Universidad de Buenos Aires Facultad de Ciencias Económicas Escuela de Estudios de Posgrado

Maestría en Finanzas

Trabajo Final de Maestría

Análisis de Sostenibilidad de la Deuda Argentina bajo un Contexto de Restricción Externa

Período 2004-2019

Autor: Federico Gastón González

DIRECTOR: DANIEL ALBERTO MILIÁ

A MI MADRE Y A LA UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES, POR BRINDARME AMBOS LA PASIÓN POR EL ESTUDIO Y LA INVESTIGACIÓN Y OTORGARME TODAS LAS HERRAMIENTAS NECESARIAS PARA LOGRARLO. A ELLOS, ETERNAMENTE AGRADECIDO.

A MI PAÍS, ESPERANDO APORTAR MI GRANO DE ARENA PARA AYUDAR A MEJORAR SU ECONOMÍA Y LA CALIDAD DE VIDA DE SU GENTE.

Agradecimientos

Un especial agradecimiento a Federico Fliguer y Esteban Mercatante por sus invaluables aportes al primer borrador de este trabajo.

PERO PRINCIPALMENTE A DANIEL MILLIA POR TODA SU DEDICACIÓN Y AYUDA PARA MEJORAR LA IDEA INICIAL Y LAS DISTINTAS VERSIONES DE ESTE TRABAJO.

Resumen

El presente proyecto busca realizar un análisis de la situación financiera y de deuda de Argentina durante el período 2004-2019, entendiendo a estas en función de su relación con un sistema monetario internacional con severas fallas y condicionalidades y en función de un persistente problema de restricción externa. El período analizado se corresponde al comprendido entre las dos grandes reestructuraciones de deuda realizadas por el país en su historia reciente,

En relación con dicho objetivo general, se vislumbrarán una serie de objetivos específicos consistentes en: estudiar y desarrollar las características básicas del endeudamiento argentino y la relación del país con el sistema financiero internacional y los organismos internacionales; analizar la situación y la evolución macroeconómica y financiera argentina hasta el año 2020; y estimar las diversas variables necesarias para realizar un análisis ampliado de sostenibilidad de la deuda.

La hipótesis fundamental que perseguirá el desarrollo del trabajo es que, si bien los problemas de la deuda argentina observables en el año 2020 pueden parecer a priori problemas de iliquidez derivados del actuar conjunto de una serie de factores -tales como un sudden stop de los flujos de capitales financieros, adelantos de importaciones y deterioro de exportaciones ante la expectativa de una mayor devaluación futura, alta concentración de intereses y amortizaciones de la deuda en un muy corto período de tiempo y otras características que afectan al pago de la deuda en el corto plazo-, en realidad el problema es más bien uno de insolvencia, evidenciado principalmente por una estructura productiva desequilibrada y una matriz productiva obsoleta, dependencia del capital extranjero, persistente fuga de capitales y bajos niveles históricos de inversión.

En busca de cumplir con los objetivos propuestos se buscará a lo largo del trabajo realizar un análisis exhaustivo de las características de los procesos de endeudamiento y sus relaciones con

los organismos garantes del orden del sistema financiero internacional. Se buscará comprender a la Argentina como un país más dentro de un sistema financiero con severas fallas a nivel internacional, producto de las cuales se deriva la dependencia financiera de países como el analizado con respecto a otros y con respecto a los organismos financieros internacionales garantes del orden existente, así como entender las consecuencias que dichas relaciones generan en el perfil de la deuda de los países y en la probabilidad de incurrir en procesos de insostenibilidad de la deuda, reestructuraciones y/o defaults. Todo esto se realizará comprendiendo en todo momento las consecuencias que la restricción externa genera sobre el proceso y su relación con las crisis de deuda.

Palabras claves (Keywords): [H63] Deuda Soberana (Sovereign Debt), [F34] Préstamos Internacionales y Problemas de Deuda (International Lending and Debt Problems), [F32] Ajustes de Cuenta Corriente - Movimientos de Capitales de Corto Plazo (Current Account Adjustment - Short-Term Capital Movements)

<u>Índice</u>

1. Introducción	8
2. Planteamiento del tema/problema	17
3. Objetivos e Hipótesis	19
4. Marco Teórico	20
4.1. Sistema Monetario Internacional	20
4.2. Movimientos de Capitales	28
4.3 Deuda: Conceptos, Características, Clasificación y Valoración	32
4.4. Sostenibilidad y Reestructuración	43
4.5. Restricción Externa	59
5. Metodología	67
6. Características del Endeudamiento Público	71
6.1. Endeudamiento Público en Argentina	71
6.2. Organismos Financieros Internacionales, Dependencia y Condicionalidades	78
6.3. Insostenibilidad de la deuda y default	88
7. Análisis Macroeconómico, Financiero y de Sostenibilidad de la Deuda Argentina dur período 2004-2019	
7.1. Análisis del Contexto de Restricción Externa	94
7.2. Análisis Macroeconómico, Financiero y de Sostenibilidad de la Deuda Argentina marco de la Restricción Externa	
8. Conclusiones	143
Bibliografía	148

1. Introducción

Como consecuencia del desarrollo de un nuevo ciclo de fuerte endeudamiento externo producido en Argentina entre los años 2015 y 2018 y del deterioro económico y financiero que dicho país presenta principalmente desde el año 2011, una vez más Argentina se encontró durante el año 2020 afrontando un problema de sostenibilidad de su deuda y con altas probabilidades de incurrir en un nuevo default general.

Bajo el contexto mencionado, el perfil de deuda de Argentina resultó notablemente deteriorado por la decisión de financiar prolongados e importantes desequilibrios macroeconómicos fiscales y de balanza de pagos mediante la generación de un importante endeudamiento, principalmente en moneda extranjera, a altas tasas de financiamiento y con un perfil de abultados vencimientos en un muy corto período de tiempo.

A partir de los efectos negativos que, en relación con el proceso mencionado, han sido generados sobre la economía y las finanzas del país, desde mediados del año 2019 se realizaron numerosos reperfilamientos unilaterales de títulos públicos. Primero las letras del tesoro de corto plazo, las cuales sufrieron un segundo reperfilamiento a principios del año 2020 y un tercero hacia mediados del mismo año, luego diversos títulos emitidos en moneda local y regidos por legislación extranjera y por último todos los títulos públicos emitidos en moneda extranjera bajo legislación local-.

En este contexto de inestabilidad financiera, el gobierno argentino, así como diversos organismos internacionales -principalmente el Fondo Monetario Internacional y la Organización de las Naciones Unidas- han realizado diversos análisis de sostenibilidad de la deuda a partir de los cuales se declaró como insostenible al perfil de la deuda argentina.

A partir del análisis de sostenibilidad de la deuda realizado por la Argentina, durante la mayor parte del año 2020 dicho país se encontró negociando con sus acreedores financieros un agresivo proceso de reestructuración de la deuda en base a supuestos macroeconómicos y macrofinancieros estimados por el propio gobierno. Dicho proceso de reestructuración buscó ser realizado en tres etapas: primero los títulos públicos regidos por legislación extranjera -los más problemáticos jurídicamente-, luego los títulos públicos regidos por legislación local y por último los préstamos otorgados por el Fondo Monetario Internacional y otros organismos internacionales como el Club de París.

En sintonía con este proceso, el presente trabajo buscará analizar las características del endeudamiento argentino, así como la relación de Argentina con sus acreedores y con los organismos financieros internacionales para poder comprender a dicho país en el marco de una recurrente restricción externa, y comprenderlo, no como un deudor eternamente irresponsable sino como un país más dentro de un sistema financiero internacional con importantes fallas sistémicas. Resulta sumamente importante en este contexto analizar el rol de los acreedores financieros y los organismos internacionales, así como entender la dependencia que las fallas de dicho sistema generan al país con respecto a estos organismos y acreedores y los efectos negativos que deriven de las condicionalidades que se desprendan del endeudamiento con ellos.

En base a esto, luego de abordado el planteamiento general del tema a estudiar en el capítulo 2 y los objetivos del trabajo y la hipótesis a la que se espera arribar en el capítulo 3, en el cuarto capítulo del trabajo se pretenderá brindar un amplio marco teórico con algunos conceptos que resultarán relevantes para el análisis posterior de los temas fundamentales del trabajo.

Para comenzar, en el apartado 4.1. se abordará una breve explicación acerca del Sistema Monetario Internacional, brindando una definición de este y analizando su relación con la balanza

de pagos. Se analizarán los objetivos del sistema monetario internacional y las consecuencias que derivan de las características de este sobre la macroeconomía de los países miembros y el comportamiento de los agentes económicos. También se detallarán ciertas deficiencias del sistema monetario internacional actual, las cuales se corresponden principalmente con: aceleración de los desequilibrios locales, desalineamientos de los tipos de cambio, crecimiento de la volatilidad financiera internacional, alta movilidad de los flujos de capitales y frenazos súbitos de estos. También se hará un breve repaso histórico de la evolución y las transformaciones experimentadas por el sistema monetario internacional a lo largo del tiempo y sus principales características y se analizará una posible evolución hacia un nuevo sistema internacional en los tiempos modernos, brindando algunas recomendaciones al respecto.

Resulta fundamental analizar y comprender las características del Sistema Monetario Internacional imperante para lograr analizar correctamente la evolución económica y financiera de Argentina, logrando entender a esta, no como un país aislado, sino como un país inmerso en un sistema internacional que presenta severas fallas y condicionalidades a sus países miembro.

Para continuar, en el apartado 4.2. se ampliará el estudio sobre los movimientos de capitales mencionados en el apartado anterior, los cuales son explicativos de las inestabilidades macroeconómicas y financieras mencionadas. Se analizará la relación con los procesos de liberalización financiera y sus consecuencias. Se detallará específicamente las consecuencias de las entradas y salidas de capitales para una economía como la argentina y su importancia en la generación de procesos de crisis, destacando la conveniencia de regular dichos movimientos para evitarlo. Debido a que la integración mundial actual genera impactos en ambos tipos de flujos, en el trabajo se abordan los movimientos de capitales como una cuestión integral, independientemente de si los mismos son destinados a Inversión Directa o son capitales especulativos de corto plazo,

Por supuesto, no se desconoce el hecho de que el foco regulatorio debe estar puesto principalmente sobre los capitales especulativos de corto plazo, pero dado que el objeto de estudio del presente trabajo se produce en un marco de restricción externa no se desconoce el impacto que pudieran desencadenar capitales temporalmente más estables.

Luego, en el apartado 4.3. se buscará analizar en profundidad algunos conceptos de deuda distinguiendo entre deuda bruta, deuda neta y deuda pública, diferenciando a esta de los conceptos de crédito público y empréstito a los cuales es frecuentemente asociada. También se analiza la importancia de la deuda pública y la necesidad de que sea utilizada para financiar gastos de capital y no gastos corrientes, analizando con posterioridad los problemas de pago que de ello deriven. También se realizará una clasificación no exhaustiva de la deuda entre distintos factores: deuda interna y externa; deuda directa e indirecta; deuda de corto y largo plazo; fuente de financiamiento o naturaleza de los agentes; monedas de emisión, de denominación y de liquidación; tipo de instrumento. Luego se brindarán apreciaciones sobre la valoración de la deuda -según valor nominal o valor de mercado- y se introducirá el concepto de valor facial. A partir de ello se brindará una definición para la deuda externa, distinguiéndola entre pública y privada y se especificarán los distintos tipos de instrumentos de deuda y sus características principales, resultando fundamental para el presente trabajo los títulos de deuda, especialmente los bonos, por lo que se procederá a continuación a desarrollar conceptualmente algunos tipos de bonos que resulten relevantes para el análisis en cuestión: a la par; con descuento; cupón cero; cupón diferido; moneda dual; bonos con vinculación a otra moneda. Entre las características de estos títulos se hará énfasis en el tipo de tasa a la que se produce el endeudamiento -fija o variable-, el plazo -distinguiendo entre corto y largo plazo-, el tipo de moneda -local o extranjera- y algunas características macroeconómicas.

También se definirán conceptos tales como: amortización, riesgo, mercado financiero, así como mercado primario y secundario.

Luego de desarrollar estos conceptos, en el apartado 4.4. se abordarán los conceptos de solvencia y liquidez y se analizarán los riesgos que de ellos deriven con su posible impacto en reestructuraciones de la deuda, a partir de donde se abordan los diferentes tipos de reestructuraciones: condonación; reprogramación o refinanciamiento; conversión y pago anticipado; asunción y pago en nombre de otros; canjes de deuda o swaps. Abordando este mismo tema también se detallarán mecanismos que puedan desencadenar en reestructuraciones de deuda, tales como, descalces de vencimientos o de monedas y problemas de solvencia y de dependencia. Luego de esto se brindarán algunas recomendaciones sobre estructuras de deuda para evitar estos inconvenientes y se detallará de manera muy breve la importancia de realizar un análisis de sostenibilidad de la deuda y una estrategia para la gestión de la deuda a mediano plazo. Para finalizar se abordarán los conceptos de deuda indigna y de deuda odiosa, que resultan fundamentales para comprender cualquier proceso de fuerte endeudamiento como los analizados y cualquier proceso de reestructuración de la deuda.

Para finalizar el capítulo, en el apartado 4.5. se bridarán algunos conceptos macroeconómicos relativos al riesgo y al desequilibrio externo, definiendo específicamente la balanzas de pagos y realizando una apertura explicativa en sus cuentas comercial, de cuenta corriente y de cuenta capital y especificando el problema de la restricción externa, definiendo la situación y explicitando sus posibles causas así como la relación con los procesos de endeudamiento. Asimismo se analizan las posibles soluciones que históricamente se han implementado para combatir esta situación de restricción externa con el impacto que han generado sobre la situación macroeconómica y de deuda y la generación de crisis económicas y financieras.

Luego de desarrollado el marco teórico bajo el cual se rige el trabajo, en el capítulo 5 se detallará la metodología bajo la cual se desarrolló el mismo, para luego pasar en el capítulo 6 a profundizar sobre ciertas características del endeudamiento público argentino y analizar aquellos aspectos que llevan al endeudamiento, así como las consecuencias positivas y negativas que de este se desprenden. Con este objetivo, en el apartado 6.1. se expondrán argumentos a favor y en contra del endeudamiento en busca de responder a estas interrogantes. Asimismo, se analizará en qué casos resulta conveniente el endeudamiento y como debe ser utilizado para lograr que la deuda permanezca dentro de un sendero sostenible. Se analizarán también los factores internos y externos que llevan al endeudamiento y al desendeudamiento en argentina.

Con posterioridad, en el apartado 6.2. se examinará con mayor precisión la función de la deuda externa en el sistema financiero internacional como mecanismo perpetuador de la dependencia de las economías emergentes y como buscador de nichos para los capitales ociosos en períodos de fuerte liquidez financiera internacional. También se brindarán herramientas que permitan entender el comportamiento de los países deudores como Argentina en función del ciclo económico de los países centrales y en función de los movimientos internacionales de capitales. Se buscará entender a la Argentina como un país que se encuentra dentro de un sistema financiero internacional con serias deficiencias sistémicas. Luego se analizará el rol del Fondo Monetario Internacional y de los organismos financieros internacionales en general como garantes de este defectuoso sistema financiero internacional y se analizarán las condicionalidades que estos organismos internacionales exigen, así como las repercusiones negativas de estas en las economías de los países emergentes.

Luego, en el apartado 6.3. se analizarán los factores que llevan a la insostenibilidad de la deuda y al default y se analizarán los efectos que desencadena un proceso de default, analizando algunos

mitos y realidades sobre ellos y comprendiendo por que el default no resulta siempre el peor camino posible como la literatura económica se ha preocupado por demostrar, permitiéndonos vislumbrar algunos potenciales efectos positivos.

Para finalizar con el desarrollo del trabajo, en el capítulo 7 se realizará un análisis minucioso de la economía y las finanzas argentinas. Para ello, en el apartado 7.1. se analizarán las variables macroeconómicas que contextualizan el análisis de la restricción externa, tales como la balanza de pagos y las aperturas de las cuentas corriente y financiera. En el apartado 7.2. se analizarán indicadores financieros de deuda tales como la evolución de la deuda bruta y su relación con el Producto Bruto Interno, así como su composición por moneda, su apertura según tipo de instrumento, según tipo de acreedor y según legislación. Con posterioridad se analizará el perfil de vencimientos futuros de amortizaciones e intereses de la deuda y se analizará la evolución de la deuda externa. También se analizará la evolución de indicadores relativos al resultado comercial exportaciones, tales como los ratios deuda bruta/exportaciones, externa/exportaciones y deuda en moneda extranjera/exportaciones. Lo propio se realizará junto con la evolución de las reservas internacionales del Banco Central, analizando específicamente la evolución de los ratios deuda bruta/reservas internacionales, deuda externa/reservas internacionales y deuda en moneda extranjera/reservas internacionales. También será analizada la evolución del riesgo país y el ratio correspondiente a intereses de la deuda en función a la recaudación impositiva total. Para finalizar se observarán datos técnicos correspondientes a los títulos públicos argentinos en los días previos a que se concrete la primer oferta de reestructuración de la deuda de 2020: precios, paridades, tires, durations y se brindará una curva de rendimientos de títulos en moneda local y en moneda extranjera, tanto bajo legislación local como bajo legislación extranjera.

Finalmente se brindarán algunas conclusiones al trabajo en el capítulo 8. En sintonía con lo asegurado por el propio país y por organismos financieros internacionales, efectivamente la situación de la deuda argentina hacia el año 2020 es de clara insostenibilidad, en función de lo cual es entendible que se busque en una reestructuración un posible alivio de corto plazo. Sin embargo, independientemente del alivio temporal que la reestructuración de la deuda pueda generar sobre la situación financiera y macroeconómica local, el presente trabajo busca evidenciar que, si no se combaten los problemas estructurales de la economía argentina, los problemas de eterna restricción externa y dependencia internacional y la alta dependencia de las divisas extranjeras para poder crecer, los problemas de sostenibilidad de la deuda retornarán con periodicidad.

Se demuestra la hipótesis planteada al observar que, si bien los problemas de deuda de la argentina de los últimos años pueden parecer a priori problemas de iliquidez, dados principalmente por diversos factores que actuaron conjuntamente -tales como un sudden stop de los flujos de capitales financieros, adelantos de importaciones y freno de las exportaciones por especulaciones de mayores devaluaciones futuras, alta concentración de intereses y amortizaciones de la deuda en el muy corto plazo, etc.- la realidad demuestra que el verdadero problema de fondo es uno de insolvencia, dado principalmente por una estructura productiva desequilibrada y una matriz productiva obsoleta, dependencia del capital extranjero, persistente fuga de capitales y bajos niveles históricos de inversión.

Finalmente, se alienta a futuras investigaciones que repercutan en la implementación de políticas económicas que resulten en una modificación de la matriz productiva argentina y de su dependencia internacional, dado que, como se afirmará con posterioridad, solo con modificaciones estructurales de largo plazo el país podrá morigerar o dejar de lado definitivamente el problema de la restricción externa. Mientras no lo haga, e independientemente de las ideologías de quien

gobierne, las crisis de deuda retornarán periódicamente debido a que el endeudamiento será siempre utilizado para cubrir temporalmente las inestabilidades de la economía local y las fallas del sistema financiero internacional.

2. Planteamiento del tema/problema

Como consecuencia del desarrollo de un nuevo ciclo de fuerte endeudamiento externo producido en Argentina entre los años 2015 y 2018 y del deterioro económico y financiero que dicho país presenta principalmente desde el año 2011, una vez más la Argentina se encuentra con un problema de sostenibilidad de su deuda y con altas probabilidades de incurrir en un nuevo default general de su deuda.

Bajo el contexto mencionado, el perfil de deuda de Argentina se vio notablemente deteriorado por la decisión de financiar prolongados e importantes desequilibrios macroeconómicos fiscales y de balanza de pagos mediante la generación de un importante endeudamiento, principalmente en moneda extranjera, a altas tasas de financiamiento y con un perfil de abultados vencimientos en un muy corto período de tiempo.

A partir de los efectos negativos que, en relación con el proceso mencionado, han sido generados sobre la economía y las finanzas del país, desde mediados del año 2019 se realizaron numerosos reperfilamientos unilaterales de títulos públicos. Primero las letras del tesoro de corto plazo, las cuales sufrieron un segundo reperfilamiento a principios del año 2020 y un tercero hacia mediados del mismo año, luego diversos títulos emitidos en moneda local y regidos por legislación extranjera y por último todos los títulos públicos emitidos en moneda extranjera bajo legislación local-.

En este contexto de inestabilidad financiera, el gobierno argentino, así como diversos organismos internacionales -principalmente el Fondo Monetario Internacional y la Organización de las Naciones Unidas- han realizado diversos análisis de sostenibilidad de la deuda a partir de los cuales se declaró como insostenible al perfil de la deuda argentina.

A partir del análisis de sostenibilidad de la deuda realizado por la Argentina, dicho país se encuentra negociando con sus acreedores financieros un agresivo proceso de reestructuración de la deuda en base a supuestos macroeconómicos y macrofinancieros estimados por el propio gobierno. Dicho proceso de reestructuración busca ser realizado en por lo menos tres etapas: primero los títulos públicos regidos por legislación extranjera -los más problemáticos jurídicamente¹-, luego los títulos públicos regidos por legislación local y por último los préstamos otorgados por el Fondo Monetario Internacional y otros organismos internacionales como el Club de París.

Se considera relevante analizar las características del endeudamiento argentino, así como la relación de Argentina con sus acreedores y con los organismos financieros internacionales para poder comprender a dicho país en el marco de una recurrente restricción externa, y comprenderlo, no como un deudor eternamente irresponsable sino como un país más dentro de un sistema financiero internacional con importantes fallas sistémicas. Resulta sumamente importante en este contexto analizar el rol de los acreedores financieros y los organismos internacionales, así como entender la dependencia que las fallas de dicho sistema generan al país con respecto a estos organismos y acreedores y los efectos negativos que deriven de las condicionalidades que se desprendan del endeudamiento con ellos.

-

¹Los títulos públicos regidos bajo legislación extranjera presentan una doble dificultad: en primer lugar por el hecho de ser títulos que se rigen justamente bajo una legislación distinta a la Argentina y por lo tanto no presentan la posibilidad de modificarse en forma unilateral por voluntad propia del país deudor, de intentar avanzar por esta vía los acreedores tienen la potestad de avanzar judicialmente contra el país ante tribunales extranjeros. En segundo lugar debido a las características propias de dichos títulos (identitures), especialmente las que refieren a las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) que establece que cualquier modificación de una o mas de las características de los títulos debe ser consensuada con los acreedores y aceptada por una ampliada mayoría de estos, tanto en términos de la propuesta general de la deuda como de la propuesta individual de cada título.

3. Objetivos e Hipótesis

En virtud de las problemáticas enunciadas en el capítulo anterior, el presente trabajo tendrá como objetivo general realizar un análisis de sostenibilidad de la deuda argentina, comprendiéndola en un marco de frecuente restricción externa y de constante dependencia externa.

Para desarrollar dicho objetivo general se vislumbrarán una serie de objetivos específicos consistentes en: estudiar y desarrollar las características básicas del endeudamiento argentino y la relación del país con el sistema financiero internacional y los organismos internacionales; analizar la situación y la evolución macroeconómica y financiera argentina hasta el año 2020; y estimar las diversas variables necesarias para realizar un análisis ampliado de sostenibilidad de la deuda.

La hipótesis fundamental que perseguirá el desarrollo del trabajo es que, si bien los problemas de la deuda argentina observables en el año 2020 pueden parecer a priori problemas de iliquidez derivados del actuar conjunto de una serie de factores -tales como un sudden stop de los flujos de capitales financieros, adelantos de importaciones y deterioro de exportaciones ante la expectativa de una mayor devaluación futura, alta concentración de intereses y amortizaciones de la deuda en un muy corto período de tiempo y otras características que afectan al pago de la deuda en el corto plazo-, en realidad el problema es más bien uno de insolvencia, evidenciado principalmente por una estructura productiva desequilibrada y una matriz productiva obsoleta, dependencia del capital extranjero, persistente fuga de capitales y bajos niveles históricos de inversión.

4. Marco Teórico

4.1. Sistema Monetario Internacional

Mohan, Debabrata Patra y Kapur, (2013) definen al Sistema Monetario Internacional como el conjunto de acuerdos internacionales oficiales que regulan los aspectos fundamentales de la balanza de pagos. Afirman que esta definición puede ampliarse, a grandes rasgos, en función de cuatro elementos fundamentales: los esquemas cambiarios, los pagos y transferencias internacionales relacionados con las transacciones de cuenta corriente, los flujos internacionales de capitales y las prácticas de acumulación y administración de las reservas internacionales de los países.

Los autores también afirman que, el Sistema Monetario Internacional cumple el objetivo fundamental de facilitar las transacciones comerciales y los movimientos de capitales entre los distintos países, con el fin último de contribuir al crecimiento económico mundial, al tiempo que se promueve la estabilidad financiera y de precios a nivel global.

Dado que bajo el Sistema Monetario Internacional se define el funcionamiento de las paridades cambiarias, la interacción e interconexión entre los sistemas financieros y el grado de apertura económica, comercial y financiera de los países, las características del Sistema Monetario Internacional imperante resultan sumamente importantes para analizar la situación económica y financiera de los países, definiendo el contexto externo en el que operan las economías de los diversos países en un marco de creciente globalización. Al acotar el rango de políticas económicas implementables por los distintos países y al contribuir en la aplicación de esquemas económicos y financieros que se adapten al sistema establecido, las características del Sistema Monetario

Internacional condicionan el funcionamiento del sistema económico de los países (Mohan, Debabrata Patra y Kapur, 2013).

Debido a lo expuesto en el párrafo anterior y en función del análisis efectuado por los autores, resulta fundamental comprender que el Sistema Monetario Internacional no fue siempre el mismo, sino que fue evolucionando con el tiempo, modificando sus principales características y el modo de afectación directa e indirecta a los distintos países. Entre 1879 y 1913 el sistema que rigió fue el articulado en torno al patrón oro, el cual contaba entre sus principales características con una libre movilidad de capitales y un esquema de tipo de cambios fijos, lo cual implicaba una virtual inexistencia de política monetaria independiente – bajo este esquema, la oferta monetaria dependía de las reservas de oro acumuladas por los países, y si un país exhibía un desequilibrio persistente en su balanza de pagos, la salida constante de oro hacia el exterior traería aparejada una contracción proporcional de su oferta monetaria, ajustando así la actividad económica, y la producción y generando presiones deflacionarias que garantizarían la estabilidad de la paridad cambiaria, dado que el tipo de cambio real se apreciaría, generando la corrección del desequilibrio externo-.

El patrón oro se rompió a partir de las devaluaciones generadas en diversos países como consecuencia del desenvolvimiento de la crisis económico-financiera de 1929 y la posterior depresión de la economía mundial. De a poco, todos los países fueron abandonando el esquema reinante en busca de conseguir soluciones internas a la crisis económica.

Debido a esto, a partir de 1945 y hasta 1971 rigió un nuevo sistema, a partir del acuerdo generado por las principales economías del mundo, el cual puede ser definido como sistema monetario de Bretton Woods. Este nuevo esquema, a diferencia del anterior, estuvo caracterizado por un activo control de capitales, tipos de cambio semi-fijos y una política monetaria independiente. Las principales economías del mundo decidieron la creación de importantes

organismos internacionales como garantes del nuevo esquema: El FMI -encargado en principio de velar por los equilibrios externos de sus países miembro-, el Banco Mundial y el GATT (posteriormente OMC). Bajo este esquema, Estados Unidos adquirió funciones y atribuciones exclusivas, siendo la más importante conseguir posicionar su moneda como moneda internacional de cambio y reserva, utilizada por el resto de los países para mantener su tipo de cambio fijo, atados estos, no ya al oro, sino al dólar estadounidense. El Fondo Monetario Internacional, siguiendo políticas afines al mantenimiento del nuevo orden económico mundial se ocupaba de asistir financieramente a los países con problemas de cuenta corriente y participaba con recomendaciones y autorizaciones ante modificaciones de sus políticas económicas -por ejemplo, autorizando un cambio en la paridad entre monedas- (Mohan, Debabrata Patra y Kapur, 2013).

Hacia principios de la década de 1970, el deterioro del tipo de cambio real norteamericano, junto con varios años de elevada presión inflacionaria y constantes déficits de cuenta corriente, generaron el espacio adecuado para que comience a especularse con la futura ruptura de la paridad entre el dólar y el oro. A esto puede sumarse la necesidad de Estados Unidos de recuperar parte de la competitividad perdida. Así fue como, desde la década de 1970, surge un nuevo Sistema Monetario Internacional, al cual los autores mencionados denominan sistema Post Bretton Woods. El nuevo esquema que rigió a partir de los ´70 combinó tipos de cambio flotantes -con ocasionales intervenciones en el mercado cambiario a fines de suavizar fluctuaciones de corto plazo-, utilizando el dólar como moneda internacional de cambio y reserva de los países, con una creciente libre movilidad de capitales -agudizada a partir de la década del ´80- y una independencia en la política monetaria que permitió que cada país pueda determinar su propia dinámica de precios y actividad económica.

Mohan, Debabrata Patra y Kapur (2013) también expusieron ciertas deficiencias del Sistema Monetario Internacional actual, argumentando que bajo el esquema implementado se aceleraron los desequilibrios globales, con desalineamientos de los tipos de cambio, crecimiento de la volatilidad financiera internacional y alta movilidad de los flujos de capitales a lo largo del globo, con constantes episodios de severos sudden stop de dichos flujos financieros y con las consecuencias macroeconómicas que de ellos deriven en materia de crisis económicas y financieras con efectos indirectos sistémicos para los países afectados -principalmente para los países emergentes-.

