamiento externo para el financiamiento del gasto corriente, la fuga de capitales y el déficit de cuenta corriente. Este conjunto de ideas está obstaculizando el proceso de reactivación económica. La economía argentina no para de caer, ya sea en términos de empleo, actividad industrial, consumo y salarios y las recetas económicas del gobierno siguen siendo las mismas. Bajo este marco, la deuda en dólares aumentó considerablemente desde el 10 de diciembre de 2015 hasta la fecha, pese a que su relación con el PBI permaneció relativamente constante producto de un aumento del PBI en dólares corrientes.

Gráfico 4: Stock de deuda (en millones de dólares) y como porcentaje del PIB, 2004-2016



Fuente: Ministerio de Economía, Argentina.

Resulta oportuno resaltar que el salto en dólares de la deuda ha sido muy importante a lo largo del 2016. Sólo si consideramos la deuda pública contraída por el Estado Nacional (se excluyen provincias y sector privado) el aumento durante el 2016 fue de 54.933 millones de dólares (38.598 en dólares) y (16.335 en pesos). Si consideramos la deuda total que contrajo la Argentina durante los primeros 14 meses de gestión, asciende a USD 77.615 millones, aproximadamente un 15% del PBI, según los datos del Observatorio de la Deuda de la UMET. Este número surge de la suma del conjunto de emisiones de bonos del Tesoro Nacional, las Provincias y el sector corporativo, tanto en moneda local como extranjera, lo cual contabiliza para lo que va de este año unos USD 18.141 millones, los USD 6.000 millones del préstamo bancario de inicios de enero y los USD 53.475 millones para el año 2016. Pese a que desde el 2011 la deuda venía aumentando, durante el 2016 pega un salto que no se reconoce desde hace años en Argentina; un salto que además también rompe con la tendencia a la baja en la participación en dólares en el total de deuda, cuestión que había sido central para imprimirle mayor grado de solvencia e independencia económica al país.

El destino de la deuda

Lo preocupante del salto de la deuda, es el destino que el gobierno le está dando. A partir de los últimos datos publicados en el Balance Cambiario del Banco Central de la República Argentina (BCRA) correspondientes a enero de 2017, se observa que tan sólo en el primer mes de este año se han fugado divisas en concepto de Formación de Activos Externos (FAE) del Sector Privado no Financiero (SPNF) por USD 1.945 millones; cifra que supera a la de enero del año previo (USD 1.574 millones) en un 23%. Si a dicho monto se le adicionan los USD 9.951 millones que salieron bajo este concepto en el año 2016 (cifra un 17% mayor a la del año 2015), entonces se obtiene que desde diciembre de 2015 han salido del país divisas por FAE del SPNF por aproximadamente USD 13.920 millones.

De acuerdo a lo señalado por el Observatorio de la Deuda de la UMET, el giro de divisas desde el comienzo de la nueva gestión alcanza los USD 3.215 millones. En concepto de Turismo, se calcula una salida desde que asumió Cambiemos hasta la fecha en 8.460 millones de dólares, 1.143 millones de dólares tan sólo en enero de

2017 (un 70% más que en enero de 2016). Por último, los datos del BCRA muestran egresos en concepto de Intereses de la Deuda pagados al extranjero de 55 millones de dólares para el primer mes de este año. Con un monto pagado de USD 12.278 millones en el año 2016, la cifra final para la gestión completa de Cambiemos alcanza los 13.451 millones de dólares (Observatorio de la deuda, 2017; BCRA, 2017).

En total, se estima que la fuga de capitales, calculada como la salida de moneda extranjera en concepto de Formación de Activos Externos (FAE) del Sector Privado no Financiero, giro de Utilidades, Dividendos y Otras Rentas, y Turismo, es de USD 3.141 millones para enero de este año, USD 19.731 millones para el año 2016 completo (un 23% más en relación al año 2015), y USD 25.595 millones de dólares entre diciembre de 2015 y enero de 2017. Si adicionáramos los intereses de la deuda en el cómputo de la fuga de capitales, entonces el egreso de divisas al exterior desde inicios del nuevo gobierno alcanzaría los USD 39.046 millones: USD 32.009 millones fugados en 2016 (un 41% más en relación a 2015) y más USD 3.196 millones fugados tan sólo en enero de 2017, según lo informado por el Observatorio de la Deuda de la UMET.

