
Deuda externa y corrida cambiaria. Un análisis del gobierno de Cambiemos en perspectiva histórica*

Pablo Manzanelli

FLACSO-UNQ

pdmanzanelli@gmail.com

Mariano A. Barrera

FLACSO-CONICET

marianoabarrera@gmail.com

External debt and exchange run. An analysis of the Cambiemos government in historical perspective.

Dívida externa e corrida de câmbio. Uma análise do governo da Cambiemos na perspectiva histórica.

Recibido: 3 de septiembre de 2018

Aceptado: 15 de noviembre de 2018

Resumen

En la Argentina y en Latinoamérica, desde hace varias décadas, la deuda externa se constituyó en una verdadera carga sobre sus poblaciones a partir de las crecientes partidas presupuestarias destinadas al pago de sus intereses cuya contrapartida son las políticas de ajuste económico que

* Este trabajo se realizó bajo el patrocinio de la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica en el marco del Proyecto PICT-2016-3306 "Condicionamientos estructurales, macroeconómicos y sectoriales, y sus manifestaciones en el sector externo". Su redacción concluyó en septiembre de 2018.

aplican los gobiernos neoliberales. En este marco, el objetivo del presente artículo radica en analizar la evolución de la deuda externa desde 1976 hasta 2017, analizando sus distintos ciclos (de expansión y desendeudamiento), centrando el foco en el nuevo proceso de endeudamiento externo iniciado con el gobierno de la alianza Cambiemos, considerando su naturaleza, características y factores sobresalientes.

Palabras clave: deuda externa; fuga de capitales; argentina; valorización financiera; alianza Cambiemos.

Códigos JEL: F34; G12.

Abstract

In Argentina and Latin America, for several decades, the external debt became a real burden on their populations from the growing budget items for the payment of their interests whose counterpart is the economic adjustment policies applied by the neoliberal governments. In this framework, the objective of this article is to analyze the evolution of the external debt from 1976 to 2017, studying its different cycles (of expansion and deleveraging), on the new process of external indebtedness initiated with the government of the alliance Cambiemos, considering its nature, characteristics and outstanding factors.

Keywords: external debt; capital flight; Argentina; financial valorization; alliance Cambiemos.

JEL Codes: F34; G12.

Resumo

Na Argentina e na América Latina, durante várias décadas, a dívida externa tornou-se um fardo real para as populações dos crescentes itens orçamentários para o pagamento de seus interesses, cuja contrapartida são as políticas de ajuste econômico aplicadas pelos governos neoliberais. Nesse contexto, o objetivo deste artigo é analisar a evolução da dívida externa de 1976 a 2017, analisando seus diferentes ciclos (de expansão e endividamento), focando o foco no novo processo de endividamento externo iniciado com o governo da aliança Cambiemos, considerando sua natureza, características e fatores pendentes.

Palavras-chave: dívida externa; fugas de capital; Argentina; avaliação financeira; aliança Cambiemos.

Códigos JEL: F34; G12.

Introducción

Es innegable que la deuda externa ha ocupado un papel central en la historia de la economía argentina. Esto se pone de relieve, con mayor énfasis, a partir de mediados de la década de 1970. Tanto por su virulenta expansión en el período 1976-2001 como por la declaración de la cesación de pagos en 2002 y el inicio de un proceso de desendeudamiento que perduró hasta 2015, la deuda externa y los procesos de ajuste asociados a sus compromisos se constituyeron como elementos insoslayables en los análisis económicos y políticos. La asunción del gobierno de Macri en diciembre de 2015 no estuvo ajena a estas circunstancias ya que la deuda externa emerge como la principal fuente de financiamiento de su política económica.

En ese marco es que se inscribe este trabajo, que pretende evaluar en perspectiva histórica la magnitud, las características y los factores sobresalientes que indujeron el proceso de endeudamiento externo durante los dos primeros años de gestión de la alianza Cambiemos.

Ello involucra la necesidad de realizar, primero, un análisis de largo plazo a través de las estadísticas de la balanza de pagos, examinando el comportamiento de la deuda externa total y la de sus principales componentes (deuda externa pública y privada) en el período 1976-2017, lo cual será objeto del próximo apartado. En la siguiente sección se avanza en el examen de ciertos elementos que sirven para analizar los factores que indujeron el endeudamiento externo reciente, poniendo el acento en el sendero evolutivo que asume el saldo de cuenta corriente y las cuentas fiscales. En un cuarto acápite se pasa revista, por la relevancia que asumió en el marco del proceso de esta investigación, a la corrida cambiaria que se desató en abril de 2018 y que desembocó en el pedido de un nuevo préstamo -de relevancia histórica- al FMI. Cierran este trabajo unas breves reflexiones finales.

1. El nuevo ciclo de endeudamiento externo¹

A lo largo de la segunda etapa de sustitución de importaciones, en el marco del “modelo de dos sectores” y los periódicos estrangulamientos de la balanza de pagos, el endeudamiento externo constituía una pieza clave en los momentos críticos del ciclo económico. Es decir, la deuda externa

1- El objeto de estudio de esta investigación es la deuda externa definida como “el monto pendiente de las obligaciones no contingentes asumidas por residentes de una economía frente a no residentes con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos” (INDEC, 2018: 7).

era una variable dependiente de la economía real y específicamente de la expansión industrial en la medida en que permitía garantizar las divisas necesarias para adquirir bienes del exterior en los años que se registraba un saldo deficitario del comercio exterior. No solo su magnitud sino también el carácter de la deuda externa alteraron su comportamiento con la irrupción de la última dictadura militar en 1976. A partir de allí se asistió a un proceso de reversión del proceso de industrialización que culminó en 2001 con la gran crisis de fin de siglo, mientras que tanto la deuda externa como la fuga de capitales se independizaron de la economía real y adquirieron dimensiones impensadas pocos años antes².

El proceso de valorización financiera en el período 1976-2001 se sustentó, en la generalidad de los casos, en el endeudamiento externo, la valorización en el mercado financiero interno y la fuga de recursos al exterior. La acción del Estado fue determinante por varios motivos, entre los que resalta la provisión de divisas mediante su propio endeudamiento para hacer posible la fuga de capitales al exterior³; la determinación, a través de su endeudamiento en el mercado interno, de un diferencial positivo entre la tasa de interés interna y la internacional, que permitió la valorización financiera como eje central del proceso económico; la estatización de la deuda externa privada mediante los seguros de cambio durante la década de 1980; la enajenación del patrimonio nacional mediante las privatizaciones para salir del *default* y posibilitar un nuevo ciclo de endeudamiento privado durante la década de 1990 (Basualdo, 2010).

Tras el colapso de 2001, la deuda externa siguió siendo decisiva pero estuvo signada por un proceso contrario al que tuvo lugar en el régimen de acumulación anterior. Es decir, su importancia radicó en el “desendeudamiento” y el cambio de la composición de la deuda pública en el marco del ciclo de gobiernos kirchneristas (2003-2015). Estas modificaciones se desplegaron en un contexto en el que la política económica apuntó, no siempre con éxito, a impulsar el crecimiento de la economía real a través de la

2- Sobre el proceso de endeudamiento externo, puede consultarse Basualdo (2010; 2017), Calcagno (1987), Damill, Frenkel y Rapetti (2005), Rapoport (2014).

3- A simple título ilustrativo cabe mencionar las conclusiones que se desprenden del fallo del juez Ballesteros, donde queda constatado que las empresas públicas eran obligadas por los equipos de Martínez de Hoz a tomar préstamos en el exterior sin que las divisas obtenidas se destinaran a atender sus necesidades financieras en moneda extranjera (Olmos, 2004: 216).

implementación de políticas expansivas que reactivaron el consumo.

Cabe apuntar que el hito fundamental en términos de desendeudamiento fue el canje con quita consumado en 2005, mientras que el posterior realizado en 2010 fue complementario pero destacable porque permitió incrementar el monto de la deuda que adhirió al canje por encima del 90% (Wainer y Bona, 2017 y Müller, 2013). Asimismo, vale resaltar la cancelación al capital adeudado al FMI que se concretó en 2006. Por su parte, en la modificación de la composición de la deuda externa fue decisiva la estatización de los fondos jubilatorios que pasaron a ser administrados por la ANSES, lo cual permitió incrementar la deuda en manos del propio sector público y disminuir, en consecuencia, la tenencia del sector privado (De Lucchi, 2014).

Otro momento significativo en la trayectoria de la deuda externa ocurrió en la fase final de la administración kirchnerista, cuando se desató con mayor virulencia el conflicto con los denominados “fondos buitres” (Kupelian y Rivas, 2013). Se trata de un conflicto que bloqueó las pretensiones evidentes de acceder al mercado internacional de capitales en el marco de la emergencia de la restricción externa, cuestión que se había puesto de relieve tras al pago indemnizatorio a Repsol por la nacionalización del 51% del paquete accionario de YPF y el arreglo con los países miembros del Club de París.

En ese marco, y tras el recambio gubernamental, es que se inscribe un nuevo proceso en el que se advierte un cambio de tendencia respecto a la evolución de la deuda. Está claro que para ello se requería, como condición sine qua non, el acuerdo con los “fondos buitres” de modo tal de acceder al mercado internacional de crédito. En los hechos, la cancelación de la deuda con los *holdouts* junto al pago de una parte del resto del 7% de los acreedores que no accedieron a los canjes 2005 y 2010, implicó la emisión de bonos por 16,5 mil millones de dólares a una tasa de interés promedio del 7%. A partir de allí se puso de manifiesto un acelerado proceso de endeudamiento externo.