Los autores afirman que los desequilibrios económicos y financieros internacionales generados por las deficiencias del Sistema Monetario Internacional se presentaron en todas sus fases, pero se agudizaron a partir de la década de 1970 y se acrecentaron persistentemente a partir de la década de 1990. Entre estos desequilibrios mencionados es posible encontrar fuertes desbalances globales, ocurridos a partir de una acumulación de constantes y progresivos déficits de cuenta corriente por parte de Estados Unidos, los cuales fueron financiados a partir de importantes superávits externos registrados en diversas economías exportadoras como Japón, China y otros países de la región. El sistema imperante también registraba un incremento en la volatilidad cambiaria de los países reflejada tanto en los tipos de cambio nominales como en los tipos de cambio reales-. El sistema también presentó un creciente incremento en los flujos de capitales -principalmente de los capitales financieros-, evidenciándose períodos de auge y recepción de capitales por las economías en vías de desarrollo alternados por reversiones súbitas de estos capitales hacia las economías más desarrolladas, ocurriendo importantes períodos de sudden-stop. Se evidenció también un aumento considerable de la interconexión financiera entre instituciones reguladas y no reguladas de la economía de los distintos países, con defectos regulatorios sobre el total de la economía, lo cual

lleva a magnificar los efectos negativos y el contagio mundial de las crisis económicas cuando estas ocurren.

Como producto de las fallas mencionadas del sistema imperante es posible observar también un constante incremento en la frecuencia de fuertes crisis financieras internacionales, cambiarias, bancarias y de deuda -puede mencionarse por ejemplo la crisis de la deuda latinoamericana ocurrida durante la década del '80, las crisis asiáticas de fines de los '90, la crisis mexicana de 1994, la crisis brasilera de 1998 y la argentina del 2001, así como la fuerte crisis financiera internacional de 2008 y la posterior crisis europea de 2012-2013-. Debido al acrecentamiento de las crisis financieras internacionales se comenzó a observar un creciente proceso de acumulación de reservas internacionales por parte de los distintos países, principalmente aquellos en vías de desarrollo, los cuales las acumulaban para protegerse de los efectos negativos de una posible futura crisis, para lo cual habían sido creados los organismos internacionales mencionados, como el FMI, pero los cuales hace tiempo que no cumplían adecuadamente con los objetivos teóricos de su creación (Mohan, Debabrata Patra y Kapur, 2013).

La evidencia empírica analizada por estos autores permite observar que, principalmente en los países emergentes, la apertura indiscriminada de la cuenta capital favorece los desequilibrios financieros que llevan a las grandes crisis financieras de los últimos tiempos, y de hecho, en las recientes crisis internacionales fue demostrado que aquellas economías que aplicaban algún tipo de control de capital con anterioridad a la ocurrencia de estos fenómenos pudieron mantener mayores niveles de actividad económica y empleo durante y posteriormente a cada crisis. Con respecto a esto, se podría decir que hubo principalmente tres grandes oleadas de flujos de capitales hacia los países en vías de desarrollo, las cuales terminaron todas en severas crisis financieras: hacia finales de la década del '70 se produce un fuerte ingreso de capitales especulativos hacia

Latinoamérica, el cual termina en las importante crisis de deuda latinoamericana de los '80; durante los primeros años de la década del '90 se promueve un nuevo ciclo de movimientos de capitales a nivel mundial, el cual finaliza en severas crisis para las economías asiáticas, brasilera y argentina entre 1998 y 2001. Por último, el ciclo de movimientos de capitales ocurrido entre 2003 y 2008, el cual termina con la crisis financiera internacional de 2008 y su futura repercusión europea años más adelante. Se podría especular con que los impactos económicos de la pandemia del virus Covid-19 ocurrida durante el año 2020 podría traer otro de estos episodios de reversión internacional de capitales luego de funcionar durante años en sentido inverso, pero aún queda mucho por evaluar con respecto a esto.

Todos los factores mencionados con anterioridad también han permitido evidenciar una desaceleración importante en las tasas de crecimiento mundial, principalmente entre los países desarrollados.

En sintonía con el Sistema Monetario Internacional detallado, a los fines del presente trabajo resultará relevante efectuar un análisis sobre el rol del Fondo Monetario Internacional y sus características, debido a la importancia que dicho organismo tiene como garante del funcionamiento del sistema monetario internacional, su análisis de sostenibilidad de la deuda argentina y su alta participación en el proceso de endeudamiento y en la posterior reestructuración de la deuda buscada por el gobierno argentino durante el año 2020.

El Fondo Monetario Internacional es un organismo financiero internacional fundado en 1944 con el supuesto objetivo de preservar la estabilidad del sistema monetario internacional. Como tal, tiene íntima relación con la deuda pública y su análisis, ocupándose de:

el desarrollo de metodología y normas estadísticas, asistencia técnica y capacitación en su aplicación, divulgación de estadísticas, y evaluación del cumplimiento de las normas por parte de los países. La incorporación del análisis de sostenibilidad de la deuda en la supervisión; Asistencia técnica y capacitación en gestión de la deuda, que abarca aspectos de la gestión financiera pública, así como mecanismos institucionales, estructura de la deuda, operaciones de deuda, estrategia de financiamiento, desarrollo del mercado de capitales y reestructuración de la deuda. (Fondo Monetario Internacional, 2011, págs. 174 y 175).

Galasso afirma con respecto al Fondo Monetario Internacional que garantiza la continuidad de la política económica que conviene a los acreedores, y que esto se logra en una serie de pasos: primero se aumenta la deuda a montos que no se puedan pagar, haciendo necesario que el país deudor requiera acceder a nuevos créditos para cancelar los intereses y capitales contraídos con anterioridad, pero estos nuevos créditos se otorgan junto con una serie de condiciones y políticas que requieren los acreedores, inscribiéndolos regularmente dentro de los acuerdos stand-by del Fondo Monetario Internacional. Mediante este mecanismo el organismo ejerce su influencia sobre las políticas de los países, utilizando a la deuda externa como su mejor herramienta, dado que si no se cumplen las condicionalidades que imponen no realizan los préstamos requeridos por los países deudores, ni dan el visto bueno para que el país en cuestión pueda acceder voluntariamente a los mercados de deuda (Galasso, 2002). Mucho menos facilitan los procesos de reestructuración de deuda, como se demostró por ejemplo en Argentina en el año 2005.

En cuanto a los créditos y préstamos del Fondo Monetario Internacional, el propio organismo especifica que implica que un país miembro obtenga divisas a cambio de comprometerse a cumplir

numerosas condiciones. Se puede realizar también comprando divisas a cambio de moneda nacional (Fondo Monetario Internacional, 2011).

Ahora, si bien el Sistema Monetario Internacional está en constante evaluación y cambio, a partir de la profunda crisis financiera de 2008 surgieron nuevas e importantes instituciones multilaterales, que abogan por un nuevo sistema internacional. En este marco resulta fundamental avanzar hacia un renovado sistema que permita alcanzar importantes mejoras con respecto al actual, corrigiendo y perfeccionando los errores que este sistema evidencia y que fueron mencionados con anterioridad. A tal fin resulta sumamente relevante articular políticas internacionales que garanticen una efectiva estabilidad macroeconómica y financiera local y global, las cuales deberán estar acompañadas por la independencia de los diversos bancos centrales con respecto a los esquemas mundiales imperantes, incentivándolos a regular y supervisar activamente el sistema financiero de cada país. Los países desarrollados deberán comprometerse a mantener políticas fiscales y monetarias estables, debido a que pequeñas alteraciones en estas generan fuertes volatilidades en los flujos de capitales hacia y desde los países emergentes. A su vez, estos países emergentes deberán regular activamente su economía y realizar considerables controles de capitales con el objetivo de morigerar los efectos negativos ocurridos en el tipo de cambio y la actividad económica, tanto por las entradas de capitales como sus posteriores salidas abruptas. A tal fin, resulta fundamental el rol que logren asumir los bancos centrales de los distintos países, recomendando que debieran retroceder de los marcos simplistas de metas de inflación, tasas de interés o manejo de derivados monetarios, para pasar a asumir un perfil de responsabilidades múltiples que logre garantizar la estabilidad financiera y de precios junto con un sostenido crecimiento económico. Los Bancos Centrales y diversos organismos nacionales deberán también asumir un rol activo en cuanto a la regulación y supervisión del sistema financiero.

Resulta fundamental analizar y comprender las características del Sistema Monetario Internacional imperante para lograr analizar correctamente la evolución económica y financiera de Argentina, logrando entender a esta, no como un país aislado, sino como un país inmerso en un sistema internacional que presenta severas fallas y condicionalidades a sus países miembro.

4.2. Movimientos de Capitales

En el marco de análisis del Sistema Monetario Internacional actual, y en función de lo que fue mencionado con anterioridad, Gluzmann y Guzmán (2011) evidencian un incremento considerable de la inestabilidad financiera con posterioridad a Bretton Woods y sostienen que los episodios de liberalización financiera resultaron ser un factor fundamental para el incremento de la fragilidad financiera, principalmente entre los países no desarrollados. Los autores encuentran la existencia de una relación positiva y robusta entre la liberalización del sistema financiero y la probabilidad de ocurrencia de una crisis bancaria en los cinco años posteriores al episodio de liberalización y sostienen que los efectos de la liberalización sobre la inestabilidad financiera se experimentan principalmente en el corto plazo. Entre otras factores, encuentran a la remoción de barreras a la entrada de capitales al sistema financiero como los principales desestabilizadores financieros.

Reinhart, Calvo y Leiderman (1994) afirman que los movimientos de capitales entre países generan presiones y distorsiones sobre aspectos económicos fundamentales. Según los autores, cuando los capitales se mueven voluminosamente desde países desarrollados a países en vías de desarrollo generan presiones inflacionarias, apreciación cambiaria -con su consecuente impacto en la pérdida de competitividad de las exportaciones-, deterioro de la cuenta corriente, un boom en créditos cambiarios y presión al alza en los precios de los activos financieros -incluso pudiendo

generar burbujas financieras-. Independientemente del tipo de capitales que ingresen, los efectos encontrados durante las últimas décadas para los países latinoamericanos son los mencionados. Sin embargo, si los flujos de capitales se corresponden a capitales especulativos de corto plazo - por ejemplo aquellos que buscan ganar con diferenciales de tasa de interés y de devaluación- los problemas se ven agravados por la rapidez de la entrada, pero también y principalmente por la existencia de posibles sudden stop, frenazos súbitos en los ingresos o incluso reversiones abruptas de estos capitales.

En los momentos en los que ingresan los flujos de capitales en cuantiosos volúmenes se suele observar un crecimiento de las reservas internacionales y un mayor crecimiento económico. Sin embargo no todo es positivo, dado que también se evidencian presiones inflacionarias, un crecimiento en el valor de los activos financieros y una apreciación del tipo de cambio real -lo cual se ha observado para los diversos países de América Latina por la importancia del consumo en su economía, pero no para otros países emergentes como los asiáticos que presentan mayor peso de las inversiones-. Estos factores suelen ir asociados a un deterioro de la cuenta corriente y la creación de posibles burbujas financieras, lo cual repercute en la posibilidad de caer en futuras crisis económicas y financieras y genera dependencia de un continuo ingreso de este tipo de capitales para mantener la estabilidad (Reinhart, Calvo y Leiderman, 1994).

En relación con esto, Rodrik (2001) sostiene que la inestabilidad de los flujos privados de capitales fue el mayor determinante de la volatilidad macroeconómica evidenciada en Latinoamérica durante la década del '90.

Carrera y Lanteri (2016) destacan la experiencia chilena analizada por French-David sobre la conveniencia de contar con políticas regulatorias que reduzcan los componentes más volátiles de las entradas de capitales. Se afirma que la Inversión Extranjera Directo es mucho menos volátil

que otros flujos de capitales como flujos de cartera y endeudamiento a corto plazo y por lo tanto las políticas deben ir encaminadas a favorecer este tipo de entradas de capitales y desalentar a los capitales especulativos de corto plazo.

Sin embargo, Calvo (1998) demuestra que estos efectos negativos ocurren incluso cuando los flujos de capitales que ingresan se corresponden a Inversión Extranjera Directa e inversiones financieras de largo plazo. Esto es así debido a que, al ingresar, aportan las divisas necesarias para mantener un déficit de cuenta corriente y para generar apreciaciones cambiarias, por lo cual se genera dependencia de las divisas y cuando se produce un episodio de sudden stop no resulta fácil abastecerse de ellas.

Con respecto a los ingresos de capitales por Inversión Extranjera Directa, por ejemplo, Rodrik y Subramanian (2009) de hecho sostienen que la inexistencia de una correlación fuerte entre los ingresos de capitales y el crecimiento económico de largo plazo se debe justamente a la apreciación del tipo de cambio real que trae aparejado el ingreso de capitales, lo cual daña las oportunidades de inversión en el sector transable.

Al producirse una salida de capitales, los efectos generados son los contrarios a los mencionados durante la entrada: se produce una fuerte presión sobre el tipo de cambio nominal -y en principio real-, lo cual afecta negativamente a la economía por los motivos antes mencionados, desencadenándose crisis económicas caracterizadas por caídas del producto interno, aumento de la inflación -con su consecuente impacto negativo sobre el salario real- y aumento del desempleo (Reinhart, Calvo y Leiderman, 1994).

Las salidas abruptas de capitales, o sudden stop suelen producirse por modificaciones en las expectativas de los inversores, las cuales pueden estar influenciadas o no por modificaciones en

las políticas económicas locales e internacionales. Por ejemplo, incrementos en la tasa de interés de referencia de Estados Unidos pueden llevar a que se produzca un "Flight to Quality" por parte de los inversores, movilizando su dinero desde activos más riesgosos en países emergentes hacia activos libres de riesgo o de menor riesgo en las economías centrales. Por otro lado, modificaciones en las regulaciones imperantes una vez que ingresaron los capitales pueden generar que los mismos se reviertan -por ejemplo al incrementar un impuesto a la renta financiera o una nueva regulación sobre la permanencia mínima de los capitales-. También puede producirse un sudden stop sin que haya modificaciones en las políticas económicas locales o extranjeras, generalmente al producirse profecías autocumplidas con respecto al nivel de endeudamiento del país en cuestión: si se empieza a temer que el país presente problemas futuros de solvencia y liquidez los capitales podrían buscar anticiparse y escapar, generando ellos mismos el proceso temido.

En un primer momento, los efectos económicos de las salidas de capitales podrían suavizarse mediante venta de reservas internacionales, pero este esquema presenta un límite, y de persistir las mismas los efectos serán inevitablemente los mencionados.

Resulta sumamente importante efectuar controles y regular adecuadamente los movimientos de capitales, en busca de evitar los efectos negativos que se producen tanto en el ingreso como en el egreso de capitales. Sin embargo, es conveniente destacar que mientras que los ingresos de capitales se producen lentamente, las reversiones suelen ser abruptas y generar severas crisis económicas. No se trata de cerrar la economía, sino de articular regulaciones consistentes con una suavización de los movimientos de capitales y con combatir los movimientos especulativos de corto plazo del estilo del carry trade antes mencionado, buscando un mayor plazo de permanencia de los capitales en el país. Como parte del combate contra los efectos negativos producidos por los movimientos de capitales es importante destacar el rol que puede asumir el Banco Central al

realizar políticas de esterilización a medida que ingresan los capitales e incrementa sus niveles de reservas internacionales -mientras el costo fiscal de hacerlo resulte conveniente- o al incrementar los encajes bancarios. Desde el punto de vista fiscal se podrían aplicar impuestos a los préstamos y la compra de activos que comiencen en un nivel elevado y disminuyan progresivamente cuanto mayor sea el plazo de permanencia de los capitales, aunque se debe tener en cuenta que los capitales siempre buscan eludir este tipo de controles, por lo que la utilización de este tipo de políticas debe ser constantemente revisada y modificada, como evidencia el Impuesto a las Operaciones Financieras en Brasil durante las décadas recientes. Por otro lado, para combatir los efectos negativos de la apreciación y la depreciación cambiarias generados respectivamente por los ingresos y salidas de capitales se pueden implementar activas políticas comerciales del tipo de subsidios y retenciones a las exportaciones y a las importaciones, según correspondan.

4.3 Deuda: Conceptos, Características, Clasificación y Valoración

Comprendido el orden económico y financiero mundial bajo el que se desarrolla la economía argentina, es posible pasar a detallar ciertas características de la deuda y de los procesos de endeudamiento.

Para comenzar es importante definir a la deuda bruta. El Fondo Monetario Internacional define como deuda bruta total a todos los pasivos que sean instrumentos de deuda y define a estos instrumentos de deuda como todo "derecho financiero que requiere que el deudor le pague intereses y/o principal al acreedor en una fecha futura" (Fondo Monetario Internacional, 2011, p.3). Dicho organismo reconoce como instrumentos de deuda a: Derechos especiales de Giro

(DEG); Dinero legal y depósitos; Títulos de deuda; Préstamos; Seguros, Pensiones y Sistemas de Garantías Estandarizados; Otras cuentas por pagar.

El pago de intereses y/o principal resulta fundamental para la definición brindada por el organismo, ya que debido a esto se margina a instrumentos tales como participaciones de capital y en fondos comunes de inversión. El principal es definido como aquel monto originado "a partir del suministro de valor económico por parte del acreedor, o la creación de pasivos de deuda mediante otros medios", mientras que al interés se define como el "costo (gasto) en que asume el deudor por el uso del principal pendiente de reembolso" (Fondo Monetario Internacional, 2011, p.4).

En base a estas definiciones, el organismo no realiza distinción alguna entre principal e intereses, ambos son considerados dentro de la definición de deuda. Para la definición del organismo lo que importa es la obligación de pago futura para determinar si un pasivo es o no un instrumento de deuda.

Ahora bien, es conveniente realizar una distinción entre la deuda bruta, antes mencionada, y la deuda neta, siendo esta última la diferencia entre la deuda bruta y los activos financieros² del país correspondientes a instrumentos de deuda (Fondo Monetario Internacional, 2011, Galindo y Viridiana, 2015).

Profundizando más es posible definir a la deuda pública como "todas las obligaciones insolutas del sector público, contraídas en forma directa o a través de sus agentes financieros" (Galindo y Viridiana, 2015, p.2). Las autoras también afirman que la deuda pública es la herramienta que

² Se entiende como activo financiero a todo instrumento financiero que otorgue al comprador el derecho a percibir ingresos en el futuro por parte del vendedor.

utilizan los gobiernos para poder diferir o repartir sus gastos en el tiempo. Esto último es necesario para llevar a cabo políticas públicas que excedan en plazo o cantidad los recursos disponibles del sector público en un determinado momento del tiempo.

En sintonía con esto, García Vizcaino (1972) sostiene que la deuda pública es uno de los tipos de ingresos extraordinarios percibidos por un Estado para hacer frente a sus erogaciones presentes o futuras y establece una diferencia entre tres conceptos que muchas veces son utilizados como sinónimos: crédito, empréstito y deuda pública. El autor sostiene que el crédito público es "el grado de capacidad financiera-política que goza un Estado para obtener la disposición de capitales ajenos, libremente entregados" (p.17) haciendo referencia a la confianza y seguridad que tienen los acreedores respecto a un país. Por otro lado, afirma que el empréstito público "es un contrato de derecho público mediante el cual el Estado -nacional, provincial o Municipal- obtiene de otras personas el uso y disposición de capitales, con la obligación de pagar los intereses y reembolsarlo" (p.19). Por último, sostiene que la deuda pública "es el aspecto pasivo del empréstito; la situación pasiva en que se halla colocado el Estado por la obligación asumida en el empréstito" (p.20). Así, el crédito público puede materializarse en un empréstito, conformando para el Estado una deuda pública.

En relación a esto, la ley argentina define como deuda pública al endeudamiento que resulte de operaciones de crédito público y entiende como crédito público a la capacidad del Estado de endeudarse con el objetivo de buscar medios de financiamiento en busca de "realizar inversiones reproductivas, para atender casos de evidente necesidad nacional, para reestructurar su organización o para refinanciar sus pasivos, incluyendo los intereses respectivos" y prohibiendo realizar operaciones de crédito público para financiar gastos operativos (Ley 24.156 de 1992, artículos 56 y 57).

Dicha ley, en su artículo 57, también establece los posibles orígenes de la deuda pública, distinguiendo entre:

a) La emisión y colocación de títulos, bonos u obligaciones de largo y mediano plazo, constitutivos de un empréstito; b) La emisión y colocación de Letras del Tesoro cuyo vencimiento supere el ejercicio financiero; c) La contratación de préstamos; d) La contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el transcurso de más de UN (1) ejercicio financiero posterior al vigente; siempre y cuando los conceptos que se financien se hayan devengado anteriormente; e) El otorgamiento de avales, fianzas y garantías, cuyo vencimiento supere el período del ejercicio financiero; f) La consolidación, conversión y renegociación de otras deudas. (Ley 24.156 de 1992, artículo 57).

Por último, dicho artículo especifica que la deuda del Tesoro y las operaciones que se realizan en el marco del artículo 82 de la ley 24.156 no son considerados deuda pública -estas son letras del Tesoro emitidas para cubrir deficiencias estacionales de caja hasta el monto fijado por la ley de presupuesto que sean reembolsadas durante el mismo ejercicio financiero en que fueron emitidas- (Ley 24.156 de 1992, artículo 82).

Habiendo analizado todo lo anterior cabe preguntarse cuál es la importancia de la deuda pública, es decir, que lleva a los países a decidir endeudarse. En respuesta a estas interrogantes y en sintonía con lo explicado en párrafos anteriores es posible definir a la deuda pública como aquella herramienta financiera que tiene un gobierno para repartir sus gastos en el tiempo (Galindo y

Viridiana, 2015). Estos gastos pueden ser gastos corrientes o gastos de capital -inversiones-. Si bien por lo general ni las normativas de los países ni los propios prestamistas permiten concretar préstamos para financiar gastos corrientes, el hecho de que el dinero sea fungible lo hace posible, por lo cual pueden generar problemas futuros para el pago de la deuda, cuyo análisis será uno de los objetivos del presente trabajo.

Además del hecho de utilizar indebidamente la deuda para financiar gastos corrientes, otro de los factores que pueden generar problemas para el pago de la deuda es el hecho de endeudarse por encima de las posibilidades de pago, debido a que incrementa el riesgo de crisis soberana y debido a que por lo general se ha encontrado una relación inversa entre el nivel de deuda y el crecimiento económico. Esta relación inversa entre el nivel de deuda y el crecimiento económico puede deberse a distintos factores, tales como: presiones hacia las tasas de interés internas -lo cual desincentiva las inversiones y reduce así el crecimiento económico-; disminución del ahorro público y con ello de la inversión pública en capital; mayores erogaciones de intereses y principal en el futuro que generan la necesidad de incrementar impuestos o reducir gastos; imposibilidad del gobierno de realizar políticas anticíclicas; etc. (Galindo y Viridiana, 2015).

Por otro lado, es posible clasificar la deuda de varias formas. Por su origen se puede clasificar en interna y externa y en directa o indirecta, entendiendo como deuda interna a la deuda contraída con personas físicas o jurídicas que posean domicilio en la República Argentina y cuyo pago pueda ser exigible dentro de su territorio nacional y entendiendo como deuda externa a la deuda contraída con aquellas personas físicas y jurídicas, organismos internacionales y Estados que no posean residencia o domicilio en la República Argentina y cuyo pago pueda ser exigible fuera de su territorio nacional. Por otro lado, la deuda pública es considerada directa cuando es asumida por la administración central en calidad de deudor principal y es considerada indirecta cuando es

asumida por personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, que no integren la administración central, pero que cuentan con su aval, fianza o garantía (Ley 24.156 de 1992, artículo 58).

La deuda se puede clasificar también según su período de contratación, distinguiendo entre deuda de corto plazo y deuda de largo plazo, siendo la de corto plazo aquella que presente un vencimiento de menos de un año y la de largo plazo aquella con un vencimiento a un año o más (Galindo y Viridiana, 2015).

Al clasificar la deuda por fuente de financiamiento o por la naturaleza de los acreedores financieros se puede distinguir entre: mercado de capitales, organismos financieros internacionales, mercado bancario, comercio exterior, deuda reestructurada y muchos otros grupos (Galindo y Viridiana, 2015).

También es posible clasificar la deuda según moneda de emisión, distinguiendo generalmente entre moneda local y extranjera y específicamente entre las distintas monedas (Galindo y Viridiana, 2015). Esta clasificación resultará fundamental para el análisis que se realizará en los siguientes capítulos.

El tipo de moneda también es importante para distinguir entre moneda de denominación - aquella "en que se fija el valor de los flujos y las posiciones de saldo, según el contrato entre las partes"- y moneda de liquidación -puede o no ser distinta a la moneda de denominación e implica una conversión de moneda para toda liquidación que se produzca- (Fondo Monetario Internacional, 2011, p.29).

Por último, aunque sin abarcar todas las posibles clasificaciones, es usual también realizar una por tipo de instrumento, pudiendo distinguir entre otros: pagarés, bonos, contratos, líneas de crédito (Galindo y Viridiana, 2015), y en el caso de Argentina en particular han cobrado creciente

interés para el período analizado las letras del tesoro, letras de capitalización, bonos duales, bonos dólar linked, bonos ajustados por inflación y otros tipos de títulos públicos.

En cuanto a la valoración de la deuda, el Fondo Monetario Internacional considera que se debe realizar al valor nominal, pero para proporcionar información útil sobre la deuda también se puede valorar a precio de mercado -en el caso de títulos de deuda que tengan cotización y sean negociados- (Fondo Monetario Internacional, 2011). De todas formas, para el presente trabajo, dado que se tiene una mirada desde el punto de vista de un país y no de un acreedor, el método de valoración más importante será el del valor nominal, debido a que permite realizar análisis de solvencia, de vulnerabilidad y de sostenibilidad de la deuda y debido a que no se ve afectado por los comportamientos del mercado, además de representar bien el verdadero costo real a futuro que pesa sobre una economía. Para el caso de los acreedores resulta muy útil la valoración vía precio de mercado debido a que permite observar el dinero que efectivamente podrían obtener en caso de deshacerse de su acreencia -el cual incluye expectativas, riesgos, cambios en las tasas de interés, liquidez, y otros aspectos-.

Para profundizar sobre la definición anterior conviene especificar con mayor grado de detalle la definición de valor nominal. Según el organismo mencionado, el valor nominal de un instrumento de deuda es aquel que "refleja el valor de la deuda al momento en que se crea, más los posteriores flujos económicos, tales como las transacciones (por ejemplo, el reembolso de principal), más las variaciones del tipo de cambio y otros cambios de valoración que no son fluctuaciones del precio de mercado" (Fondo Monetario Internacional, 2011, p.24). Numéricamente, el valor nominal puede ser calculado mediante el descuento de los futuros pagos de intereses y principal a las tasas establecidas en los prospectos o licitaciones.

En contraste con la definición de valor nominal, el valor facial es "el monto no descontado del principal que se debe reembolsar al vencimiento" (Fondo Monetario Internacional, 2011, p.24).

Retomando un concepto fundamental para el presente trabajo, que es el de deuda externa, se recuerda que anteriormente se la definió en base a la enunciación del artículo 58 de la Ley 24.156 de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional, aunque popularmente se hace referencia a ella como la deuda que un país tiene con entidades extranjeras, sea contraída por el Estado -deuda externa pública- o por empresas y particulares -deuda externa privada-.

Por otro lado, Brenta (2019) trabaja sobre la definición del Fondo Monetario Internacional y hace referencia a la deuda externa como saldo remanente real y exigible de los pasivos corrientes asumidos por los residentes de un país frente a los no residentes. En contraposición, la deuda interna es la deuda de algunos residentes frente a otros dentro de la misma economía (Fondo Monetario Internacional, 2011).

Con posterioridad, el organismo financiero amplía su definición de deuda externa haciendo referencia a un derecho de crédito frente a los recursos de la economía de un residente, que implican un pasivo corriente frente a un no residente que requiera el pago futuro de principal y/o intereses. El Fondo Monetario Internacional hace énfasis así en los pasivos brutos, excluyendo los activos (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Sin embargo, dada la fuerte expansión de la globalización y la fragmentación de los tenedores de deuda pública, resulta muy difícil aplicar el criterio de residencia para conocer la composición de la deuda y resulta más sencillo realizar una distinción entre la deuda emitida en moneda local y la deuda emitida en moneda extranjera. Este es el criterio que utilizan muchos autores en la práctica

y en general la opinión pública, aunque el Fondo Monetario Internacional decidió utilizar ambos criterios de deuda externa -residencia y moneda de emisión- (Brenta, 2019).

Por otro lado, con anterioridad se explicitaron los diferentes tipos de instrumentos de deuda, resultando el más importante para la realización del presente trabajo el de los títulos de deuda, entendiendo a los mismos como aquellos instrumentos financieros que reflejen la deuda que un Estado posee con un inversor o acreedor, generalmente bonos.

Si bien hay muchos posibles tipos de bonos, en líneas generales, y sin abarcar todo el abanico de definiciones disponibles, se puede hablar de bonos a la par o bonos con descuento, haciendo referencia en el primer caso a bonos que se emiten al mismo valor que el préstamo original, pero con cupones inferiores a la tasa de interés del mercado. Mientras que, por otro lado, los bonos con descuento son aquellos que se emiten a un valor menor que el del préstamo original, pero con un cupón al mismo nivel que la tasa de mercado. Entre los segundos suele hablarse normalmente de los bonos cupón cero, que son aquellos que se emiten a descuento y suelen pagar amortización en un único pago al vencimiento y no cuentan con una tasa explícita de interés. También se puede hablar de bonos de cupón diferido, que son títulos generalmente a largo plazo que permiten al emisor algunos períodos sin pago de intereses. Por otro lado, los bonos en moneda dual son aquellos que se emiten en una moneda, pero realizan pagos de interés y de principal en otra moneda, mientras que los bonos vinculados a otras monedas son aquellos que tienen un valor de rescate que depende de la evolución de alguna moneda (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Los títulos de deuda poseen las siguientes características: fecha de emisión en la que el título es emitido; precio de emisión al cual un inversionista compra un título; una fecha de vencimiento o de rescate, en la cual se realiza el último pago de principal; un precio de rescate o valor facial, entendido como el precio que se debe pagar al tenedor del título al momento de vencer el mismo;

un plazo de vencimiento original, entendido como el período que transcurre desde la fecha de emisión hasta el pago final; un plazo de vencimiento remanente o residual, entendido como el período entre una fecha determinada y el pago final; la tasa de cupón, fija o variable, que el emisor del título se compromete a pagarle al tenedor del mismo; las fechas de los cupones, en las que el emisor debe realizar cada uno de los pagos; el tipo de moneda -nacional o extranjera- en que pueden expresarse o liquidarse los precios de emisión y de rescate. Los títulos de deuda también deberían contemplar: una serie de documentos o prospectos en que se detallen los derechos y las obligaciones de los emisores y los acreedores, así como otras condiciones que sean importantes para estos y una calificación crediticia de alguna agencia calificadora que contemple el riesgo de incumplimiento o solvencia sobre esos títulos o sobre el emisor (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Algunas de las características de los títulos de deuda mencionadas se pueden alternar constituyendo diferentes perfiles de deuda, los cuales condicionan a un país y se ven afectados de diferentes maneras por este. Resulta conveniente por ello ampliar un poco más alguno de ellos.