Reflexiones finales

Las experiencias de endeudamiento desde el golpe de Estado de 1976 hasta la Convertibilidad dejaron claros antecedentes de lo destructivo que fue combinar un escenario externo desfavorable y un tejido productivo local degradado. Argentina estalló a fines del 2001 pero el endeudamiento sobrevino al curso de la crisis social y económica. La deuda fue uno de los verdugos de la convertibilidad y con seguridad tuvo protagonismo al recoger sus restos un año después. La experiencia de más de 40 años de endeudamiento público y privado muestra que, por un lado, el Estado fue un actor central no solo respecto de su propia evolución, sino también en la incidencia e incentivos de los privados. En segundo lugar, que además de la dinámica de las cuentas públicas, el endeudamiento mantuvo una relación directa con la forma de acumular y valorizar capital. La relación íntima entre fuga de capitales y deuda a lo largo de los gobiernos neoliberales es una prueba contundente de ello. Por otro lado, los cambios de política económica ocurridos en la postconvertibilidad y hasta fines de 2015 mostraron los escenarios posibles de mejoras por decisiones políticas que ocurrieron en conjunto en contextos favorables a la negociación y a un régimen de acumulación de capital que priorizó la producción de bienes y servicios con una distribución más equitativa del ingreso.

Por otra parte, la crisis de 2008 y sus efectos sobre los precios de las materias primas y los movimientos de capitales erosionaron el perfil externo argentino. Pese a los éxitos logrados durante el kirchnerismo, el fallo a favor de los fondos buitres en 2014 logró poner en el centro de la agenda gubernamental el problema del endeudamiento y coadyuvó a las presiones existentes sobre el balance de pagos. Se realizaron numerosos intentos de presionar internacionalmente el accionar de estos fondos y a la justicia de Nueva York, cuya máxima expresión fue el armado de un “marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana” en la Asamblea General de Naciones Unidas, que fue votado en octubre de 2015 positivamente por 136 países. Sin embargo, pese al acompañamiento de los BRICS a la gestión diplomática argentina, los votos negativos de Alemania, Japón, Estados Unidos, Canadá y Reino Unido pusieron el número absoluto de votación en términos relativos de poder. Los centros financieros no autorizaron el reclamo argentino. Sin embargo, la nueva gestión asumida en diciembre 2015 se encontró con uno de los mejores estados de la deuda pública y externa que conoció Argentina desde el advenimiento del neoliberalismo: el escaso nivel de endeudamiento y la baja composición de esa deuda en divisas.

En la actualidad, la deuda pública del Estado Nacional se ha deteriorado considerablemente. No sólo creció en términos absolutos, sino que también creció el porcentaje

de deuda en dólares sobre el total. Ante esta situación que carece de indicios de sustentabilidad, el gobierno ha demostrado una clara intención de aumentar dicho endeudamiento. La valorización está fuertemente colocada en el sector financiero de la mano de las altas tasas de interés, mientras que los sectores que deberían crecer para garantizar el repago de la deuda se contraen, como consecuencia de la apertura de las importaciones, el achicamiento del mercado interno, la caída salarial y el déficit en cuenta corriente. A su vez, las divisas obtenidas vía endeudamiento se van al exterior a través del turismo, el pago de intereses y la formación de activos externos del sector privado no financiero. El endeudamiento no se aplica al desarrollo económico, oscureciendo el futuro de nuestro país, sobre todo por el condicionamiento que esto supondrá para la política económica futura. La experiencia reciente vuelve a recordar que con las intenciones de lograr mayor libertad en la hacienda pública no es suficiente, pero sin ella hay mucho para perder.

