

CAPÍTULO X

De vuelta al *status quo* ***Deuda e inserción financiera internacional*** ***durante la gestión Cambiemos***

Por Francisco J. Cantamutto y Pablo Nemiña

Introducción

La reducción del peso del endeudamiento externo sobre la economía de la Argentina es acaso uno de los principales legados del período kirchnerista. El *stock* de deuda pública a finales del año 2015 era del 35% del Producto Bruto Interno (PBI), y buena parte de ella estaba en manos de otros organismos públicos. Resultado de la necesidad (la cesación de pagos impedía financiarse en los mercados financieros globales) y la convicción de promover un modelo de acumulación que no estuviera expuesto a la volatilidad de los flujos financieros externos privados, la política de desendeudamiento disminuyó de manera considerable la injerencia directa de los acreedores internacionales, las instituciones que promueven sus intereses como el Fondo Monetario Internacional (FMI), y el sector financiero en general en la política local. Por supuesto, estos actores continuaron presionando por diversas vías para influir en las decisiones de política económica, con diverso grado de éxito.

No obstante, a partir del triunfo de la coalición *Cambiemos* se produjo en la Argentina un giro conservador en la política financiera externa que, en línea con los procesos de neoliberalismo tardío en la región (García Delgado y Gradín, 2017), generó un retroceso en términos de autonomía y profundizó la dependencia (Riggirozzi y Tussie, 2017). Esta nueva política financiera puede caracterizarse a partir de tres elementos. En primer lugar, el endeudamiento externo se consolidó como la principal fuente de entrada de divisas, atraído por una política monetaria que alienta la especulación financiera. Para eso, la actual gestión resolvió rápidamente el litigio con los fondos buitres gracias a una oferta generosa, que reconoció todos sus reclamos (incluido el pago de las costas legales) con

un descuento del 25%. Desde entonces, la Nación, provincias y empresas encararon un programa de endeudamiento inédito por su magnitud y variedad de activos emitidos.

En cuanto al segundo elemento, hubo un repliegue hacia posiciones más conservadoras en términos de la gobernanza financiera internacional. Al virtual abandono del debate en la Organización de las Naciones Unidas (ONU) por la difusión de los principios de restructuración de deuda soberana, se suma un repliegue en la participación en estrategias de financiamiento regional como el Banco del Sur, y la preferencia de las plazas y bancos estadounidenses e ingleses como espacios y acreedores privilegiados.

Por último, el tercer elemento y con el fin de reforzar los gestos de sobre adaptación a las lógicas de poder dominante en las finanzas internacionales y en línea con el acercamiento a los Estados Unidos y las potencias tradicionales (Simonoff, 2017: 4), el gobierno revitalizó el vínculo con las instituciones financieras tradicionales con sede en Washington. Ante la evidencia que ese giro no potenciaría, *per se*, las inversiones reales externas en la economía, el gobierno diversificó sus vínculos económicos a partir de reflotar el acuerdo comercial con la Unión Europea, o potenciar las inversiones rusas y chinas en infraestructura, transporte y energía. Un ejemplo de este posicionamiento pragmático fue la estrategia frente a la crisis cambiaria, que combinó la suscripción de un acuerdo de financiamiento con el FMI con el interés por ampliar el *swap* con China (*Financial Times*, 5/6/18). Según Corigliano (2018: 72), se trata de una estrategia de política exterior flexible que combina ideología y pragmatismo.

Este capítulo se organiza en tres apartados. En el primero, con el fin de comprender el vínculo entre la deuda y el neoliberalismo tardío, se revisan algunos puntos básicos que tuvo esta relación en el pasado reciente. Luego, se analiza en detalle la evolución de la deuda externa durante los primeros treinta meses de la gestión de *Cambiamos*. Por último, se analizan las características e implicancias del regreso del FMI a la Argentina. El capítulo se cierra con un apartado de conclusiones.

El endeudamiento externo en la Argentina reciente

La deuda suele presentarse como un instrumento para favorecer el crecimiento, en la medida en que permite financiar con recursos ajenos las inversiones necesarias. A pesar de ello, considerando el fenómeno a nivel agregado, la deuda compone un mecanismo de sujeción externa para los países. Esto opera en diferentes niveles, desde los estrictamente económicos –la remisión al exterior de pagos de intereses y capital que dejan de estar disponibles para el uso local–, hasta los políticos –la imposición de diversas condicionalidades a la política económica para evitar los reclamos de acreedores– (Toussaint, 1998). Los organismos multilaterales de crédito operan como guardianes en última

instancia de esta lógica, aunque su relevancia como prestamistas para la Argentina no siempre sea la mayor (Brenta, 2008).

A partir de los años '70, la integración financiera global reconoció una fuerte profundización y ampliación, alcanzando ritmos de expansión muy por encima de la producción. América Latina participó de manera tardía en el acceso a fondos disponibles en esa década, pactando condiciones cuyo carácter desventajoso se hizo evidente en la siguiente década, atravesada por la crisis de la deuda (Bulmer-Thomas, 1998). El proceso de reestructuración de las deudas estuvo plagado de tensiones, culminando a fines de la década en un consenso por parte de los acreedores en torno a las reformas estructurales que los países deudores debían realizar para evitar nuevas crisis —omitiendo, por supuesto, toda responsabilidad de su parte—. Este “consenso” permeó los programas económicos de los gobiernos locales incluso cuando sus recomendaciones no estuvieran de manera explícita en las negociaciones de la deuda, pues constituían la receta para mejorar su relación con los acreedores. Así, en directa asociación con la deuda, las reformas estructurales neoliberales ganaron la agenda de los '90.