Los títulos de deuda pueden poseer una tasa de interés fija o una tasa de interés variable. Se habla de deuda con tasa fija de interés para hacer referencia a títulos o préstamos en que la tasa de interés está prefijada en un valor fijo durante toda la vida del bono o durante un período en particular, mientras que se habla de deuda con tasa de interés variable para hacer referencia a títulos o préstamos en que la tasa de interés puede modificarse con el tiempo, generalmente en base a la

evolución de algún índice, algún precio u otra tasa como la LIBOR³ (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Como fue explicado al clasificar la deuda, esta también puede distinguirse entre deuda de corto y de largo plazo, dependiendo de si el vencimiento y/o el vencimiento residual de la misma es menor o mayor a un año respectivamente (Fondo Monetario Internacional, 2014).

También es importante distinguir entre deuda en moneda local y deuda en moneda extranjera, conceptos que también fueron especificados en el párrafo sobre clasificación de la deuda. Esta diferenciación es importante debido a que condiciona a un país a su situación fiscal al producirse alteraciones en sus exportaciones, en sus balanzas de pagos o al producirse devaluaciones (Fondo Monetario Internacional, 2014).

También resultan fundamentales algunas características macroeconómicas del país deudor, tales como el nivel del ingreso de un país, el nivel de sus exportaciones y de su balanza comercial, dado que afecta a la capacidad de pago del deudor (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Por otro lado, cuando se haga referencia a la amortización de la deuda pública se hará referencia a los pagos convenidos del capital recibido por el país deudor en condición regular y normal (García Vizcaino, 1972).

Otro concepto importante para el desarrollo del presente trabajo y para el análisis de la deuda es el de riesgo financiero. Si bien dicho concepto puede presentar múltiples definiciones, para el presente trabajo importa aquella indicativa como medida de riesgo relativo. Efectivamente un mayor riesgo financiero implica un incremento en las tasas de interés o un acortamiento en los

³ La tasa LIBOR (London InterBank Offered Rate) es una tasa de referencia que está basada en las tasas de interés ofrecidas en préstamos no asegurados entre bancos en el mercado monetario mayorista interbancario.

plazos de la deuda analizada. Asimismo, puede hablarse de distintos tipos de riesgo: riesgo país, riesgo cambiario, riesgo específico, riesgo de mercado, riesgo de tasa de interés, riesgo de inflación etc. (Kitchen, 1986).

Todos estos títulos de deuda, con sus características especiales son negociados en mercados financieros. Se define como mercado financiero entonces al ámbito de negociación en que son comercializados los títulos e instrumentos financieros, pudiéndose realizar una distinción entre mercado primario y mercado secundario, siendo el primero el ámbito de negociación inicial de dichos instrumentos -espacio en que se concreta una operación inicial entre un emisor y un comprador- y el segundo un ámbito de negociación posterior entre compradores y vendedores de títulos (Kitchen, 1986).

4.4. Sostenibilidad y Reestructuración

Habiendo analizado concisamente al Sistema Financiero Internacional y sus características a lo largo del tiempo, así como las de los organismos financieros internacionales que lo regulan, principalmente el Fondo Monetario Internacional, y habiendo analizado cuestiones relativas a la deuda y los procesos de endeudamiento resulta conveniente desarrollar algunos otros conceptos importantes que serán requeridos para poder comprender en profundidad capítulos posteriores. Para ello se definirán a continuación los conceptos de solvencia y liquidez y los riesgos que de ellos deriven, con su posible impacto sobre potenciales reestructuraciones de deuda y defaults.

La solvencia de un país es la capacidad de este de cumplir con sus deudas en forma continua. El Fondo Monetario Internacional establece que, de renovarse siempre la deuda al vencimiento, un país es solvente si "el valor presente de los pagos netos de intereses no excede del valor presente

de otras entradas en cuenta corriente (principalmente los ingresos de exportación) excluidas las importaciones", aunque por lo general las interrupciones de los servicios de la deuda se realizan mucho antes de llegar a ese punto, cuando se comienza a percibir que el costo de la deuda es muy alto con relación a sus objetivos económicos y sociales, resultando más importante la voluntad de pago que la capacidad de pago (Fondo Monetario Internacional, 2014, p.180).

La liquidez, por otro lado, hace referencia a la capacidad de pago mencionada, resultando los problemas de liquidez aquellos que "surgen cuando la escasez de activos líquidos afecta a la capacidad de una economía para cumplir con sus obligaciones externas inmediatas". Los problemas de liquidez dependen entonces en gran medida de la composición de la deuda en función de monedas, tasas de interés, estructuras de vencimientos y la composición de activos para pagar las deudas, pudiéndose generar por ejemplo frente a caídas de las exportaciones, aumento de las importaciones, variaciones en las tasas de interés locales y/o externas, deterioros de las condiciones internacionales de liquidez, etc. (Fondo Monetario Internacional, 2014, p.180).

Entonces, mientras que la insolvencia hace referencia a restricciones estructurales de largo plazo relacionadas a las características macroeconómicas domésticas, la iliquidez hace referencia a problemas coyunturales de corto plazo en el sector externo, dados por ejemplo por un cambio en el comportamiento de los mercados internacionales, los movimientos de capitales o una modificación en el comportamiento de los importadores y exportadores locales ante modificaciones en sus expectativas devaluatorias (Manzanelli, Barrera, Belloni y Basualdo, 2014).

Cuando hay problemas de solvencia o de liquidez suele ser necesaria una reestructuración de la deuda que devuelva el endeudamiento a un sendero sostenible en el tiempo, acorde a un crecimiento económico de largo plazo y a una profundización del desarrollo económico. De lo contrario el default se vuelve altamente probable. La reestructuración de la deuda, o reorganización

de la deuda, es el proceso de modificación por parte de acreedores y deudores -y a veces tercerosde las condiciones establecidas para el servicio de una deuda ya existente (Fondo Monetario
Internacional, 2011). Estos procesos en general se realizan para aliviar la situación de liquidez del
deudor, y de hecho, algunos países, como Argentina con su Ley 24.156, establecen que la deuda
solo puede ser reestructurada bajo condiciones que resulten beneficiosas para el país -ya sea por
alargamiento de plazos, aplazamiento de pagos, disminución de tasas de interés, etc.- (Ley 24.156
de 1992). Dicho alivio de la deuda puede ocurrir debido a una reducción del valor presente de las
obligaciones del servicio de la deuda o a una prórroga de los pagos adeudados, descomprimiendo
generalmente los pagos de corto plazo -lo cual por lo general se realiza aumentando la duración
de los títulos en cuestión- (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Para Guzmán (2016) una reestructuración de deuda pública se hace necesaria cuando la deuda en cuestión no resulta sostenible. Con respecto a esto define como deuda sostenible aquella que mantiene estable el ratio deuda/PBI, lo cual puede hacerse de diversas maneras: para economías en crecimiento, independientemente de si poseen déficit fiscal o no, lo importante es que la tasa de crecimiento económico sea mayor a la tasa de crecimiento de la deuda, mientras que para economías con tasa de crecimiento negativa lo importante es poseer un superávit primario que le permita reducir la deuda en forma proporcional a la caída del producto.

El mismo autor recalca la importancia de las reestructuraciones de deuda argumentando que, de no producirse estas frente a una situación de insolvencia, tanto el país deudor como los acreedores resultarán negativamente afectados: el país debido al deterioro de su economía y los acreedores debido a que no pueden cobrar las deudas. Aun así, afirma que hay quienes ganan en estos sucesos: los conocidos como fondos buitre y los acreedores que se benefician de las acciones que realiza el Fondo Monetario Internacional.

El Fondo Monetario Internacional establece cuatro modalidades principales de reestructuración de la deuda: condonación; reprogramación o refinanciamiento; conversión y pago anticipado; y asunción de la deuda y pago en nombre de otros. Estas distintas modalidades pueden darse en forma pura o combinadas (Fondo Monetario Internacional, 2011).

Se entiende por Condonación de la deuda a toda "reducción del monto, o extinción, de una obligación de deuda por parte del acreedor en virtud de un acuerdo formal con el deudor" (Fondo Monetario Internacional, 2011, p.55). Esto implica la idea de cancelación voluntaria y puede darse por la totalidad o parte de la deuda contraída, tanto del principal como de los intereses devengados y a devengar por el mismo (Fondo Monetario Internacional, 2011).

Por Reprogramación o Refinanciamiento de la deuda se entiende toda "modificación de los términos y condiciones del monto adeudado, que puede traducirse en una reducción de la carga de la deuda en términos de valor presente" (Fondo Monetario Internacional, 2011, p.55). "La reprogramación y el refinanciamiento de la deuda implican una modificación del contrato de deuda vigente y su reemplazo con un nuevo contrato, por lo general con una prórroga de los pagos del servicio de la deuda" (Fondo Monetario Internacional, 2011, p.58 y 59).

La reprogramación de la deuda es un acuerdo bilateral entre el deudor y el acreedor que implica un reordenamiento de las condiciones de esta y un cambio de sus características, pero sin modificar el tipo de instrumento, el valor del principal y el acreedor. Es un acuerdo que por lo general implica la postergación de los plazos de pago de los servicios de la deuda y la constitución de nuevos vencimientos. Las nuevas condiciones suelen incluir uno o más de los siguientes elementos:

ampliación de los períodos de reembolso, reducción de la tasa de interés contractual, adición o extensión de un período de gracia para el pago de intereses y del principal, fijación del tipo de cambio en niveles favorables en caso de una deuda en moneda extranjera y reprogramación del pago de los atrasos que puedan existir. (Fondo Monetario Internacional, 2011, p.59).

Por otro lado, el refinanciamiento de la deuda implica el cambio de instrumento de deuda, generalmente con un valor y un acreedor diferente. Un refinanciamiento puede consistir en el intercambio del mismo tipo de instrumento o de diferentes tipos de instrumentos de deuda (Fondo Monetario Internacional, 2011).

Con respecto a la conversión de la deuda el Fondo Monetario Internacional especifica que es "el canje de una deuda – comúnmente con un descuento – por un derecho que no constituye deuda". "Básicamente, la deuda del sector público se extingue y se crea un pasivo que no constituye deuda mediante una conversión de deuda" (Fondo Monetario Internacional, 2011, págs. 61 y 62).

Un pago anticipado de deuda sería, por otro lado, "una recompra de la deuda en condiciones convenidas entre el deudor y el acreedor", produciéndose la extinción de dicha deuda (Fondo Monetario Internacional, 2011, p.62). En general se realiza para aprovechar buenos resultados por parte del deudor o condiciones favorables del mercado para la recompra de la deuda.

Por asunción de la deuda el organismo entiende "un acuerdo trilateral entre un acreedor, un deudor anterior y un nuevo deudor (...) en virtud del cual el nuevo deudor asume la obligación pendiente del deudor anterior frente al acreedor, y se hace responsable del reembolso de la deuda" (Fondo Monetario Internacional, 2011, p.63).

Por último, dentro de los casos de reestructuraciones de deuda, el Fondo Monetario Internacional define como pagos de la deuda en nombres de otros a aquellos casos en que, sin que medie ejecución de una garantía o asunción de la deuda, "en lugar de asumir una deuda, una unidad del sector público puede optar por reembolsar esa deuda o hacer un pago específico en nombre de otra unidad institucional (deudor original)" (Fondo Monetario Internacional, 2011, p.65).

También menciona el organismo el caso de los canjes de deuda (o swaps), definiéndolos como intercambios de instrumentos de deuda por nuevos contratos de deuda o permutando deuda por capital, por exportaciones, por divisas, etc. (Fondo Monetario Internacional, 2011).

Como se mencionó con anterioridad, hay diversos mecanismos que pueden llevar a la necesidad de una reestructuración de la deuda. Estas pueden ser: descalces de vencimientos -situación que ocurre generalmente cuando la diferencia entre los pasivos a pagar en el corto plazo supera a los activos líquidos del país-; descalces de monedas -dado por la fluctuación del tipo de cambio en casos en que la deuda se encuentra nominada en moneda extranjera-; problemas de solvencia - cuando los activos o corrientes de ingresos futuras no son suficientes para cumplir con los pasivos-; problemas de dependencia -dado que cuando se depende excesivamente de otras economías aumenta la posibilidad de vulnerabilidad y contagio- (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Con el fin de evitar riesgos el Fondo Monetario Internacional propone, entre otras cosas, evitar el endeudamiento a corto plazo y en moneda extranjera. La estructura de deuda de un país (moneda, plazos de vencimientos y amortizaciones, tipos de tasa de interés, legislación, etc.) es tan importante como el monto total de la misma, debido a que puede afectar la liquidez ante cambios inesperados de la situación financiera y la macroeconomía local e internacional. El organismo propone mantener una relación adecuada entre las reservas internacionales de un país y su deuda a corto plazo, para lo cual es indispensable evitar concentraciones de pagos de deuda en el corto

plazo (Fondo Monetario Internacional, 2014). Sin embargo, lo curioso radica en que es el propio organismo quien efectúa grandes salvatajes financieros con fondos exigibles de ser devueltos en el muy corto plazo y efectuados en moneda extranjera, como ocurrirá entre 2018 y 2019 para el caso de Argentina.

Por otro lado, los organismos financieros internacionales también consideran relevante realizar un análisis de sostenibilidad de la deuda⁴ (ASD), el cual se utiliza con el fin de "evaluar la capacidad de un país para financiar su programa de políticas económicas y el consiguiente servicio de la deuda sin ajustes excesivos que puedan comprometer su estabilidad macroeconómica y/o la de sus socios económicos" (Fondo Monetario Internacional, 2011, p.157). El objetivo fundamental de este tipo de análisis es el de "ayudar a las autoridades a detectar los desequilibrios a medida que se forman" (Fondo Monetario Internacional, 2014, p.179). Si se realiza periódicamente un análisis de sostenibilidad de la deuda y se rigen las políticas económicas y financieras en base a él se minimiza el riesgo de caer en la necesidad de una reestructuración de la deuda como las mencionadas y evitar inconvenientes en el pago de esta, pero también sirve para definir las características que debería tener un proceso de reestructuración de la deuda en caso de resultar necesario. Para ello, el ASD se basa en evaluaciones complementarias realizadas sobre la deuda del sector público y sus diversas características, así como otras características económicas propias del país analizado. La evaluación de las deudas del sector público se realizan comparando la evolución de los indicadores de la deuda en un escenario base y mediante pruebas de sensibilidad

_

⁴ Básicamente la sostenibilidad de la deuda hace referencia a la capacidad del deudor de poder servir sus deudas, analizado siempre bajo un enfoque probabilístico. Una deuda es sostenible "cuando se espera que un prestatario pueda continuar atendiendo el servicio de su deuda sin tener que recurrir a una corrección desproporcionada de sus ingresos y gastos. Así, la sostenibilidad refleja la solvencia, liquidez y capacidad de ajuste de un país" (Fondo Monetario Internacional, 2011, p.157). "La sostenibilidad de la deuda externa implica que no cabe esperar grandes dificultades para que los contratos suscriptos se cumplan en tiempo y forma" (Frenkel, 2003).

con los objetivos de: evaluar la vulnerabilidad del país ante shocks; evaluar la situación de la deuda corriente -saldo pendiente de pago, estructura de vencimientos, tipo de tasa de interés fija o variable y composición de la deuda por moneda y por acreedor-; identificar vulnerabilidades de la deuda actual y futura; y analizar el efecto de las distintas políticas utilizadas para estabilizar la deuda en casos en que se presenten o estén por presentarse las dificultades mencionadas (Fondo Monetario Internacional, 2011).

Según el especialista en reestructuraciones de deuda Guzmán (2019b) el análisis de sostenibilidad de la deuda debe responder a dos preguntas. En primer lugar, si la misma resulta sostenible con alta probabilidad, y en segundo lugar preguntarse cuál es el porcentaje de quita que haría que la misma resulte sostenible con alta probabilidad.

Sin embargo, es conveniente destacar que las reestructuraciones de deuda realizadas en los marcos deficientes actuales no resultan suficientes en muchas ocasiones para restaurar la sostenibilidad de la deuda y son seguidas en poco tiempo de otra reestructuración o incluso del default (Guzmán, 2016).

Según Guzmán (2019a), un 50% de las reestructuraciones de deuda realizadas por Estados soberanos con acreedores privados -bonistas y préstamos bancarios- tardaron solo hasta tres años en volver a llevar a otra reestructuración o al default, y el 60% de las mismas tardaron hasta siete años en hacerlo. El especialista en reestructuraciones de deuda afirma que la reestructuración de la deuda debe estar encaminada a restaurar las condiciones que lleven a una recuperación sostenida y no solo a restaurar las condiciones para servir deudas en el corto plazo, cuestión esta última por la que terminan fallando las reestructuraciones de deuda originales.

Según Kroszner (2004) es importante realizar una rápida y ordenada reestructuración de la deuda con el fin de "alimentar y sostener flujos racionales de capital que promuevan el crecimiento económico" (p.87).

En los últimos años se ha buscado avanzar en mecanismos que morigeren el comportamiento oportunista de algunos acreedores sobre otros en estos complicados procesos de reestructuración soberana de la deuda. Entre las distintas alternativas que se han trabajado se encuentra la de incluir cláusulas de acción colectiva o introducir reglas que tengan alguna similitud con los concursos de acreedores de empresas privadas (Kroszner, 2004).

Con respecto a esto, se ha propuesto un enfoque estatutario que cree un marco legal universal que facilite las reestructuraciones de deuda. Anne Krueger, siendo primera subdirectora gerente del Fondo Monetario Internacional, propuso en 2001 el SDRM (Sovereign Debt Restructuring Mechanism) como una posible solución a las reestructuraciones de deuda soberana. En este enfoque estatutario, una mayoría calificada de acreedores decidiría sobre las condiciones de la reestructuración para todos los acreedores, evitando el accionar oportunista de los holdout. En base a esto, también se ha propuesto elaborar una ley de quiebras para países y crear una corte internacional que facilite los procesos de reestructuración de deudas soberanas (Kroszner, 2004).

A diferencia del enfoque estatutario expuesto en el párrafo anterior, el enfoque contractual implica que son el propio mercado y sus participantes quienes deben solucionar las reestructuraciones de la deuda. Para esto se incluirían Cláusulas de Acción Colectivas en las nuevas emisiones de bonos y se trataría de avanzar en canjes de deuda por nueva deuda que incluya dichas cláusulas. Entre las cláusulas mencionadas es posible incluir: cláusulas de representación, con el objetivo de autorizar al síndico de un sindicato de tenedores de bonos a intermediar entre los tenedores y el deudor; cláusulas de iniciación, con el objetivo de proporcionar protección

temporal contra litigios realizados por una minoría de tenedores de bonos; y cláusulas de agregación, con el objetivo de agrupar las demandas de los acreedores de todos los tipos posibles de bonos que haya emitido un país para los fines de la votación (Kroszner, 2004).

Por otro lado, otro análisis recomendado por organismos internacionales es la Estrategia para la Gestión de la Deuda a Mediano Plazo (MTDS). Este es un tipo de análisis realizado por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional que busca formular estrategias eficaces de gestión de la deuda pública en búsqueda de sopesar adecuadamente el costo y riesgo dentro de la cartera de deuda del sector público (Fondo Monetario Internacional, 2011). Debido a la extensión del presente trabajo no será posible profundizar sobre el mismo, pero para más información sobre ellos puede acudirse a las Guías citadas del Fondo Monetario Internacional. En cambio, se buscará avanzar algo sobre el Análisis de Sostenibilidad de la Deuda.

Tal como fue afirmado con anterioridad, un Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (ASD) se realiza con el objetivo de evaluar la capacidad de una economía de poder hacer frente a los servicios de su deuda al tiempo que financian sus objetivos de política económica (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Un ASD puede realizarse de diferentes formas y sobre distintos conceptos de deuda: puede diferenciarse entre deuda bruta y deuda neta o entre deuda externa, deuda interna y deuda total o al distinguir entre distintos tipos de agregados públicos, así como otras múltiples posibilidades. Dada las características de la economía argentina -principalmente el ser este un país de ingresos medios con acceso al mercado de capitales y deuda- el presente trabajo realizará el análisis sobre la deuda bruta pública total, en sintonía con las recomendaciones de la mayoría de los autores y organismos internacionales para este tipo de economías.

Además, el Fondo Monetario Internacional al realizar un ASD considera que para para el caso de un país con acceso a los mercados de capitales y de deuda se debe realizar el análisis sobre valores nominales, y no sobre valores presentes -lo cual es recomendado generalmente para el análisis de economías aún más atrasadas- (Fondo Monetario Internacional, 2014). El criterio mencionado será el aplicado en el presente trabajo, en sintonía con los métodos habitualmente recomendados.

Para realizar un adecuado ASD resulta fundamental estimar el monto inicial y la trayectoria futura de la posición de la deuda analizada a lo largo del tiempo. Para ello es necesario contar con el saldo inicial de la deuda analizada con sus características específicas -moneda, perfil de vencimientos, calendario de pagos, tipo y cuantía de tasa de interés, legislación, etc.- así como con diversas estimaciones del endeudamiento futuro y de la evolución futura de las tasas de interés. También se deberán realizar distintas estimaciones de aspectos económicos fundamentales que mantengan relación con la liquidez y solvencia de una economía y con la capacidad de esta de poder hacer frente a sus servicios de deuda -tales como evolución del Producto Bruto Interno, de los ingresos percibidos por la economía, del Balance Externo, de las Reservas Internacionales, etc.- Con todos estos datos se deberán realizar distintos ratios que expresen la capacidad de un país para reembolsar la deuda analizada a mediano y largo plazo y serán comparados para cada momento con ratios considerados adecuados para que la deuda en sí se mantenga dentro de un sendero sostenible en el tiempo (Fondo Monetario Internacional, 2014). En el desarrollo del presente trabajo se realizará un análisis sobre la sostenibilidad de la deuda a lo largo del período 2004-2019, sin embargo no se realizarán estimaciones futuras ni se realizarán análisis de sensibilidad sobre probabilidades futuras de insostenibilidad, debido a que exceden al objetivo del trabajo.

Con los distintos indicadores mencionados, el ASD básicamente buscará analizar la siguiente ecuación básica a lo largo del tiempo:

$$Indicador\ de\ Deuda = \frac{Endeudamiento}{Capacidad\ de\ Reembolso}$$

donde se entenderá al indicador de la deuda en función de alguna variable relacionada con el flujo o el stock del endeudamiento (numerador) y alguna variable relacionada con la capacidad de reembolso (denominador) (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Dado que cada indicador de la deuda brinda una perspectiva diferente acerca de la sostenibilidad de la deuda, lo adecuado es realizar una combinación de todos ellos (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Los indicadores de endeudamiento analizados en el numerador pueden corresponderse a indicadores basados en los saldos de la deuda y sirven para analizar posibles problemas de solvencia, dado que permiten analizar la capacidad de una economía de generar y apropiarse de recursos que puedan destinarse al reembolso de la deuda (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Los indicadores de endeudamiento analizados en el numerador también pueden corresponderse a indicadores basados en los servicios de la deuda -es decir, los pagos de intereses y amortizaciones- y sirven para analizar posibles problemas de liquidez, dado que permiten analizar la proporción de los recursos disponibles en una economía para hacer frente a los servicios de su deuda. Generalmente la deuda de una economía resultará sostenible para niveles bajos y estables

-o decrecientes- de los ratios relacionados con los servicios de la deuda (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Por otro lado, los indicadores de la capacidad de reembolso analizados en el denominador suelen corresponderse a: Producto Bruto Interno -reflejando el monto total de los recursos producidos en una economía-, exportaciones -reflejando la capacidad de generación de divisas de la economía en cuestión- y el ingreso público – reflejando la capacidad de generación de recursos fiscales de la economía analizada- (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Entre los indicadores más relevantes para realizar un ASD se suele encontrar el ratio deuda bruta total/PBI, el cual refleja la relación existente entre la deuda pendiente total al final de un período analizado y el PBI para ese mismo período -generalmente un año-.

Si bien, por practicidad, el indicador deuda/PBI es el más utilizado para analizar la sostenibilidad de la deuda, su veracidad puede ser alterada por la presencia de sobrevaluaciones o subvaluaciones del tipo de cambio real —lo cual resulta frecuente para economías como la argentina-, por lo que resulta adecuado complementar a este indicador con otros y con otros tipos de supuestos y análisis complementarios (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Otro indicador importante para el ASD es el de deuda bruta/exportaciones, el cual refleja la relación existente entre la deuda pendiente total al final de un período analizado y las exportaciones realizadas por el país en el mismo período -generalmente un año-. Este indicador resulta fundamental para países que posean un elevado porcentaje de deuda nominada en moneda extranjera (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Para realizar un adecuado ASD también resulta relevante como indicador el ratio deuda pública/ingresos, el cual refleja la relación entre la deuda pendiente total al final de un período

analizado y los ingresos fiscales percibidos por la economía en el mismo período -generalmente un año- (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Para que un país no presente dificultades financieras en el futuro, y bajo el supuesto de que la deuda es asumida principalmente en moneda extranjera, resulta relevante que todos los ratios analizados permanezcan estables o resulten decrecientes en el tiempo, dado que de lo contrario el país no podrá contar en el futuro con la generación y apropiación de los recursos y de divisas necesaria para hacer frente a los pagos de deuda (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Además de estos indicadores basados en stocks también resulta conveniente analizar indicadores basados en flujos. A tal fin se puede mencionar el ratio servicio de la deuda total/exportaciones, el cual refleja la relación entre las amortizaciones e intereses a cancelar durante un período analizado y las exportaciones generadas por la economía durante el mismo período -generalmente un año- (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Otro indicador relevante basado en flujos es el ratio servicio de la deuda total/recaudación impositiva el cual refleja la relación entre las amortizaciones e intereses a cancelar durante un período analizado y los recursos fiscales percibidos por la economía en el mismo período - generalmente un año-.

Para que un país no presente dificultades financieras en el futuro, y bajo el supuesto de que la deuda es asumida principalmente en moneda extranjera, resulta relevante que el ratio servicio de la deuda/exportaciones permanezca estable o resulte decreciente en el tiempo, dado que muestra la proporción de las divisas generadas por el país que pueden ser destinadas al servicio de la deuda, por lo que evidencian como una caída de las exportaciones podría afectar el pago de la deuda de un período determinado. Con respecto al ratio que mide el servicio de la deuda/recaudación

impositiva también resulta relevante que permanezca estable o resulte decreciente en el tiempo, dado que muestra la proporción de los ingresos percibidos por el país que pueden ser destinadas al servicio de la deuda, por lo que permiten notar como una caída de la recaudación podría afectar el pago de la deuda de un período determinado (Fondo Monetario Internacional, 2014).

Estos indicadores basados en flujos también pueden calcularse solo sobre las amortizaciones o solo sobre los intereses de la deuda, siendo más frecuente este último bajo el supuesto de que las amortizaciones de la deuda siempre son renovadas con nuevo endeudamiento.

Mediante la estimación de todos estos indicadores a lo largo del tiempo, un correcto ASD deberá contar con los siguientes elementos: un escenario base -donde se analizará la dinámica de la deuda bajo el escenario macroeconómico y financiero considerado como más probable-; un posterior análisis de sensibilidad y tensión -realizados con el objetivo de evaluar la solidez y robustez de los indicadores analizados en el escenario base y las posibles vulnerabilidades que un país podría presentar frente a shocks sorpresivos-; una posterior interpretación de los resultados -realizado con el objetivo de analizar los principales riesgos que derivan de la evaluación realizada sobre el análisis de sensibilidad aplicado sobre el escenario base, así como las posibles respuestas que un gobierno deba brindar para retornar la deuda a un sendero sostenible y su capacidad para poder realizarlo- (Fondo Monetario Internacional, 2014). Como fue explicado con anterioridad, en el desarrollo del presente el análisis de sostenibilidad de la deuda no se realizará en forma íntegra, sino que solo se evaluará en el período analizado (2004-2019), sin realizarse estimaciones futuras ni análisis de sensibilidad sobre probabilidades futuras de insostenibilidad dado que el objetivo del trabajo consiste en el análisis de un período determinado y ya transcurrido.

Además del análisis de la evolución de los indicadores mencionados, en la práctica también resulta frecuente analizar dichos ratios en base a un nivel máximo estipulado -por lo general por

organismos internacionales- para que la deuda sea percibida como sostenible. Si bien esto es generalizado para numerosos países y no permite ver cuestiones específicas de cada país, en la práctica resulta útil por permitir contar con una medida básica de comparabilidad para observar a partir de qué nivel la deuda de un país podría tornarse insostenible o al menos comenzar a encender señales de alarma.

Para el caso de un país como Argentina, catalogado por el Fondo Monetario Internacional como emergente, el ratio básico de deuda/PBI suponiendo que el 100% del endeudamiento se encuentra nominado en moneda extranjera debería ser menor de 58% para considerarse sostenible, mientras que si se supone que el 100% del endeudamiento se encuentra nominado en moneda local el ratio máximo tolerable oscilaría en torno al 98% (Pienkowsky, 2017). Además del cálculo realizado por Pienkowsky pueden realizarse diversos cálculos, con información proveniente de diversos países, fuentes y fechas, que arrojarán distintos resultados en torno al umbral máximo permitido para cada ratio analizado.

Además de los indicadores y ratios recomendados por los organismos internacionales, es conveniente analizar otros indicadores considerados relevantes para ampliar la comprensión y el análisis efectuado sobre la deuda pública argentina.

