

VOCES

en el Fénix



EL ENDEUDAMIENTO ACELERADO ES UNO DE LOS SÍNTOMAS DE LA VUELTA AL MODELO QUE PONE EN EL CENTRO LA VALORIZACIÓN FINANCIERA. LA FUGA DE CAPITALES Y LA ESPECULACIÓN RECUPERAN EL LUGAR CLAVE QUE SUPIERON TENER EN DIVERSOS MOMENTOS DE LA HISTORIA ARGENTINA. EN ESTE ESCENARIO, EL MARGEN PARA UNA VERDADERA POLÍTICA DE DESARROLLO CON EQUIDAD SE REDUCE SENSIBLEMENTE A LOS DESIGNIOS DEL CAPITAL FINANCIERO.

LA TORMENTA PERFECTA

sumario

n°64

agosto 2017

editorial

DEUDA EXTERNA: LA ENFERMEDAD CRÓNICA DE LOS PAÍSES DEPENDIENTES

Abraham Leonardo Gak

ALFREDO F. CALCAGNO ¿Qué es y qué no es la deuda externa? 6
EDUARDO BASUALDO y **PABLO MANZANELLI** La deuda externa de Macri en perspectiva histórica 18
ANDRÉS WAINER La renegociación de la deuda durante el kirchnerismo 26
MARIANO A. BARRERA El último intento de salvar la valorización financiera 34
MATÍAS KULFAS La fuga de capitales en la crisis de la Convertibilidad 42
MARIO DAMILL La deuda externa en los años noventa: apreciación cambiaria, fragilidad financiera y crisis 50
GUILLERMO WIERZBA y **CARLOS PAFUNDO** Liberalización, apertura, deuda y fuga 58
NICOLÁS HERNÁN ZEOLLA Nuevas vulnerabilidades de la política monetaria argentina tras la desregulación cambiaria 68
JORGE GAGGERO y **MAGDALENA RUA** La opacidad de los bancos internacionales: la fuga de capitales y el caso HSBC 76
NOEMÍ BRENTA El rol del FMI en la deuda externa argentina 86
JUAN SANTARCÁNGELO Las transformaciones de la economía mundial y el endeudamiento de América Latina 94
MARTÍN GUZMÁN Decisiones de endeudamiento soberano en presencia de un no-sistema para resolver crisis de deuda 102
JUAN SANTARCÁNGELO La reforma financiera de 1977 como pilar del endeudamiento externo 112
JUAN MANUEL PADÍN Comercio internacional y deuda externa. El rol de la Organización Mundial del Comercio ante el endeudamiento de los Países Periféricos 120
NORBERTO GALASSO El empréstito Baring Brothers 128

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

Decano

César Humberto Albornoz

Vicedecano

José Luis Franza

Secretario General

Gustavo Montanini

Secretario Académico

Pablo Rota

Secretaria de Hacienda y Administración

Carolina Alessandro

Secretario de Investigación

Adrián Ramos

Secretario de Bienestar Estudiantil

Marcelo Conti

Secretario de Graduados

Rubén Arena

Secretario de Posgrado y Relaciones Institucionales

Catalino Nuñez

Secretario de Transferencia de Gestión Tecnológica

Omar Quiroga

Secretario de Relaciones Académicas Internacionales

Humberto Luis Pérez Van Morlegan

Secretaria de Doctorado y Posdoctorado

María Teresa Casparri

CONSEJO DIRECTIVO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

Claustro de Graduados

TITULARES

Gabriela Verónica Russo

Luis Alberto Cowes

Rubén Arena

María Jose Canals

Claustro de Alumnos

TITULARES

Mauro Roberto Sartori

Carla Joana Kranevitter

Antonio Benito Ambrune

Ena Ailin Andrada

SUPLENTES

Roberto Darío Pons

Daniel Roberto González

Juan Manuel Oro

Adrián Zappia

SUPLENTES

Julian Gabriel Leone

Jonatan Rafael Barros,

Antonella Cesare

Ignacio David

Voces en el Fénix es una publicación del Plan Fénix

ISSN 1853-8819

Registro de la propiedad intelectual en trámite.