Vale la pena enfatizar algunos rasgos más de ese proceso de reestructuración, que modificó la relación con los acreedores. Concretamente, y mediante el impulso del plan Brady, se canjearon deudas por préstamos con instituciones bancarias por títulos negociables en mercados secundarios. De esta forma, en sintonía con los cambios de las finanzas a nivel global, los acreedores se multiplicaron y se volvieron más heterogéneos (más tipos de entidades podían comprar los títulos), ganando además en anonimato. Para poder expandir la emisión de títulos negociables en las principales plazas financieras, por último, fue necesario admitir la jurisdicción extranjera en materia de resolución de conflictos, lo cual vulneró la capacidad soberana de los Estados en la gestión de la deuda. Estos rasgos dificultarían futuras reestructuraciones (Macías Vázquez, 2008).

En relación a la dinámica de la acumulación en la Argentina, a partir de la última dictadura la lógica de la deuda ha estado disociada de las necesidades de inversión, para vincularse más bien a la fuga de capitales (Basualdo, 2006; 2017). Esta situación implica una novedad en la forma en que la Argentina se inserta en la mundialización neoliberal, reforzando su carácter dependiente. Los capitales que operan en el país (tanto los locales como los extranjeros) no se ven obligados ni tentados a dar continuidad a su proceso de valorización en la economía nacional, y remiten ganancias al exterior, incluso en colocaciones de baja o nula rentabilidad (Azpiazu y Manzanelli, 2011; Pérez Artica, 2015). Existen múltiples debates en torno a la caracterización de este fenómeno (Gaggero, Rúa y Gaggero, 2015). Consideramos relevante enfatizar que del fenómeno de fuga participa un número relativamente escaso de firmas, que manejan una operatoria internacionalizada, que les facilita la transferencia de recursos al exterior (Basualdo, Nahon y Noch-

teff, 2007; Furtado, 1984). En tanto la moneda local es incapaz de fungir como reserva de valor a escala mundial, no sólo participa de la fuga el empresariado concentrado, sino también los estratos altos y medio-altos de la sociedad.

Para los segmentos no concentrados del entramado productivo, como para la sociedad en general, la fuga aparece como un fenómeno cuyas implicancias –aunque evidentes– son indirectas (Cantamutto y Schorr, 2016). Se pueden enfatizar al menos dos de estas vías de impacto. Por un lado, esta exacción reduce la tasa de crecimiento potencial de la economía; por otro lado, en tanto el Estado promueva esta lógica, lo obliga a balancear las cuentas externas, involucrándose en la toma de deuda externa por fuera de sus necesidades presupuestarias. La deuda pública, pues, juega un rol macroeconómico específico en la continuidad de esta lógica de valorización del capital.

Durante la Convertibilidad, estos rasgos fueron llevados al paroxismo. Las sucesivas reestructuraciones y canjes no pudieron evitar el estallido de una severa crisis, aunque sí permitieron dilatar el momento de eclosión, magnificando sus efectos nocivos. En este contexto, cerca de la mitad de la deuda pública (87,2 mil millones de dólares) fue declarada en cesación de pagos. La gestión del kirchnerismo realizó una nueva serie de complejas reestructuraciones, que permitieron regularizar el 93% de la deuda, basándose en la lógica de pagar hasta el límite de lo compatible con el crecimiento (Cantamutto y Ozarow, 2016; Nemiña, 2012).

Para sintetizar los cambios ocurridos a partir de 2003, se puede señalar que, según declaraciones oficiales, se pagaron 192 mil millones de dólares hasta 2013. Esto no impidió que la deuda pública creciera de los 179,4 mil millones de dólares en 2003 hasta los 254 mil millones en 2015. Es decir, la deuda total creció en el período. La lógica del discurso del “desendeudamiento” (utilizado a partir de los decretos 49/05 y 1.601/05) no estaba ligada a una caída de la deuda total, sino a la mejoría en torno a una serie de indicadores de sostenibilidad. Entre ellos, considerando siempre el período 2003-2015, se destacan: i) la reducción de la cantidad de títulos y jurisdicciones; ii) un aumento de la proporción nominada de pesos (del 24,2% al 33,1%); iii) un aumento de la proporción en manos de residentes locales (pasa del 42,9% al 71,5%); iv) un aumento de la proporción de deuda intra-Estado (llega al 57% en 2015); v) una caída del peso en el PBI (del 141% al 43%); y vi) una caída del peso en las exportaciones totales (pasa 296,2% al 90,8%). En los últimos dos casos, la expansión del PBI y las exportaciones por encima del incremento de la deuda fue clave.