Para finalizar el análisis realizado en el presente apartado, se considera sumamente relevante comprender los conceptos de deuda indigna y deuda odiosa. Desde el Fórum Universal de las Culturas de 2004 en Barcelona se acuñó el término deuda indigna para hacer referencia a la deuda que fue contraída a pesar de saber que resultaría insostenible y no podría ser devuelta por el acreedor. Por otro lado, el concepto de deuda odiosa hace referencia a la deuda tomada por gobiernos de facto - como el iniciado en Argentina en 1976- o a la deuda tomada en perjuicio del pueblo del país que la asume. También se considera deuda odiosa a aquella que fue tomada para

refinanciar deudas contraídas en los términos en que se describió con anterioridad a la deuda odiosa. Hay quienes abogan por la idea de que esta deuda no debería ser pagada por los países que la contrajeron por no ser una deuda en beneficio de un país y su población, sino una deuda en perjuicio de estos, muchas veces utilizada para la represión, la imposición de la fuerza, la corrupción y el sostenimiento de estos regímenes no democráticos y sus políticas económicas. En definitiva, lo importante es el uso que se hace de la deuda: si esta fue contratada para un uso contrario al interés de la Nación y su pueblo, esta deuda es odiosa al pueblo, y si se puede demostrar que los prestamistas lo sabían o al menos son incapaces de demostrar que no lo sabían, entonces jurídicamente la deuda puede considerarse como odiosa. Afirma Toussaint que esto es siempre en caso de cambio de gobierno y menciona que la deuda brindada por el Fondo Monetario Internacional a Argentina a partir del año 2018 podría considerarse como deuda odiosa ya que la misma perjudicó a la población argentina y solo benefició a una pequeña minoría de acreedores internacionales y a una pequeña elite local que se encargó de fugar los capitales (Toussaint, 2019). Si bien no se ahondará en el tema, es conveniente destacar estas definiciones para comprender que el abanico de opciones y respuestas posibles a los procesos de insostenibilidad de la deuda no se limitan solo a las reestructuraciones de deuda sino que, dado las características que los desarrollan, pueden ser mucho más profundos y merecen ser analizados en mayor grado de profundidad. Excediendo el tema el objetivo del presente trabajo simplemente se hace mención sobre el asunto en busca de incentivar en el lector futuras investigaciones sobre el mismo.

4.5. Restricción Externa

El término restricción externa hace referencia a una situación en la cual un país no puede contar en forma continua con la provisión de divisas -comerciales y/o financieras- necesarias para el

correcto funcionamiento de su economía -por ejemplo, para realizar importaciones de bienes intermedios y bienes de capital o para hacer frente a obligaciones externas-. Una restricción externa puede darse en el corto plazo, por ejemplo a partir de un sudden stop de los capitales financieros, o en el largo plazo, por ejemplo a partir de que el propio crecimiento económico interno demande cada vez mayor cantidad de divisas en un contexto en el que las exportaciones no evolucionen de la misma manera. Es por ello que se asocia a las restricciones externas con el comienzo de crisis económicas, financieras y cambiarias que lleven en el futuro a buscar un alivio a la misma.

La Balanza de Pagos es un registro de todas las transacciones monetarias efectuadas durante un período determinado por un país, con y desde el exterior, es decir entre residentes y no residentes. Para ello se puede realizar una apertura en una cuenta corriente, en una cuenta capital y en una cuenta financiera. Siendo la balanza de pagos siempre igual a cero, el remanente se corresponde a variación de reservas internacionales y errores metodológicos y de medición. La cuenta corriente permite observar principalmente los movimientos comerciales ya analizados y evidencia el gasto o ahorro efectuado por el país con respecto a su ingreso nacional, arrojando superávits en períodos en que se observa un exceso de ahorro interno (público y/o privado) y arrojando déficits de cuenta corriente en períodos en que se observa un exceso de gasto interno, en cuya situación suele evidenciarse un incremento del endeudamiento externo neto. Por otro lado, la cuenta capital muestra el balance de los movimientos de capitales (no financieros y no producidos) y la cuenta financiera permite observar los movimientos financieros -inversiones de cartera, préstamos, depósitos, Inversión Extranjera Directa, etc.-. Entonces, dado que la cuenta corriente evidencia el uso que una economía hace del ahorro externo, al sumarle la variación de las reservas internacionales es posible observar a grandes rasgos el endeudamiento neto durante el mismo período. En este caso, la Cuenta Capital y Financiera permite observar cómo se compone y

61

distribuye ese endeudamiento neto o como se financia el déficit de cuenta corriente y la

acumulación de reservas internacionales.

La balanza de pagos puede entonces definirse de la siguiente manera:

Cuenta Corriente + Cuenta Capital + Cuenta Financiera

■ Variación de Reservas Internacionales

Generalmente, cuando se habla de desequilibro externo se hace referencia a un déficit de la

balanza de pagos, aunque la realidad es que una balanza de pagos que incluya la totalidad de sus

componentes siempre debe tener un saldo igual a cero⁵. Un desequilibrio externo surge

generalmente de un déficit en la cuenta corriente, la cual indica el balance de flujos por bienes,

servicios y pagos efectuados desde y hacia un país. La cuenta corriente se puede representar de la

siguiente manera:

 $Cuenta\ Corriente = Exportaciones - Importaciones - pagos\ netos\ al\ exterior$

Entonces, un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos puede darse por una caída de

los exportaciones, por un incremento de las importaciones o por un incremento en los pagos netos

al exterior -que, para el caso de Argentina, históricamente en su mayor parte se han correspondido

⁵ En la práctica la balanza de pagos suele tener saldo y se corresponde a errores y omisiones en su cálculo.

a intereses de la deuda externa, aunque también a giros de utilidades al exterior-. Dado que la balanza de pagos está integrada por diversas cuentas, un déficit (superávit) de cuenta corriente se reflejará en un superávit (déficit) de las cuentas capital y financiera. La cuenta de capital se puede expresar entonces de la siguiente manera:

Cuenta de capital

- = Variación de reservas internacionales + donaciones
- + variación del endeudamiento neto + otros ingresos de capital
- amortizaciones de deuda otros egresos de capital

Por lo tanto, a partir de la ecuación anterior, es posible observar de forma clara como generalmente un déficit de cuenta corriente puede resultar financiado mediante incremento del endeudamiento y/o caída de reservas internacionales, así como por fuertes ingresos de capitales, tal como ocurre con frecuencia en Argentina.

Diversos autores de la escuela estructuralista abordaron el tema de la restricción externa. Diamand (1972) expuso la idea de una "Estructura Productiva Desequilibrada" en países como Argentina, haciendo referencia a una situación en la cual conviven en una economía dos sectores con diferentes productividades y costos: el sector altamente productivo de la exportación primaria, que trabaja a precios y costos internacionales, y el sector industrial, que presenta una menor productividad y una dependencia creciente de bienes intermedios y bienes de capital importados. El modelo de Diamand supone que las exportaciones son altamente inelásticas, mientras que las importaciones son altamente elásticas, de lo que se desprende que en momentos de crecimiento

económico, las importaciones crecen considerablemente más deprisa que las exportaciones, generando desequilibrios de balanza de pagos. Como la historia evidencia, la salida habitual a una restricción externa se produce a partir de fuertes devaluaciones del tipo de cambio nominal y real -al menos temporalmente-, dado que el cambio en la paridad cambiaria genera efectos recesivos e inflacionarios que impactan negativamente sobre el salario real y devuelven el equilibrio externo a partir de una disminución abrupta de las importaciones derivada de la menor actividad económica y los mayores precios.

Tal como evidencian Manzanelli, Barrera, Belloni y Basualdo (2014), la receta de la ortodoxia para lidiar con casi cualquier problema de restricción o estrangulamiento externo, independientemente del momento histórico, las causas que lo ocasionen y las características económicas intrínsecas del país afectado han consistido siempre en la búsqueda de una contracción de la demanda agregada interna, tanto del gasto del sector público como del gasto del sector privado, que garantice un incremento del superávit comercial que permita cubrir el déficit externo y principalmente afrontar el pago de la deuda externa. Las políticas habitualmente recomendadas han consistido en definitiva en un ataque al consumo dado principalmente por la caída del empleo y el salario real generados por devaluaciones y aceleraciones inflacionarias.

En un país con las características económicas de Argentina, al contrario de lo que exponen las principales teorías económicas y que si puede ocurrir en países desarrollados, una devaluación genera importantes efectos nocivos para la economía y de muy difícil reversión. En primer lugar, una devaluación genera una traslación total o parcial casi inmediata a precios, dependiendo la magnitud de la traslación de cuan grande sea la devaluación y de si la economía se encuentra en una recesión más o menos importante. En este sentido, los precios de los bienes finales exportables e importables crecen proporcionalmente a la devaluación y la alta dependencia de importaciones

industriales como bienes intermedios genera un alza en los precios de los bienes locales, cuya magnitud dependerá del peso de los componentes industriales sobre el total.

Estos incrementos de precios se traducen en una caída del salario real general, aunque no afecta por igual a toda la economía, sino que se produce una redistribución regresiva del ingreso, desde el decremento del ingreso real percibido por los trabajadores al incremento del ingreso real de los capitalistas -principalmente de aquellas actividades vinculadas con la exportación-.

Por otro lado, dado el tipo de productos que exporta Argentina -principalmente bienes agropecuarios-, por más que se incremente el precio de exportación no se traduce en un incremento inmediato de la producción de bienes exportables, lo cual lleva mucho tiempo e inversión previa, pero lo que si puede ocurrir es que se reactiven exportaciones previamente retenidas, lo cual brinda un alivio solo en el corto plazo. Este factor, sumado a la baja del salario real generada a partir de las subas de precios explicadas en el párrafo anterior generan una disminución de la demanda. Todo esto se traduce en un impacto negativo directo sobre el crecimiento económico y el desempleo.

A todo esto suele sumarse que las recomendaciones para reducir los incrementos de precios suelen consistir en contracciones fiscales y monetarias, lo cual nuevamente para este tipo de economías no hace más que agudizar la recesión económica imperante. En este contexto, una visión fiscalista que busque reducir el déficit fiscal vía reducción del gasto público llevará al efecto contrario, debido a que al afectar negativamente al resto de la economía implicará una menor recaudación impositiva futura, haciendo cada vez más necesaria la aplicación de nuevos recortes fiscales.

Además, debe contemplarse que si la economía se encuentra fuertemente endeudada en moneda extranjera, la devaluación generará un impacto negativo mayor sobre el déficit fiscal total, o déficit financiero, al incrementar el costo en pesos de los intereses y amortizaciones a los que el país deberá hacer frente.

En resumen, y tal como demostró Diamand (1972), una devaluación devolverá a la economía al equilibrio externo de balanza de pagos, pero no al producir los efectos señalados por la ortodoxia (incremento de las exportaciones y mayor crecimiento económico), sino al generar un colapso de las importaciones generado por la caída del producto y el incremento del nivel general de precios. En este contexto, cubrir la restricción externa mediante endeudamiento externo o permitiendo ingresos de capitales especulativos de corto plazo solo sirve para retrasar la crisis, corriendo el riesgo de magnificarla.

En resumen, Argentina tiene una muy baja rentabilidad con respecto a otros países, lo cual implica que en gran parte de los rubros de producción de bienes transables -es decir, bienes cuya producción presenta competencia internacional- se requiere una mayor cantidad de recursos humanos y materiales para producir la misma mercancía que en otros países, lo que repercute en una estructura de costos y precios mayor a la de los otros países. Dado que el tipo de cambio se establece en función de la productividad relativa de un país con el resto del mundo y generalmente en función de la rama más productiva y que concentra la mayor parte de las exportaciones -en el caso argentino el sector agropecuario- y dado que existe una gran disparidad entre la productividad de este sector y gran parte del sector industrial -el cual presenta menor productividad que el resto del mundo-, entonces el tipo de cambio para la industria queda notablemente más bajo del necesario para aumentar la producción local de bienes industriales y aún más su exportación (Mercatante, 2015). Es justamente este factor lo que repercute en la restricción externa y en la

necesidad de devaluaciones en busca de mejorar las posibilidades de producción y exportación industrial. Aunque en la práctica esto no ocurre debido a que por las propias características del país toda devaluación es temporal y a la larga el tipo de cambio vuelve a apreciarse, a la vez que la recesión económica generada por la devaluación desalienta la producción local por la caída de la demanda y que la nueva paridad cambiaria desalienta la importación de maquinaria necesaria para la producción interna.

Es importante analizar y comprender esto debido a que, si bien la matriz productiva argentina actual no es la misma y presenta algunas variaciones con respecto a las economías estudiadas por la escuela estructuralista y bajo las teorías cepalinas, los problemas de estrangulamiento externo y restricción externa siguen siendo recurrentes, reapareciendo una vez más durante el período analizado en el presente trabajo e implicando una contribución fundamental (aunque no excluyente) al incremento explosivo del endeudamiento ocurrido desde 2015 que generó que una vez más la economía argentina incurra en problemas de sostenibilidad de su deuda y en un default selectivo de la misma que llevó a la reestructuración de la deuda hacia finales del período analizado.

Habiendo definido los conceptos que serán fundamentales para el transcurso de los siguientes capítulos del trabajo se procederá en el capítulo siguiente a detallar la metodología bajo la cual se circunscribe el presente trabajo, para poder luego pasar a analizar las cuestiones centrales del mismo.

5. Metodología

El presente apartado resulta de vital importancia, debido a que según Marradi, Archeti y Piovani (2007) la ciencia es constitutivamente metódica, ya que solo se puede conocer científicamente a través de algún método. Para los autores el método no es único ni es una receta estática y está constituido, dentro de alguna perspectiva teórica, por un conjunto de enfoques. Así, la teoría establece el marco conceptual a partir del cual se desarrolla el método, y este último fija el horizonte de aplicabilidad de la teoría.

El presente proyecto se estructura acorde a las recomendaciones de Sampieri, R., Fernández Collado C., Baptista Lucio, P. (1991), quienes destacan que el planteamiento cuantitativo del problema debe ser desarrollado a partir de cinco elementos: los objetivos de investigación, las preguntas de investigación, la justificación de la investigación, la viabilidad de la investigación y la evaluación de las deficiencias en el conocimiento del problema. Estos cinco elementos se encuentran presentes y se desarrollan a lo largo del proyecto.

Según Sampieri, R., Fernández Collado C., Baptista Lucio, P. (1991), el proceso de investigación puede tener diversos alcances, que resulten de la revisión de la literatura y de la perspectiva del estudio y que dependen de los objetivos del investigador para combinar los elementos en el estudio. Estos alcances pueden ser: exploratorios, descriptivos, correlacionales o explicativos. El presente trabajo posee características del alcance descriptivo, ya que considera a la economía y las finanzas argentinas como fenómeno estudiado y presenta sus componentes, a la vez que mide conceptos y define diversas variables. Al mismo tiempo, el trabajo posee algunas características del alcance exploratorio, por realizar la investigación de un problema poco estudiado y por pretender servir de base para la realización de nuevos estudios. El estudio también

posee algunas características del alcance correlacional, ya que cuantifica y explica relaciones entre variables. Así, si bien el trabajo posee características de cada uno de estos alcances, los autores recomiendan optar por solo uno para realizar un correcto desarrollo metodológico y para desarrollar una correcta estrategia de investigación. Por lo tanto, se procede a encuadrar el mismo dentro del alcance descriptivo, por ser el que mayor similitud tiene con las características y el enfoque del trabajo.

Además de esto, el presente trabajo posee un diseño no experimental, ya que basa su análisis principalmente en la observación de fenómenos existentes para poder analizarlos, no habiendo manipulación, estímulos o condiciones a las que se expongan las variables de estudio.

El diseño del trabajo también se define como transversal, debido a que todas las variables y sus relaciones se observan en un punto específico del tiempo, analizándose el período 2004-2019, dado que coincide con el período comprendido entre los dos grandes problemas de deuda que atravesaron a la economía argentina en el actual siglo.

Continuando con las características del diseño, el presente trabajo realiza una triangulación entre los enfoques cuantitativo y cualitativo, siguiendo los lineamientos de Cook y Reichardt (1986), quienes consideran como errónea la idea de que debe optarse indefectiblemente por un único enfoque y basar la metodología a partir de él. Los autores consideran por el contrario que los métodos cualitativos y cuantitativos pueden utilizarse conjuntamente de manera eficaz y que "cuando se abordan los problemas de evaluación con los instrumentos más apropiados que resulten accesibles, se empleará una combinación de los métodos cualitativos y cuantitativos" (p. 11), respaldando su decisión en por lo menos tres razones: la investigación evaluativa tiene comúnmente propósitos múltiples que pueden exigir una variedad de métodos; los dos tipos de métodos pueden vigorizarse mutuamente si se aplican juntos, situación que pueden no cumplir

aplicándose por separado; como ningún método está libre de prejuicios, solo se puede llegar a la verdad mediante el empleo de múltiples técnicas con las que el investigador efectuará las correspondientes triangulaciones.

Además de lo mencionado, es importante destacar que el presente trabajo se cataloga como tesis por analizar un área de las finanzas que se considera que no se encuentra exhaustivamente investigado y por desarrollarse una serie de proposiciones u opiniones con respecto a dicha área con respaldo en el método científico y procurando realizar aportes a la misma.

En cuanto al análisis de la unidad de información, cabe destacar que todos los datos provienen de información pública y sus fuentes son secundarias, encuadrándose dentro de la caracterización de Sampieri, R., Fernández Collado C., Baptista Lucio, P. (1991), quien destaca que las fuentes de información pueden ser primarias, secundarias o terciarias, según como sea su creación o recopilación. Las fuentes analizadas principales son: el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, la Administración Federal de Ingresos Públicos, el Banco Central de la República Argentina, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Ministerio de Hacienda, la Secretaría de Finanzas y otros Ministerios y organismos públicos argentinos.

En cuanto a las variables a analizar, se encuentran variables de tipo cuantitativas, pudiéndose mencionar principalmente a: deuda pública bruta (así como su apertura por tipo de moneda, tipo de legislación, tipo de instrumento emitido, tipo de acreedor), intereses de la deuda, amortizaciones de deuda, tasas de financiamiento por títulos de los Estados Unidos, riesgo país argentino, tipo de cambio 3500, Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral, Producto Bruto Interno (nominal y real), ingresos tributarios, ingresos corrientes, recaudación impositiva, resultados fiscales (primario y financiero), necesidad bruta de financiamiento, balanza de pagos (cuentas corrientes, de capital y financiera), reservas internacionales, exportaciones, importaciones, etc.

Por último, según Marradi, Archeti y Piovani (2007) la deducción es el proceso mediante el cual, a partir de ciertas premisas, se infieren conclusiones, siendo estrictamente un método de demostración y encuadrándose en los objetivos del presente trabajo.

Detallada la metodología bajo la que fue realizado el presente trabajo, en el siguiente capítulo se desarrollarán las razones por las cuales se hace "necesario" el endeudamiento para economías como la argentina, así como las consecuencias que del endeudamiento derivan y las características fundamentales del endeudamiento argentino.

6. Características del Endeudamiento Público

6.1. Endeudamiento Público en Argentina

Para comenzar con este apartado resultaría fundamental realizar un análisis exhaustivo de la historia de la deuda externa argentina, lo cual implicaría desviarse de las dimensiones que un trabajo como el buscado puede ofrecer. Dado que el tema no puede ser analizado en profundidad es posible resumir esta historia como una de marchas y contramarchas que merece ser analizada profundamente y estudiada con el objetivo de prevenir e impedir nuevos ciclos de endeudamiento insostenible, con las consecuencias que de ellos deriven en materia productiva y social, así como para entender mejor a los movimientos financieros internacionales y comprender los ciclos de atracción y expulsión de capitales financieros y la necesidad de controlarlos y reducirlos con el fin último de garantizar una estabilidad financiera acorde a un crecimiento sostenible de largo plazo y alcanzar mayores niveles de desarrollo económico.

En función del marco analizado, resulta importante hacerse preguntas tales como: ¿por qué un país como Argentina decide endeudarse? ¿resulta beneficioso o perjudicial el endeudamiento? En respuesta a esta última pregunta, si bien es entendible que no sea la impresión que arroja el análisis de la historia de la deuda argentina, en los hechos el endeudamiento no es ni beneficioso ni perjudicial en sí mismo, sino que depende de las características que conlleve -plazos, monedas de emisión y de pago, amortizaciones, tasas de interés, comisiones y gastos, garantías y condicionalidades impuestas por los prestamistas-. Depende en gran parte también del objetivo final de dicho endeudamiento.

En contra del endeudamiento externo es posible encontrar a diversos autores. Incluso, hace casi tres siglos, autores como Montesquieu o Adam Smith se han manifestado en esta posición afirmando que el mismo genera una constante salida de dinero al exterior en forma de intereses y que los impuestos creados para el pago de estos intereses perjudican a los fabricantes y por lo tanto al país. Afirmaciones similares efectuaría años más tarde John Stuart Mill (García Vizcaino, 1972).

A favor de la deuda pública puede afirmarse que si esta es administrada responsablemente permite a la población del país gozar hoy de los beneficios a los que podrían aspirar recién en años futuros -obras de infraestructura tales como hospitales, rutas, puertos, aeropuertos, mejoramientos de la matriz productiva, etc.- o de los beneficios percibidos por inversiones que generen alguna renta al país. Además, la deuda pública puede ser utilizada para cubrir déficits de corto plazo, dado que los ingresos percibidos por un gobierno y sus erogaciones y compromisos no siempre coinciden en el tiempo.

A pesar de estos aspectos positivos, en Argentina la deuda externa ha sido frecuentemente tomada por los distintos gobiernos, indistintamente de ideologías y partidos políticos, para financiar guerras -internas y externas-, para sostener gobiernos o sistemas económicos particulares y para financiar sostenidas fugas de capitales. Además, para los objetivos del presente trabajo resulta fundamental el impacto que tiene el aumento del endeudamiento en función de las entradas de capitales y las consecuencias que de estos se desprendan sobre la economía local, así como de la dependencia de divisas que generan y del impacto que genera sobre la balanza de pagos en un contexto de restricción externa.

Galasso (2002) asegura que la deuda externa cumple para países como Argentina con múltiples funciones:

es una fuente inagotable de transferencias de ingresos hacia los acreedores; gravita con fuerza en el presupuesto nacional, determina la política económica a través de las condicionalidades que impone el Fondo Monetario Internacional (FMI), el que a su vez transmite los requerimientos del establishment local (p.5).

Además, afirma que la deuda ha cumplido la función de instalar y consolidar a grupos políticos y económicos hegemónicos y ha permitido realizar una enorme transferencia de ingresos hacia el exterior, hacia los países extranjeros, sobre todo a favor del establishment económico extranjero y argentino (Galasso, 2002).

Según Galasso (2002), la deuda externa ha sido para la Argentina, y aun es, un instrumento de regulación y extorsión en las relaciones con, primero Gran Bretaña, y luego Estados Unidos. El autor afirma que,

la deuda externa fue en todos los tiempos un instrumento de succión de las riquezas nacionales, de imposición de políticas y de dominación de grupos políticos y económicos. Una operación de préstamo que en teoría consiste en la utilización de ahorro externo para fines de desarrollo nacional, en los hechos fue solo una especulación financiera que vació al país, condicionó su política, consolidó los gobernantes y los enriqueció, junto con los especuladores extranjeros y nacionales. (p.7).

Para Roberto Lavagna "la deuda financiera argentina (...) es la manifestación de los profundos desequilibrios macro -globales- de nuestra economía", resultando las políticas de atraso cambiario llevadas a cabo durante décadas en argentina un factor fundamental de esos desequilibrios. Además, afirma el autor que "el déficit fiscal permanente, nacional y provincial, ha sido a su vez consecuencia y causa en el proceso que llevó a financiar con préstamos una política económica que privilegiaba los efectos de corto plazo" (Bielsa, Lavagna y Rosatti, 2005, págs. 63 y 64).

Como se mencionó con anterioridad, el endeudamiento puede ser utilizado para financiar gastos corrientes o de capital, resultando necesario que sea utilizado para estos últimos y no para gastos corrientes. Esto es así debido a que el financiamiento de los gastos corrientes mediante endeudamiento resulta dañino para el futuro de la economía por no permitir obtener los recursos futuros necesarios para el repago de la deuda. Sin embargo, debido a la fungibilidad del dinero resulta imposible identificar el propósito de un préstamo, pudiéndose destinar a gasto corriente dinero tomado para gastos de capital (Kitchen, 1986).

Con respecto a esto, y tal como afirma Sevares (2005), en Argentina la deuda fue constantemente tomada con la excusa de financiar obras públicas, pero luego era utilizada con otros fines. Apoyándose en una cita de Alberdi el autor sostiene que en Argentina se otorgó el nombre de empréstitos para obras públicas a lo que en realidad fueron obras públicas para empréstitos.

Afirma Brenta (2019) que, si la deuda externa no es aplicada a usos que generen divisas que permitan pagar los intereses y cambiar la estructura productiva del país, con el tiempo agravará la escasez de moneda extranjera y el default o la reestructuración de la deuda se vuelven inevitables.

Cuando un país asume deuda en moneda extranjera asume por un lado que para poder pagar esa deuda deberá crecer sostenidamente en el futuro o establecer nuevos impuestos en caso de que esto no ocurra. Pero ello no resulta suficiente, También se asume que deberá incrementar las exportaciones o sustituir importaciones con el fin de poder abastecerse de las divisas necesarias para hacer frente a esa deuda en moneda extranjera. Por ello es que resulta necesario que la deuda en moneda extranjera sea destinada a gastos de capital que generen las divisas necesarias para su repago.

También resulta sumamente importante el hecho de que al momento de que un país inicie un proceso de endeudamiento tenga presente que en el futuro deberá disponer de un resultado fiscal primario que supere el pago de intereses de la deuda, dado que de lo contrario el resultado financiero del país en cuestión será negativo, situación que no suele ser sostenible en el tiempo con la excepción de algunos países como Corea o Australia, que han podido financiar persistentes déficits fiscales y de cuenta corriente gracias al constante financiamiento externo que proveía su alianza económica y política con Estados Unidos durante la guerra fría- (González, 2018).

Por lo tanto, en casos de endeudamiento externo, resulta necesario que el país consiga un superávit fiscal primario mayor que el pago de intereses de la deuda, pero el mismo debería ser acompañado por un superávit comercial y políticas tales como controles de cambio y apropiación de divisas por parte del Estado que permitan disponer de las divisas necesarias para los sucesivos pagos futuros de la deuda externa. En condiciones normales de una economía la apropiación de las divisas provenientes de la exportación por parte del sector público se realiza mediante la compra directa en el mercado de cambio, pero en momentos de restricción externa aguda como los que suelen aquejar a la economía argentina es necesaria la imposición de restricciones y controles que canalicen las escasas divisas disponibles hacia el Estado.

Entonces, como se desprende de la historia de Argentina y de los párrafos anteriores, la deuda externa ha sido tomada en numerosos casos para financiar desequilibrios externos, déficits

comerciales y déficits de balanzas de pagos. Estos por lo general dependieron de factores internos y externos, pero resulta fundamentalmente importante recalcar la importancia de las políticas económicas llevadas a cabo por los gobiernos. En la historia más reciente se puede apreciar que los fuertes ciclos de endeudamiento de los gobiernos de facto que se sucedieron desde 1976, así como de los gobiernos de Carlos Menem y Fernando De La Rúa y del más reciente gobierno de Mauricio Macri contienen algunos factores en común: desregulaciones cambiarias, financieras y comerciales, ausencia de controles de cambio, atrasos cambiarios, déficits comerciales, fiscales y de balanza de pagos -abultados por importantes pagos de intereses de la deuda, giros de utilidades, gastos de turismo y fugas de capitales en general-. Todos estos factores generaron la "necesidad" de disponer de importantes y crecientes ingresos de divisas, logrados en gran medida mediante un fuerte e imprudente incremento del endeudamiento externo. Es importante describir cuales suelen ser las políticas desarrolladas intencionalmente por los gobiernos que generan estos períodos de fuerte endeudamiento que han condicionado históricamente a la Argentina. Gobiernos que han buscado el crecimiento económico en la exploración del equilibrio de libre mercado, pero que por supuesto no lo han logrado en ninguno de sus intentos. Estos intentos fallidos, como se afirmó con anterioridad, solo pudieron ser realizados y sostenidos mediante el mantenimiento de un constante y creciente endeudamiento externo, pero cuando este encontraba sus límites el país ingresaba en un nuevo proceso de crisis económica y financiera, con la posibilidad de una reestructuración de su deuda o incluso un default de esta.

Según Damill, Frenkel y Rapetti (2005)

los programas de estabilización basados en el anclaje cambiario y apertura financiera tienden a generar una dinámica de ciclo. Inicialmente, la fijación del tipo de cambio y la

menor incertidumbre alientan el arbitraje financiero y se producen ingresos de capitales privados atraídos por el diferencial de tasas de interés internas e internacionales. La demanda agregada se expande al tiempo que la inflación baja, pero la inflación residual se traduce en apreciación cambiaria. Como resultado de la apreciación y de la expansión agregada, que hacen crecer el flujo de importaciones netas, se deteriora el resultado de la cuenta corriente, las necesidades de financiamiento se incrementan y se acumula deuda externa. Va aumentando así la vulnerabilidad de la economía ante posibles cambios negativos en el contexto financiero internacional y la fragilidad financiera doméstica. Sucesos exógenos pueden provocar una reversión en la tendencia expansiva. El cambio en la tendencia también puede ser provocado endógenamente por crisis financieras domésticas. (p.195 y 196).

Si se analiza la historia del endeudamiento argentino se podrán detectar en reiteradas ocasiones los ciclos de los que hablan Damill, Frenkel y Rapetti.

Por otro lado, así como se remarcaron las políticas que llevan al endeudamiento externo argentino, también resulta relevante destacar cuales son las políticas que llevarían a la vía opuesta. Y la historia argentina y de otros países con estructuras económicas similares inducen a considerar que entre estas se deberían encontrar regulaciones financieras y cambiarias, controles de capitales, políticas de incentivos a las exportaciones -mediante subsidios económicos y promociones-, controles a las importaciones en busca de generar un desarrollo industrial para el mercado local y el mercado externo, retenciones a las exportaciones que resulten beneficiadas por devaluaciones o por tipos de cambio diferenciales.

6.2. Organismos Financieros Internacionales, Dependencia y Condicionalidades

Además de lo mencionado en el apartado anterior, resulta conveniente mencionar que históricamente la deuda externa no ha funcionado meramente como relación financiera, sino que ha funcionado como mecanismo perpetuador de la dependencia de los países periféricos o en desarrollo con respecto a los países centrales o desarrollados, habilitando un esquema de subordinación política y económica entre estas distintas naciones (Fundación Presbich y Fundación Foro del Sur, 2013, Lucena, 2018).