Los artículos firmados expresan las opiniones de los autores y no reflejan necesariamente la opinión del Plan Fénix ni de la Universidad de Buenos Aires.

staff

DIRECTOR

Abraham L. Gak

COMITE EDITORIAL

Eduardo Basualdo

Oscar Oszlak

Fernando Porta

Alejandro Rofman

Ricardo Aronskind

COORDINACIÓN TEMÁTICA

Juan Santarcángelo

SECRETARIO DE REDACCIÓN

María Sol Porta

PRODUCCIÓN

Paola Severino

Erica Sermukslis

Tomás Villar

CORRECCIÓN

Claudio M. Díaz

DISEÑO EDITORIAL

Martín Marpons

DESARROLLO Y DISEÑO DEL SITIO

Leandro M. Rossotti

Carlos Pissaco

Córdoba 2122, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires. Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Teléfono 5285-6819. www.vocesenelfenix.com / voces@vocesenelfenix.com

DEUDA EXTERNA: LA ENFERMEDAD CRÓNICA DE LOS PAÍSES DEPENDIENTES

Entre las causas por las que la Argentina no ha logrado un desarrollo acorde con sus posibilidades, está la deuda externa.

La imposición de comisiones exageradas, la colusión de intereses, el direccionamiento de las decisiones políticas claramente vinculado a intereses económicos y, en definitiva, como se señala en este número, la hipoteca de bienes de la comunidad, son algunas de las consecuencias que trae aparejada la contracción irresponsable de deuda externa, como lo demuestra nuestra historia pasada reciente.

Estas circunstancias, de por sí graves, tienen un costado aún más peligroso: ya que las condicionalidades establecidas por los acreedores, sean privados o públicos, son las verdaderas limitantes del desarrollo económico del país.

La aceptación de la preeminencia en caso de litigio de la jurisdicción extranjera por encima de las normas de nuestro propio sistema legal y la aquiescencia de nuestros gobiernos a las imposiciones que reclaman los acreedores en materia de políticas económicas hacen que el proyecto del país esté dirigido a favorecer a los grandes grupos de poder externos e internos.

Cuando desde la distancia observamos el primer préstamo externo que tomó la Argentina, el famoso empréstito Baring Brothers, y analizamos los descuentos por comisiones, las elevadas tasas de interés y el manejo del saldo del préstamo, podemos visualizar la continuidad de una película en la que, con el correr del tiempo, fueron cambiando sus protagonistas y guionistas, pero que tiene un contenido común.

El desmedido endeudamiento externo ha sido, es y será el cepo que nos encadena a un presente y a un futuro con desigualdad e inequidad social y económica. Cabe aclarar que esto no significa denostar in limine toda deuda externa, ya que esta puede, por un monto limitado y con plazos e intereses razonables, tener como objetivo complementar la inversión basada en el ahorro interno.

La toma de deuda es muchas veces el resultado de la ineficiencia, la corrupción y la deshonestidad de quienes tienen la responsabilidad ocasional de gestionar el gobierno. De tal modo, a medida que aumentan las dificultades para el financiamiento, se recurre a iniciativas de política económica con el fin de disimular un déficit que fue, incluso, motivado por dicha deuda. Aquí entran en juego, por supuesto, diversos intereses financieros. El camino para terminar con la dependencia del crédito externo para cubrir el déficit es establecer un rígido control de cambio, cortar de cuajo la libertad irrestricta en la compra y venta de divisas, la regulación de la fuga de capitales y limitar los ingresos volátiles que aprovechan las diferencias de tasas entre las locales y las internacionales.

Para hacer efectiva esta política, es imprescindible desarrollar un mercado interno generado por una demanda sostenida por una mejora importante en los ingresos de amplios sectores de la sociedad consumidora.

También requiere de cambios estructurales en cuanto a las posibilidades de financiamiento por parte del Estado argentino. Se ha demostrado ya con creces que el sector exportador de productos primarios no produce suficientes ingresos para atender las exigencias del comercio internacional, lo que contribuye –y mucho– con la tendencia al déficit estatal. La visión neoliberal ortodoxa propone cubrir ese déficit con nueva deuda y, además, con una reducción drástica del gasto público, lo que termina afectando el crecimiento económico con equidad.