Antes de avanzar en el análisis histórico de este fenómeno resulta pertinente realizar una breve digresión metodológica. La construcción de una serie de deuda externa total en la Argentina en los últimos 40 años tiene ciertas complejidades, entre las que se destacan los cambios metodológicos en la balanza de pagos. Por ejemplo, a fines de la década de 1990, se adecuó la estructura del balance y los métodos de estimación a los lineamientos establecidos en el quinto Manual del Balance de Pagos publicado por el FMI en 1993. En lo que aquí concierne, ello incluyó la contabilización de pasivos privados (deudas comerciales y deudas directas con bancos y con proveedores), recurriendo a información contable de empresas y encuestas. Esta

modificación acarreó un incremento de la deuda externa privada en torno al 90% en 1998 (Damill, 2000).

Estas estimaciones elaboradas por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales fueron discontinuadas en diciembre de 2001 en virtud del nuevo relevamiento del Banco Central, que contaba con una cobertura más amplia (de 350 a 9000 empresas) y, por ende, sus resultados derivaron en un volumen superior de deuda externa privada (DNCI, 2004). Además, a fines de 2001 se incluyeron los préstamos garantizados en los bonos y títulos del sector privado no financiero, y se excluyó la deuda externa de las entidades a las que el Banco Central les revocó la autorización para funcionar en 2002, que se estimaba en alrededor de mil millones de dólares.

Existe otro aspecto que alteró el tratamiento de la deuda externa y no guardó correspondencia con cambios estrictamente metodológicos sino con el proceso de reestructuración de la deuda externa pública tras el *default* a fines de 2001. Además de incorporarse los resultados de los canjes 2005 y 2010, una cuestión no menor fue el tratamiento de los "atrasos" de aquellos tenedores que no habían ingresado al canje. En efecto, a partir de 2005 los "atrasos" que se incluyeron eran sólo los que correspondían a la deuda con acreedores oficiales (Club de París, Eximbank Japón y Banco de España) y títulos de gobiernos locales pendientes de renegociación. De modo tal que no se incluyeron los títulos de la deuda no ingresada al canje dado que, según constaba en el Prospecto del mismo, los títulos elegibles no presentados podían permanecer impagos indefinidamente. Ello se garantizaba a través de la llamada "ley cerrojo" (Ley 26.017) que, de todos modos, fue suspendida en reiteradas ocasiones como en la reapertura del canje de 2010 y en el acuerdo con los *holdouts* en 2016.

Esta cuestión de cómo computar los atrasos también tuvo su impacto en la revisión de la deuda externa tras el arreglo con los *holdouts*, es decir, se trata de un volumen de deuda externa que no era considerada como tal en las series anteriores. Si bien la incorporación del acuerdo con el Club de París solo alteró levemente la contabilización de la deuda externa pública en la balanza de pagos (en torno a 1,5 mil millones de dólares en los años previos a 2014 por efecto del reconocimiento de intereses punitivos), el arreglo con los "fondos buitres" acarreó modificaciones sustanciales ya que el adicional en la categoría de "atrasos" de la deuda fue en promedio de 17 mil millones de dólares en el período 2006-2015 entre la nueva serie de la balanza de pagos y la anterior. En efecto, el cambio más trascendente en materia de la deuda externa que se implementó con la revisión que se hizo en 2016 de la

serie, y que se mantuvo en 2017 con la adaptación a las recomendaciones del Manual de Balanza de Pagos sexta edición y al Manual de Estadísticas de la deuda externa del FMI de 2013, se circunscribió a la incorporación de la deuda con los *holdouts* tras el arreglo en 2016.

Teniendo en cuenta estas consideraciones metodológicas –por cierto, insalvables– que, en rigor de verdad, dificultan la comparación estricta de las series de la deuda externa, en el cuadro I consta el stock y flujo neto (medido como la variación del stock) de la deuda externa total, pública y privada entre 1976 y 2017, tanto en dólares corrientes como en dólares constantes.

A partir de estas evidencias se pone de relieve, en primer lugar, el acelerado proceso de endeudamiento externo durante la valorización financiera y la resolución de la crisis final de la convertibilidad, que incluyó el salvataje al sistema financiero, la acumulación de intereses impagos y la asistencia a las provincias. Entre 1976 y 2001, la deuda externa total aumentó 140,9 mil millones de dólares en términos nominales, monto que asciende a 170,9 mil millones de dólares considerándolo a valores de 2017.

Tal como lo señala la literatura, en ese extenso período las etapas de mayor endeudamiento externo fueron la de la dictadura militar (13,9 mil millones de dólares anuales a valores de 2017) y la de los gobiernos de la década de 1990 (12,6 mil millones), en tanto que la administración de Alfonsín (1984-1989) fue la de menor envergadura debido a las restricciones para el acceso al crédito internacional.

Sin embargo, el proceso de endeudamiento externo en las etapas de auge tuvieron características disímiles, ya que en la dictadura militar la deuda externa total estuvo impulsada por la deuda externa pública (10,1 mil millones de dólares anuales que contrastaron con los 3,9 mil millones de la deuda privada) y, en cambio, cuando estuvo vigente el régimen de convertibilidad el ascenso del endeudamiento externo fue motorizado por la deuda privada (6,9 mil millones de dólares anuales versus 5,6 mil millones de dólares de la deuda pública).

En segundo lugar, las evidencias también ponen de manifiesto la reversión de este proceso de endeudamiento externo tras el *default* en 2001 y el ciclo de gobiernos kirchneristas que lo sucedió. Allí se destaca el efecto del canje de 2005, la cancelación de los compromisos externos con el FMI y, en menor medida, el canje de 2010 que tuvo un efecto menor en la deuda externa debido a que la renegociación no reconoció prácticamente la emisión de bonos en moneda local sino fundamentalmente en moneda extranjera con residentes del exterior.

Cuadro I. Stock y flujo neto* de la deuda externa total, pública y privada en dólares corrientes y constantes, 1976-2016 (miles de millones de dólares)