La dinámica explosiva de la deuda en la gestión *Cambiemos*

Con relación a la deuda pública y su relación con el PBI, el gráfico 1 ofrece una mirada de largo plazo que nos permite evaluar los cambios bajo el gobierno de *Cambiemos*.

Allí se puede ver cómo a pesar de los pagos y renegociaciones, salvo en 2004 y 2008, la deuda pública no ha dejado de crecer en términos absolutos. Esto no significa que el comportamiento haya sido lineal: mientras que durante la Convertibilidad se expandió a un promedio de 9,6% interanual, durante el kirchnerismo la tasa se redujo a menos de la mitad, creciendo al 4,1%. Estas variaciones palidecen ante el crecimiento promedio de 14,8% que muestra *Cambiamos* en los dos años registrados (2016 y 2017).

Realizando una evaluación que contemple la dinámica de la creación de valor en el país, se puede complejizar esta lectura. Así, el peso de la deuda en el PBI se llega casi a duplicar durante la Convertibilidad, pasando de significar el 28% en 1992 al 54% en 2001. Es interesante, porque la nominación en moneda extranjera (dólares) de la deuda hizo que su peso se multiplicara al ritmo de la devaluación de salida de aquel régimen de políticas. De un pico de 157% en 2002, se observa cómo su peso disminuyó, fruto combinado del crecimiento del PBI y una mayor nominación en pesos. En el último gobierno del kirchnerismo (2011-2015), promedió un 44%.

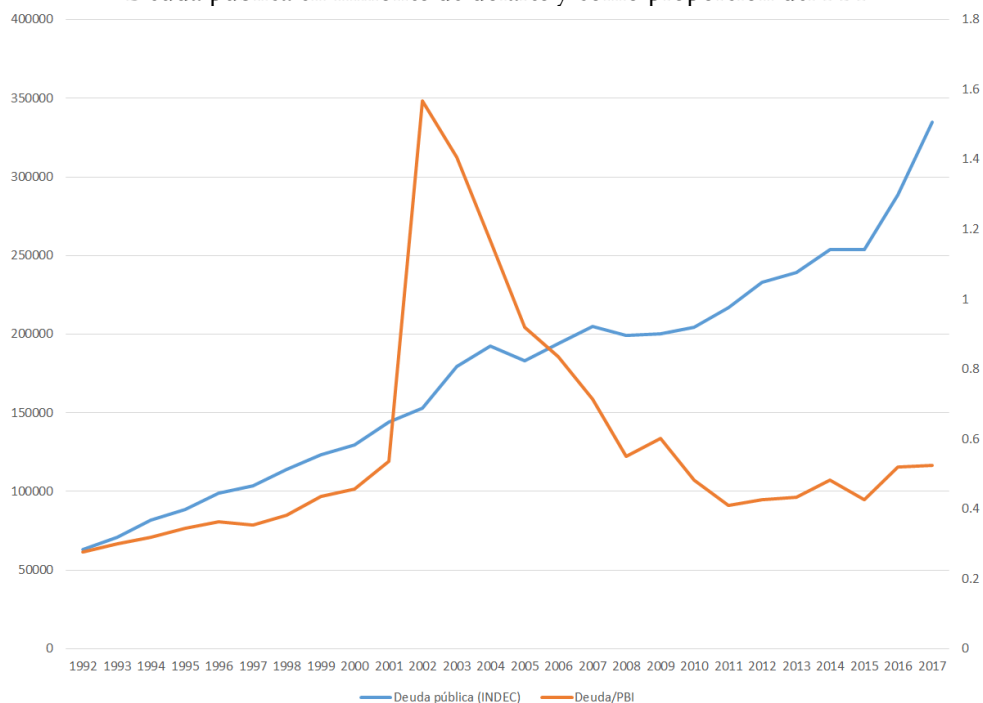
Con *Cambiamos*, combinando bajo dinamismo del PBI y —como veremos— un incremento de la nominación en moneda extranjera, el indicador muestra un salto al 52%¹. Este valor no es distante del señalado para 2001, y está inscripto en la misma tendencia de aumento, a mayor velocidad, aunque partiendo de niveles más bajos. El Observatorio de la Deuda (2018) registraba hasta mayo de 2018 emisiones por 43,6 mil millones de dólares, de los que 22,3 mil millones fueron emitidos en esa moneda. Las corridas cambiarias de 2018 hicieron que el dólar pasara de valer \$18,4 en el inicio de enero a \$25 a fines de mayo, una devaluación del 36%². Finalmente, todo parece indicar que la economía enfrenta un año de recesión o al menos escaso crecimiento. Considerando esos datos, es previsible que el indicador se haya elevado aún más, aunque sin alcanzar la magnitud de 2002.

1 Los datos de la Secretaría de Finanzas del homónimo Ministerio tienen una discrepancia de magnitud, pero no de sentido con lo arriba referido. Según su cálculo, a 2015 la deuda pública bruta representaba un 52,6% del PBI, pasando a ser un 57,1% en 2017.

2 En los siguientes meses se repitieron las corridas cambiarias y se modificaron las políticas públicas para contenerlas, añadiendo una alta volatilidad al tipo de cambio, que dificulta utilizar valores más cercanos en el tiempo al momento de escribir este capítulo.