Asimismo es imprescindible la modificación de base de la estructura productiva argentina, que ponga el énfasis en un sector industrial capaz de generar verdadero valor agregado y sea parte fundamental de nuestras exportaciones. Sólo así será posible pensar en una economía con ahorro interno, alta inversión y, por lo tanto, un Estado capaz de recurrir ocasionalmente al endeudamiento como impulso y no a modo de ancla tanto para el crecimiento económico como para el desarrollo social.

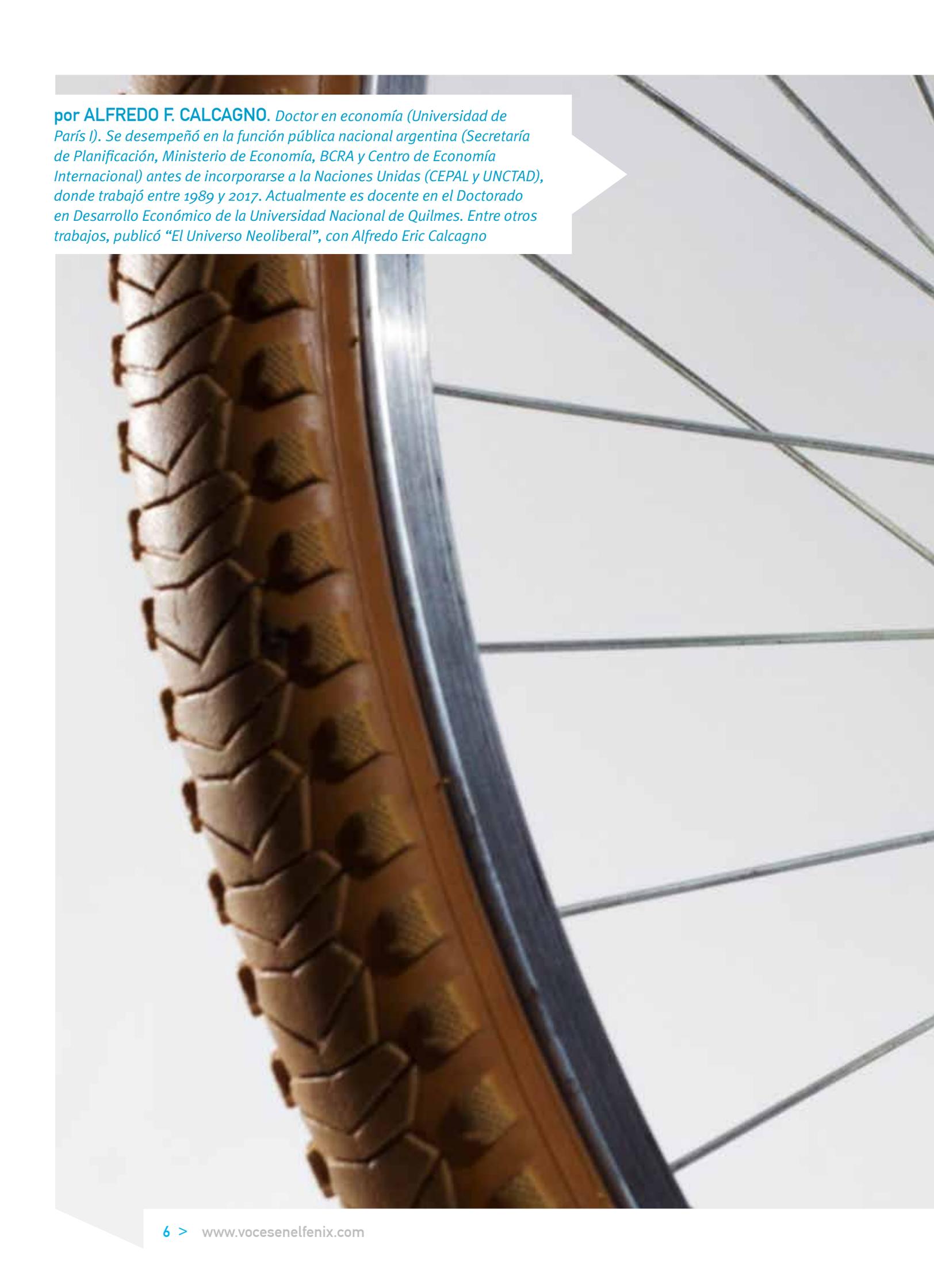
También será necesario que toda toma futura de deuda prevea un retorno que compense los costos y la devolución de los créditos.