	Precios corrientes						Precios constantes					
	Stock de deuda externa			Flujos de deuda externa			Stock de deuda externa			Flujos de deuda externa		
	Total	Pública	Privada	Total	Pública	Privada	Total	Pública	Privada	Total	Pública	Privada
1976	8,3	5,2	3,1	0,5	1,2	-0,7	35,8	22,4	13,4	2,2	5,2	-3,0
1977	9,6	6,0	3,6	1,3	0,8	0,5	38,8	24,3	14,6	5,3	3,2	2,0
1978	12,5	8,4	4,1	2,9	2,4	0,5	47,0	31,6	15,4	10,9	9,0	1,9
1979	19,1	10,0	9,1	6,6	1,6	5,0	64,5	33,8	30,7	22,3	5,4	16,9
1980	27,2	14,5	12,7	8,1	4,5	3,6	80,9	43,1	37,8	24,1	13,4	10,7
1981	35,6	2,0	15,6	8,4	5,5	2,9	96,0	53,9	42,1	22,6	14,8	7,8
1982	43,6	28,6	15,0	8,0	8,6	-0,6	110,7	72,6	38,1	20,3	21,8	-1,5
1983	45,1	31,7	13,4	1,5	3,1	-1,6	111,0	78,0	33,0	3,7	7,6	-3,9
1984	46,2	35,5	10,7	1,1	3,8	-2,7	109,0	83,8	25,2	2,6	9,0	-6,4
1985	49,3	40,9	8,4	3,1	5,4	-2,3	112,3	93,2	19,1	7,1	12,3	-5,2
1986	51,4	44,7	6,7	2,1	3,8	-1,7	114,9	100,0	15,0	4,7	8,5	-3,8
1987	58,3	51,8	6,5	6,9	7,1	-0,2	125,8	111,7	14,0	14,9	15,3	-0,4
1988	58,5	53,5	5,0	0,2	1,7	-1,5	121,3	110,9	10,4	0,4	3,5	-3,1
1989	63,3	58,4	4,9	4,8	4,9	-0,1	125,2	115,5	9,7	9,5	9,7	-0,2
1991	61,3	52,7	8,6	-0,9	3,9	-4,8	110,4	94,9	15,5	-1,6	7,1	-8,6
1992	63,0	50,7	12,3	1,6	-2,1	3,7	110,0	88,5	21,5	2,9	-3,6	6,5
1993	72,4	53,6	18,8	9,5	2,9	6,5	122,9	91,0	31,9	16,0	5,0	11,1
1994	87,5	61,3	26,3	15,1	7,7	7,4	144,7	101,3	43,4	25,0	12,7	12,3
1995	101,5	67,2	34,3	13,9	5,9	8,0	163,2	108,1	55,1	22,4	9,5	12,9
1996	114,4	74,1	40,3	13,0	6,9	6,0	178,8	115,8	63,0	20,3	10,8	9,4
1997	130,0	74,9	55,1	15,5	0,8	14,7	198,5	114,4	84,1	23,7	1,2	22,5
1998	147,6	83,1	64,5	17,7	8,2	9,5	222,0	125,0	97,0	26,6	12,3	14,2
1999	152,6	84,8	67,8	4,9	1,6	3,3	224,5	124,7	99,8	7,3	2,4	4,8
2000	155,0	84,9	70,1	2,5	0,2	2,3	220,7	120,9	99,8	3,5	0,3	3,2
2001	149,2	87,9	61,3	-5,8	3,0	-8,7	206,6	121,7	84,9	-8,0	4,1	-12,1
2002	156,8	91,3	65,5	7,6	3,4	4,2	213,7	124,4	89,3	10,3	4,6	5,7
2003	164,8	106,0	58,8	8,0	14,7	-6,8	219,6	141,3	78,3	10,6	19,6	-9,0
2004	171,5	116,2	55,3	6,7	10,1	-3,4	222,5	150,7	71,8	8,7	13,1	-4,4
2005	114,3	65,9	48,4	-5,2	-50,3	-6,9	143,4	82,7	60,7	-7,8	-63,1	-8,7
2006	137,1	88,5	48,6	22,8	22,6	0,2	166,7	107,6	59,1	27,8	27,5	0,3
2007	153,4	101,9	51,5	16,3	13,4	2,9	181,3	120,4	60,9	19,3	15,8	3,5
2008	154,1	96,4	57,7	0,7	-5,5	6,2	175,4	109,7	65,7	0,8	-6,3	7,1
2009	149,4	98,0	51,4	-4,7	1,6	-6,3	170,7	111,9	58,7	-5,4	1,8	-7,3
2010	144,7	88,7	56,0	-4,7	-9,3	4,6	162,6	99,7	62,9	-5,3	-10,4	5,2
2011	156,3	92,6	63,7	11,6	3,9	7,7	170,3	100,9	69,4	12,7	4,3	8,4
2012	156,5	91,9	64,6	0,2	-0,8	0,9	167,1	98,1	69,0	0,2	-0,8	1,0
2013	155,5	91,4	64,0	-1,0	-0,4	-0,6	163,6	96,2	67,4	-1,0	-0,4	-0,6
2014	158,7	98,2	60,5	3,3	6,8	-3,5	164,4	101,7	62,7	3,4	7,0	-3,7
2015	167,4	101,7	65,8	8,7	3,4	5,2	173,1	105,1	68,0	9,0	3,5	5,4
2016	181,2	121,8	59,4	13,8	20,1	-6,3	185,0	124,4	60,7	14,1	20,5	-6,5
2017	233,0	161,3	71,6	51,8	39,6	12,2	233,0	161,3	71,6	51,8	39,6	12,2
Prom. 76-83	25,1	15,6	9,6	4,7	3,5	1,2	73,1	45,0	28,1	13,9	10,1	3,9
Prom. 84-89	54,5	47,5	7,0	3,0	4,5	-1,4	118,1	102,5	15,6	6,5	9,7	-3,2
Prom. 91-01	112,2	70,5	41,8	7,9	3,6	4,4	172,9	109,7	63,3	12,6	5,6	6,9
Prom. 03-15	152,6	95,2	57,4	0,8	0,8	0,0	175,4	109,7	65,7	0,7	0,9	-0,2
Prom. 16-17	207,1	141,6	65,5	32,8	29,8	2,9	209,0	142,8	66,1	32,9	30,1	2,9

Nota: Se trata de la deuda a fin de cada período. Se empalmaron la series del BCRA (período 1976-1989), Ministerio de Economía (1991-1993), INDEC (1994-2005 serie de la Balanza de Pagos 2015 y 2006-2017 la serie revisada en 2017). Se deflactó las series de deuda con el IPC de Estados Unidos (OCDE).

*El flujo neto resulta de la variación del stock de deuda a fin de cada período.

**El incremento de la deuda externa en 2006 corresponde a la incorporación del acuerdo de los holdouts como "atrasos de la deuda" en la revisión de la serie en 2017, razón por la cual en rigor no constituye un aumento de la deuda externa en ese año.

Fuente: elaboración propia en base al BCRA, Ministerio de Economía, INDEC y OCDE.

Como resultante agregado del proceso de desendeudamiento durante el kirchnerismo, se aprecia que la deuda externa total se incrementó en 0,7 mil millones de dólares constantes como promedio anual (datos correspondientes al período 2003-2015), en tanto que la deuda externa pública aumentó 0,9 mil millones y la privada decreció en 0,2 mil millones de dólares en forma anual.

Un tercer aspecto a revisar es el considerable incremento de la deuda externa durante la primera mitad del mandato de Cambiemos, que fue en promedio de 32,9 mil millones de dólares a precios constantes en 2016 y 2017, lo cual se explica casi exclusivamente por el comportamiento de la deuda externa pública que aumentó en 30,1 mil millones de dólares en esos años. Todo ello sin considerar los bonos emitidos para cancelar la deuda con los "fondos buitres" dado que fueron incluidos como "atrasos" de la deuda en el período anterior. La deuda externa privada, en cambio, experimentó un aumento inferior de 2,9 mil millones de dólares, pero con marcadas diferencias en los años ya que en 2016 la deuda externa privada se contrajo en 6,5 mil millones de dólares -lo cual puede estar asociado a la cancelación de deuda a proveedores contraída en 2015- y en 2017 aumentó 12,2 mil millones.

En el caso de la deuda externa pública, cabe apuntar que se trata de un volumen de gran significación en términos históricos. Por un lado, representa un incremento de poco menos del 60% respecto al stock de deuda externa pública en 2015. Por el otro, cabe señalar que se constituye como el endeudamiento externo público más relevante de las últimas cuatro décadas que fueron, por cierto, aquellas en las que la deuda externa asumió una mayor relevancia en la economía argentina. Si se consideran promedios anuales en el marco de la última dictadura militar, el endeudamiento público alcanzó a 10,1 mil millones de dólares anuales a valores de 2017; durante la administración de Alfonsín fue de 9,7 mil millones de dólares, en tanto que en la década de 1990 alcanzó a 5,6 mil millones de dólares anuales. En el marco

de los gobiernos kirchneristas, la deuda externa en precios constantes de 2017 creció apenas 0,9 mil millones de dólares en forma anual. De allí que los 30,1 mil millones de dólares en los primeros dos años de la gestión de Macri alcanzan una magnitud relevante en términos históricos.

Lo propio se constata al señalar que el endeudamiento externo en 2017 superó, incluso, la de todos los años de la serie (gráfico 1), incluida la contraída en el marco de la guerra de Malvinas, cuando la deuda estatal se incrementó en 21,8 millones de dólares a valores de 2017. También superó el pico de endeudamiento de la gestión de Raúl Alfonsín (15,3 mil millones de dólares en 1987), el de Carlos Menem (12,7 mil millones en 1994), el de Fernando de la Rúa (4,1 mil millones en 2001) y el que marcó la resolución de la crisis del régimen de Convertibilidad en 2003, cuando por efecto de la acumulación de intereses por el *default* y el salvataje al sistema financiero, el endeudamiento externo llegó a 19,6 mil millones de dólares constantes. Es apropiado destacar que se trató de los momentos de mayor endeudamiento externo desde 1976 y que, por distintos motivos, fueron contemporáneos a crisis económicas, políticas y sociales⁴.

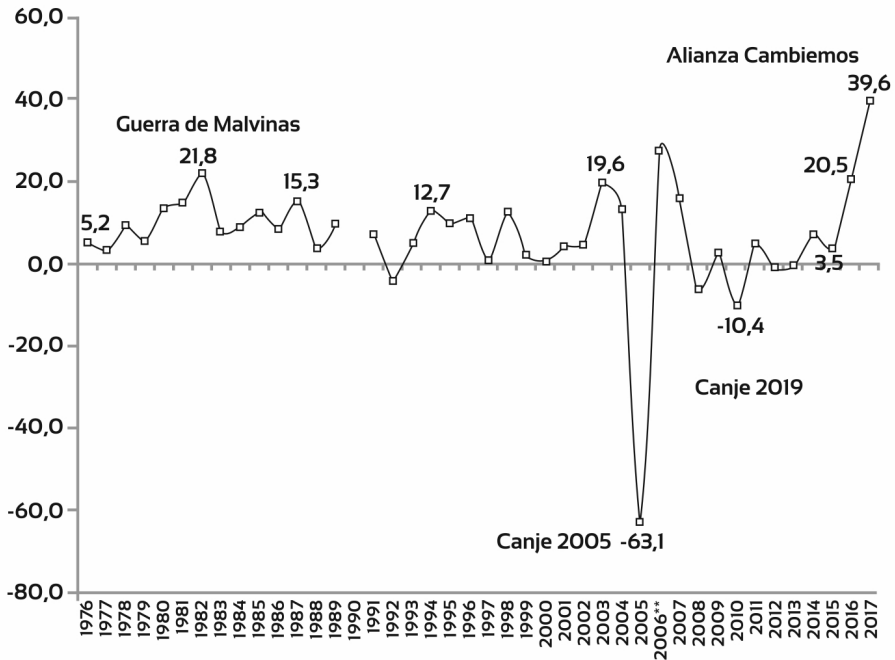
La evaluación de la relevancia que adquiere el proceso de endeudamiento externo bajo la gestión de Cambiemos no puede soslayar el examen de su relación con el Producto Bruto Interno (PBI). Se trata de uno de los indicadores que más frecuentemente se utilizan para examinar no solo la importancia de la deuda en la economía sino también su sostenibilidad, la cual, vale aclarar, no debe circunscribirse únicamente al examen de este indicador⁵.