Bibliografía

- Basualdo, E. M. (2000). Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina. *Revista Realidad Económica* (173), 76 a 103.
- Basualdo, E. (2006). *Estudios de historia económica argentina*. Buenos Aires, Siglo XXI Editores Argentina.
- BCRA. (3 de 2017). Informe Monetario Mensual Febrero de 2017. Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina.
- Bonizzi, B. y. (2015). *Developing Countries' External Debt and International Financial Integration. (121). Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development (FESSUD) Project*. Obtenido de <http://www.fessud.eu/wpcontent/uploads/2015/03/Developing-Countries%E2%80%99-External-Debt-and-International-Financial-Integration-FESSUD-working-paper-121.pdf>
- Bouzas, R. (1988). *Entre la Heterodoxia y el ajuste. Negociaciones financieras externas en América Latina*. Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano. Colección de Estudios Internacionales.
- Calcagno, A. (1999). *La deuda externa explicada a todos (los que tienen que pagarla)*. Buenos Aires, Catálogo.
- Cibils, A. (2007). *At debt's door: What can we learn from Argentina's recent debt crisis and restructuring? Seattle Journal for Social Justice*, 5(2), págs. 755-795.
- Cibils, A. (2010). El sistema financiero argentino desde la reforma de 1977 hasta la actualidad: rupturas y continuidades. *Realidad Económica* (249).
- Cibils, A. (2015). *Towards Justice Centred Debt Solutions: Lessons From Argentina*. Debt and Development Coalition Ireland Special Report. Obtenido de http://www.debtireland.org/download/pdf/towards_justice_centred_debt_solutions_2015.pdf
- Cooper, R. (1984). *Borrowing Abroad: The Debtor's Perspective*. Working Paper 1427, National Bureau of Economic Research.
- Damill, M. (2000). El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la convertibilidad [Informe - 6]. Buenos Aires, CEDES.
- Ferrer, A. (1982). *¿Puede Argentina pagar su deuda externa?* Buenos Aires, EL CID Editor.
- Galasso, N. (2002). *De la banca Baring al FMI. Historia de la deuda externa argentina (1824-2001)*. Buenos Aires, Ediciones Colihue.
- Hakim, P. (1986). The Baker Plan: Unfulfilled Promises. *Challenge*, 29(4).
- McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*.
- Ministerio de, E. y. (2004). Análisis N° II: Argentina, el FMI y la Crisis de la Deuda. Argentina. Obtenido de http://www.mecon.gov.ar/analisis_economico/nro2/2_fmi_crisis_deuda.pdf.

- Observatorio de la deuda Externa, I. d. (2017). Informe del Instituto de Trabajo y Economía de la Fundación Germán Abdala. Buenos Aires.
- Observatorio de la Deuda, U. (12 de 2016). Deuda externa financiada con más fuga de capitales. Un análisis de la deuda y la fuga de capitales del año 2016. Buenos Aires, UMET.
- Observatorio de la deuda, U. (3 de 2017). Segundo Informe de la Deuda Externa. Un seguimiento de las emisiones de deuda y la fuga de capitales desde el comienzo del Gobierno de Cambiemos. Buenos Aires, UMET.
- Olmos, Alejandro, 14.467. Expte N° 7.723/98 (dcia) (Juzgado Nacional en lo Criminal y Correccional Federal N° 2 de la Capital Federal. Registro de la Secretaría N° 4, 13/06/2000).
- Olmos, A. (2004). *Todo lo que usted quiso saber sobre la deuda externa y siempre se lo ocultaron. Quiénes y cómo contrajeron*. Buenos Aires, Ediciones Continente.
- Salama, P. (2006). "Deudas y dependencia financiera del Estado en América Latina". En A. Girón, *Confrontaciones Monetarias: marxistas y post-keynesianos en América Latina*. Buenos Aires, CLACSO.
- Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*.