La contracción y emisión de deuda a lo largo de nuestra historia ha significado para nuestra sociedad la pérdida de soberanía política, económica y social. El ritmo vertiginoso de endeudamiento de la actual gestión es insostenible a mediano plazo y es de prever que culminará en una crisis de importantes proporciones que afectará a todo el tejido social dejando un pesado legado para las generaciones futuras.

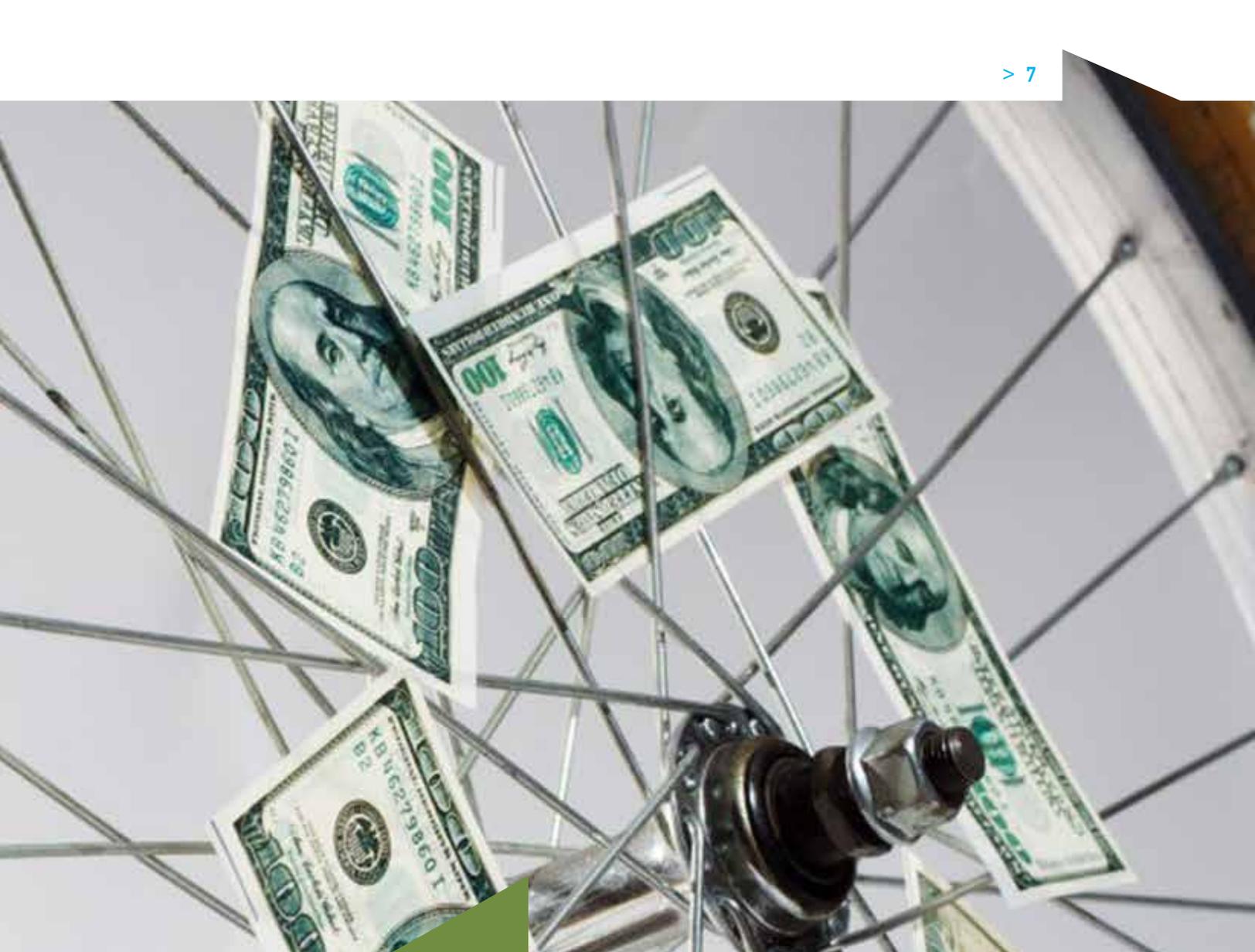
ABRAHAM LEONARDO GAK (DIRECTOR)