Como se puede constatar en el gráfico 2, el ratio de la deuda externa pública sobre el PBI se incrementó en torno a los 10 puntos porcentuales al pasar del 15,8% en 2015 al 25,3% en 2017. El ratio de la deuda externa privada se mantuvo estable y la deuda externa total trepó del 26,1% al 36,5% respectivamente.

4- No se considera el aumento del flujo neto de la deuda externa pública en 2016 en la comparación ya que ello obedece a cuestiones metodológicas (ver gráfico 1).

5- Como sostiene Ter-Minassian (2004) la sostenibilidad es probabilística por naturaleza. Los modelos pueden indicar los límites superiores probables, pero no pueden indicar qué nivel de deuda es demasiado alto. Así, por ejemplo, los niveles "aceptables" de deuda externa sobre el PBI varían, según la literatura en la materia, en rangos significativos como para alcanzar utilidad analítica (véase por ejemplo Reinhart, Rogoff y Savastano, 2003 y FMI, 2013). De cualquier modo, más allá del límite máximo de sostenibilidad, existe cierto consenso en que la sustentabilidad de un proceso de endeudamiento no puede soslayar la capacidad de mantener relativamente estable el ratio de la deuda sobre el producto (Guzmán, 2016).

Gráfico 1. Flujo neto* anual de la deuda externa pública en dólares constantes, 1976-2017 (miles de millones de dólares de 2017)



*El flujo neto resulta de la variación del stock de deuda a fin de cada período.

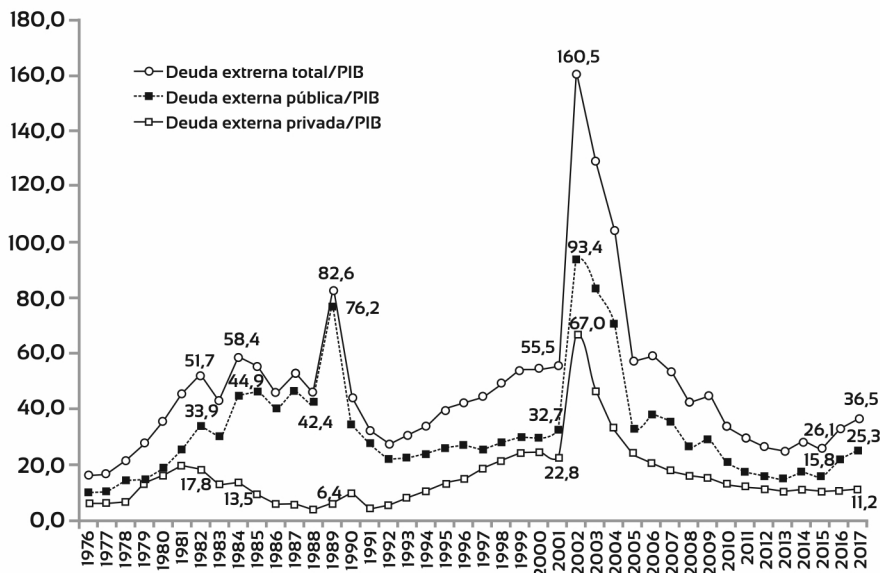
**El incremento de la deuda externa en 2006 corresponde a la incorporación del acuerdo de los holdouts como "atrasos de la deuda" en la revisión de la serie en 2017, razón por la cual en rigor no constituye un aumento de la deuda externa en ese año.

Fuente: elaboración propia en base al BCRA, Ministerio de Economía, INDEC y OCDE.

Dado el significativo descenso del ratio de la deuda externa pública durante el período 2003-2015, el ascenso de los primeros dos años de la gestión macrista no alcanza para que el indicador se encuentre en niveles elevados en términos históricos. No obstante, debe remarcarse también que ese nivel es apenas 8,6 y 7,4 puntos porcentuales inferior al de 1982 y 2001, respectivamente, cuando la "bola de nieve" del endeudamiento y los intereses devinieron en cesación de pagos.

Esto no es una cuestión desdeñable si se tiene en cuenta el ritmo de cre-

Gráfico 2. Stock de la deuda externa total, pública y privada como porcentaje del PIB, 1976-2017 (porcentajes)



Nota: las series del PIB corresponden a la publicada por el Banco Mundial hasta 2003 y a partir de 2004 a la serie del INDEC (revisada en 2016) y el tipo de cambio oficial.

Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía, INDEC, BCRA y Banco Mundial.

cimiento del endeudamiento externo público en apenas 2 años (10 puntos porcentuales). Tal aumento solo fue superado en términos históricos por períodos en los que una importante devaluación redujo sustancialmente el PIB en dólares: en 1984, cuando el PIB cayó 24% en dólares y el ratio de la deuda externa pública sobre el producto aumentó en 14 puntos porcentuales, en el crítico año 1989, cuando el PIB cayó 39% en dólares y el indicador trepó en 34 puntos, y en el año 2002 cuando la caída del PIB en dólares fue del 64% y el ratio de la deuda externa pública aumentó en 60 puntos porcentuales. En estos dos últimos casos fueron contemporáneos a profundas crisis económicas, políticas y sociales.

Una diferencia con estos eventos catastróficos para el devenir de la economía argentina es el reducido nivel de endeudamiento privado (11,2%

del PBI en 2017), que contribuye ubicar el rango de la deuda externa total sobre el PBI (36,5%) lejos de los registrados en 1982 y 2001 (51,7% y 55,5% respectivamente).

2. Las razones del endeudamiento externo: ¿brecha fiscal o externa?

El diagnóstico inicial de Cambiemos estaba fundamentado en que los desequilibrios macroeconómicos y el estancamiento del nivel de actividad eran producto del intervencionismo estatal que impulsaba una sobreexpansión del consumo interno sobre la base de los altos salarios de los trabajadores y un elevado gasto público, lo cual provocaba un cuantioso y creciente déficit fiscal que potenciaba un proceso inflacionario creciente. El proceso de reducción “gradual” del déficit fiscal inducía la necesidad de financiar por un período de tiempo el saldo negativo de las cuentas públicas. Esa es, en la óptica oficial, la causa del elevado ciclo de endeudamiento externo que puso en marcha desde el inicio de su gestión (Presidencia de la Nación, 2016; BCRA, 2015).

Es discutible la jerarquía analítica de las variables subyacente a este razonamiento económico, ciertamente vinculada a la concepción ortodoxa del enfoque monetario de la balanza de pagos. Al subordinar el análisis económico a las variables monetarias, este enfoque plantea que el déficit externo se produce por exceso de emisión monetaria y su resolución requiere de políticas monetarias contractivas o la eliminación de las fuentes de exceso de creación monetaria como es el déficit fiscal. En cambio, una mirada alternativa, más ajustada a las realidades de las economías subdesarrolladas, sostiene que el desequilibrio del sector externo reside en cuestiones vinculadas a la estructura económica y la consiguiente elasticidad ingreso de las variables de comercio exterior⁶.

Es discutible, por consiguiente, que la causa estructural que afectó el desempeño de la economía argentina antes de la asunción de Cambiemos y durante su gestión se vincule como problema de fondo con el déficit fiscal en lugar de un desequilibrio en el sector externo originado en factores estructurales y que se acentuaron en el marco de la apertura comercial durante el gobierno macrista (Basualdo, 2017). Esto no quiere decir que el déficit fiscal

6- Tal como lo señala Brenta (2006), “el enfoque monetario de la balanza de pagos fue desarrollado en los ‘50 y ‘60 en el departamento de estudios económicos del FMI, encabezado por Polak, y es aun utilizado por los analistas de este organismo para diagnosticar las crisis de balance de pagos”. Véase en el mismo trabajo el debate con el enfoque heterodoxo, tanto desde el punto de vista keynesiano y nekeynesiano como de la visión estructuralista.

sea irrelevante sino que, desde la óptica de esta investigación, no constituye la variable independiente –es decir, explicativa– de los desequilibrios macroeconómicos y, por consiguiente, de las necesidades de recurrir a la deuda externa.

Al respecto, cabe señalar dos cuestiones. Por un lado, desde esta óptica la brecha fiscal puede ser financiada en pesos y no necesariamente en moneda extranjera como fue el endeudamiento predominante en la administración de Macri. Por el otro, apuntar que no es una cuestión menor que bajo el gobierno de Cambiemos se haya incrementado el déficit fiscal como consecuencia de la reducción de impuestos a sectores de altos ingresos con el objetivo de reducir su presión fiscal. Si se considera que el equilibrio fiscal es un “dogma de fe” para restaurar el crecimiento no puede dejar de llamar la atención que se hayan implementado medidas que vayan en el sentido contrario y, por consiguiente, aumentado las necesidades de financiamiento de las cuentas públicas.

Entre las principales medidas que afectaron los ingresos públicos en el bienio 2016-17 cabe citar la eliminación o reducción de derechos de exportación (se eliminaron la de todos los productos excepto del complejo de soja que se redujeron); las modificaciones en el impuesto de bienes personales que bajaron su recaudación (se modificaron las alícuotas, se creó una base no imponible y se otorgaron exenciones a los contribuyentes cumplidores); y las modificaciones en el impuesto a las ganancias (se derogaron los regímenes de percepción por los consumos realizados en el exterior, se modificaron las alícuotas y los tramos de la escala de ganancia neta sujeta a impuesto y se incrementaron los montos de las deducciones de ganancia no imponible, de las cargas de familia y de la deducción especial).