Gráfico 1:

Deuda pública en millones de dólares y como proporción del PBI



Fuente: Elaboración propia con datos de INDEC y de Banco Mundial.

El indicador comentado se vislumbra limitado para poder comprender la dinámica de la deuda, pues muestra cambios demasiado súbitos. A diferencia de los países que emiten deuda en la misma moneda de curso en su economía, en la Argentina, a los problemas ligados al riesgo de cesación de pagos, se debe agregar el riesgo de descalce de monedas ligado a la devaluación. Por eso, emitir deuda en moneda nacional resulta en una reducción del riesgo asociado a la deuda. En relación a este punto, la proporción nominada en moneda extranjera se incrementa levemente, pasando de 66,9% de la deuda total en 2015 a 68,5% en 2017. Con los datos referidos del Observatorio de la Deuda, incluso podría haber una muy leve disminución del indicador, que seguiría por encima de su valor en 2015.

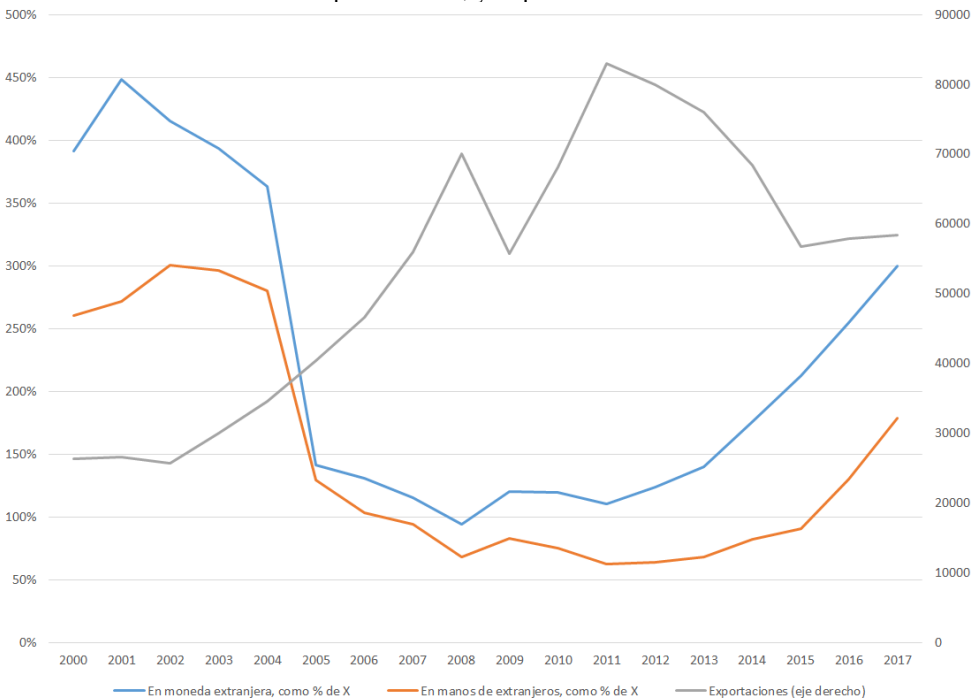
Para poder analizar la dinámica de solvencia, resulta apropiado comparar con las exportaciones, fuente genuina de divisas. El gráfico 2 muestra esta relación en el tiempo, contemplando tanto la deuda nominada en moneda extranjera como la deuda en

manos de extranjeros. Allí se puede observar cómo ambos indicadores mejoran entre la crisis argentina de 2001 y la mundial de 2008, e inician un camino de deterioro desde entonces. Este comportamiento tiene una elevada correlación negativa con la dinámica de las exportaciones, afectadas a su vez por la demanda global y los precios de los *commodities*.

Desde 2015, con un escenario de leve crecimiento de las exportaciones totales, la deuda nominada en moneda extranjera pasó de representar el doble de estas ventas externas a ser el triple, mientras que el porcentaje de deuda en manos de no residentes se duplicó (pasa de 90,8% a 178,5%). Es decir, el gobierno de *Cambiamos* colocó proporcionalmente más deuda en moneda extranjera –lo que eleva el riesgo de descalce– y en manos de no residentes –lo que incrementa la dificultad de cualquier futura renegociación–.

Gráfico 2:

Deuda Pública en moneda extranjera y en manos de no residentes, como proporción de las exportaciones, y exportaciones totales.



Fuente: Elaboración propia con datos de Ministerios de Hacienda y de Finanzas.

El empeoramiento de los indicadores de sostenibilidad está directamente asociado al lugar central de la deuda asignado por el nuevo gobierno, que lo ha utilizado como puntal en la estrategia de “volver al mundo”³. En términos concretos, este lema se traduce en una fuerte liberalización de las cuentas externas (tanto respecto de capitales como de mercancías) y la normalización de los saldos remanentes de acreencias ligados a la cesación de pagos de 2001. De hecho, la primera ley de peso aprobada en el Congreso por iniciativa del Ejecutivo fue la N° 27.249 en marzo de 2016, por la cual se habilitó al pago a los denominados fondos buitres, que comprometió en un sólo movimiento 16,5 mil millones de dólares⁴. Este sería el primer paso, con habilitación del Congreso, para destrabar la nueva dinámica de la deuda. En efecto, tanto la deuda plausible de reestructuración como los atrasos, que se encontraba en torno al 7% en 2015 se reduce al 1% con el nuevo gobierno⁵.