Desde el primer empréstito acordado por Argentina con la Baring Brothers se evidencia una fuerte y creciente dependencia del Imperio Británico que condicionó fuertemente la economía y la política internas. Los préstamos concebidos por los británicos a América Latina no se realizaban solo como un negocio financiero, sino principalmente como "una forma de consolidar las redes de influencia de su imperio" (Sevares, 2005, p.16 y 17).

Lucena afirma que,

el endeudamiento público externo juega un papel central en el proceso de valorización financiera que ha regido los patrones de la acumulación de capital en la economía local durante el último cuarto de siglo. Así, pues, la constatación empírica de la creciente acumulación de capital y la cooptación de los poderes públicos perpetrada por los sectores concentrados del capital local permiten confirmar que el proceso de endeudamiento argentino no debe ser visto como una conspiración internacional en contra del desarrollo argentino sino, antes bien, como una pieza fundamental a partir de la cual se ha estructurado el capitalismo argentino de fines del siglo XX. (Lucena, 2018, p.5).

De hecho, uno de los casos de reestructuración de la deuda a nivel mundial más reciente, el famoso Plan Brady, cumplía claramente el objetivo de condicionar a los países en problemas a adoptar las transformaciones estructurales propuestas por el Consenso de Washington, es decir, aquellas relacionadas básicamente con tres pilares fundamentales: privatizaciones, liberalización y desregulación (Sevares, 2005).

Esteban Mercatante (2015) afirma con respecto a esto que "la deuda es tanto resultado de la condición dependiente de una formación capitalista como mecanismo de su perpetuación" (p.58). Afirma que los problemas de la deuda se repiten continuamente debido a que "sus raíces están en las condiciones de valorización de capital en el país y en las relaciones que de ahí surgen entre la burguesía local y el capital financiero nacional" (p.59).

De igual manera, el factor de búsqueda de retornos financieros de los capitales extranjeros no se puede negar. Tal como afirma Sevares (2005), cuando la tasa de interés mundial desciende, los grandes capitales salen de los países centrales en busca de mayores rentabilidades, asumiendo grandes riesgos en mercados desconocidos o incluso en mercados conocidos con fuertes historias de crisis e incumplimientos y que por ello garantizan altas rentabilidades.

Por ejemplo, desde la década del setenta se produjo un aluvión de capitales hacia países latinoamericanos, evolucionando de 4.000 millones de dólares en 1970 a 142.000 millones de dólares en 1998. Pero estos capitales no se utilizaron para fomentar el desarrollo de los países que los tomaban sino para los fines ya indicados, resultando esperables así las crisis de impago de la deuda de dichos países, las cuales ocurrieron en la década del 80 (Sevares, 2005).

Afirma Sevares que

el discurso convencional sobre la crisis de la deuda latinoamericana ubica las causas en la irresponsabilidad de los gobiernos deudores. Esa irresponsabilidad existió, pero el detonante de la crisis fue la decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos de comenzar a subir las tasas de interés internas a partir de fines de 1979. (Sevares, 2005, p.43).

Sevares (2005) citando a Stiglitz remarca que el hecho de que tantos países sufran crisis financieras y de pagos y estos hayan necesitado de fuertes rescates permite pensar que hay deficiencias sistémicas fundamentales en el mercado financiero contemporáneo.

Stiglitz (2005) justamente se manifiesta férreamente en contra de la imposición de los países centrales, principalmente Estados Unidos, de la liberalización de los mercados de capitales a los países en desarrollo considerando que la misma se encuentra sistemáticamente asociada con la inestabilidad. El autor remarca el hecho de que aquellos países que han buscado integrarse financieramente, como es el caso de Argentina, enfrentaron mayores inestabilidades en las últimas décadas que aquellos que no lo hicieron, y también que, en muchos casos, los riesgos de no imponer las políticas "propuestas" por el Fondo Monetario Internacionales eran menores que los riesgos de hacerlo, dado que estas muchas veces reflejaban ideologías y representaban intereses que no se correspondían con el bienestar de los países y sus ciudadanos.

Con respecto a todo esto, Hopenhayn y Merighi (1998) analizaron los movimientos de capitales en Argentina durante el período 1991-1995, demostrando que los mismos se vinculan a las variaciones en las tasas de interés de los países centrales, principalmente Estados Unidos. Los autores sostienen que al entrar Estados Unidos y el mundo industrializado en períodos de recesión o bajo crecimiento, las autoridades monetarias de este país aplican medidas contracíclicas de expansión del crédito, lo que impacta a la baja a las tasas de interés de dichos países, lo cual, en

un contexto de liberalización financiera internacional y de los mercados de capitales y en un contexto de profunda globalización, impulsa a los capitales del mercado estadounidense y de otros países centrales a cruzar las fronteras en busca de mayores rendimientos en mercados emergentes, aun a pesar de los mayores riesgos que ello implique. Así pueden surgir períodos de fuerte recepción de capitales por parte de los países en desarrollo. Sin embargo, cuando las autoridades monetarias de Estados Unidos comienzan a advertir síntomas de reversión del ciclo de estancamiento o recesión que motivó inicialmente la reducción de tasas, comienzan a aplicar políticas de desaceleración del incremento del crédito, lo cual impacta nuevamente sobre sus tasas de interés, pero en este caso presionándolas al alza. El incremento en las tasas de interés de los países centrales genera un nuevo recambio en la composición de las carteras de inversión internacionales, donde los inversores comienzan a reducir su exposición a los países más riesgosos y buscan retornar capitales para destinarlos a inversiones menos riesgosas en los países centrales. Se suceden entonces dos efectos en los países en desarrollo: la reducción de la recepción de capitales -o incluso la salida de capitales- y el incremento de las tasas de interés -por incremento de la tasas de interés base libre de riesgo de Estados Unidos y también del riesgo país-. Si durante este proceso algún país se encuentra con dificultades financieras el contagio al resto de los países en desarrollo se vuelve inevitable.

Esto demuestra, según los autores, que las economías de países como Argentina se encuentran en una muy estrecha relación con los ciclos económicos de los países centrales, que "la política doméstica solo puede reducir en el margen la alta vulnerabilidad de las economías de los países en desarrollo a la volatilidad de los flujos externos" y que estos países deben buscar "regulaciones que frenen la volatilidad de los flujos, limiten los movimientos especulativos y eviten las burbujas en los precios de los activos financieros nacionales o de los tipos de cambio", pero por supuesto

adaptando dichas políticas a las condiciones de cada país y su percepción por los mercados (Hopenhayn y Merighi, 1998, págs. 113 y 118)

Todo esto se remarca debido a que resulta sumamente importante analizar la historia argentina y mundial y los efectos de la globalización y la liberalización financiera para entender a Argentina, como se afirmó con anterioridad, no como un deudor individual ni como un "incumplidor serial", sino como un país que se encuentra inmerso dentro del sistema financiero internacional, con los defectos que este sistema financiero internacional pueda suponer, así como entender las oleadas históricas y contracciones de capitales que se producen cíclicamente a nivel mundial y sus efectos sobre el país.

Con respecto a este sistema financiero internacional es conveniente mencionar al Fondo Monetario Internacional, garante del correcto funcionamiento de dicho sistema. Efectivamente, hasta 1944, al finalizar la Segunda Guerra Mundial, el mercado financiero internacional no contaba con organismos reguladores. Es en este año en que, a partir de Bretton Woods, se crean el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, con el fin de operar como "guardianes del equilibrio financiero y macroeconómico" internacional, pero, sin embargo, la historia evidencia que han actuado siempre como "mandatarios de los países ricos y los agentes financieros que pertenecen a estos" (Sevares, 2005, p.11)

El rol del Fondo Monetario Internacional en el sistema financiero internacional ha evolucionado desde su creación. Es recién a partir de la década de 1980, a partir de las sucesivas crisis de la deuda de países en desarrollo que el FMI comenzó a desarrollar con fuerza un rol fundamental en el otorgamiento de préstamos y rescates a países con dificultades financieras (Bielsa, Lavagna y Rosatti, 2005).

El Fondo Monetario Internacional y los organismos financieros son considerados "inversores privilegiados", por lo que no poseen riesgo de cesación de pagos ni de reestructuración de sus préstamos. A cambio de esto, estos organismos perciben tasas de interés muy bajas en términos relativos y por esto son preferidos por los países con problemas financieros. Pero el costo de los acuerdos con estos organismos no debe verse solo como esta reducida tasa de interés, sino que deben contemplarse las condicionalidades que imperan detrás de cada acuerdo. El Fondo Monetario Internacional exige, a cambio de sus préstamos, políticas vinculadas "a la creación de solvencia para devolver el dinero, lo cual incluye programas de ajuste fiscal, de mejora de la balanza comercial o reformas estructurales destinadas a mejorar el clima de negocios (liberalización y desregulación de mercados, privatizaciones etc.)" (Sevares, 2005, p.85).

Generalmente las condicionalidades impuestas por el Fondo Monetario Internacional a los países deudores contemplan cuestiones relativas a ajustes rápidos en la balanza de pagos tales como manejo del tipo de cambio, políticas de precios, políticas de tasas de interés, reformas impositivas, liberalización del comercio y pagos y reducción de gastos públicos. Se exige que estas medidas sean tomadas con rapidez debido a que los préstamos otorgados por el organismo son a muy corto plazo (Kitchen, 1986)

Sin embargo, en las negociaciones de la deuda argentina de 2005 el organismo internacional también introdujo otros tipos de condicionalidades, tales como incrementos en las tarifas de servicios públicos, mejoras en las compensaciones a los bancos o mejoras en las propuestas de reestructuración de la deuda realizadas a los acreedores privados. De este modo, el organismo financiero internacional se aparta de las tareas establecidas en su estatuto y funciona más bien como lobista de los bancos, empresas y sectores de poder del sistema financiero internacional,

solicitando medidas que de hecho van en contra de la capacidad de pago de los países como Argentina (Sevares, 2005).

El rol de los organismos financieros internacionales, principalmente el Fondo Monetario Internacional, ha sido una de las causas generadoras de las crisis y ha agravado los costos de salida de estas -incluso se han negado a las salidas de las crisis, como es el caso de Argentina en 2005-. Esto es incluso reconocido por autores originariamente provenientes de la ortodoxia, como Stiglitz, y se debe a que estos organismos suelen proponer lo que con anterioridad en este trabajo fue debidamente criticado: liberalización del mercado de capitales, liberalización financiera, desregulaciones, restricción crediticia, devaluaciones, etc. Estas políticas generaron históricamente y en todo el mundo efectos contrarios a los supuestamente esperados: colapso financiero, crisis económicas y financieras, incapacidad de pagar la deuda y de sostener los regímenes económicos recomendados.

Stiglitz (2005) remarca el hecho de que las políticas impuestas por el Fondo Monetario Internacional a países en desarrollo, tales como incrementos sustantivos en las tasas de interés internas, son efectivas para frenar las salidas de capitales, pero acarrean efectos nocivos sobre el ingreso, la producción y el empleo, a la vez que la liberalización de los mercados de capitales propuesta por dicho organismo está asociada a mayores probabilidades de crisis y afectan la capacidad de los gobiernos de responder a estas ante la imposibilidad de disminuir las tasas de interés. Sin embargo, sostiene también con respecto a la liberalización de los mercados de capitales que lo que preocupa por generar inestabilidad y afectar al crecimiento económico no es la Inversión Extranjera Directa (IED), sino los flujos financieros de corto plazo. Esto es así debido a que los flujos de capitales de corto plazo generan dos efectos: por un lado, inducen las fluctuaciones

económicas y por otro inhiben la capacidad de los gobiernos para contrarrestar dichas fluctuaciones.

Sostiene el autor que cuando en un contexto de liberalización de los mercados de capitales se percibe la llegada de un shock adverso se corta automáticamente el crédito de los prestamistas a los países, lo que amplifica los shocks y genera volatilidades, al mismo tiempo que inhibe el uso de políticas contracíclicas. Con el advenimiento de un shock adverso se afecta entonces el producto y el consumo, por lo que se incrementa la prima de riesgo exigida por las firmas para invertir y se afecta a la inversión al tiempo que se genera una presión alcista de la tasa de interés necesaria para frenar las salidas de capitales, generando así también serias limitaciones al endeudamiento de los países y generando que, por lo general, los gobiernos de los países en desarrollo, acompañados de una visión fiscalista del Fondo Monetario Internacional, apliquen políticas de recortes del gasto público en busca de equilibrar el presupuesto, sin entender las causas de dicho gasto público. Según el autor, al recortar las inversiones con altos retornos sociales para equilibrar el presupuesto, el crecimiento de largo plazo se ve afectado (Stiglitz, 2005).

El actuar del Fondo Monetario Internacional perpetua los desequilibrios, debido también a que envía el mensaje de que los bancos y acreedores en general pueden realizar préstamos de dudosa calidad a países con problemas financieros y luego ser rescatados por el organismo si estos salen mal. Además, el organismo demuestra inflexibilidad en sus planes de ajuste, dado que las exigencias son las mismas para todo los países independientemente de las causas que ocasionen los problemas de estos.

Otro de los defectos que puede destacarse del organismo internacional es que realiza cuantiosos préstamos a ser devueltos en períodos muy cortos de tiempo, lo cual no permite corregir los problemas estructurales de largo plazo que afectan a los países, tomándose medidas a muy corto

plazo que suelen ser altamente dañinas para la economía y el crecimiento de los países en problemas.

Además, como se afirmó con anterioridad, el Fondo Monetario Internacional suele proponer devaluaciones o al menos solicita que no se frenen las corridas bancarias y cambiarias, desconociendo que para países como Argentina una devaluación no mejora el panorama, sino que lo empeora, dado el importante efecto de pass through que afecta a sus economías. Además de la traslación a precios de la devaluación, en economías como la Argentina, si bien la devaluación derrumba las importaciones, no tiende a incrementar las exportaciones -como si ocurre en los países centrales-, no produciéndose una mejora sustentable de la balanza comercial y generando graves problemas al crecimiento económico y el consumo interno. La historia demuestra que los controles cambiarios y/o los tipos de cambio múltiples suelen ser más útiles y menos dañinos que las fuertes devaluaciones avaladas por el FMI.

Otra de las críticas que es posible hacer es que la liberalización comercial y de pagos propuesta por el organismo financiero también genera efectos nocivos para las industrias locales, el crecimiento económico y el consumo.

En contraposición a estas políticas recomendadas, es importante destacar que las políticas que llevaron a la salida de la crisis argentina de comienzos del siglo XXI, así como la reestructuración de la deuda, se realizaron con la oposición del organismo.

La historia argentina permite evidenciar que, tanto en la crisis de comienzo de siglo como en la crisis de 2018-2020, el Fondo Monetario Internacional procuró sostener modelos que no resultan útiles a economías como la Argentina, evidenciándose flujos positivos hacia el país en los años previos a las crisis y retracciones del financiamiento cuando más necesario resulta el

endeudamiento -o hasta incluso exigiendo cobranzas-, ante la negativa de apoyar políticas que van en contra de su ideología pero que históricamente se han demostrado más eficientes.

Lavagna sostiene que el Fondo Monetario Internacional "con frecuencia impulsó y recomendó políticas inadecuadas que generaron elevados costos para la economía argentina" (Bielsa, Lavagna y Rosatti, 2005, p.67).

Alan Reynolds (2004) sostiene que "los préstamos del FMI implican riesgo moral y los programas del FMI agravan las crisis económicas en vez de mitigarlas". Además, sostiene que "las recuperaciones más exitosas o "milagrosas" ocurrieron solo después de que los países invirtieron las políticas impulsadas por el FMI" (págs. 107 y 110).

Calomiris (2004) sostiene que más que realizar salvatajes a países con problemas financieros, los organismos internacionales como el FMI o el G-7 deberían colaborar con los países en desarrollo eliminando sus propias barreras a la importación, generando así que estos países puedan aumentar sus exportaciones y puedan de esta forma proveerse de las divisas necesarias para el crecimiento y el desarrollo económico.

Todo el proceso mencionado ha sido logado gracias a que el mundo financiero ha conseguido que a través de los años se fueran reduciendo las regulaciones, los controles y las limitaciones a la movilidad de capitales, factor que explica en parte el auge financiero de las últimas décadas, la volatilidad imperante en los mercados y la vulnerabilidad de las economías con sus consecuentes tendencias hacia constantes crisis (Sevares, 2005).

Afirma Sevares que, "en la medida en que el poder financiero siga imponiendo sus reglas y los gobiernos no re-regulen el mercado, el combustible de las especulaciones y las crisis seguirá recorriendo libre el mundo, como un nuevo fantasma que amenaza no ya el imperio del capital

sino la salud de las economías y las sociedades periféricas. Y, en no pocas ocasiones, como ya ha sucedido, incluso ciertos núcleos del mundo rico" (Sevares, 2005, p.11).

6.3. Insostenibilidad de la deuda y default

Partiendo del concepto y las características de la insostenibilidad de la deuda analizados en el capítulo 4 y habiendo analizado en el capítulo actual las características del endeudamiento argentino y su relación dependiente con respecto a los organismos financieros internacionales y su rol en el sistema financiero internacional, resulta sencillo ver cuáles son los procesos que llevan a la insostenibilidad de la deuda de un país como Argentina. Fundamentalmente hay que destacar que la insostenibilidad de la deuda suele provenir de períodos de fuerte endeudamiento llevados a cabo para mantener regímenes políticos y económicos perjudiciales para la economía, en un contexto particular de una economía atrasada y dependientes y bajo una configuración particular de un sistema financiero internacional con severas fallas.

Además, según Frenkel (2003) la deuda resulta sostenible para primas de riesgo país pequeñas y se vuelve insostenible a medida que se incrementan las primas de riesgo, en una especie de profecía autocumplida. La variación de la prima de riesgo funciona así como uno de los factores fundamentales que llevan a la insostenibilidad de la deuda. Pero también es importante que el país en cuestión posea una tasa de crecimiento positiva, ya que de lo contrario los contratos se harán incumplibles en algún momento.

Damill, Frenkel y Rapetti (2005) afirman que "las altas primas de riesgo que el mercado carga y la propensión a interrupciones súbitas del financiamiento hacen su contribución para determinar

una alta probabilidad de default" (p.188), mientras que autores como Buera y Nicolini (1998) remarcan el hecho de que las tasas de interés en Argentina contienen permanentemente

un nivel de spread considerablemente más alto que el de economías desarrolladas, a pesar de que el comportamiento de variables tales como precios, tipo de cambio y aun tasas a las cuales empresas grandes argentinas obtienen financiamiento del exterior están muy en línea con el de países desarrollados. (p.231).

Estos procesos de insostenibilidad de la deuda pueden llevar a una reestructuración de la deuda o un default de esta. Con respecto al default, en su prólogo a "Crisis Financieras Internacionales: ¿Qué Rol le corresponde al Gobierno?", Ricardo López Murphy (2004) sostiene que:

las crisis financieras y de deuda crean enormes costos para los ciudadanos. La caída del crédito al sector privado y las señales negativas para la inversión como consecuencia de la cesación de pagos lleva a una reducción en la actividad económica que deteriora los niveles de empleo y aumenta la pobreza. (p.9).

¿Hasta qué punto es cierto esto? Tal como comenta Sevares (2005), el default argentino fue el más grande de la historia⁶, pero sin embargo no es el único, ni Argentina es el país con mayor

⁶ Aunque autores como Mercatante (2015) minimizan esto demostrando que en los hechos la quita nominal resultó del orden del 54%, similar a la quita del 53% que realizó Rusia en 1999. Otros autores como Katz (2005) aseguran que la quita final quedó reducida al orden del 49%-53% y afirman que no se aligeró tanto

cantidad de defaults en su historia. De hecho, países como Francia y Alemania han presentado mayor cantidad de defaults en su historia que Argentina y sin embargo son países considerablemente más desarrollados e insertados en el mercado financiero internacional. Incluso Estados Unidos ha presentado numerosos defaults en algunos de sus Estados, incluyendo a Mississippi, el cual nunca pagó su deuda⁷. Hay quienes afirman constantemente que un default aleja al país definitivamente del acceso al financiamiento en los mercados de capitales, pero eso es cierto solo por algunos años y en algunos casos. La realidad de la historia mundial demuestra que sin importar la cantidad y calidad de los defaults, en mayor o menor plazo, los países siempre logran volver a financiarse en los mercados mundiales de deuda.

Con respecto al supuesto aislamiento que genera un default para un país con las características de Argentina, Sevares (2005) muestra como tras el default argentino de principios de siglo -que se recuerda, es el mayor de la historia del mundo-, dicho país continúo manteniendo vínculos con los organismos financieros multilaterales y continuó manteniendo relaciones diplomáticas y comerciales con todos los países. Incluso desde 2003, y durante muchos años, se evidenció un masivo ingreso de capitales del exterior.

Además, afirman Damill, Frenkel y Rapetti (2005) que el pasado remoto de la condición financiera de un default no es relevante. Y aún si lo fuera el hecho de que Argentina no haya caído en default tras la crisis de 1930 iría en contra de esta teoría. Argentina se constituyó en el ejemplo de país latinoamericano que no entró en default tras la crisis de 1930. O por poner otro ejemplo, a principios de la década de 1980 todas las economías latinoamericanas que se habían endeudado en

el nivel de deuda, ya que la deuda total solo se vio reducida en un 20% con respecto al monto existente a fines de 2001.

⁷ En 1841 y 1842 nueve estados de los Estados Unidos suspendieron los pagos de su deuda: Arkansas, Florida, Illinois, Indiana, Luisiana, Maryland, Michigan, Misisipi y Pensilvania. Michigan incluso repudió parcialmente su deuda y Misisipi completamente (Kitchen, 1986).

la década anterior con bancos internacionales cayeron en default, y sin embargo con el pasar de los años las condiciones financieras de estas economías y su acceso a los mercados de deuda evolucionaron de diferentes maneras. Resulta que, más que el pasado remoto lo importante son las expectativas sobre el futuro del país y su economía.

Afirman los autores mencionados que la política fiscal y de endeudamiento público son importantes, como afirman las teorías más ortodoxas sobre el tema, pero más importantes aún son la política cambiaria y el nivel de apertura financiera y su impacto en la apreciación cambiaria (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005).

Algo que también es relevante de ser destacado es el hecho de que por lo general es habitual pensar que el poder de negociación está generalmente del lado de los acreedores, quedando entonces condicionado el país y obligado a pagar en condiciones desfavorables. Sin embargo, y principalmente a partir del default de 2005, año en que se evidenció la primer reestructuración de deuda del mundo sin injerencia del Fondo Monetario Internacional, se visualiza que el país deudor posee tanto poder de negociación como los acreedores.

Mas allá de todo esto, no es la intención del presente trabajo negar los efectos negativos que un default soberano de la deuda ocasiona, que existen y muchas veces resultan severos, sino analizar si efectivamente un default de la deuda es efectivamente el peor camino posible en cada situación. Con respecto a esto, Damill, Frenkel y Rapetti, (2005) evidencian que la violenta caída de la actividad económica y el empleo se presentaron antes y no después del default de la deuda argentina de 2001-2002 debido a las políticas implementadas por el gobierno para cumplir con un servicio de la deuda insostenible. Para los autores el default no solo no complicó el panorama de la crisis económica, sino que fue una de las condiciones que permitió salir de ella. Los autores

concluyen que "frente a una crisis motivada por una firme expectativa de un futuro default, lo altamente costoso no es el default sino su postergación" (p.191).

James Dorn (2004) sostiene que hay casos en los que los defaults de deuda soberana se encuentran justificados y el Fondo Monetario Internacional no debe intentar evitarlos, debido a que los rescates generan incentivos equivocados hacia las partes e impiden las soluciones entre ellas.

Calomiris (2004) sostiene una postura similar, y comenta que, en el caso de Argentina en el 2001, la mejor opción posible era el default de la deuda y opina que organismos como el FMI y el G-7 deberían haber apoyado el default y este debería haber sido acompañado por reformas creíbles. No resulta fácil coincidir con el autor sobre las reformas que considera importante implementar en dicho contexto de default, pero se remarca el hecho de que incluso autores con ideología promercado están a favor del default como "mal menor" en determinadas situaciones.

Reynolds (2004) sostiene que aquellos países que "enfrentan demasiada deuda y muy pocos ingresos necesitan renegociaciones de deuda y no rescates. Necesitan adoptar políticas que alienten a sus empresas y trabajadores a incrementar la producción y el comercio, y no políticas que pretendan ahogar esas actividades" (págs. 118 y 119).

Es importante destacar que, en el caso de Argentina, si el país hubiese asumido sus problemas de insostenibilidad de la deuda de manera temprana hubiera tenido que realizar una reestructuración de la deuda similar o menos agresiva que la acaecida durante 2020 y hubiera evitado los costos económicos que derivaron de la postergación de esta reestructuración y los costos financieros que derivaron del paquete de "ayuda" brindado por el Fondo Monetario Internacional. En este caso, además, el endeudamiento externo sería sustancialmente menor por

no contar con los 44.867 millones de dólares otorgados por el Fondo Monetario Internacional, los pagos de deuda futura también resultarían menores y la totalidad de la deuda podría reestructurarse, situación que no ocurre en el caso del organismo financiero internacional, ya que como se explicó con anterioridad, no pueden aplicársele quitas.

Entonces, con respecto al default de la deuda ¿es verdaderamente el peor camino posible o depende más bien del contexto histórico y actual de cada país, así como de la salud de su economía y de sus perspectivas futuras?

Y con respecto a las reestructuraciones de la deuda, ¿es realmente necesario posponerlas y huir de ellas o lo mejor resulta ser afrontarlas en los primeros momentos en que se comiencen a avizorar deterioros en los indicadores económicos y de sostenibilidad de la deuda y evitar así todos los efectos económicos que deriven de su negación?

7. Análisis Macroeconómico, Financiero y de Sostenibilidad de la Deuda Argentina durante el período 2004-2019

7.1. Análisis del Contexto de Restricción Externa

Partiendo de los conceptos especificados en los capítulos anteriores, habiendo analizado en profundidad las características del endeudamiento argentino y la relación de dicho país con el sistema financiero contemporáneo, así como las características fundamentales de dicha relación y de dicho sistema, resulta conveniente en este capítulo realizar un análisis de ciertos indicadores de deuda y de solvencia externa y estudiar la evolución de algunas variables fundamentales para comprender el proceso de insostenibilidad de la deuda que llevó a la decisión de reestructuración de la deuda argentina de 2020, partiendo de una situación inicial absolutamente favorable en materia de endeudamiento externo a partir de la reestructuración de la deuda del año 2005 -y su correlato de 2010-.

La necesidad de realizar un análisis de sostenibilidad de la deuda deriva de las consecuencias evidenciadas por Argentina en los últimos años a partir del proceso de fuerte incremento del stock de deuda pública ocurrido entre los años 2015 y 2019, el cual fue realizado en un entorno de liberalización y creciente inestabilidad económica, cambiaria, monetaria y financiera y luego de casi una década de crecientes problemas con respecto al crecimiento económico -originalmente de estancamiento y luego de profunda recesión-.

Para comenzar, y comprendiendo que la economía argentina funciona bajo el marco deficiente del Sistema Financiero Internacional explicitado en capítulos anteriores y bajo un marco recurrente de restricción externa, resulta sumamente relevante analizar el comportamiento de la Balanza de Pagos, la cual, como fue mencionado con anterioridad, es un registro de todas las transacciones

monetarias efectuadas durante un período determinado por un país, con y desde el exterior, es decir entre residentes y no residentes.

En el gráfico 1 se podrá observar la evolución de las cuentas de la balanza de pagos argentina entre los años 2006 y 2019. Podrá observarse específicamente la evolución de la cuenta corriente y la cuenta capital, la suma de las cuales permite observar la capacidad o necesidad de financiamiento del país y por lo tanto el resultado de la cuenta financiera -sin contemplar los errores y omisiones que pudieran surgir del registro y cálculo-.

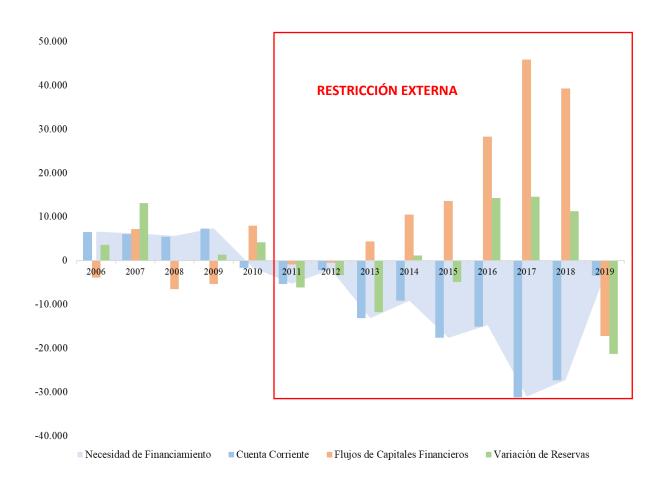


Gráfico 1. Balanza de Pagos y Necesidad de Financiamiento - En Millones de Dólares⁸

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos

Es posible observar en el gráfico anterior la irrupción de la restricción externa a partir del año 2011 -aunque con anterioridad es posible observar síntomas de mal funcionamiento-. Sin embargo, es a partir de 2013 cuando gana terreno una importante profundización de la restricción, incrementando el déficit de cuenta corriente -y por ende de la necesidad de financiamiento- de manera sostenida hasta gran parte del año 2018 e incrementando la necesidad del país de contar

-

⁸ Para graficar los flujos de capitales financieros fue invertido el signo con respecto al informado bajo la metodología actual por el INDEC con el objetivo de demostrar de una manera visualmente más comprensible el impacto de los ingresos (signo positivo) y salidas (signo negativo) de capitales.

con cada vez mayores ingresos de capitales que permitan cubrir dichos déficits. De todas formas, resulta conveniente hacer una mayor apertura de las cuentas corriente y financiera y hacer una distinción entre los períodos 2011-2015 y 2016-2018 por presentar enormes diferencias políticas y económicas.

Para comenzar, en el gráfico 2 podrá observarse el resultado de la cuenta corriente, distinguiendo entre importaciones y exportaciones de bienes y servicios y rentas y transferencias.