Tal como puede constatarse en el Cuadro 2, el déficit financiero del sector público aumentó en 5.217 millones de dólares en los dos primeros años del gobierno de Cambiemos a pesar de la reducción de los subsidios económicos, que se constituyeron en la principal variable de ajuste de las cuentas públicas. Esto se produjo como consecuencia de la disminución en los ingresos de los impuestos mencionados (cuya reducción alcanzó a 9.428 millones de dólares) y por las mayores erogaciones por la vía de los intereses de la deuda en un contexto de crecimiento acelerado de la deuda externa pública (5.042 millones).

Si se suman las transferencias de ingresos por reducción de impuestos y por intereses para los acreedores de la deuda, las transferencias de ingresos a sectores de altos ingresos totalizaron 14.470 millones de dólares entre 2015 y 2017. Si a este monto se le restan los 8.059 millones de dólares de recorte en los subsidios económicos, se explica a grosso modo el aumento

Cuadro 2. Principales movimientos de las cuentas fiscales del Sector Público Nacional, 2015-2017 (en millones de dólares)

	Déficit financiero	Transferencias a sectores de altos ingresos (ingresos reducidos y pago de intereses)						Principal variable de ajuste (subsídios económicos)
		Derechos de exportación	Bienes personales	Ganancias	Subtotal (ingresos reducidos)	Intereses de la deuda	Total (factores Transferencia)	
		I	I	III	IV=I+II+III	V	V=III+V	
2015	-32.772	7.988	785	21.711	30.484	8.541	21.943	21.690
2016	-32.156	4.884	529	15.132	20.545	8.890	11.655	19.720
2017	-37.990	3.963	535	16.558	21.056	13.583	7.474	13.631
Aumento o reducción 17/15	5.217	-4.024	-250	-5.153	-9.428	5.042	-14.470	-8.059

Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda.

del déficit financiero del período, en el cual las medidas desplegadas por el propio gobierno en materia de recaudación no jugaron un rol marginal. Es decir, las diversas medidas que redujeron los ingresos fiscales tendieron a “sobre compensar” el ajuste en el gasto público -principalmente por el recorte de los subsidios económicos-, a pesar del ingreso extraordinario percibido por el blanqueo de capitales, en tanto que el incremento del peso de los intereses de la deuda aumentó el déficit fiscal financiero⁷.

Se trata de un fenómeno que tiene sus antecedentes en el decenio de 1990, específicamente a partir de 1994, cuando en el marco de la reforma laboral se disminuyeron los aportes patronales y se privatizó el sistema jubilatorio que pasó a manos de las AFJP, provocando el desfinanciamiento del sector público que se cubrió con endeudamiento externo. En este caso, el desfinanciamiento alcanzó una magnitud tal que explicaba en buena medida el déficit fiscal del período.

Tal como se constata en el cuadro 3, entre 1994 y 2000 los recursos transferidos al capital mediante la reducción de los aportes patronales alcanzaron a 16.057 millones de dólares, que sumados a las restantes reducciones vinculadas con el mercado de trabajo –como los aportes al sistema de obras

7- Esta dinámica en los ingresos fiscales podría profundizarse en los años siguientes dado que la reforma tributaria y la ley de responsabilidad fiscal van en el mismo sentido, donde se destaca la reducción de aportes patronales, la disminución del impuesto a las ganancias para las empresas que no distribuyan ganancias, etc.

sociales– contabilizaron 29.960 millones. Estos, junto con los aportes jubilatorios transferidos por el Estado a las AFJP, totalizaron 52.332 millones de dólares. Si se confronta el déficit financiero del sector público efectivamente registrado con el que se hubiera constatado si el Estado hubiera percibido esos ingresos transferidos al capital, se concluye que dicho desequilibrio hubiera pasado de 54.615 millones de dólares en el conjunto del período 1994-2000 a solo 2.283 millones en ese lapso, es decir, un déficit irrelevante.

A pesar de las diferencias –que son importantes– entre ambas etapas históricas, lo cierto es que en la actualidad nuevamente la reducción de ingresos fiscales se sustenta en las transferencias al capital y sectores de altos ingresos. Es harto conocido que los argumentos que tienden a justificar la necesidad de esta transferencia de ingresos genuinos del sector público radican en la

Cuadro 3. Impacto de los ingresos por privatización de las empresas públicas, las rebajas de aportes al capital y la transferencia de los aportes jubilatorios a las AFJP, 1994-2000 (millones de pesos del año 2000)

Déficit financiero (incl. ingresos privatizaciones)	Ingresos no percibidos y transferidos al capital oligopólico local					Déficit financiero (incluye ingresos por privatizaciones y transferencias al capital)	
	Reducción de aportes patronales	Otras reducciones de cargas patronales	Subtotal	Aportes jubilatorios transferidos a las AFJP	Total		
I	II	III	IV=II+III	V	VI=IV+V	VII=I+VI	
1994	-4.708	958	1.016	1.974	804	2.778	-1.930
1995	-8.241	958	1.033	1.991	2.302	4.293	-3.948
1996	-8.927	2.102	1.832	3.934	3.004	6.938	-1.989
1997	-3.112	2.451	2.110	4.561	3.632	8.193	5.081
1998	-7.217	2.305	2.604	4.909	4.093	9.002	1.785
1999	-12.753	3.093	2.627	5.720	4.280	10.000	-2.753
2000	-9.657	4.189	2.681	6.870	4.257	11.127	1.470
Total	-54.615	16.057	13.903	29.960	22.372	52.332	-2.283

Fuente: elaboración sobre la base de J. Gaggero y J.C. Gómez Sabaini, 2002.

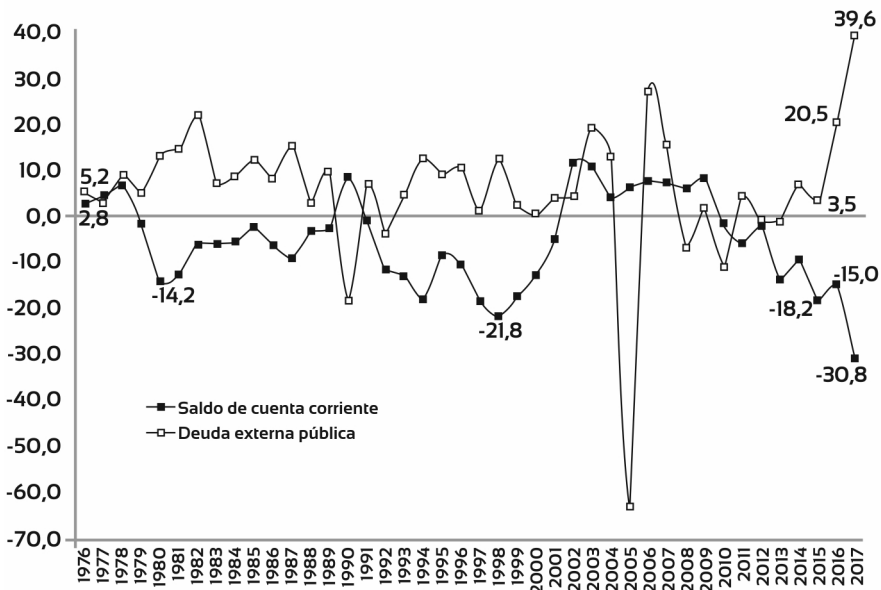
necesidad de generar empleo. No obstante, los comportamientos económicos de ambos períodos desmienten su existencia. En los hechos, la mayor brecha fiscal actúa como un elemento de “legitimación” del endeudamiento externo –y de las necesidades de implementar el ajuste en el gasto público–, cuando en rigor se trata de adquirir las divisas compatibles con su creciente demanda.

Existen dos aspectos que condicionaron en la gestión de Macri la necesidad de recurrir al endeudamiento externo como vía para cubrir las necesidades

de divisas. Por un lado, el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos que aumentó considerablemente en el bienio 2016-2017. Por el otro, la fuga de capitales al exterior, que si bien ya estaba presente en la economía argentina, en la actualidad pasó a financiarse a través de la deuda externa pública.

Sobre el primer aspecto vale decir que en los dos primeros años de la gestión de Cambiemos el nivel de actividad económica se mantuvo en el mismo nivel que en 2015 –tras su caída en 2016 y la recuperación de 2017–, pero con un incremento de la brecha de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que trepó a su máximo en 2017: casi 31 mil millones de dólares que equivale al 4,8% del PBI, superior a los 18 mil millones de 2015 y a los registros históricos desde 1976. Este desbalance fue consecuencia principalmente del aumento de las importaciones en un escenario de apertura comercial, de la crecientemente deficitaria cuenta de turismo y el abultado incremento en el pago de los intereses de la deuda externa pública.

Gráfico 3. Cuenta corriente de la balanza de pagos y flujos de la deuda externa pública en dólares constantes, 1976-2017 (miles de millones de dólares de 2017)



Fuente: elaboración propia en base al BCRA, Ministerio de Economía, INDEC y OCDE.