El gobierno de *Cambiamos* mostró además cambios en los instrumentos y en los acreedores. En este brío, ganó preeminencia la emisión de títulos, cuyas características implican mayor circulación secundaria, que agrega volatilidad y multiplica acreedores. Si bien durante el kirchnerismo los títulos promediaron un 53% de la deuda total, desde 2008 fueron creciendo en importancia, alcanzando en 2015 el 63% del total. *Cambiamos* elevó esta proporción al 77%, superando incluso los niveles de la segunda mitad de la Convertibilidad. Entre los préstamos, tanto la banca comercial como los organismos multilaterales ganaron cierto peso después de 2008. Estos últimos, cuyas condicionalidades son particularmente relevantes, habían tenido una gravitación central en el último tramo de la Convertibilidad, alcanzando a explicar el 22% de la deuda total. Durante el kirchnerismo, este peso se estabilizó en torno al 8%, y con *Cambiamos* se reduce al 6%. En este contexto se debe evaluar el regreso al FMI que se discute en la siguiente sección.

Estas mismas tendencias se pueden encontrar observando el peso de la deuda pública en el total de la deuda externa de la economía argentina, como se resume en la

3 La maduración media de la deuda cayó linealmente de un máximo de 12,9 años en 2006 a 7,4 años en 2016. En 2017, fruto de la emisión de un título a 100 años, se logró una leve extensión media a 7,7 años. Es el único indicado que muestra alguna –insignificante– mejoría.

4 A pesar de completar pagos por todos los reclamos abiertos hasta ese momento, incluso sin documentos probatorios, esta operación no cerró las posibilidades de nuevos litigios. En este sentido, el acuerdo *Stand by* firmado con el FMI en 2018 compele al gobierno a negociar de “buena fe” con los acreedores que aún poseen títulos en cesación de pagos y que no aceptaron ninguno de los canjes ni el acuerdo en los tribunales estadounidenses.

5 Al reabrir los canjes en 2010 y 2013, el gobierno reconoció deudas que la ley 26.017 había invalidado. Esto elevó la deuda pendiente de reestructuración, y la elevó retrospectivamente hasta un 21% de la deuda total en 2009.

tabla 1. Allí se puede ver cómo la deuda externa del Estado nacional creció levemente por encima de la deuda externa total durante el último gobierno del kirchnerismo, empujada esencialmente por la activación del *swap* por más de 11 mil millones de dólares con el Banco Central de China. Con *Cambiamos* en el gobierno, la dinámica de la deuda externa se aceleró abruptamente, multiplicándose por 12 la tasa de incremento trimestral. La misma tasa para el Estado nacional se multiplicó por 13. Pero, además, en este nuevo escenario, el gobierno nacional se suma al Banco Central como tomador de deuda, utilizando en ambos casos la emisión de títulos en lugar de la toma de préstamos.

Es decir que la intensa expansión de deuda pública, que excede el crecimiento del producto y las exportaciones, privilegia la emisión de títulos en moneda extranjera, colocados en manos de no residentes. Este comportamiento del Estado, como se explicó, tiene directa relación con la fuga de capitales. En el período que va de diciembre de 2015 a mayo de 2018, la formación de activos externos por parte del sector privado no financiero alcanzó los 47.724 millones de dólares. El endeudamiento total del Estado nacional permite explicar el financiamiento de estas masivas salidas de divisas junto a la acumulación de reservas.

Tabla 1:

Deuda Externa Bruta, renglones seleccionados.

Renglón	Kirchnerismo (IV-11 a IV-15)			Cambiamos (IV-15 a I-18)		
	Valor a IV-15 (mill. US\$)	Variación		Valor a I-18 (mil. US\$)	Variación	
		Total	Promedio		Total	Promedio
Gobierno	87.701	3%	0%	152.922	74%	8%
Préstamos	29.048	4%		35.121	21%	
Títulos	58.652	3%		117.801	101%	
BCRA	13.958	84%	5%	23.239	66%	7%
Préstamos	11.620	132%		11.115	-4%	
Títulos	0	0		9.664	infinito	
Total Estado nacional	101.659	10%	1%	176.161	73%	8%
Total	167.412	7%	0%	253.741	52%	5%

Fuente: Elaboración propia con datos de INDEC.

Por supuesto, esta lógica de endeudamiento tiene implicancias. El peso de los pagos de intereses en los recursos tributarios alcanzó un mínimo en 2013 (del 4,9%), subiendo desde entonces. Sin embargo, mientras que en 2015 representaban el 7,9% de estos recursos, en 2017 alcanzan el 11,9%. Los servicios totales muestran la misma tendencia, aunque magnificada: de ser el 30,8% de los recursos tributarios en 2013, pasan a 38,9% en 2015, y llegan al 65,8% en 2017. Esto compromete una significativa masa de fondos, que comienza a entrar en conflicto con otros usos, en el marco de un programa de ajuste fiscal. Es decir, no resuelven un problema de déficit fiscal, sino que lo intensifican.