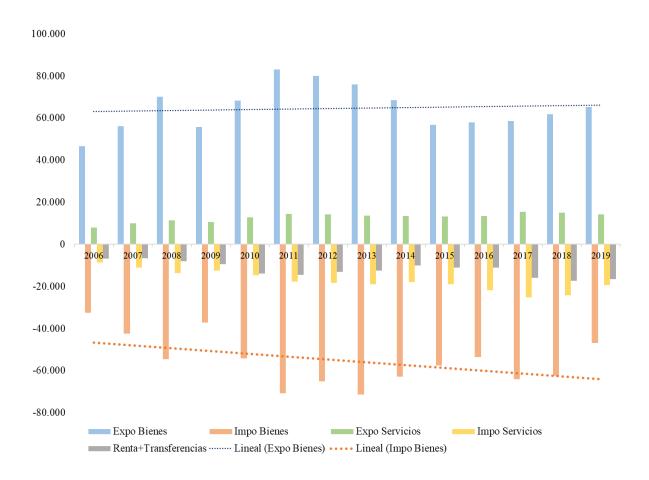


Gráfico 2. Cuenta Corriente - En Millones de Dólares

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos

De los gráficos 1 y 2 se desprende que hasta el año 2009 el país experimentó una serie de resultados positivos en su cuenta corriente, explicados fundamentalmente por un incremento continuo de las exportaciones de bienes y servicios hasta el año 2011, ocasionada a su vez principalmente por el incremento de los precios internacionales de los productos agropecuarios pero también por la mejor paridad cambiaria que derivó de la crisis de 2001 -este crecimiento de las exportaciones está matizado por una merma en los años 2009 y 2010 producto de la sequía experimentada por el sector agroexportador y el deterioro del comercio internacional provocado por la crisis internacional de 2008 y por el menor crecimiento económico de Brasil y China, dos de los principales socios comerciales argentinos-. Exactamente los mismos movimientos experimentan las importaciones de bienes y servicios, pero incrementándose a una mayor velocidad.

En contraste, entre los años 2011 y 2015 se comienza a evidenciar nuevamente la restricción externa que periódicamente afecta al país. Efectivamente en este período se alcanzan los máximos precios de la soja y otros productos provenientes del agro, a partir de cuando comienza a descender significativamente año tras año, cayendo más de 50% en unos pocos años. Además, producto de la aceleración inflacionaria de los últimos años, el tipo de cambio apreciado genera una contribución importante a la merma de todo tipo de exportaciones, tanto por la caída en la demanda que generan los incrementos de los precios locales en moneda extranjera como por la especulación de los exportadores sobre una futura devaluación que mejore los ingresos obtenibles por sus ventas al exterior, motivo por el cual acumulan bienes exportables en forma de stock. Con respecto a las importaciones durante el período 2011-2015 puede observarse un importante incremento inicial con un posterior estancamiento a partir de la imposición de restricciones ante la percepción por parte del gobierno argentino del comienzo de la restricción cambiaria. Finalmente, a partir de las

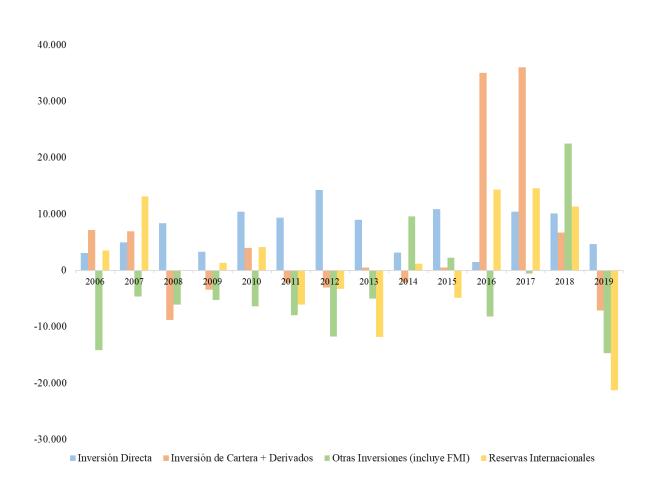
devaluaciones producidas durante los años 2014 y 2015 comienzan a estabilizarse los déficits comercial y de cuenta corriente, pero producto de una nueva apreciación cambiaria generada por un masivo ingresos de capitales y de las liberaciones de las restricciones comerciales, las importaciones se incrementan considerablemente a partir de 2017 mientras las exportaciones permanecen estancas por su menor elasticidad-precio. Finalmente, producto de la mega devaluación ocurrida durante los años 2018 y 2019 los resultados comercial y de cuenta corriente mejoran notablemente, registrándose en 2019 el mayor saldo comercial de la última década y aliviando la restricción externa, una vez más por el impacto temporal sobre las importaciones y no por una reproducción de las exportaciones.

En el gráfico 2 puede observarse la diferencia existente entre el crecimiento de las importaciones y las exportaciones a lo largo del tiempo. Es este justamente el problema tantas veces advertido por las escuelas estructuralista y cepalina. Una vez más, al crecer, la economía argentina experimenta un incremento del déficit comercial, dado que las importaciones se incrementan sustancialmente más rápido que las exportaciones -en esta ocasión potenciado por el déficit comercial de productos hidrocarburíferos generado por la depredación de los pozos existentes y la disminución de la exploración de nuevos pozos, situación que comienza a revertirse recién a partir de la reestatización parcial de YPF en el año 2012-, lo cual en el corto plazo solo puede ser solucionado parcialmente con una fuerte devaluación, pero a diferencia de otros países la solución no viene por el lado del incremento de las exportaciones que genera el nuevo tipo de cambio, sino por el impacto negativo sobre las importaciones generado por el encarecimiento de estas y por la caída del ingreso real local. Pero aún no se analizó el impacto negativo que la devaluación del tipo de cambio genera sobre la situación financiera del país, el cual podrá

observarse al realizar el análisis de sostenibilidad de la deuda para el período en lo que resta del capítulo.

En el gráfico 3 podrá observarse la evolución del resultado de la cuenta financiera, la contracara de las cuentas corriente y de capital.

Gráfico 3. Cuenta Financiera - En Millones de Dólares



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos

Es posible observar en el gráfico anterior los movimientos financieros generados por inversión directa, inversión en cartera, préstamos de organismos internacionales, reservas y otros. Como se explicó con anterioridad, los flujos financieros son altamente volátiles, especialmente aquellos destinados a inversión de cartera, pero también aquellos destinados a inversión directa. Puede observarse como, si bien nunca dejando el terreno positivo, la inversión directa evidencia pequeños ciclos alcistas y bajistas. Si bien, no se evidencia una salida neta de dólares en este rubro, la merma que evidencia en años como 2009, 2013, 2014 y 2016 evidencian la disminución de dólares que contribuyen a estrangular aún más a la economía. Algunos de esos períodos se deben a los impactos de las crisis internacionales de 2008 y 2012 y otros a las propias inestabilidades locales, como en 2014, 2016 y 2019. En cuanto a los flujos por inversión de cartera y derivados financieros puede observarse una mayor volatilidad, presentándose rápidas salidas de capitales en los períodos en que se han producido crisis internacionales y en los períodos de tasas de interés reales negativas y evidenciándose una verdadera entrada masiva de capitales especulativos en los años 2016, 2017 y gran parte del 2018, como producto de la liberalización financiera parcial llevada a cabo durante estos años, la liberalización de imposiciones de permanencia mínima de los capitales y el incremento excepcional de las tasas de interés nominales y reales en busca de disminuir la inflación. Recién a partir de mediados del 2018 y principalmente durante todo el año 2019, la suba de tasas de interés por parte de la FED, las crecientes inestabilidades globales, la imposición de una ley a la renta financiera y un discurso no tan bien aceptado por los inversores y acreedores argentinos el 28 de diciembre de 2017 generaron un repentino cambio de expectativas que implicó una rápida huida de los capitales hacia el exterior, desencadenando la mega devaluación del período 2018-2019 y el comienzo de una fuerte recesión económica.

Visualizando y relacionando los gráficos 1, 2 y 3 es posible observar como en los primeros 3 años de la restricción externa el país pudo cubrir su déficit de cuenta corriente des acumulando de manera creciente reservas internacionales -con excepción del año 2014, en el que se contó con otro tipo de ingresos financieros provenientes principalmente de la emisión de títulos correspondientes al acuerdo indemnizatorio por la renacionalización parcial del 51% de YPF y por el acuerdo de swap de divisas con China-. Durante el año 2015 se evidenciaron nuevos ingresos por swaps con China que compensaron parcialmente la salida de divisas ocasionada por el pago final del bono BODEN 2015. Durante los años 2016 y 2017 se verifica una impactante entrada de capitales por inversión de cartera, por los motivos detallados anteriormente, la cual permitió cubrir los también impactantes déficits de cuenta corriente y recuperar notablemente la posición de reservas internacionales, muy deterioradas durante el período anterior. Se destaca una emisión neta de títulos públicos de 30.959 millones de dólares durante el año 2016 y aproximadamente la mitad de ese monto durante el año 2017, registrándose durante el período un fuerte incremento del endeudamiento del sector público nacional, de las provincias y del Banco Central a través de la colocación a muy corto plazo y altas tasas de interés de Letras adquiridas en gran parte por capitales extranjeros. Durante el año 2018 se evidencia una importante retracción de capitales en inversiones de cartera, la cual fue cubierta a través del préstamo otorgado por el Fondo Monetario Internacional y por un nuevo swap de divisas con China. Finalmente, durante 2019 se termina de desencadenar la crisis financiera y el país sufre una nueva masiva salida de capitales, que no puede ser contrarrestada ni siquiera con los masivos fondos obtenidos a partir del acuerdo con el FMI.

Tal como se desprende del trabajo de Manzanelli, Barrera, Belloni y Basualdo (2014), en el regreso de la restricción externa también contribuyeron factores endógenos como una fuerte intensificación de la conflictividad social y luchas por la apropiación del excedente, principalmente

dados a partir del conflicto agrario por la imposición de retenciones móviles a la exportación de la soja en el año 2008. Estos factores repercutieron en una aceleración inflacionaria que fue la causa principal del comienzo de la apreciación cambiaria antes mencionada.

Pero también contribuyó notablemente el incremento en la concentración y la extranjerización económica, a raíz de lo cual, un muy pequeño número de agentes económicos afianzó cada vez más su control sobre las divisas, el bien más preciado de Argentina, y dado esto, con sus acciones afectaron cada vez más factores fundamentales de la macroeconomía argentina, tales como: tipo de cambio, inflación, inversión, balanza de pagos y distribución del ingreso (Manzanelli, Barrera, Belloni y Basualdo, 2014).

Por último, es necesario destacar el rol de la constante fuga de capitales que presentó históricamente la Argentina. Medido a través de la Formación de Activos Externos estimada por el Banco Central de Argentina, entre los años 2003 y 2019 se habría evidenciado una fuga neta de capitales de 149.103 millones de dólares, de los cuales se generaron 22.512 durante el gobierno de Néstor Kirchner, casi 58.500 millones durante el primer gobierno de Cristina Fernández de Kirchner -principalmente dado a partir de la crisis económica internacional, el comienzo del conflicto agrario, el avistamiento de un atraso cambiario y la manipulación de los datos estadísticos del INDEC-, solo 1.500 millones durante el tercer gobierno kirchnerista -producto de los severos controles de cambios implementados- y casi 67.000 millones durante el gobierno de Mauricio Macri -a partir de la liberalización cambiaria y financiera desarrollado en sus primeros años de gobierno y de la crisis generada a partir del año 2018-.

Una vez más queda en evidencia la necesidad de contar con activas políticas regulatorias de los flujos de capitales, principalmente aquellos destinados a inversión de cartera, y dentro de estos principalmente aquellos destinados a hacer Carry Trade en el muy corto plazo. También se

evidencia la importancia de combatir y regular la fuga de capitales, la cual es una constante en toda la historia argentina, incluso en largos períodos de bonanza económica como el período 2003-2011. Es imperioso contar con una correcta regulación a los movimientos de capitales debido a la inestabilidad macroeconómica que generan tanto en las entradas como en las rápidas salidas, las cuales fueron explicitadas teóricamente con anterioridad y son observables en los gráficos y párrafos anteriores. Como tantas otras veces, se evidencia el problema de crecimiento de largo plazo de la economía argentina ocasionado por la recurrente restricción externa, la cual puede ser temporalmente retrasada con ingresos masivos de capitales que cubran los déficits comercial y de cuenta corriente, pero a riesgo de generar mayores inestabilidades futuras por reversiones en los flujos de capitales y mayor dependencia financiera del resto del mundo.

7.2. Análisis Macroeconómico, Financiero y de Sostenibilidad de la Deuda Argentina en el marco de la Restricción Externa

Es en este marco de restricción externa, mencionado en el apartado anterior, que Argentina comienza a depender cada vez más de los ingresos de capitales, por lo cual incurre en un nuevo ciclo de creciente endeudamiento externo que permite que una economía financieramente saludable y con excelentes indicadores en cuanto a la sostenibilidad de su deuda incurra una vez más en inestabilidad financiera, insostenibilidad y default, como será analizado en lo que resta del capítulo.

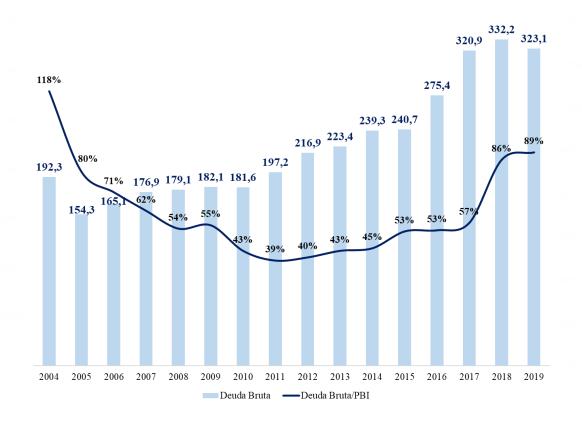
En primer lugar, es importante destacar que, a diciembre de 2019, previo a la reestructuración de la deuda del año 2020, el nivel de deuda bruta de la administración central se encontraba en 323 mil millones de dólares -más de 19 billones de pesos-, arrojando un fuerte incremento del 34% con respecto al inicio de la gestión de Mauricio Macri en diciembre de 2015, del 109% en comparación

a la deuda bruta post reestructuración de 2005 y del 124% en comparación a los valores de deuda previo al default de 2001. La evolución de dichos valores de deuda podrá apreciarse en el Gráfico 4. En dicho gráfico puede observarse el constante incremento nominal de la deuda ocurrido durante todo el período analizado desde la reestructuración de la deuda efectuada en el año 2005. Es decir, a pesar de la idea predominante de un fuerte desendeudamiento durante los tres gobiernos kirchneristas, los datos evidencian un incremento nominal de la deuda argentina. De ninguna manera se puede desconocer la importancia de la caída de la deuda externa y la deuda con privados y el mejoramiento de todos los indicadores de deuda al relacionarlos con el tamaño de la economía, las exportaciones o los ingresos fiscales, pero tampoco se puede desconocer que este proceso de "desendeudamiento" se produjo a costa de un incremento del endeudamiento interno y principalmente con el Banco Central y organismos estatales, incluso a pesar de que el gobierno argentino se mantuvo alejado una década de los mercados internacionales de deuda y solo pagó al exterior compromisos ya existentes.

Para agregarle un poco más de realidad a los datos de deuda y poder hacerlos más comparables -a otras economías o para una misma economía en distintos períodos de tiempo-, así como para poder comenzar a realizar un análisis de sostenibilidad de la deuda, resulta conveniente analizar la relación de dicha deuda con el Producto Bruto Interno de la economía en cuestión. Con respecto a esto puede observarse que, a diciembre de 2019, el ratio deuda/PBI era de 89% -lo cual indica sencillamente que se necesita de casi la totalidad de la producción anual de argentina del año 2019 para poder cancelar totalmente su deuda-. Este ratio es uno de los más altos de la historia argentina, mayor aun que en los años previos al default de 2001 -aunque con posterioridad al default, el colapso económico y la devaluación de los años siguientes este indicador se incrementó a niveles muy superiores al actual- y mayor incluso a los ratios recomendados por los organismos

internacionales para mantener un nivel saludable de deuda. Para tomar dimensión del asunto, desde el 2004 al 2011 dicho indicador no hizo más que disminuir -a diferencia de lo que ocurrió con la deuda en términos nominales-, pasando del 118% en 2004 al 39% en 2011. A partir de dicho año comenzó a incrementarse paulatinamente como producto del incremento en el endeudamiento, de la variación de la cotización del dólar con respecto al peso argentino, y del estancamiento económico que arrojó el período 2012-2015. Sin embargo, a diciembre de 2015 dicho ratio se encontraba en 53%, y se mantuvo relativamente estable en 2016 (53%) y 2017 (57%) para pegar un salto explosivo a 86% del PBI en 2018 y 89% a diciembre de 2019 -producto de una mayor emisión de deuda, el rescate del FMI, la devaluación de la moneda y la crisis económica reinante-. La evolución de dichos valores del ratio deuda/PBI puede apreciarse también en el Gráfico 4. Es importante destacar el hecho de que de todas formas, este indicador podría estar sobreestimado al suponer que producto de la crisis económica reinante el PBI argentino se encuentra por debajo de su potencial y el tipo de cambio real se encuentra en niveles relativamente altos, como se demostrará con posterioridad.

Gráfico 4. Deuda Bruta de la Administración Central – En miles millones de dólares y como porcentaje del PBI a diciembre de 2019



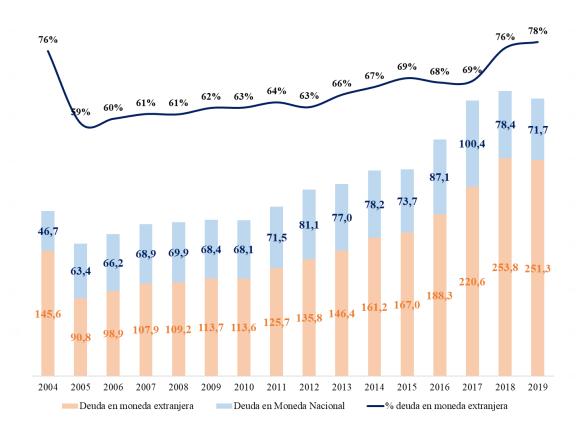
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos y la Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía

Como fue comentado en capítulos anteriores, para una economía con las características de la Argentina resulta imprescindible analizar la apertura de la deuda según tipo de moneda. Haciendo una simple distinción entre moneda local y moneda extranjera se puede apreciar que, a diciembre de 2019, de los 323 mil millones de dólares de deuda bruta mencionada, 251 mil millones de dólares -78% del total de la deuda- se corresponden a deuda nominada en moneda extranjera, mientras que el remanente se corresponde a deuda nominada en moneda nacional. Este elevado

porcentaje de deuda nominada en moneda extranjera condiciona en forma considerable a la economía argentina, economía que, como ha sido analizado con anterioridad, presenta frecuentes problemas de restricción externa y escasez de divisas. Pero lo más grave de la situación no deriva tanto de analizar el dato puntual de la deuda en moneda extranjera en un momento determinado de tiempo, sino de comprender la tendencia que la misma fue desarrollando: con la reestructuración de la deuda de 2005 el porcentaje de la deuda en moneda extranjera había disminuido sustancialmente, del 76% del total de la deuda a fines de 2004 al 59% de la misma para fines de 2005, pero desde ese año la deuda no solo comenzó a incrementarse cada año, sino que siempre lo hizo en mayor proporción aquella nominada en moneda extranjera que aquella realizada en moneda nacional, incrementándose año tras año el porcentaje de la deuda total nominada en moneda extranjera, y acelerando su crecimiento entre los años 2018 y 2019. Y justamente aquí esta el quid de la cuestión y la interrelación entre las características del endeudamiento argentino y la restricción externa, siendo dos factores que se retroalimentan mutuamente: ante la imposibilidad de financiar los recurrentes déficits de cuenta corriente y de balanza de pagos en moneda local los diversos gobiernos, indistintamente de sus ideologías, han optado por financiarlos mediante aperturas y condiciones favorables que generen masivos ingresos de capitales extranjeros -capitales destinados a inversiones productivas o capitales financieros según el caso-, pero en los momentos en que estas fuentes de divisas se agotan han recurrido al fomento del endeudamiento externo privado y a incrementos considerables del endeudamiento público en moneda extranjera. El principal problema que de esto se desprende es justamente que genera una cada vez mayor necesidad futura de divisas, para efectuar los pagos de vencimientos de las deudas públicas y privadas, los giros de divisas por utilidades al exterior y en el marco de una siempre elevada fuga de capitales.

La evolución de los valores de deuda según moneda puede apreciarse en el Gráfico 5.

Gráfico 5. Deuda Bruta de la Administración Central Según Moneda – En miles millones de dólares a diciembre de 2019

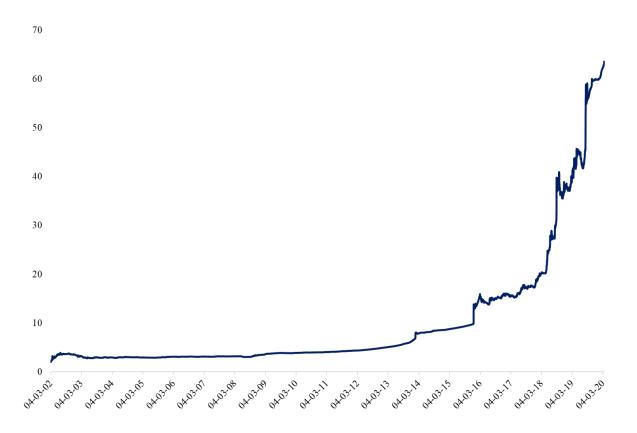


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía

Debido a la alta proporción de la deuda bruta argentina nominada en moneda extranjera y a las consecuencias que ello implica -las cuales afectan principalmente al país en sus recurrentes situaciones de restricción externa y afectan a diversos indicadores sobre sostenibilidad de la deuda en los reiterativos momentos en que ocurren fuertes devaluaciones como las sucedidas en los años

2014, 2015, 2018 y 2019- resulta relevante analizar la evolución del valor del dólar de referencia de argentina -el calculado por el Banco Central de la República Argentina en su comunicación diaria A 3500-, lo cual puede ser observado en el gráfico 6. La variación de los tipos de cambio en una economía como la argentina que se encuentra endeudada principalmente en monedas distintas a la propia -básicamente en dólares estadounidenses- implica que todo salto devaluatorio impacta negativamente y en forma automática en los indicadores de deuda y hace que todo peso conseguido mediante la recaudación impositiva pueda cancelar un menor porcentaje de la deuda nominada en moneda extranjera, a la vez que en una economía con estas características genera efectos dañinos para el crecimiento económico -por impacto en precios, deterioro del salario real y caída de las importaciones esenciales para la industria-, afectando en forma doble a la recaudación impositiva. El único aspecto positivo de una devaluación agresiva de la moneda sobre la deuda externa es que permite mejorar el resultado comercial del país y con ello aumentar las divisas que el Estado puede obtener para afrontar los pagos de deuda en moneda extranjera y aliviar los síntomas de la restricción externa, aunque es relevante volver a aclararlo, en general ocurre más por una caída temporal de las importaciones que por incrementos duraderos de las exportaciones.

Gráfico 6. Dólar Mayorista 3500



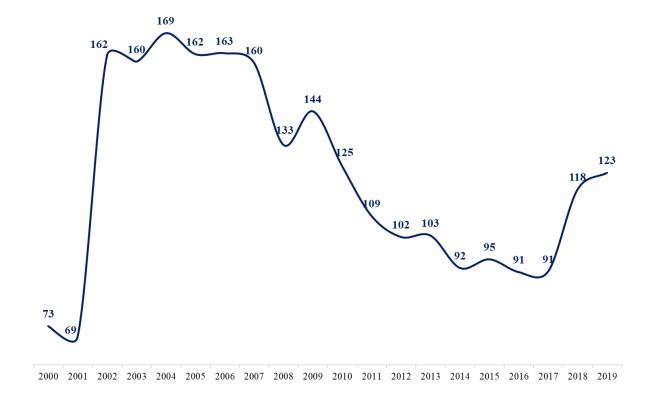
Fuente: Elaboración propia en base datos del Banco Central de la República Argentina Tipo de Cambio de Referencia Comunicación "A" 3500

Debido a los efectos de la fuerte inflación que históricamente ha afectado a la Argentina, así como de las múltiples causas que la desencadenan y de la alta correlación encontrada en Argentina entre inflación y devaluación, la evolución analizada del tipo de cambio nominal no dice mucho en el mediano y largo plazo y solo sirve para ser analizada en el corto plazo y para realizar los cálculos correspondientes de las variables analizadas en moneda extranjera -tales como deuda, PBI, recaudación impositiva, etc.-. Es por ello que resulta relevante analizar el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM), el cual mide el precio relativo de los bienes y servicios de la

economía argentina con respecto a los precios de los principales 12 socios comerciales del país en función del flujo comercializado de manufacturas. Su cálculo deriva del promedio ponderado de los tipos de cambio reales bilaterales de estos principales socios comerciales del país. El Banco Central de la República Argentina lo calcula en base a información de distintos entes y organismos, considerando la evolución de los precios de las canastas de consumo representativas de los socios comerciales expresados en moneda local en relación con el valor de la canasta de consumo local. Debido a esto, el ITCRM sirve también como indicador de competitividad.

En el gráfico 7 puede observarse la evolución del ITCRM, calculado al último día de cada año bajo la metodología detallada. En dicho gráfico se decidió ampliar el período analizado desde el año 2000 a los efectos de percibir los efectos generados tras la mega devaluación ocurrida con posterioridad a la salida de la convertibilidad. A grandes rasgos es posible observar que, a pesar de lo que permitiría inferir el gráfico anterior, en términos reales el tipo de cambio en argentina se mantuvo estable solo entre los años 2002 y 2007 -período de baja inflación- y comienza a deteriorarse de forma creciente hasta fines del año 2017, período en que comienza un nuevo ciclo de fuertes y sucesivas devaluaciones que, si bien tuvieron un fuerte impacto inflacionario, lograron incrementar el indicador analizado.

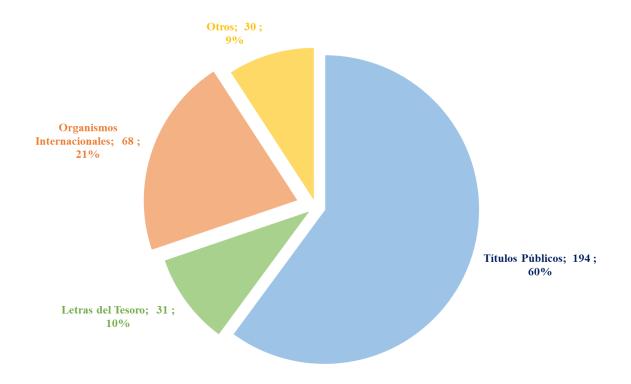




Fuente: Elaboración propia en base datos del Banco Central de la República Argentina

Para continuar, es posible observar en el gráfico 8 la composición de la deuda, analizada a diciembre de 2019, según el tipo de instrumento financiero, percibiendo la existencia de títulos públicos por 194 mil millones de dólares -60% del total- y letras del tesoro por 31 mil millones de dólares -10% del total-. Del remanente es importante apreciar la deuda con organismos internacionales y bilaterales por un valor de 68 mil millones de dólares -21% del total de la deuda bruta-. El remanente corresponde a otros tipos de instrumentos.

Gráfico 8. Deuda Bruta de la Administración Central Según Tipo de Instrumento – En miles millones de dólares a diciembre de 2019

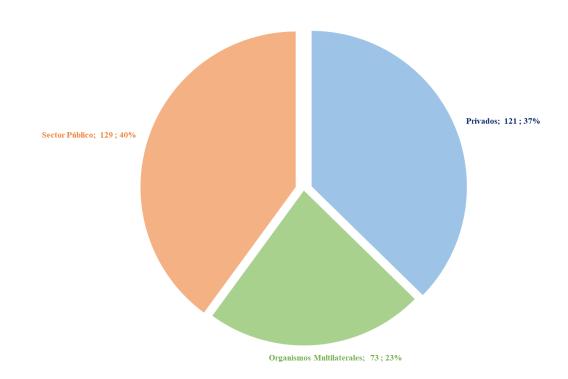


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía

Para proseguir, resulta relevante analizar esta deuda según el tipo de acreedor, lo cual se puede observar en el gráfico 9. Es importante apreciar que, del total de la deuda a diciembre de 2019, 129 mil millones de dólares pertenecen al mismo sector público – 40% del total-, y 73 mil millones de dólares perteneces a organismos multilaterales y bilaterales -22%-, quedando los restantes 121 mil millones de dólares -37%- en manos de acreedores privados. Estos datos resultan sumamente importantes debido a que la reestructuración de la deuda buscada en el año 2020 procuró hacerse

en forma doble: por un lado, la deuda con organismos multilaterales y bilaterales, especialmente aquella contraída con el Fondo Monetario Internacional, y por otro lado la reestructuración de los títulos públicos, para la cual resulta sumamente positivo el porcentaje de la deuda correspondiente al sector público, dado que permite que sea más fácil llegar a los porcentajes de aceptación del acuerdo necesarios según cláusulas de acción colectiva para que el mismo se aplique a la totalidad de los acreedores financieros. Además, la alta proporción de deuda en manos del propio sector público implica una importante reducción de riesgo financiero y crediticio con respecto a si la misma deuda se encontrara en manos de tenedores privados u organismos internacionales de crédito.