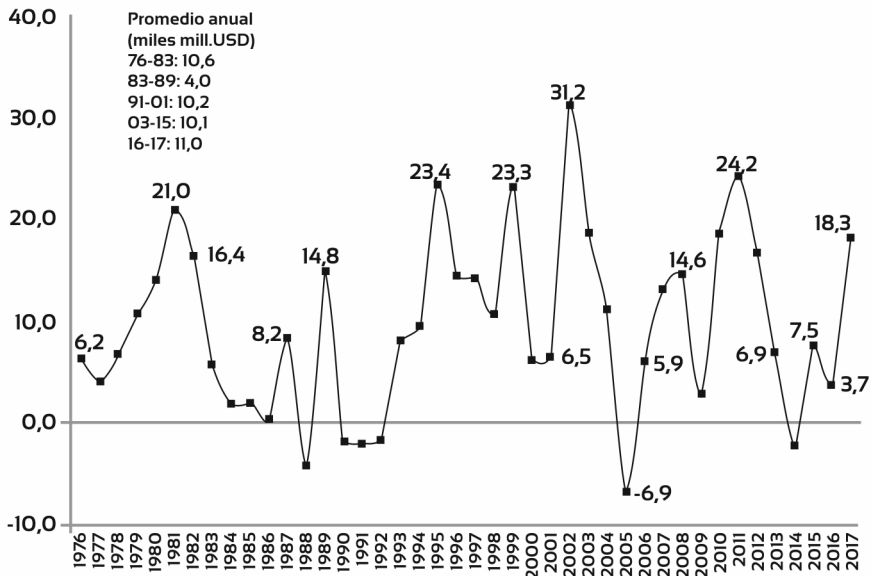
Tal como se desprende de las evidencias empíricas, los ciclos de endeudamiento externo público (1976-2001 y el incipiente de 2016-2017) fueron contemporáneos a elevados déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, con magnitudes acentuadas en el primer bienio de la administración de Macri.

Estos ciclos también se corresponden con altos niveles de fuga de capitales al exterior, variable que no integra la cuenta corriente de la balanza de pagos. En este caso, sin embargo, el período de desendeudamiento externo (2003-2015) no estuvo exento de este fenómeno endémico de la economía argentina. La diferencia es que, hasta la emergencia de la restricción externa en 2011, la fuga de capitales estaba financiada por el saldo superavitario de la cuenta corriente –especialmente por el resultado del comercio exterior– y en el último período de los gobiernos kirchneristas se asistió a una caída de las reservas internacionales y un reforzamiento de las regulaciones en el mercado de cambios y en las importaciones. En cambio, durante la gestión de Cambiemos las divisas que se requieren para la fuga se obtuvieron por la vía del endeudamiento externo público.

De acuerdo a los datos proporcionados en el gráfico 4, cabe apuntar que en el bienio 2016-2017 la fuga de capitales al exterior –calculada a partir del método residual del balance de pagos– fue en promedio 11 mil millones de dólares en 2016 y 2017. Medido a valores de 2017, el volumen de la fuga de capitales fue apenas superior al volumen medio registrado en el ciclo de gobiernos kirchneristas y los que se contabilizaron en el marco del decenio de 1990 y la última dictadura militar, en cuyos casos el flujo anual fluctuó en torno a los 10 mil millones de dólares. Respecto al septenio 1983-1989, la distancia fue mayor ya que allí la salida de capitales fue de apenas 4 mil millones de dólares constantes.

Cabe señalar que el monto de la fuga de capitales en 2016 (apenas 3,7 mil millones de dólares) se vio morigerado no solo por las altas tasas de interés sino también por el impacto de la ley que propició el blanqueo de capitales (Ley N° 27.260, de “sinceramiento fiscal”)⁸. Si bien el monto exteriorizado por esta norma fue de 116,8 mil millones de dólares, ingresaron en forma líquida al país 7,5 mil millones en 2016 depositados en cuentas bancarias con obligación de permanencia por 6 meses. La fuga de capitales se aceleró a partir de abril de 2017, contabilizándose 18,3 mil millones de dólares en ese año, lo cual solo fue superado en 5 oportunidades en las últimas cuatro décadas.

Gráfico 4. Volumen anual de la fuga de capitales al exterior a través del método residual de la balanza de pagos*, 1976-2017 (miles de millones de dólares constantes de 2017)



*Surge de sustraerle las reservas internacionales a la sumatoria del saldo de cuenta corriente, la inversión extranjera directa y los flujos netos de deuda externa. En otras palabras, todos los ingresos de capitales que no sean aplicados al financiamiento del incremento de las reservas oficiales o del pago neto del intercambio de bienes y servicios son considerados capitales fugados. Cabe señalar que en 2005 se eliminó el efecto de la restructuración de la deuda pública, y entre 2006 y 2015 el impacto del acuerdo con los "fondos buitres" en la deuda por la vía de los "atrasos", dado que no se trató de divisas que ingresaron o egresaron de la economía argentina.

Fuente: elaboración propia en base a información de Basualdo y Kulfas (2000) (período 1976-1993), Indec-Balanza de Pagos (período 1994-2017), y OCDE (IPC de Estados Unidos).

8- Mediante este régimen se dispuso que las personas físicas y empresas podían declarar ante la AFIP la tenencia de dinero, depósito u otros bienes en el país y en el exterior, que no hubieran sido declarados oportunamente. En algunos casos, esta exteriorización implicaba abonar un impuesto "especial", notoriamente más reducido que el que hubiera correspondido.

3. Notas sobre la corrida cambiaria en 2018 y el salvataje del FMI

La corrida cambiaria que se desató en 2018 marcó un punto de inflexión en el devenir de la valorización financiera y en la evolución de la deuda externa. Hasta ese momento la principal medida desplegada por el gobierno de Cambiemos para mitigar la dolarización de carteras fue la elevación de las tasas de interés, cuyo principal instrumento fueron las Lebac (letras emitidas por el Banco Central). Se puso en marcha así un mecanismo de valorización financiera interna, es decir, en pesos, pero con altos rendimientos en dólares, dado que se establecieron altas tasas de interés en moneda local respecto de la variación del tipo de cambio.

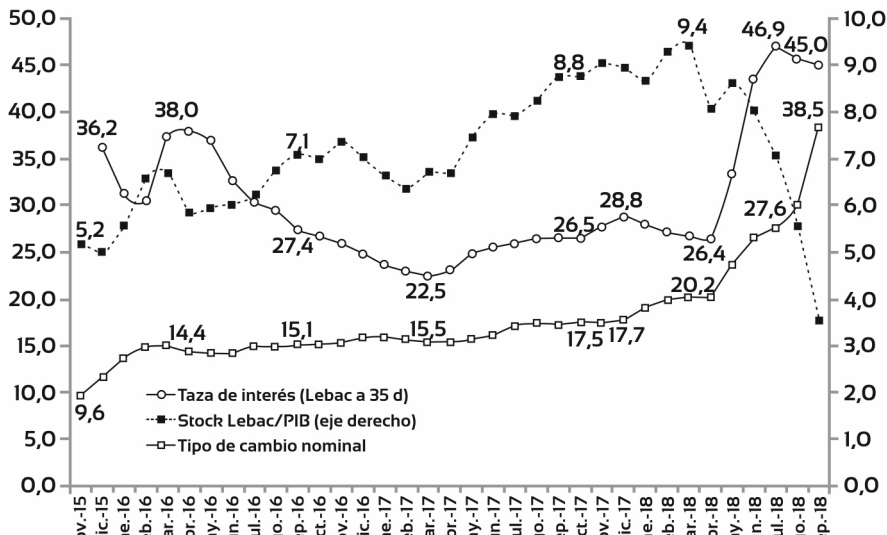
Se trató de una modalidad distinta a la valorización financiera del período 1976-2001, cuando lo central era la contrastación entre la tasa de interés local y la internacional (Basualdo, 2010). En los primeros dos años de la administración de Macri se asistió a una sumamente elevada tasa de interés local y la cuestión decisiva no fue la tasa internacional sino la variación del tipo de cambio.

Así, tal como puede apreciarse en el gráfico 5, en diciembre de 2015 la devaluación estuvo acompañada de altas tasas de interés hasta los primeros meses de 2016. Luego se inició un sendero de reducción de tasas, pero con un tipo de cambio estable hasta marzo de 2017. Es decir, en ese período también se garantizaron las ganancias en dólares, ya que las tasas de 22-27% en pesos en las letras de corto plazo luego eran cambiadas por dólares a un similar tipo de cambio. Posteriormente, la leve suba que tuvo el valor del dólar fue contemporánea a un nuevo incremento de las tasas de interés hasta diciembre de 2017. Esta "bicicleta financiera" contaba, además, con el reaseguro del dólar futuro para los inversores especulativos, cuya entrada y salida estuvo facilitada por la eliminación de las restricciones a los movimientos de capitales y la desregulación en el mercado de cambios.

En buena medida, este planteo económico es el que se puso en tensión, junto a la amplificación de los desequilibrios externos, con la corrida cambiaria que irrumpió en abril de 2018. El intento del gobierno de reducir la tasa de interés desde principios de 2018 fue una contradicción en los términos de su propia política económica. La leve disminución de la tasa fue acompañada por una tendencia a la devaluación del peso por el desarme de la burbuja financiera y la ausencia de opciones de inversión en el ámbito productivo. Las circunstancias internacionales precipitaron y agravaron el escenario que ya estaba montado.