De conjunto, bajo el gobierno de *Cambiamos*, la deuda ha mostrado un intenso crecimiento, deteriorando el conjunto de los indicadores de sostenibilidad (Brenta, 2018). Aunque algunos de estos mostraban señales durante los últimos años del kirchnerismo, su *performance* se ha profundizado severamente. La evidencia oficial disponible sugiere que su dinámica ha empeorado las cuentas fiscales, sin un impacto visible sobre el nivel de actividad, destinado más bien a financiar una nueva fase de fuga de capitales. Como en anteriores oportunidades, la intensa toma de deuda viene de la mano de un programa de reformas regresivas. La emisión masiva de títulos en el exterior sugiere que, en caso de problemas de pago, la renegociación será nuevamente conflictiva.

El regreso al FMI

Entre 2016 y 2017, las bajas tasas de interés internacionales y la eliminación de buena parte de los controles cambiarios alentaron el ingreso de capital a través de inversiones financieras especulativas atraídas por las altas tasas reales positivas en moneda nacional y la emisión de 88 mil millones de dólares de nueva deuda externa pública y privada (equivalentes al 13% del PBI) (Bortz y Zeolla, 2018). Pero la combinación de un contexto de menor liquidez internacional y mayor incertidumbre económica local disparó una corrida cambiaria que demandó más de diez mil millones de dólares de reservas y generó una depreciación del 40% del tipo de cambio. En ese marco, el gobierno anunció apresuradamente la suscripción de un acuerdo con el FMI. El programa incluye financiamiento por 50 mil millones de dólares, de los cuales el gobierno utilizará 15 mil y –por ahora– dejará el resto con carácter precautorio. Se trata del programa con desembolsos más alto de la historia del FMI, que otorgó un acceso excepcional equivalente al 1.110% de la cuota argentina. El acuerdo demanda acelerar el ritmo del ajuste fiscal para eliminar el déficit en 2020, con eje en la reducción de la inversión pública, las transferencias a las provincias y la masa salarial, esto último se planea lograr mediante una combinación de reducción de la dotación

y caída del salario real. También se continuará el aumento de las tarifas para reducir los subsidios, aunque resta la definición que haga el nuevo ministro. El programa también limita los márgenes de autonomía en política monetaria y cambiaria, lo cual incluye recalibrar las metas de inflación para extender a 2021 el compromiso de una inflación de un dígito, suspender las transferencias al Tesoro por parte del BCRA, reducir progresivamente el *stock* de LEBAC y de Letras Intransferibles del Tesoro en poder del Banco Central, establecer un piso de reservas y limitar las intervenciones en el mercado cambiario, esto último punto con el fin de que el precio del dólar se determine libremente en el mercado. En este sentido, el Fondo estableció como condición la aprobación de una reforma a la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina (BCRA) para marzo del año próximo.

Un repaso de la historia de la Argentina con el Fondo revela que la participación del organismo en la economía de nuestro país ha sido frecuente: del período de 50 años que va desde 1956 (año en que el país ingresó a la institución) a 2006, la Argentina estuvo bajo acuerdo con el Fondo en 38 años; y el *stand by* anunciado sería el vigésimo desde el primero firmado por el gobierno de Frondizi en 1958 (Brenta, 2008). No obstante, hacía casi dos décadas que el país celebraba haberse librado de la tutela del FMI. Luego de cancelar por anticipado la deuda de casi 10 mil millones a finales de 2005 —en una decisión coordinada con Brasil— y denunciar la corresponsabilidad del Fondo en la crisis económica más profunda que afectó al país, el gobierno kirchnerista desplazó al organismo del escenario político local por considerarlo una institución poco legítima.

El acuerdo excepcional expresa la coincidencia de intereses entre las potencias centrales, el gobierno y el FMI. La obtención de una línea de crédito de más del 1.000% de la cuota requiere necesariamente el visto bueno de las potencias centrales que son los países que ostentan mayor poder de voto dentro del organismo, en especial, los Estados Unidos y el resto de los países del G7. El apoyo al gobierno de Macri es un espaldarazo a un gobierno que promueve dar vuelta la página del “populismo” a fuerza de avanzar en la apertura financiera y comercial y la implementación de reformas pro mercado, que profundizan la integración dependiente de nuestro país en la economía global. En este sentido, *Cambiamos* cumple un rol geopolítico de demostración del cambio que las potencias buscan en la región: gobiernos que subordinen sus agendas externas a las necesidades de esas potencias.

En el caso del gobierno, el programa permite acceder al financiamiento externo a una tasa de interés relativamente baja (entre 4% y 5%) en momentos donde los inversores internacionales han dado señales de saturación. Asimismo, espera que el acuerdo funcione como un sello de aprobación que restablezca la confianza de los

inversores privados a fin de recuperar el financiamiento externo. Sin embargo, la evidencia muestra que en lugar de habilitar una “lluvia de inversiones”, los acuerdos con el FMI sólo poseen un modesto efecto positivo sobre las inversiones de portafolio –por cierto, las más especulativas y volátiles– (Bird y Rowlands, 2009)⁶. Es este sentido, existe el riesgo de que la reducción del déficit fiscal no logre restablecer el financiamiento externo y lleve a la economía a un círculo vicioso de recesión y ajuste, muchas veces visto en los programas del FMI (Bembi y Nemiña, 2007). Al respecto, dado que los lineamientos del programa son compartidos por el equipo económico y el organismo, es plausible pensar que el gobierno ha buscado las condicionalidades del Fondo para vencer las resistencias políticas internas al ajuste apelando a la estrategia de “manos atadas”.