Gráfico 9. Deuda Bruta de la Administración Central Según Tipo de Acreedor – En miles millones de dólares a diciembre de 2019

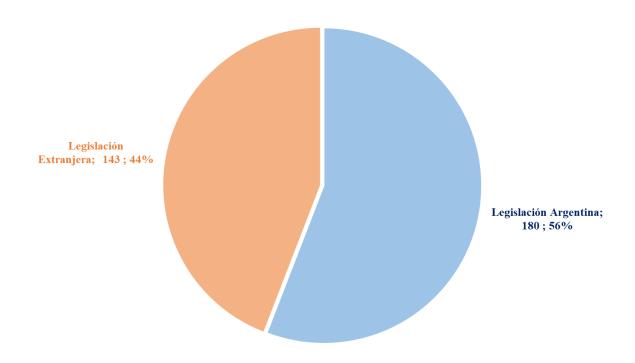


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía

Con respecto a los riesgos que derivan de la situación de deuda, y específicamente en función de la reestructuración de la deuda de 2020, también resulta importante entender que monto y porcentaje de las obligaciones se encuentra bajo legislación local y que monto y porcentaje se encuentra bajo legislación extranjera, para analizar por un lado los montos de la deuda más difíciles de reestructurar, y por el otro aquellos que podrían traer aparejados litigios en tribunales internacionales frente a una decisión de impago. En base a esto se podrá apreciar en el gráfico 10

que, de los 323 mil millones de dólares de la deuda a diciembre de 2019, 180 mil millones corresponden a legislación argentina -56% del total- y 143 mil millones corresponden a legislación extranjera -44% del total-. Es conveniente destacar que la legislación resulta fundamental debido a que los títulos públicos bajo ley nacional presentan un mayor margen para ser modificados de manera unilateral por parte del gobierno local, quien solo necesita modificar las leyes correspondientes, mientras que la legislación extranjera "blinda" en cierta forma los cambios que puedan realizarse de manera unilateral sobre las características de los títulos. Por ejemplo, en una situación de emergencia los títulos nominados en moneda extranjera emitidos bajo ley argentina podrían ser pesificados, como ocurrió en reestructuraciones de deuda anteriores, mientras que aquellos emitidos bajo legislación extranjera no -al menos sin generarle conflictos legales al país en tribunales internacionales-.

Gráfico 10. Deuda Bruta de la Administración Central Según Legislación – En miles millones de dólares a diciembre de 2019

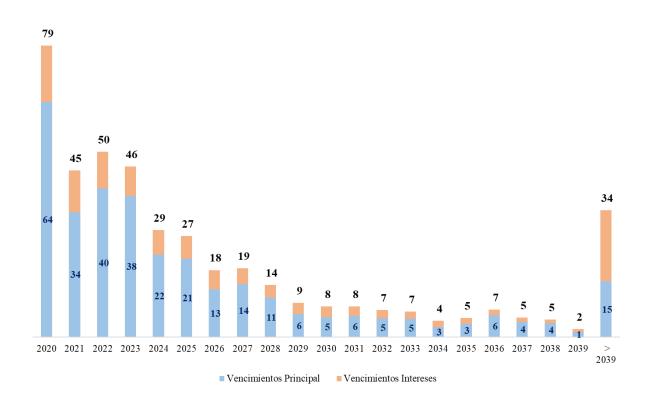


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía

Habiendo analizado la evolución de la deuda según moneda y su relación con el Producto Bruto Interno y habiendo analizado la situación actual de la deuda y sus características fundamentales - legislación, moneda, tipo de instrumento y tipo de acreedor- resulta conveniente ampliar el estudio hacia otra información fundamental para cualquier análisis de sostenibilidad de la deuda: el esquema de vencimientos futuros de capital e intereses. Con respecto a esto puede observase en el gráfico 11, en base a información a diciembre de 2019, que en el año de la reestructuración de la

deuda se esperaban vencimientos totales por 79 mil millones de dólares -de los cuales 64 mil millones corresponden a capital y el remanente a intereses-, para el año 2021 se esperaban vencimientos totales por 45 mil millones de dólares -34 mil millones capital y 11 mil millones intereses-, para el año 2022 los vencimientos totales se incrementaban nuevamente a 50 mil millones de dólares -40 mil millones correspondientes a capital y 10 mil millones a intereses- y para el año 2023 se esperaban vencimientos por 46 mil millones de dólares -de los cuales 38 mil millones corresponden a capital y 8 mil millones a intereses-. Con Posterioridad a estos vencimientos, el pago de la deuda esperado comienza a disminuir, 29 mil millones de dólares para 2024, 27 mil millones de dólares para 2025, y recién a partir de 2026 se afrontarían pagos totales por servicios de la deuda menores a 20 mil millones de dólares -plausibles de ser cancelados en su totalidad con los saldos comerciales anuales esperados-. Puede observarse con claridad como la deuda argentina en los momentos previos a la reestructuración efectuada en 2020 poseía vencimientos altamente concentrados en el muy corto período de tiempo, dato que si se lo contrasta con la situación de balanza de pagos al comienzo del capítulo actual ya muestra los primeros indicios de imposibilidad de pago, lo cual se ampliará al analizar la relación con las exportaciones y los ingresos fiscales en lo que queda del capítulo.

Gráfico 11. Vencimientos Futuros de Capital e Intereses – En miles millones de dólares a diciembre de 2019

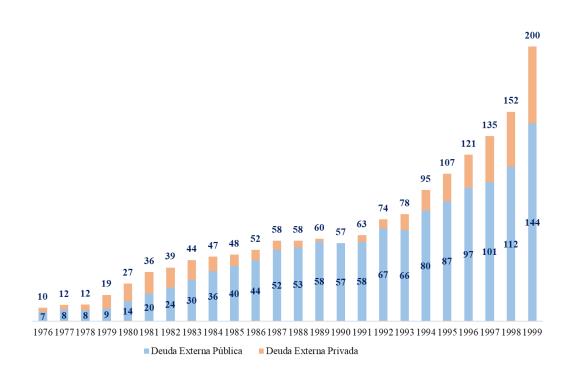


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía

Tal como se afirmó con anterioridad, del total de la deuda resulta relevante analizar principalmente la deuda externa. Con respecto a esto, en el gráfico 12 se podrá observar la evolución de la deuda externa pública y privada entre los años 1976 -cuando comenzó el fuerte ciclo de endeudamiento externo argentino- y 1999 -previo a los intentos de reestructuración de la deuda y al default de 2001-. Tal como se desprende al analizar la historia de la deuda argentina, es posible observar dos períodos de fuerte crecimiento de la deuda externa: aquel que comprende los

años 1978 a 1989 y aquel que va desde el año 1991 al 1999. En el primero de estos períodos han crecido exponencialmente tanto la deuda externa pública como la privada, comenzando a disminuir la segunda al finalizar el período mediante el proceso de estatización de la deuda externa privada llevado a cabo con los seguros de cambio. En el segundo de estos períodos vuelven a crecer nuevamente ambos tipos de endeudamiento externo: una vez saneado el endeudamiento del sector privado el endeudamiento desmedido puede volver a comenzar esperando que una vez más sea el sector público el que pague las consecuencias que deriven de ello-.

Gráfico 12. Deuda Externa Pública y Privada – En miles millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Galasso (2002)

Para continuar con el análisis de la deuda externa pública es posible observar su evolución en el gráfico 13, analizando fundamentalmente el período que rige desde el año 2004 -año previo a la reestructuración de la deuda de 2005- y el año 2019 -año previo a la reestructuración de la deuda de 2020-. Puede observarse una importante caída de la deuda externa pública tras la reestructuración de la deuda de 2005, caída que se dio en mayor porcentaje incluso que el resto de la deuda bruta pública -dato que se corresponde con el fuerte incremento de la deuda intra-sector público-, momento a partir del cual comienza a disminuir la participación de la deuda externa sobre el total de la deuda a pesar de mantenerse los volúmenes de esta en el tiempo. Este proceso de desendeudamiento externo se ve interrumpido a partir del año 2016, a partir de cuándo pega un salto explosivo durante toda la gestión de Mauricio Macri, casi triplicándose en solo 3 años y llegando al 48% de participación del total hacia el final del período, nivel muy similar al de diciembre de 2004, previo a la reestructuración del año 2005.

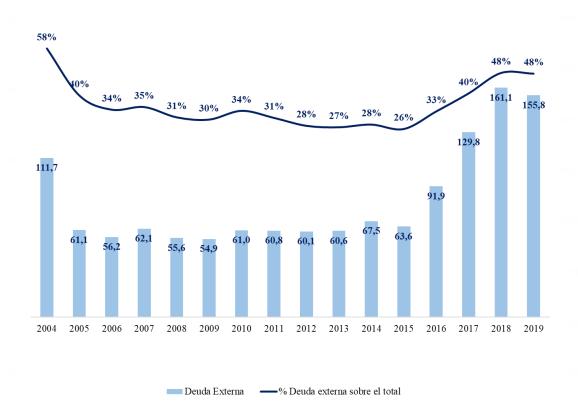


Gráfico 13. Deuda Externa Pública⁹ – En miles millones de dólares

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos

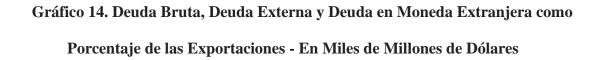
Ahora, lo más habitual y sencillo para medir la sostenibilidad o insostenibilidad de la deuda pública es analizar la evolución del ratio deuda/PBI, lo cual fue realizado con anterioridad. Sin embargo, como se mencionó, este indicador puede estar sesgado por los efectos generados por la apreciación o depreciación cambiaria, debido a que el stock de deuda está nominado principalmente en dólares, mientras que el PBI es un flujo en pesos que luego es dolarizado al tipo de cambio oficial, por lo que en procesos de depreciación cambiaria como el ocurrido en el período

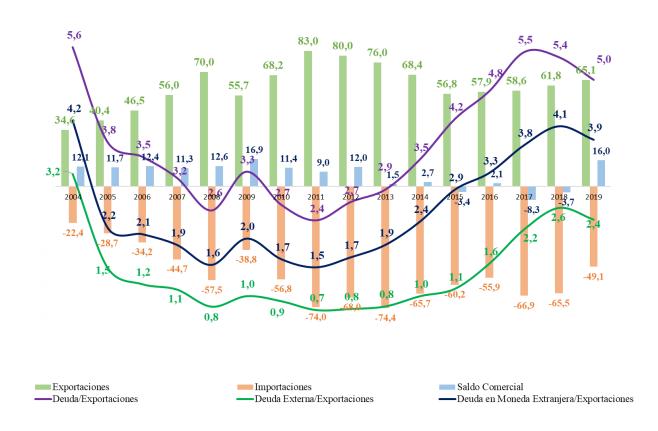
⁹ Deuda externa pública calculada en base al concepto de residencia. Excluye Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración.

2015-2019 en argentina, el PBI puede estar sesgado a la baja y por lo tanto el ratio deuda/PBI podría resultar menor a lo que debería ser si se analizara bajo situaciones normales . Es por ello que resulta útil complementar este indicador con otros como el ratio deuda/exportaciones o el ratio intereses/recaudación impositiva, debido a que, si bien las exportaciones no son propiedad del Estado, es a partir de ellas que este puede adquirir las divisas necesarias para hacer frente a los pagos de los servicios de la deuda en moneda extranjera. Esto por supuesto, siempre y cuando cuente con los recursos en moneda local suficientes, lo cual hace que el ratio intereses/deuda recobre una vital importancia.

Con respecto a esto, en el gráfico 14 puede observarse la evolución de las exportaciones e importaciones argentinas entre 2004 y 2019, así como el saldo comercial que de estos montos se desprende y los ratios derivados de deuda bruta/exportaciones, deuda externa/exportaciones y deuda en moneda extranjera/exportaciones. Como puede observarse en el gráfico, tanto las exportaciones como las importaciones aumentaron considerablemente entre los años 2004 y 2008, período de crecimiento que fue interrumpido por los efectos de la crisis económica internacional de 2008, momento a partir del cual comenzaron a incrementarse nuevamente hasta el año 2011. Dado que durante estos años las exportaciones aumentaron a un ritmo más acelerado que las importaciones se hizo posible un importante superávit comercial anual de entre 9 mil millones de dólares y 17 mil millones de dólares. Pero a partir del año 2011, producto de la inestabilidad económica local y el deterioro de los términos del intercambio de los productos argentinos, las exportaciones argentinas comenzaron un fuerte proceso de deterioro, afectando considerablemente al resultado comercial y arrojando importantes déficits comerciales, retornando el viejo problema argentino de la restricción externa. Como producto de los movimientos mencionados en las exportaciones y en el saldo comercial, todos los indicadores de deuda relativos a estas variables

mejoraron considerablemente en los años de bonanza comercial y se deterioraron rápidamente en los años de deterioro comercial, evidenciando una evolución en forma de U y retornando hacia fines del período analizado a los niveles previos a la reestructuración de deuda de 2005. Por ejemplo, el indicador deuda bruta/exportaciones a diciembre de 2019 era solo un 11% menor que a diciembre de 2004, el indicador deuda en moneda extranjera/exportaciones a diciembre de 2019 era un 8% menor que a diciembre de 2004, y el indicador deuda externa/exportaciones observado a los mismos períodos era un 26% menor. Estos indicadores muestran básicamente cuantos años de exportaciones son necesarios para cancelar los stocks actuales de deuda bruta, de deuda en moneda extranjera y de deuda externa respectivamente. Estos mismos indicadores han sido calculados también sobre el saldo comercial, por supuesto arrojando resultados considerablemente más perjudiciales y volátiles para la Argentina -debido al alto y creciente peso de las importaciones argentinas en su saldo comercial-.





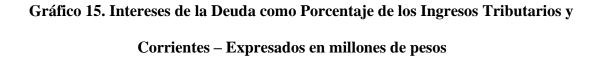
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos y la Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía

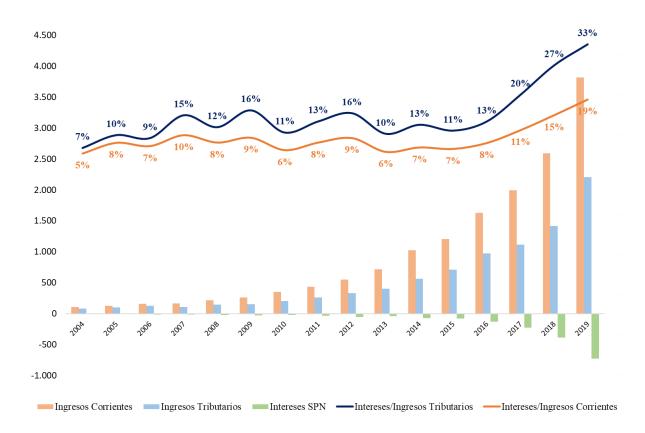
Como se afirmó con anterioridad, también resulta relevante analizar la evolución de indicadores relativos a la recaudación impositiva y los ingresos del Estado deudor, valores que en definitiva arrojan la capacidad de este de repagar su deuda. Bajo este objetivo se podrá observar en el gráfico 15 la evolución desde el año 2004 de la amortización anual de intereses de la deuda 10, y los ingresos corrientes y tributarios del Sector Público Nacional, así como la relación entre los intereses y

¹⁰ Intereses calculados en base caja y sin incluir los intereses pagados intra-Sector Público.

ambos tipos de ingresos. Se podrá observar un continuo incremento de ingresos corrientes y tributarios -en términos nominales, ya que en términos reales se estancará y disminuirá conforme avance la recesión económica y la inflación- y una estabilización de los ratios intereses/ingresos tributarios e intereses/ingresos corrientes hasta el año 2016 -oscilando el primero entre 7% y 16% durante el período 2004-2016 y el segundo entre 5% y 11% durante el mismo período-. A partir de dicho año, ambos ratios se ven fuertemente incrementados, más que duplicándose en los siguientes 3 años. Hacia fines del año 2019 el ratio intereses/ingresos tributarios oscilaba en torno al 33% y el ratio intereses/ingresos corrientes lo hacía en torno al 19%.

Los ratios mencionados en el párrafo anterior implican sencillamente que, por ejemplo, para el caso del año 2019, la tercera parte del total de los ingresos tributarios tuvo que ser destinada al pago de intereses de la deuda, no pudiéndose consignar hacia otros gastos socialmente necesarios, o hacia medidas económicas tendientes a la búsqueda de una tan necesitada reactivación económica. Si se analizan los ingresos corrientes del Sector Público Nacional, podrá observarse que en este caso la quinta parte de ellos tuvo que ser destinada al pago de intereses. Es posible observar una vez más las condicionalidades que genera la deuda para una economía de ingresos medios como es la Argentina y sus cíclicos efectos sobre la insostenibilidad de la deuda.





Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Oficina Nacional de Presupuesto,

Ministerio de Hacienda

Pero no solo resulta importante analizar los intereses en relación con los ingresos tributarios y corrientes de un país, sino que también resulta sumamente relevante analizar la situación fiscal en general. Mas particularmente los resultados fiscales primario y financiero -tanto en términos absolutos, para poder ser comparados con el stock de deuda, como en relación con el PBI, para poder ser comparados en términos reales de la producción en el tiempo-. El déficit financiero se

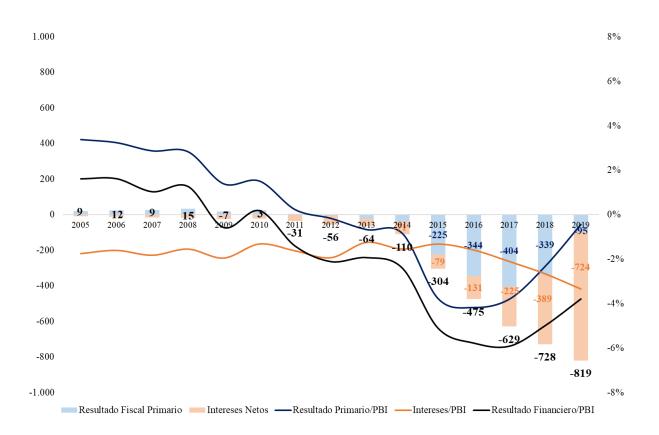
encuentra expresado sencillamente como la suma del déficit fiscal primario y los pagos netos por intereses de la deuda.

En el gráfico 16 podrá observarse la evolución del resultado fiscal primario, así como del resultado financiero luego del pago de intereses entre los años 2005 y 2019. El mismo se expresa tanto en términos nominales como en relación con el PBI. Puede observarse que tras los resultados positivos obtenidos para ambas medidas del déficit a partir del default de la deuda de 2001 y la recuperación económica ocurrida a partir de dicho evento, ambos indicadores vislumbraron un constante deterioro a lo largo de los años. El superávit financiero se perdió a partir del año 2009, mientras que el superávit fiscal primario lo hizo a partir del año 2013. Si bien el deterioro del resultado fiscal fue constante durante todos los años de gobierno kirchnerista, es a partir del año 2015 que los mismos se aceleraron bruscamente -producto de reducciones de alícuotas impositivas y retenciones a las exportaciones, de la caída del producto y los ingresos fiscales y del fuerte incremento del endeudamiento, el cual generó importantes pagos por intereses de la deuda-. A partir del año 2016 el gobierno argentino aceleró su plan de reducción del déficit fiscal primario hasta llevarlo casi a cero hacia fines del año 2019. Sin embargo, el resultado financiero continúo siendo relevante debido al impacto del pago de intereses -tanto en términos nominales como en función del PBI-.

En resumen, producto de la reestructuración de la deuda del año 2005 -que alivió la carga de intereses y capital a afrontar en el corto plazo- y de la mejora de la recaudación impositiva a partir del ciclo de crecimiento económico que comenzó en 2003 y la mejora en los términos del intercambio, hasta el año 2008 el país presentó superávits fiscales primarios y financieros. Debido a la implementación de políticas fiscales anticíclicas a partir de la crisis de 2008 y de la aceleración de la inflación y el comienzo de una fuerte puja distributiva con un fuerte impacto sobre el salario

real, a partir del año 2009 el peso de los subsidios económicos sobre el total del gasto público comenzó a aumentar considerablemente, motivo por el cual comenzó un fuerte y creciente deterioro de los resultados fiscales primarios y financieros. Sin embargo es importante destacar que, dado que hasta el año 2014 Argentina se mantuvo alejado de los mercados de deuda, el peso de los intereses de la deuda en relación con el PBI se mantuvo prácticamente estable hasta el año 2015. Sin embargo, a partir de ese año, luego de una reforma fiscal, una fuerte eliminación de retenciones a las exportaciones, el proceso de reparación histórica a los jubilados, la devolución a las provincias del 15% de la masa coparticipable que recibía ANSES y la eliminación abrupta de los subsidios, así como el impacto negativo que estas medidas y que la devaluación implicaron sobre el PBI, el déficit fiscal aumentó considerablemente hasta gran parte del año 2018. Sin embargo, dado el fuerte incremento del endeudamiento ocurrido durante este período, el peso de los intereses de la deuda sobre el total de gastos y sobre el nivel de producto se incrementó notablemente, aún a pesar de la fuerte reducción del gasto primario buscada por el gobierno y el retorno de las retenciones a las exportaciones en que desencadenó la crisis del año 2018. Así, para el año 2019, luego de reducir drásticamente el elevado déficit primario heredado del gobierno kirchnerista -llevándolo casi a cero al final del periodo-, Mauricio Macri dejó el gobierno con un déficit fiscal total mayor al déficit primario heredado, en una situación notablemente más perjudicial para el país, dado que no solo se incrementó el déficit sino que cambió drásticamente la composición del mismo, destinándose cuantiosos recursos fiscales al pago de intereses de la deuda y no a gastos socialmente necesarios. Es decir, Argentina aceptó padecer un déficit fiscal total, con la diferencia que el mismo no pudo ser destinado a subsidios económicos, inversiones y gastos de capital sino simplemente al pago de intereses de la deuda, cuya composición es principalmente en moneda extranjera, alimentando considerablemente el estrangulamiento externo de la economía y condicionándola severamente a futuro.

Gráfico 16. Resultado Fiscal Primario y Resultado Financiero – Expresados en miles de millones de pesos



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos y de la Oficina Nacional de Presupuesto, Ministerio de Hacienda

Otro indicador relevante para medir la sostenibilidad de la deuda es el Riesgo País, ya que, a pesar de su sencillez, al mostrar el diferencial de tasas de interés entre aquella a la que Argentina

logra endeudarse y aquella considerada "libre de riesgo", permite observar la confianza que los acreedores tienen sobre la deuda argentina y sus perspectivas futuras de repago, sumamente importantes si se considera que por lo general un país solo cancela los intereses de su deuda y renueva las amortizaciones de capital en cada vencimiento. En base a esto puede observarse en el gráfico 17 la evolución del Riesgo País desde diciembre de 1998 y hasta marzo de 2020, coincidente con el comienzo de las negociaciones por la reestructuración de la deuda. Puede observarse que dicho diferencial de tasas de interés ha resultado históricamente muy elevado para la Argentina, condicionándola al momento de conseguir endeudamiento en los mercados de deuda y afectándola negativamente cuando decide hacerlo, siendo una de las causas más importantes de los colapsos financieros al imponerle al país mayores tasas que las que puede afrontar para mantener la sostenibilidad de su deuda, generando una especie de profecía autocumplida. También pueden observarse 3 períodos de fuertes incrementos: el primero por supuesto el que antecedió al default de diciembre de 2001, el cual consistió en un incremento constante desde diciembre del año 2000 y llegó a 5.000 puntos básicos el día en que se produjo el default. Fue recién a partir de la reestructuración de la deuda del año 2005 cuando el indicador analizado se derrumbó de 6.606 a 794 puntos básicos, y a las dos semanas a la mitad de este valor. Hacia el año 2007 el Riesgo País mejoraba sustancialmente, disminuyendo por debajo de los 200 puntos, como muestra de los resultados positivos que generó el proceso de desendeudamiento y la acelerada recuperación económica del primer gobierno kirchnerista. El segundo período de fuertes incrementos se debió a la crisis económica y financiera internacional de 2008, donde el indicador analizado volvió a incrementarse a casi 2.000 puntos básicos, pero producto de la holgada situación crediticia, financiera y económica de Argentina no generaría distorsiones sobre el endeudamiento que deriven en nuevos inconvenientes para el pago de la deuda. A partir de este año el Riesgo País evolucionó positiva y negativamente de acuerdo con la evolución de la economía doméstica y de la economía internacional, pero sin generar ningún efecto negativo para un país que decidió alejarse voluntariamente de los mercados de deuda. El indicador comenzó a mejorar sustancialmente en los últimos años del tercer gobierno kirchnerista ante la expectativa de un cambio de gobierno y alcanzó un mínimo de 342 puntos básicos en octubre de 2018 bajo el gobierno de Mauricio Macri -mínimo que de todas formas casi duplicaba aquel observado en la década anterior-. Es a partir de este momento en que se produce el tercer gran período de fuertes incrementos, incrementándose el indicador constantemente todos los meses hasta las elecciones primarias de 2019, momento en que pega un salto de 872 a 1467 puntos básicos ante el deterioro de las expectativas de los acreedores financieros frente a un cambio de gobierno en un contexto de fuerte deterioro del perfil crediticio y económico del país. A partir de este momento y ante el incremento del riesgo de default y de la probabilidad de una reestructuración el indicador volvió a superar los 4.000 puntos básicos previo a la reestructuración de la deuda de 2020 y en medio del inicio de una importante crisis económica y financiera internacional.

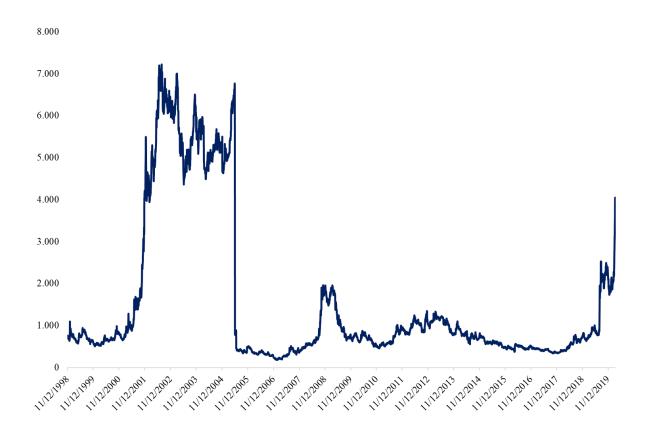


Gráfico 17. Riesgo País Argentino - En Puntos Básicos

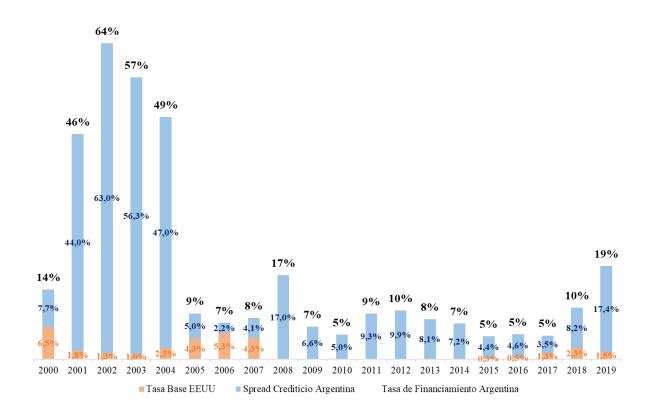
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ámbito Financiero

Complementando el indicador anterior, podrá observarse en el gráfico 18 la evolución de la tasa de financiamiento promedio a la cual Argentina podría endeudarse al final de cada año durante el periodo analizado -el mismo fue ampliado desde el año 2000 con el objetivo de visualizar el incremento de la tasa de financiamiento que derivó en el default de 2001 y poder compararlo con el año 2019, previo a un posible default o reestructuración de la deuda en 2020-. La tasa de financiamiento mencionada fue calculada en función de la tasa de referencia de la FED y del Riesgo País calculado por el JP Morgan Chase.

Pueden observarse las tasas de interés restrictivas a las que el Estado argentino podría optar en caso de decidir endeudarse. Durante el período analizado, dichas tasas de financiamiento en ningún momento disminuyen del 5% y en la mayor parte de los años analizados exceden el umbral que implica una virtual imposibilidad de acceder al endeudamiento público, resultando prácticamente simbólicas y por ello no acotadas. Este persistentemente elevado nivel de tasas a las cuales el Estado argentino puede endeudarse es una de las causas que explica la constante insostenibilidad de la deuda argentina, ya que persistentemente imposibilita renovar las amortizaciones de deuda con cada variación al alza de la tasa de financiamiento y debido a que, en caso de no disponer de otras fuentes de financiación muchas veces implica la obligación de aceptar esos niveles de tasas de interés, generándole al sector público una importante necesidad de recursos fiscales y de divisas y condicionando considerablemente las posibilidades de endeudamiento del sector privado.