Es decir, la corrida cambiaria se desarrolló sobre la base de factores

Gráfico 5. Tasa de interés de las Lebac a 35 días, tipo de cambio nominal y stock de Lebac como porcentaje del PIB, noviembre 2015- julio 2018 (miles de millones de dólares constantes de 2017, promedio mensual)



Fuente: elaboración propia en base a información del BCRA y el Ministerio de Hacienda.

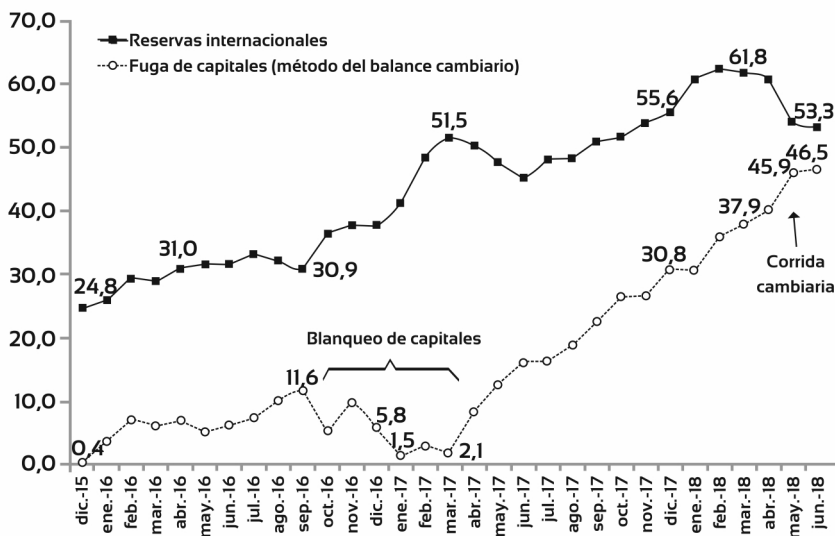
externos (la suba de la tasa de interés en Estados Unidos) que actuaron por intermedio de factores internos. Estos se asociaron a las características del modelo de valorización financiera que instauró Cambiemos y que encontró un punto de inflexión cuando el gobierno redujo, por primera vez, la tasa de interés al mismo tiempo que subía el tipo de cambio, lo que tendió a estrangular los rendimientos en dólares de las Lebac. Máxime en un contexto signado por el incremento de la tasa de interés que dispuso la Reserva Federal de Estados Unidos y el consiguiente “flight to quality” de los inversores especulativos.

En el marco de la corrida cambiaria se advirtió una considerable pérdida de reservas internacionales que llevó al gobierno a solicitar un préstamo stand by al FMI que se suscribió en junio de 2018. A pesar del primer desembolso del FMI por 15 mil millones de dólares en junio, la reducción en el stock de reservas alcanzó a 8,5 mil millones de dólares entre abril y junio, el mismo

monto de divisas que se fugaron al exterior en ese período para consumir la valorización financiera que realizaron con las Lebac.

Si bien no hay información disponible aún para estimar la fuga de capitales a través del método residual de la balanza de pagos en 2018 (metodología utilizada en el Gráfico 4), puede llevarse a cabo una estimación alternativa de la fuga a través de lo que se denomina “método del balance cambiario”. Éste parte del relevamiento de todas las transferencias netas operadas en el mercado formal de divisas (la formación de activos externos netos del sector privado no financiero), a las cuales se le sustrae el monto de las divisas que regresan a dicho mercado en forma de depósitos que contabiliza el Banco Central en sus pasivos⁹.

Gráfico 6. Stock acumulado de las reservas internacionales y de la fuga de capitales al exterior a través del método del balance cambiario, Diciembre 2015- Junio 2018 (miles de millones de dólares, promedio mensual).



Fuente: elaboración propia en base a información del BCRA.

9- Debido a que se trata de una estimación distinta a la del “método residual” -que considera todas las divisas que ingresan al país (vía endeudamiento externo, inversión extranjera, saldos de la cuenta corriente) que no se transforman en reservas del Banco Central- es que se constatan diferencias entre el Gráfico 4 y 7. Sobre las ventajas y desventajas de los diversos cálculos de la fuga de capitales veáse Gaggero, Rúa y Gaggero (2013).

Bajo esta estimación queda de manifiesto, primero, el impacto del blanqueo de capitales en la reducción de la fuga en 2016: el stock acumulado a diciembre de ese año fue de 5,8 mil millones de dólares con esta aproximación, cuando hasta septiembre se habían acumulado 11,6 mil millones de dólares de fuga de divisas. También se advierte el acelerado proceso de fuga de capitales en 2017, especialmente después de la liberación de los depósitos subyacentes al blanqueo y en forma previa a los períodos preelectorales de ese año (a saber: las primarias abiertas, simultáneas y obligatorias en junio y las elecciones de medio término en octubre). Por último, en el marco de la corrida cambiaria en 2018 se asiste a un monto elevado de fuga de capitales al exterior: en el primer semestre acumula casi 16 mil millones de dólares.

Este es el marco en el que se inscribe el pedido de salvataje financiero al FMI en junio, cuyo significativo impacto en la deuda externa pública remite a la necesidad de realizar una evaluación preliminar del mismo. El acuerdo *stand by* de tres años alcanza a 50 mil millones de dólares. El primer desembolso fue de 15 mil millones de dólares en junio de 2018. El monto restante del acuerdo se desembolsa a partir de septiembre de 2018.

Se trata de un acuerdo cuya magnitud adquiere relevancia en términos históricos para la relación entre la Argentina y el FMI. Para alcanzar una dimensión de tal magnitud, en el gráfico 7 se realiza una comparación entre el acuerdo actual y los desembolsos efectivos que realizó el FMI desde 1980 y que constan en la Balanza de Pagos que elabora el INDEC valuados a dólares constantes de 2017.

Al respecto, lo primero que cabe señalar es que, de concretarse la totalidad del acuerdo, el mismo equivale al 77% del total de los préstamos del FMI a la Argentina en las últimas cuatro décadas. Esto surge de considerar que el total de los desembolsos efectivos entre 1980 y 2017 totalizaron 65 mil millones de dólares medidos a valores de 2017. En segundo lugar, vale apuntar que el monto del préstamo previsto para 2018 constituye el más elevado en términos históricos, incluso superior del que se realizó para resolver la crisis de fin de siglo.

Es una comparación temporal para nada menor ya que la Argentina estuvo entre los cinco principales países que solicitaron préstamos durante la década de 1980 (tres *stand by*) y 1990 (dos *stand by* más dos Acuerdos

Gráfico 4 y 7. Sobre las ventajas y desventajas de los diversos cálculos de la fuga de capitales véase Gaggero, Rúa y Gaggero (2013).

de Facilidad Ampliada) (FMI, 2018). Posteriormente, además del *stand by* que se anticipó al fin del gobierno de De la Rúa en el marco de la implosión del régimen de convertibilidad, en 2003 se suscribió el último acuerdo *stand by* hasta el presente en virtud de la resolución de la mencionada crisis y cuya cancelación constó en 2006.

Cabe señalar que no siempre han coincidido, por diversas razones, los desembolsos efectivos con los acuerdos establecidos. A simple título ilustrativo, el Acuerdo de Facilidad Ampliada de 1998 fue tratado como precautorio y no contó con ningún desembolso. Los acuerdos que se suscribieron en el año 2000 contaron con menos del 60% de los desembolsos dada la interrupción del programa en diciembre de 2001 en el marco de la cesación de pagos (FMI, 2018; Brenta, 2006).

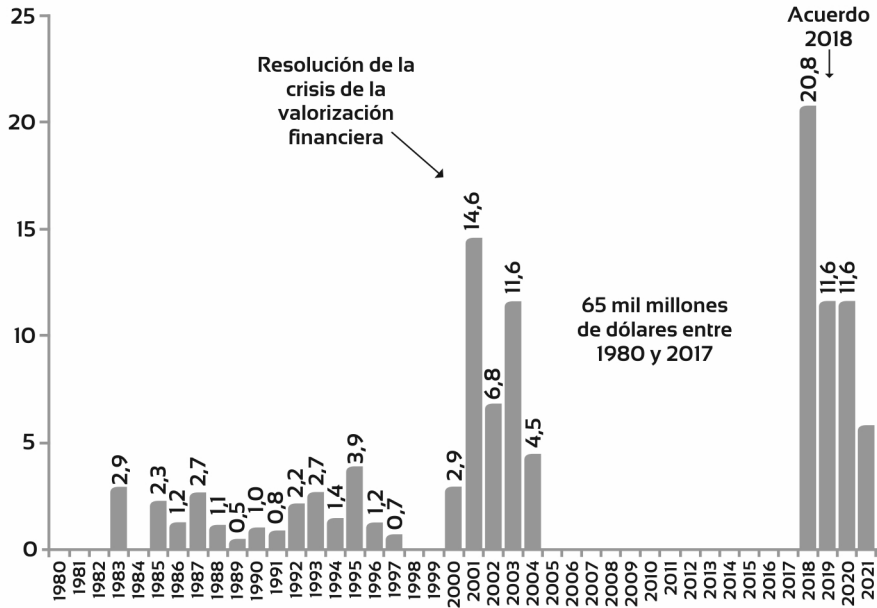
El acuerdo contempla objetivos de reducción del déficit fiscal de magnitud considerable. El déficit fiscal primario como porcentaje del PBI deberá reducirse del 3,8% en 2017 a un déficit cero en 2021, pasando por el 2,7% en 2018 y el 1,3% en 2019. Ello deberá lograrse a partir de un considerable ajuste en el gasto público, la postergación en la reducción de ingresos fiscales comprometidos con anterioridad y la venta de activos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES. Esta reducción del déficit primario no obsta a mantener altos niveles de déficit financiero por el constante incremento de los intereses de la deuda, lo cual no solo agravará las necesidades de financiamiento de las cuentas públicas sino también los desequilibrios externos (CIFRA, 2018).