Por otra parte, el gobierno ha señalado que el FMI ha abandonado las recetas únicas que caracterizaron su intervención en las crisis de los '90 y muestra mayor sensibilidad social. Sin embargo, la evidencia ofrece poco optimismo en ese punto. Desde la crisis de 2008 el Fondo muestra un discurso *aggiornado*, desde el cual se permite ponderar los controles de cambios, promover la reducción de la desigualdad y pisos de protección social para los sectores más vulnerables y reconocer que, en ciertas ocasiones, el ajuste fiscal puede ser recesivo (Ban y Gallagher, 2015). Sin embargo, la resistencia política e intelectual de los países centrales y los funcionarios a que permeen los parámetros de evaluación, lleva a que la orientación de sus recomendaciones evidencie más continuidades que cambios.

Si bien se ha creado espacio para la implementación de políticas alternativas en el corto plazo (en especial en el campo fiscal y en la regulación de capitales), es difícil interpretar el giro dado hasta el momento como un quiebre en la visión económica ortodoxa tradicional del organismo (Vernengo y Ford, 2014). Por otra parte, la fuerte ortodoxia del BCRA que desmontó los controles impide aprovechar, irónicamente, una de las pocas ventanas heterodoxas del Fondo.

Por último, el mayor enfoque en la protección social también encuentra obstáculos para permear a las prácticas políticas del organismo ya que su implementación suele verse afectada por las exigencias de austeridad incluidas en los mismos programas (Kentikelenis *et al.*, 2016). Con relación a las condiciones laborales como los límites a los salarios públicos o las reformas laborales y/o previsionales, si bien discursivamente tienen un lugar marginal en el discurso del Fondo, muchos programas posteriores a la crisis

6 Considerando el agregado de diciembre de 2015 hasta mayo de 2018, la Inversión Extranjera Directa (IED) totalizó 5.413 millones de dólares. Pero si le restamos las remisiones al exterior en concepto de utilidades y dividendos (por un total de 5.689 millones), el saldo es negativo. Parece haber “llovido” de adentro hacia afuera. La inversión de portafolio totalizó en el mismo período 12.274 millones, mostrando además gran volatilidad, pasando de ingresos mensuales por 2.000 millones a salidas de 1.400 millones.

incluyeron límites a los salarios públicos y reformas laborales o al sistema previsional, tal como la aprobada en la Argentina a finales de 2017.

Reflexiones finales

Desde su asunción a finales de 2015, el gobierno de *Cambiamos* avanzó en una agenda de reformas pro mercado y ofertistas, para lo cual promovió un giro profundo en la política financiera internacional orientada a reinsertar al país en los mercados internacionales de capital. La resolución del litigio con los fondos buitres merced a una generosa oferta rehabilitó el mecanismo de la colocación de bonos en el exterior, que se consolidó como la vía principal para financiar los déficits fiscales y de cuenta corriente, y la persistente fuga de capitales.

Como era de esperarse, esto abrió una nueva etapa de veloz e intenso endeudamiento, que deterioró de manera significativa los indicadores de sostenibilidad. El gobierno optó por dar un lugar preeminente a la toma de deuda en moneda extranjera, colocada en títulos públicos vendidos a agentes privados bajo jurisdicción extranjera. De esta forma, no sólo ha crecido la deuda total, sino que se incrementó el riesgo de descalce junto a las dificultades en caso de renegociación. La deuda ha superado en dinamismo el crecimiento del PBI y de las exportaciones, poniendo en una situación más delicada tanto la solvencia como la liquidez del país. Esto ha llevado a explorar nuevas vías de crédito.

En línea con el renovado acercamiento a las Instituciones Financieras Internacionales tradicionales de Bretton Woods, suscribir un acuerdo condicional con el FMI implica un retroceso en la autonomía financiera del país, ya que aumenta los condicionamientos externos sobre la política económica. A partir de ahora, los intereses del organismo, e indirectamente de los países centrales y el sistema financiero, poseen mayores posibilidades para permear y condicionar la política local.

La coincidencia ideológica y política entre el equipo económico y el Fondo sobre la necesidad de acelerar el ajuste fiscal para restablecer la confianza de los inversores externos, vuelve probable que en una primera etapa las negociaciones se desarrollen con un bajo grado de conflicto. Sin embargo, la experiencia histórica obliga a ser extremadamente recelosos a la hora de esperar que, en lugar de garantizar condiciones más favorables para los acreedores externos, esas políticas contribuyan a restablecer el crecimiento y sienten las bases de un proyecto de desarrollo.