Gráfico 18. Tasa de Financiamiento para la Deuda Pública Argentina

– al final de cada año

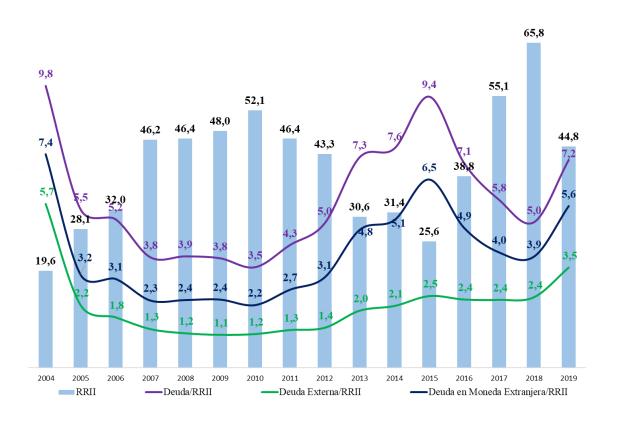


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg y Ámbito Financiero

Habiendo observado el deterioro del perfil crediticio de Argentina y la imposibilidad de esta de acceder a los mercados internacionales de deuda que permite vislumbrar el gráfico anterior, resulta conveniente analizar la evolución de las Reservas Internacionales y su relación con la deuda, dado que, en un contexto de fuertes vencimientos de deuda, con una economía que encuentra dificultades para conseguir las divisas necesarias para afrontar estos vencimientos y la imposibilidad de renovar la misma mediante la emisión de nuevos títulos, solo quedan dos posibilidades: hacer frente a las obligaciones financieras con reservas internacionales o defaultear

la deuda. En base a eso puede observarse en el gráfico 19 la evolución de las reservas internacionales y su relación con la deuda bruta, la deuda externa y la deuda en moneda extranjera. Puede observarse el fuerte proceso de acumulación de reservas internacionales ocurrido hasta el año 2010 y como ello repercutió positivamente en los 3 ratios analizados, año a partir del cual comenzaron a deteriorarse las mismas y con ellas los indicadores analizados -resulta relevante destacar el impacto negativo que tuvo por estos años la decisión del gobierno argentino de hacer frente a los vencimientos de su deuda en dólares mediante la utilización de reservas internacionales-. A diciembre de 2015, con el cambio de gobierno, las reservas internacionales habían descendido a menos de la mitad del máximo obtenido en 2010 y con ello los indicadores analizados retornaron a niveles similares a los previos a la reestructuración de la deuda de 2005 – con excepción del ratio deuda externa/Reservas Internacionales, que subió en forma más suave ante el relativo desendeudamiento externo que se desarrolló en los años previos. Es a partir del año 2016 en que comienza una importante recuperación de las reservas internacionales, generada a partir del fuerte incremento del endeudamiento en moneda extranjera y a una importante entrada de capitales financieros ocurridos durante el gobierno de Mauricio Macri. Bajo este nuevo gobierno las reservas internacionales casi se triplicaron con respecto al bajo nivel que dejó el gobierno kirchnerista, pero nuevamente resulta importante resaltar que este nivel de reservas internacionales no era genuino, sino que se debía al boom de endeudamiento del período en cuestión. Con las corridas cambiarias y bancarias de los años 2018 y 2019 y la crisis económica y financiera argentina desatada en estos años las reservas internacionales volvieron a reducirse drásticamente, a pesar incluso de los incrementos momentáneos generados por los paquetes de ayuda del Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 19. Deuda Bruta, Deuda Externa y Deuda Nominada en Moneda Extranjera como Porcentaje de las Reservas Internacionales - En Miles de Millones de Dólares a diciembre de 2019



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina y del Ministerio de Economía

Para finalizar, podrá observarse en el cuadro 1 los precios, paridades, tires y durations de los bonos más relevantes de Argentina -tanto aquellos emitidos bajo legislación argentina como aquellos emitidos bajo legislación extranjera y tanto en pesos como en dólares-, en los momentos previos a la reestructuración de la deuda de 2020. Pueden observarse paridades promedio de 25,6 para la deuda en dólares, siendo levemente más afectados los títulos bajo legislación argentina que

aquellos bajo legislación Nueva York. Con respecto a los títulos en pesos a tasa fija, la paridad promedio es sustancialmente mayor -41,35%- debido al mayor riesgo que evidencian por los motivos antes mencionados. La paridad es un indicador relevante para el análisis que se busca realizar en el presente trabajo debido a que muestra la relación entre el precio de un bono -valor de mercado- y su valor técnico -valor de rescate al momento actual, o cuanto debería pagarse el título desde el punto de vista técnico si fuera cancelado o recomprado-. Al analizar las tires de los títulos analizados, que como se sabe representan la medida de la rentabilidad de un título, pueden observarse valores colosalmente elevados cuanto más corto es el plazo del título analizado -es decir, cuanto antes sea la obligación de cancelar el mismo según su prospecto-, mostrando el efecto negativo esperado de la reestructuración de la deuda sobre los títulos más cortos. Por último, la Duration representa el promedio ponderado de la madurez de un título y es utilizada también como medida de riesgo relativo del título, por lo que disminuye con el paso del tiempo y ante un incremento de la TIR.

Con la Duration y la TIR de cada título analizado es posible construir una curva de rendimientos que asocie ambas variables. La misma puede observarse en el gráfico 20 y permite extraer las mismas conclusiones que en el párrafo anterior.

Cuadro 1. Datos Técnicos de Títulos Públicos Argentinos al 20/03/2020

				Al 20/03/2020			
Moneda	Especie	Vencimiento	Legislación	Precio	Paridad	TIR	Duration (en años)
DÓLAR	AO20D	2020	Argentina	26,5	25,51	1556,2%	0,22
	AY24D	2024	Argentina	23,9	22,14	313,5%	0,22
	AA37D	2037	Argentina	24,5	23,70	39,88%	2,40
	DICAD	2033	Argentina	37,0	24,88	45,68%	2,62
	PARAD	2038	Argentina	25,0	24,55	22,81%	5,30
	A2E2	2022	Nueva York	27,5	24,67	125,57%	1,02
	AA25	2025	Nueva York	24,5	23,90	66,83%	2,00
	A2E7	2027	Nueva York	27,8	26,58	40,16%	3,27
	DICY	2033	Nueva York	50,0	33,63	33,80%	3,33
	AC17D	2117	Nueva York	26,6	26,49	30,71%	3,26
PESO	TO21	2021	Argentina	50,7	46,66	124,10%	0,69
	TO23	2023	Argentina	40,0	37,39	79,25%	1,35
	TO26	2026	Argentina	42,7	39,99	54,15%	1,92

Fuente: Elaboración propia en base a cotizaciones públicas

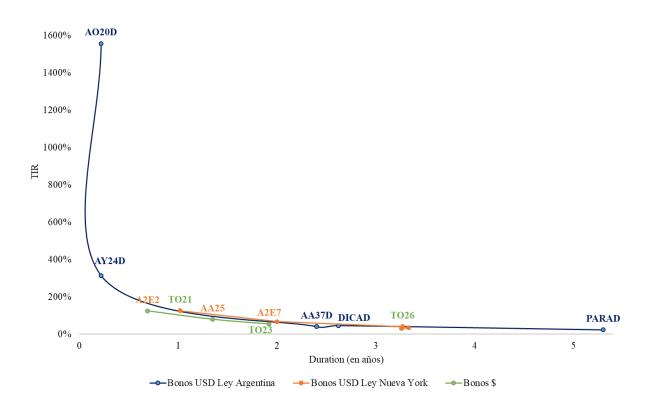


Gráfico 20. Curva de Rendimientos de Títulos Públicos Argentinos al 20/03/2020

Fuente: Elaboración propia en base a cotizaciones públicas

Resulta sumamente importante destacar la forma invertida que adquiere la curva de tires, la cual resulta poco frecuente y difícilmente observable en cualquier país, e incluso durante otros momentos de la historia argentina, y evidencia con claridad la alteración en las expectativas de los agentes económicos y los acreedores argentinos. En condiciones normales y por los motivos explicados en el marco teórico, los títulos deberían poseer una mayor TIR a medida que presentan un mayor plazo de vida. Sin embargo, en los momentos previos a la reestructuración de la deuda

de 2020 las tires son absolutamente diferentes a lo que la historia y la teoría permitirían observar, evidenciando no solo las expectativas negativas de los agentes económicos y los acreedores argentinos para el corto plazo, sino incluso la necesidad imperiosa de realizar una reestructuración de la deuda ante la imposibilidad de Argentina de recurrir a un endeudamiento a tasas racionales que permitan renovar sus sumamente elevados vencimientos de deuda en el corto plazo. Los rendimientos evidenciados por los títulos públicos argentinos son la principal referencia del problema de sostenibilidad de la deuda argentina en los momentos previos a la reestructuración y el hecho de que los de menor plazo se vean sustancialmente más afectados demuestra el importante problema de liquidez que afecta a Argentina, aunque, como se verá en las conclusiones finales del trabajo, eso no implica que, en función de la evidencia analizada a lo largo del mismo, el verdadero problema de fondo de Argentina no es uno específicamente de liquides sino uno de insolvencia, una insolvencia marcada fuertemente por las condiciones estructurales que afectan al país, y que permiten inferir que, mientras no se efectúen cambios estructurales de largo plazo, lo continuarán afectando incluso luego de la reestructuración de la deuda. Esta pasa a ser así, entonces, un simple (y necesario) paliativo de corto plazo.

8. Conclusiones

En el presente trabajo se pretendió realizar un análisis financiero y de la deuda argentina lo más exhaustivo posible, entendiendo la existencia de un marco de recurrente restricción externa y comprendiendo las relaciones y dependencias que un sistema financiero internacional con severas fallas sistémicas genera sobre el país. Se pretendió comprender principalmente como partiendo de una situación de holgura financiera y de saludables indicadores de sostenibilidad de la deuda se desembocó una vez más en una reestructuración de la deuda y default.

Luego de analizados los indicadores correspondientes al año 2019 así como su reciente evolución puede afirmarse que, en sintonía con lo asegurado por el propio país y por organismos financieros internacionales, la deuda argentina se encuentra bajo un sendero insostenible y resulta necesaria una reestructuración o condonación que la devuelva de manera duradera y definitiva a dicho sendero. Dicha conclusión se extrae sencillamente del hecho de que todos los indicadores de sostenibilidad analizados se encuentran en niveles considerados de alto riesgo y con tendencias en el tiempo poco auspiciosas. Argentina hacia fines del año 2019 presenta un ratio de deuda/PBI del 89%, con un importante porcentaje de esa deuda nominado en moneda extranjera -80% del total-. Además, la mitad de dicha deuda es externa. Estos elevados porcentajes de deuda externa y deuda en moneda extranjera se ven agravados por una fuerte inestabilidad cambiaria y monetaria que lleva varios años y una importante pérdida de reservas internacionales. Como si esto fuera poco, los indicadores de deuda relacionados con las exportaciones resultan considerablemente altos y aquellos relacionados con los intereses y los ingresos tributarios y corrientes son tan elevados que ahogan la posibilidad de destinar recursos hacia gastos socialmente necesarios y hacia gastos de capital. Además, más importante aún que el monto total de la deuda y sus indicadores es el hecho de que la mayor parte de ella tenga elevados vencimientos en el muy corto plazo -de hecho, entre los años 2020 y 2023 se esperan vencimientos de intereses y amortizaciones por más de 200 mil millones de dólares, en un contexto en el cual el riesgo país y su consecuente impacto en la tasa argentina de financiamiento bloquean virtualmente el acceso voluntario a los mercados de deuda-. La evolución de los resultados fiscales y de cuenta corriente también permiten vislumbrar problemas de pago de deuda. Además, casi la mitad de la deuda se encuentra regida por legislación extranjera, dificultando considerablemente la posibilidad de realizar una reestructuración de esta y el inicio del año 2020 parece traer consigo una crisis económica y financiera de magnitudes inusitadas para al menos los últimos 90 años.

Si bien se coincide con la definición de insostenibilidad de la deuda brindada por el Fondo Monetario Internacional no resulta posible coincidir con la fecha en la cual el organismo lo comunicó. Incluso realizando el Análisis de Sostenibilidad mediante el uso de los umbrales máximos recomendados por el organismo para los ratios e indicadores analizados, la insostenibilidad se evidenció mucho tiempo antes. Incluso el indicador más básico que es el de deuda/PBI ya era del 86% hacia diciembre del 2018, mucho más elevado que los recomendados por el organismo y el Banco Mundial. Inclusive si no se tiene en cuenta la deuda que posee el Estado consigo mismo o con organismos afines el ratio analizado oscilaría en torno al 70%. Lo mismo ocurre con los indicadores relacionados con los intereses de la deuda en relación con los ingresos del país y al peso de la deuda sobre las exportaciones y las reservas internacionales. Tampoco puede omitirse el deterioro de los resultados fiscales y de cuenta corriente ocurridos en los últimos años.

Es importante destacar que un diagnóstico más temprano acerca de la insostenibilidad de la deuda hubiera permitido encarar una no tan agresiva reestructuración que permita reencausar la deuda sin tener que atravesar las turbulencias económicas y financieras de los años 2018 y 2019.

También es importante destacar que este diagnóstico temprano de la situación financiera del país hubiera permitido evitar el paquete de salvataje de 44 mil millones de dólares obtenido del Fondo Monetario Internacional durante los años 2018 y 2019, el cual no solo no impidió evitar la reestructuración de la deuda o el default, sino que trajo consigo numerosas condicionalidades que repercutieron aún más negativamente sobre la situación económica y financiera local. Además, hay que resaltar el hecho de que los recursos obtenidos por el organismo se perdieron en pocos meses al financiar una importante fuga de capitales, algo que incluso se encuentra prohibido por el propio estatuto del organismo, y que la deuda con dicha entidad no puede ser reestructurada con quitas de capital, como si ocurre con el endeudamiento obtenido del sector privado.

Todos los parámetros analizados de sostenibilidad de la deuda y de solvencia externa continúan debilitándose con el transcurrir del año 2020: el PBI continúa en caída, las exportaciones, si bien crecieron levemente tras las fuertes devaluaciones de la moneda de 2018-2019, comienzan a caer con la crisis internacional económica, financiera y sanitaria, y los intereses de la deuda llegaron a un umbral en que directamente no pueden ser pagados, provocando que numerosos títulos sean constantemente reperfilados unilateralmente. Este proceso llevó a la decisión de realizar la reestructuración de la deuda y a un default selectivo sobre los títulos públicos bajo legislación nacional en sus diversas monedas hasta que se efectúe la misma. Pero independientemente de que la reestructuración de la deuda argentina puede aliviar temporalmente los problema de sostenibilidad y permite ganar tiempo y disponer de mayores recursos para buscar una solución más definitiva, la historia Argentina y principalmente la más reciente demuestra que, si no se combaten los problemas estructurales de la economía, los problemas de eterna restricción externa y dependencia internacional y la alta dependencia de las divisas extranjeras para poder crecer y

mantener una economía sana, los problemas de sostenibilidad de la deuda retornarán constantemente.

Se demuestra a lo largo de todo el trabajo la hipótesis planteada al observar que, si bien los problemas de deuda de la argentina de los últimos años pueden parecer a priori problemas de liquidez, dados principalmente por diversos factores que actuaron conjuntamente -tales como un sudden stop de los flujos de capitales financieros, adelantos de importaciones y freno de las exportaciones por especulaciones de mayores devaluaciones futuras, alta concentración de intereses y amortizaciones de la deuda en el muy corto plazo, así como numerosos otros factores-la realidad demuestra que el verdadero problema de fondo es uno de insolvencia, dado principalmente por una estructura productiva desequilibrada y una matriz productiva obsoleta, dependencia del capital extranjero, persistente fuga de capitales y bajos niveles históricos de inversión.

Se espera que el presente trabajo motive el análisis de estos factores alentando a futuras investigaciones que resulten en la implementación de políticas económicas que repercutan en una modificación de la matriz productiva argentina y de su dependencia internacional. Al respecto, en futuros trabajos, sería deseable expandir el plazo de análisis de las variables analizadas con el objetivo de comparar sus dinámicas en función de las diversas estructuras económicas evidenciados a lo largo de la historia argentina (por ejemplo durante la vigencia del modelo agroexportador y durante la vigencia de los diversos períodos de sustitución de importaciones, así como durante los inicios del modelo de financiarización implementado a fines de los años 70 y profundizados durante los primeros gobiernos democráticos). También resulta sumamente deseable partir de la base de análisis del presente trabajo para realizar un análisis prospectivo del

sendero de sostenibilidad de la deuda buscado a partir de la nueva reestructuración acaecida durante el 2020 y poder evidenciar futuras fallas y desvíos con respecto a este.

Resulta sumamente importante avanzar en las líneas de estudio mencionadas debido a que la evidencia histórica permite inferir que, solo con modificaciones estructurales de largo plazo el país podrá morigerar o dejar de lado definitivamente el problema de la restricción externa. Mientras no lo haga, e independientemente de las ideologías de quien gobierne y de las reestructuraciones de deuda que puedan realizarse en el corto plazo, las crisis de deuda retornarán periódicamente debido a que el endeudamiento será siempre utilizado para cubrir temporalmente las inestabilidades de la economía local y las fallas del sistema financiero internacional.

Bibliografía

- Artana, D. y Dorn, J. A. (2004), "Crisis Financieras Internacionales: ¿Qué Rol le Corresponde al Gobierno?", Buenos Aires, Argentina, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, 1ª. Ed.
- Basualdo, E. (1987), "Deuda externa y poder económico en la Argentina", Buenos Aires, Argentina, Nueva América.
- Basualdo, E. (2006), "Estudios de Historia Económica Argentina: desde mediados del siglo xx a la actualidad", Buenos Aires, Argentina, Siglo veintiuno editores, 2ª. Ed.
- Basualdo, E. y Arceo, E. (2006), "Neoliberalismo y Sectores Dominantes: Tendencias Globales y Experiencias Nacionales", Ciudad de Buenos Aires, Argentina, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales CLACSO, 1ª. Ed.
- Bielsa, R., Lavagna, R y Rosatti, H. (2005), "Estado y Globalización: El Caso Argentino", Santa Fe, Argentina, Rubinzal-Culzoni, 1ª. Ed.
- Brenta, N. (2019), "Historia de la Deuda Externa Argentina: De Martínez de Hoz a Macri", Ciudad de Buenos Aires, Argentina, Capital Intelectual.
- Brooks, S., Guzmán, M., Lombardi, D. y Stiglitz, J. (2015): "Los Problemas de Equidad entre Acreedores, y entre Deudores y Acreedores, en la Reestructuración de la Deuda Soberana", Buenos Aires, Argentina, en *BCRA Ensayos Económicos*, vol. 73.
- Buera, F. y Nicolini J. P. (1998): "Los Spreads de Tasas de Interés en la Argentina", Buenos Aires, Argentina, en *Desarrollo Económico Revista de Ciencias Sociales, vol. 38(N*° Especial Otoño 1998), (págs. 231-245).
- Burgueño, C. (6 de febrero de 2020). Hay cerca del 70% de apoyo en board del FMI, pero falta EE. UU. Recuperado de https://www.ambito.com/economia/fmi/hay-cerca-del-70-apoyo-board-del-fmi-pero-falta-eeuu-n5081282
- Calcagno, A. (1999), "La deuda externa explicada a todos (los que tienen que pagarla)", Buenos Aires, Argentina, Catálogos.
- Calomiris, C. W. (2004). Lecciones de la Argentina y Brasil. En Artana, D. y Dorn, J. A. (Comp.), "Crisis Financieras Internacionales: ¿Qué Rol le Corresponde al Gobierno?", (págs. 33-46). Buenos Aires, Argentina, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, 1ª. Ed.
- Calvo, G. (1998), "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", Estados Unidos, en *Journal of Applied Economics* Vol. I(N° 1), University of Mariland, noviembre de 1998 (págs. 35-54).
- Carciofi, R., Carreras Mayer, P. y Rapetti M. (2019), "Presupuesto 2020: ajuste, endeudamiento y futuro incierto", Buenos Aires, Argentina, en *CIPPEC Área de Desarrollo Económico*, Informe de Monitoreo y Evaluación, Octubre de 2019.

- Carrera, J. y Lanteri, L. (2016): "Shocks Macroeconómicos y Vulnerabilidad Financiera", Buenos Aires, Argentina, en Subgerencia General de Investigaciones Económicas, Banco Central de la República Argentina, Agosto de 2006.
- Cortes Conde, R. (1989), "Dinero, Deuda y Crisis. Evolución fiscal y monetaria de la Argentina", Ciudad de Buenos Aires, Argentina, Editorial Sudamericana/Instituto Torcuato Di Tella.
- Dabos, M. (1998): "Crisis Bancarias y Medición del Riesgo de Default: Métodos y el Caso de los Bancos Cooperativos en la Argentina", Buenos Aires, Argentina, en *Desarrollo Económico Revista de Ciencias Sociales, vol. 38*(N° Especial Otoño 1998), (págs. 215-230).
- Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005): "La Deuda Argentina: Historia, Default y Reestructuración", Buenos Aires, Argentina, en *Desarrollo Económico Revista de Ciencias Sociales*, vol. 45(N° 178), (págs. 187-233).
- Descalzi, R., Castiglione, B., Sánchez, M. y Sposetti, D. (2018): "La relación entre señoreaje y deuda externa: límites al financiamiento del déficit fiscal", La Plata, Buenos Aires, Argentina, en *Anales Asociación Argentina de Economía Política, Noviembre 2018*(N° LIII).
- Diamand, M. (1972), "La Estructura Productiva Desequilibrada y el Tipo de Cambio", Estados Unidos, en *Desarrollo Económico* Vol. 12(N° 45), IDES, abril-junio de 1998 (págs. 25-47).
- Dorn, J. A. (2004). Introducción. En Artana, D. y Dorn, J. A. (Comp.), "Crisis Financieras Internacionales: ¿Qué Rol le Corresponde al Gobierno?", (págs. 11-20). Buenos Aires, Argentina, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, 1ª. Ed.
- Feldman, E. y Sommer, J. (1986), "Crisis Financiera y Endeudamiento Externo en la Argentina", Ciudad de Buenos Aires, Argentina, CEAL-CET.
- Feenstra, R. and Taylor, A. (2011), "*International Macroeconomics*", New York, United States of America, Worth Publishers (2° ed.).
- Ferrer, A. (2015), "La Economía Argentina en el Siglo XXI. Globalización, Desarrollo y Densidad Nacional", Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina, Capital Intelectual (1° ed.).
- Fondo Monetario Internacional (2011), "Estadísticas de la Deuda del Sector Público: Guía para Compiladores y Usuarios", Washington, Estados Unidos, International Monetary Fund Publication Services (2013).
- Fondo Monetario Internacional (2014), Estadísticas de la Deuda Externa: Guía para Compiladores y Usuarios, Washington, Estados Unidos, International Monetary Fund Publication Services (2014)
- Frenkel, R. (2003): "Deuda Externa, Crecimiento y Sostenibilidad", Buenos Aires, Argentina, en Desarrollo Económico Revista de Ciencias Sociales, vol. 42(N° 168) (págs. 545-562).

- Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas y Consejo Empresario Argentino (1991), "La Reforma Económica 1989-1991: Balances y Perspectivas", Buenos Aires, Argentina, Ediciones Manantial.
- Fundación Presbich y Fundación Foro del Sur (2013), "Un Desafío Intelectual Latinoamericano: Raúl Presbich en el Análisis de sus Contemporáneos", Buenos Aires, Argentina, Fundación Foro del Sur, 1° edición.
- Galasso, N. (2002), "De la Banca Baring al FMI: historia de la deuda externa Argentina 1824-2001", Buenos Aires, Argentina, Ed. Colihue (1ª edición).
- Galindo, M. y Viridiana R. (2015) "Deuda Pública" en *Serie de Estudios Económicos*, *Vol. 1*, agosto 2015. México DF: México ¿cómo vamos?
- García Vizcaino, J. (1972), "La Deuda Pública Nacional", Buenos Aires, Argentina, Ed. Universitaria de Buenos Aires.
- Gregoratti, H. D. (1997), "Síntesis de la Historia Económica Argentina: Siglo XX", Buenos Aires, Argentina, Ed. Macchi.
- Gregoratti, H. D. y Gregoratti, M. L (1996), "Breve Historia Económica Argentina: Siglos XVII y XIX", Buenos Aires, Argentina, Ed. Macchi.
- González, F. (2018) "¿Déficit Fiscal Primario o Financiero?: Análisis Realizado Sobre el Sector Público Nacional Argentino", (Tesis de Posgrado), Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
- Gluzmann, P. y Guzmán, M. (2011): "Reformas Financieras e Inestabilidad Financiera", La Plata, Buenos Aires, Argentina, en *Anales Asociación Argentina de Economía Política, Noviembre de 2011* (N° XLVI).
- Gluzmann, P., Guzmán, M. y Stiglitz, J. (2018): "An Analysis of Puerto Rico's Debt Relief Needs to Restore Debt Sustainability", Cambridge, Great Britain, National Bureau of Economic Research Working Paper (*N*° 25256).
- Guzmán, M. (2016), "Reestructuración de Deuda Soberana en una Arquitectura Financiera-Legal con Huecos", Universidad de Puerto Rico, Puerto Rico, *en Revista Jurídica UPR 611, Vol.* 85(N° 3), (págs. 611-627).
- Guzmán, M. (2019a), "Crisis de Deuda Soberana", Universidad Nacional de Tucumán, Tucumán.
- Guzmán, M. (2019b), "Sovereign Debt Crises Resolution: Will this Time be Different?", United Nations, Geneva, *UNCTAD Debt Managment Conference*, (N° 12), Columbia University & University of Buenos Aires.
- Guzmán, M. y Stiglitz, J. (2016), "Un Mecanismo de Derecho Blando para la Reestructuración de la Deuda Soberana: Basado en Principios de la ONU", United Nations, Geneva, *Friedrich Ebert Stiftung*.

- Hopenhay, B. y Merighi, J. (1998): "Movimientos de Capitales en la Argentina: Factores Externos e Internos. Contribución al Análisis de los Factores de Impulsión y Atracción: 1991-1995", Buenos Aires, Argentina, en *Desarrollo Económico Revista de Ciencias Sociales, vol.* 38(N° Especial Otoño 1998), (págs. 105-121).
- Katz, Claudio (2005); "¿Quién gana con el canje?"; en Economistas de Izquierda, N.º 1; 2005.
- Kitchen, R. (1986), "El Financiamiento de los Países en Desarrollo", México D. F., México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (1990).
- Kornblum, P. (12 de diciembre de 2019). ¿Qué países reestructuraron la deuda soberana y cómo les fue? Ámbito Financiero. Recuperado de https://www.ambito.com/economia/reestructuracion/que-paises-reestructuraron-la-deuda-soberana-y-como-les-fue-n5070656.
- Kroszner, R. S. (2004). Mejorar la Reestructuración de la Deuda Soberana. En Artana, D. y Dorn, J. A. (Comp.), "Crisis Financieras Internacionales: ¿Qué Rol le Corresponde al Gobierno?", (págs. 81-90). Buenos Aires, Argentina, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, 1ª. Ed.
- La Izquierda Diario. (Productor). (2019). *Entrevista a Éric Toussaint | ¿Qué hacer con la deuda odiosa?* [Video]. De https://www.youtube.com/watch?v=UEcYDjZHoaM
- Ley 24.156 de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional.
- López Murphy, R. (2004). Prólogo. En Artana, D. y Dorn, J. A. (Comp.), "Crisis Financieras Internacionales: ¿Qué Rol le Corresponde al Gobierno?", (págs. 9-10). Buenos Aires, Argentina, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, 1ª. Ed.
- Lucena, L. (2018), "El endeudamiento externo público como clave constitutiva de los modelos políticos económicos. La política de deuda externa pública del kirchnerismo en perspectiva comparada con la del gobierno de cambiemos", (Tesis de Grado), Universidad Nacional de La Plata, Facultad de Humanidades y Ciencias de la Educación, Memoria Académica, La Plata, Argentina.
- Manzanelli, P., Barrera, M., Belloni, P. y Basualdo E. (2014), "Devaluación y restricción externa. Los dilemas de la coyuntura económica actual", Buenos Aires, Argentina, en *Sociedad de Economía Crítica* Año 1(N° 1), Octubre de 2014.
- Manzo, A. (2018), "Reestructuraciones de Deuda Soberana: El Debate sobre su Regulación en Términos de Disputa por la Gobernanza Global", Rio de Janeiro, Brasil, *en Revista Direito & Práxis*, vol. 9(N°1), Editorial Universitaria de Buenos Aires (págs. 9-45).
- McKinnon, R. (1993), "The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective", Washington, Estados Unidos, en *Journal of Economic Literature* Vol. 31(N° 1), American Economic Association marzo de 1993 (págs. 1-44).
- Memorándum de Políticas Económicas y Financieras y Memorándum de Entendimiento Técnico entre Argentina y el Fondo Monetario Internacional del 12 de junio de 2018.

- Memorándum de Políticas Económicas y Financieras y Memorándum de Entendimiento Técnico entre Argentina y el Fondo Monetario Internacional del 17 de octubre de 2018.
- Mercatante, E. (2015), "La Economía Argentina en su Laberinto: Lo que Dejan Doce Años de Kirchnerismo", Ciudad de Buenos Aires, Argentina, Ediciones IPS.
- Mercatante, E. (2019), "Salir del Fondo: La Economía Argentina en Estado de Emergencia y las Alternativas ante la Crisis", Ciudad de Buenos Aires, Argentina, Ediciones IPS.
- Morgan Guaranty Trust of New York, World Financial Markets, New York, marzo de 1986, p.15.
- Pienkowsky, A. (2017), "Debt Limits and the Structure of Public Debt", Washington, Estados Unidos, en *IMF Working Paper* N° 17/117, International Monetary Fund mayo de 2017.
- Mohan, R., Debabrata Patra, M. and Kapur, M. (2013), "The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go?", IMF WorKing Paper, ano 2013(N° 224), Washington, Estados Unidos, International Monetary Fund Publication Services (2013).
- Piva, A. (2020), "Cambios en la Restricción Externa y la Dinámica Recesiva desde 2019", *en Espacio Abierto, Cuaderno Venezolano de Sociología, Vol. 29(N° 1)*, (págs. 141-167).
- Ranieri, A. (2015), "Deuda Soberana: Problemas y Soluciones en la Encrucijada", Facultad de Derecho, Universidad de Buenos Aires, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, *en Pensar en Derecho*, *año 4(N° 6)*, Editorial Universitaria de Buenos Aires (págs. 245-304).
- Reinhart, C., Calvo, G. and Leiderman L. (1994), "The Capital Inflows Problem: Concepts and issues", Estados Unidos, en *Contemporary Economic Policy* Vol. XII(N° 3), University of Mariland, julio de 1994 (págs. 54-66).
- Resolución 38/364: "Hacia el Establecimiento de un Marco Jurídico Multilateral para los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana". Aprobada por la Asamblea General de Naciones Unidas el 9 de septiembre de 2014.
- Reynolds, A. (2004). Crisis y Recuperaciones: Fracasos Multinacionales y Éxitos Nacionales. En Artana, D. y Dorn, J. A. (Comp.), "Crisis Financieras Internacionales: ¿Qué Rol le Corresponde al Gobierno?", (págs. 107-120). Buenos Aires, Argentina, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, 1ª. Ed.
- Rodrik, D. (2001); "Why is there so much Economic Insecurity in Latin America?", en *CEPAL Review*, 73, (págs. 7-29).
- Rodrik, D. y Subramanian, A. (2009); "Why Did Financial Globalization Disappoint?", en *IMF Staff Papers*, 56(1), (págs. 112-138).
- Schvarzer, J. y Finkelstein, H. (2004), "Renegociación de la deuda: un panorama confuso de montos, quitas, pagos y sustentabilidad futura", Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina, en *Notas de Coyuntura N*° 16, FCE-UBA, agosto de 2004.
- Sevares, J. (2005), "Historia de la deuda: dos siglos de especulación", Buenos Aires, Argentina, Capital Intelectual.

- Stiglitz J. E. (2005): "Liberalización de los Mercados de Capitales, Globalización y el FMI", Buenos Aires, Argentina, en *Desarrollo Económico Revista de Ciencias Sociales, vol.* 45(N° 177), (págs. 3-23).
- The World Bank (2007), "From Diagnostics to Reform Implementation", Washington, D.C, United States of America, The International Bank of Reconstruction and Development / The World Bank.