El salvataje financiero del FMI no solo provee las divisas requeridas para cubrir parte de los desequilibrios sino que tiende a consolidar el ciclo de endeudamiento externo que inició la administración de Macri, con una superior hegemonía política del capital financiero internacional.

Reflexiones finales

Toda política económica requiere ineludiblemente una fuente de financiamiento. En el gobierno de Cambiemos, la fuente principal de financiamiento de su programa económico fue el endeudamiento externo. Ello implica un giro copernicano respecto del gobierno anterior, en tanto su política económica se sustentaba en los recursos internos que, entre otras cuestiones, le permitió llevar a cabo un notable desendeudamiento externo. Ahora bien, el financiamiento de Cambiemos no es distinto del que prevaleció desde la última dictadura militar y que colapsó en la crisis de la valorización financiera (1976-2001), etapa con la que el proceso económico

Gráfico 7. Desembolsos efectuados por el FMI a la Argentina entre 1980-2017 y el Acuerdo de junio para el período 2018-2021 (miles de millones de dólares constantes de 2017)



Fuente: Elaboración propia en base a información del INDEC y FMI (2018).

actual presenta ciertas similitudes y diferencias.

En cuanto a las similitudes, un aspecto ineludible es la constatación, como se mencionó, de un acelerado proceso de endeudamiento externo, pero que a diferencia del período 1976-2001 no sólo su ritmo es más acelerado sino que también presenta un cambio en su composición, ya que la deuda externa sustenta procesos de valorización financiera de distintas características.

De allí que la deuda externa privada cumpla un papel secundario en la actualidad frente al endeudamiento público, cuando en la última dictadura militar (1976-1983) y, fundamentalmente, durante el decenio de 1990, la deuda externa privada alcanzaba una mayor gravitación. De lo que se trataba, entonces, era de sustentar la valorización financiera en base al diferencial positivo de tasas de interés local e internacional. El crédito externo

privado era, en este caso, la base del proceso de valorización. En cambio, durante los dos primeros años del gobierno de Cambiemos, el elemento central de la ecuación financiera se encuentra en la alta tasa de interés local versus la variación del tipo de cambio. Es decir, el crédito privado internacional no se integra al proceso de valorización interna ya que no estaban dadas las condiciones internacionales para impulsarla como en el período anterior. Sin embargo, el endeudamiento externo público fue central para sostener el tipo de cambio (presionado por los desequilibrios de cuenta corriente que se amplificaron por los intereses de la deuda y la apertura comercial) y para garantizar las divisas que se requieren para la fuga de capitales al exterior.

Como contrapartida del nuevo ciclo de valorización financiera, que restringe las opciones de inversión en la esfera productiva, se asiste a un dinámico proceso de fuga de capitales que tiende a ser más elevada en 2017 y 2018 de lo que lo fue en el primer año de mandato, no porque allí no hubiera una importante fuga de divisas sino porque se vio compensada con un ingreso extraordinario por efecto del blanqueo de capitales.

En este punto no se encuentra una diferencia relevante respecto de su comportamiento entre 1976 y 2001, pero sí en relación a las características que asumió este fenómeno en el marco del ciclo kirchnerista, donde el financiamiento de la fuga residía en el superávit comercial y las reservas acumuladas, ya que la fuente de financiamiento en esa etapa se sustentaba en los recursos internos.

Así, el estallido de la burbuja en 2018 constituye un punto de inflexión en el proceso de valorización financiera que instauró el gobierno de Cambiemos, cuyos resultados son aún inciertos.

Referencias bibliográficas

Basualdo, E. (2010). *Estudios de historia económica argentina. Deuda externa y sectores dominantes desde mediados del siglo XX a la actualidad*. Buenos Aires: 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. y Kulfas, M. (2000). Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina. *Realidad Económica*, (173). Recuperado de: <http://www.iade.org.ar/noticias/fuga-de-capitales-y-endeudamiento-externo-en-la-argentina>

BCRA (2015). Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2016. Recuperado de: http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/ObjetivosBCRA_2016.pdf

Brenta, N. (2006). *El rol del fondo monetario internacional en el financiamiento externo de la Argentina y su influencia sobre la política de ajuste del balance de pagos entre 1956 y 2003*. (Tesis de doctorado). Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires. Recuperado de: http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tesis/1501-1182_BrentaNL.pdf

Calcagno, E. (1987). *Los bancos transnacionales y el endeudamiento externo en la Argentina*. Santiago de Chile: Cuadernos de la CEPAL, (56). Recuperado de: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/27943/S8750566_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y

CIFRA (2018). Análisis del acuerdo de la Alianza Cambiemos con el FMI. Recuperado de: <http://www.centrocifra.org.ar/docs/Acuerdo%20FMI.pdf>

Damill, M. (2000). "El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la Convertibilidad. *Boletín informativo Techint*, (303), julio – septiembre.

Damill, M.; Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005). La deuda argentina: historia, default y reestructuración. Documento CEDES. Recuperado de: http://policydialogue.org/files/events/Damill_Frenkel_Rapetti_LaDeuda.pdf

De Lucchi J. M. (2014). Macroeconomía de la deuda pública. El desendeudamiento argentino (2003-2012). CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 53. Recuperado de: <http://www.iade.org.ar/system/files/dt53-delucchi-web.pdf>

DNCI (2004). Revisión de la deuda externa del sector privado no financiero - DNCI - Nota Metodológica, diciembre de 2004. Recuperado de: http://www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionales/documentos/revision_deuda_spriv.pdf

FMI (2013). Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis In Market-Access Countries. Washington DC. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>

FMI (2018). Request for Stand by arrangement-press release and Staff report. Country Report No. 18/219. Washington DC. Recuperado de: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/CR/2018/cr18219.ashx>

Gaggero, J.; Rúa, M.; Gaggero, A. (2013). Fuga de Capitales III. Argentina (2002-2012). Magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes. CEFID-AR, Documento de Trabajo N.º 52. Recuperado de: <https://www.justiciafiscal.org/2014/07/estudio-fuga-de-capitales-iii-argentina-2002-2012/>

Gaggero, J. y Gómez Sabaini, J. C. (2002). *Cuestiones macrofiscales y políti-*

cas tributaras. Buenos Aires: CIEPP-OSDE.

Guzmán, M. (2016). Reestructuración de deuda soberana en una arquitectura financiera-legal con huecos. *Revista Jurídica Universidad de Puerto Rico*, 85(611).

INDEC (2018). Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. Metodología INDEC N.º 23. Recuperado de: https://www.indec.gob.ar/ftp/cuadros/economia/bdp_pii_de_metodologia_23.pdf

Kupelian R. y Rivas M. (2013). Fondos buitres. El juicio contra Argentina y la dificultad que representan en la economía mundial. CEFID-AR, Documento de Trabajo N.º 49. Recuperado de: <http://www.iade.org.ar/noticias/fondos-buitres-el-juicio-contra-argentina-y-la-dificultad-que-representan-en-la-economia>

Müller, A. (2013). Default y reestructuración: ¿cuál fue la real quita de la deuda pública argentina? CESPA-FCE-UBA, Documento de Trabajo N.º 32. Recuperado de: http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/?c=snrds&a=d&d=docin_cespa_032

Olmos, A. (2004). *La deuda externa: todo lo que usted quiso saber sobre la deuda externa y siempre se lo ocultaron*. Buenos Aires: Continente.

Presidencia de la Nación (2016). "El estado del Estado. Diagnóstico de la Administración Pública en diciembre de 2015". Informe publicado en el marco del discurso de apertura la Asamblea Legislativa. Recuperado de: https://www.sigen.gob.ar/pdfs/el_estado_del_estado.pdf

Rapport, M. (2014). Endeudamiento externo y pensamiento heterodoxo. La deuda externa argentina y la soberanía jurídica: sus razones históricas. *Revista Ciclos en la historia, la economía y la sociedad*, (43). Recuperado de: <https://ri.conicet.gov.ar/handle/11336/10826>

Reinhart, C., K. Rogoff y M. Savastano (2003). Debt Intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*, Brookings Institution. Recuperado de: <https://www.nber.org/papers/w9908>

Ter-Minassian, T. (2004). Assessing Fiscal Sustainability. Inaugural Lecture, XVI Regional Seminar of Fiscal Policy, ECLAC, United Nations, Santiago de Chile.

Wainer, A. y Bona, L. (2017). Las decisivas negociaciones con los acreedores: los canjes de 2005 y 2010 y los pagos de la deuda pública. En E. Basualdo (ed.). *Endeudar y fugar* (pp. 111 – 146). Buenos Aires: Siglo XXI.