Referencias bibliográficas

- Azpiazu, D. y Manzanelli, P. (2011). Reinversión de utilidades y formación de capital en un grupo selecto de grandes firmas (1998-2009). *Realidad Económica*. (257), 56-81.
- Ban, C. y Gallagher, K. (2015) Recalibrating Policy Orthodoxy: The IMF Since the Great Recession. *Governance*. Vol. 28, N° 2, 131-146.
- Basualdo, E. (2006). *Estudios de Historia Económica Argentina. Desde Mediados del Siglo XX a la Actualidad*. Buenos Aires: FLACSO-Siglo XXI.
- Basualdo, E. (Ed.). (2017). *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Basualdo, E. Nahon, C. y Nochteff, H. (2007). La deuda externa privada en la Argentina (1991-2005). Trayectoria, naturaleza y protagonistas. *Desarrollo Económico*. 47 (186), 193-224.
- Bembi, M. y Nemiña, P. (2007). *Neoliberalismo y desendeudamiento. La relación Argentina-FMI*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Bird, G. and Rowlands, D. (2009). The IMF's Role in Mobilizing Private Capital Flows: Are There Grounds for Catalytic Conversion? *Applied Economics Letters*. Vol. 16, N° 17, 1705-1708.
- Brenta, N. (2008). *Argentina atrapada: historia de las relaciones con el FMI: 1956-2006*. Buenos Aires: Ediciones Cooperativas.
- Brenta, N. (2018). *La deuda pública y la consistencia macroeconómica* (Análisis No. 26). *La economía argentina a dos años de gobierno de Cambiemos*. Buenos Aires: FES Argentina.
- Bortz, P. y Zeolla, N. (2018). *Argentina: From the "confidence fairy" to the (still devilish) IMF*. Disponible en: <https://criticalfinance.org/2018/05/17/argentina-from-the-confidence-fairy-to-the-still-devilish-imf/>.
- Bulmer-Thomas, V. (1998). *La historia económica de América Latina desde la Independencia*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Cantamutto, F. J. & Ozarow, D. (2016). Serial payers, serial losers? The political economy of Argentina's public debt. *Economy and Society*. 45 (1), 123-147.
- Cantamutto, F. J. y Schorr, M. (2016). A propósito del Bicentenario de la Independencia nacional. Breve ensayo sobre la dependencia de la economía argentina. *Realidad Económica*. N° 302, 118-141.
- Corigliano, F. (2018). Flexibilidad en un mundo incierto: Creencias, espacios y lineamientos de la política exterior del gobierno de Macri al promediar el mandato. *Perspectivas. Revista de Ciencias Sociales*. 3 (5), 62-97.
- Financial Times (2018, 5 de junio). *Argentina woos China in hunt for support package*.
- Furtado, C. (1984). *Transnacionalización y monetarismo*. En S. Méndez (Ed.). *La crisis internacional y la América Latina*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Gaggero, A., Rúa, M. y Gaggero, J. (2015). Principales características e impacto macroeconómico de la fuga de capitales en Argentina. *Problemas Del Desarrollo*. 182 (46), 67-89.
- García Delgado, D. y Gradin, A. (2017). *Neoliberalismo tardío: Entre la hegemonía y la inviabilidad. El cambio de ciclo en la Argentina*. En D. García Delgado y A. Gradin (Comps). *El Neoliberalismo tardío. Teoría y praxis* (pp. 15-26). Buenos Aires: FLACSO.

- Kentikelenis, A., Stubbs, T. y King, L. (2016). IMF conditionality and development policy space, 1985-2014. *Review of International Political Economy*. 23 (4), 543-582.
- Macías Vázquez, A. (2008). La deuda externa en el mundo en desarrollo: sostenibilidad, alivio y reestructuración. *Documento de Trabajo N° 25*. Madrid: Fundación Carolina.
- Nemiña, P. (2012). Argentina: Camino del desendeudamiento (1991-2011). *Ola Financiera*. (12), 70-88.
- Observatorio de la Deuda. (2018). *Emisiones de mayo 2018*. Buenos Aires. Disponible en: www.itegaweb.org/observatorios/de-deuda/
- Pérez Artica, R. (2015). Una mirada crítica del actual debate sobre estancamiento secular. *Cuadernos de Economía Crítica*. 1 (2), 15-48.
- Riggirozzi, P. y Tussie, D. (2017). Rethinking our region in a post-hegemonic moment, En J. Briceño-Ruiz e I. Morales (Eds.). *Post-Hegemonic Regionalism in the Americas. Toward a Pacific-Atlantic Divide?* (pp. 16-31). London: Routledge.
- Simonoff, A. (2017). Cambio en el mejor equipo económico de los últimos cincuenta años. *Revista Relaciones Internacionales*. 53, IRI-UNLP, Segmento digital, 1-9. Disponible en: http://www.iri.edu.ar/wp-content/uploads/2017/11/ri-53SG-pea_Presentacion.pdf
- Toussaint, E. (1998). *Deuda externa en el Tercer Mundo: las finanzas contra los pueblos*. Caracas: CADTM / CS-APN / Nueva Sociedad.
- Vernengo, M. y Ford, K. (2014). Everything Must Change so that the IMF Can Remain the Same: The World Economic Outlook and the Global Financial Stability Report. *Development and Change*. 45 (5), 1193-1204.