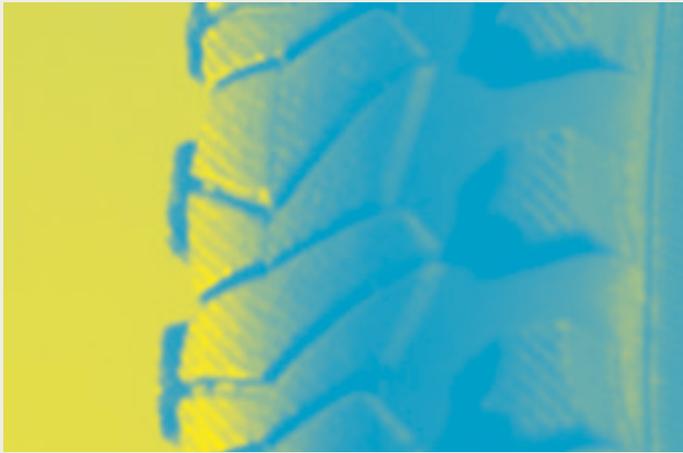
A close-up photograph of a bicycle tire with a brown, treaded rubber surface. The tire is mounted on a metal rim, and several spokes are visible in the background, creating a geometric pattern of lines against a light sky. The lighting is bright, highlighting the texture of the tire and the metallic sheen of the rim.

por **ALFREDO F. CALCAGNO**. *Doctor en economía (Universidad de París I). Se desempeñó en la función pública nacional argentina (Secretaría de Planificación, Ministerio de Economía, BCRA y Centro de Economía Internacional) antes de incorporarse a la Naciones Unidas (CEPAL y UNCTAD), donde trabajó entre 1989 y 2017. Actualmente es docente en el Doctorado en Desarrollo Económico de la Universidad Nacional de Quilmes. Entre otros trabajos, publicó “El Universo Neoliberal”, con Alfredo Eric Calcagno*



¿QUÉ ES Y QUÉ NO ES LA DEUDA EXTERNA?

EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO ES UNA FORMA DE OBTENER DIVISAS, FUNDAMENTALES PARA SUPERAR UNA LIMITANTE HISTÓRICA DE LOS PROCESOS DE DESARROLLO ECONÓMICO. PERO A LA VEZ PUEDE AGRAVAR LA ESCASEZ DE AQUELLAS EN EL LARGO PLAZO Y DERIVAR EN INESTABILIDAD Y CRISIS. POR ELLO, DEBE SER CONSIDERADO COMO UN RECURSO ESCASO, COMPLEMENTARIO DE LAS FUENTES INTERNAS DE FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN.



La deuda externa ha acompañado a la Argentina durante casi toda su existencia como nación independiente. Entre el empréstito Baring de 1824 y el bono a 100 años de la administración de Mauricio Macri, la deuda externa ha condicionado durante largos períodos la economía y la política del país. Es tema central de preocupación de los argentinos, algunos viéndola como causante de muchos de los males del país, otros como la muestra de la confianza externa recobrada y la forma más rápida de obtener la ansiada “lluvia de dólares”. Sin embargo, y tal vez por su omnipresencia en el debate público, la naturaleza de la deuda externa y su concepto mismo no siempre se entienden con claridad.



1.

El concepto

La definición más rigurosa de qué es la deuda externa es la elaborada por las instituciones internacionales que fijan los criterios para contabilizarla. Dice la guía *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*, preparada por el Grupo de Trabajo sobre Estadística de Finanzas (TFFS, por sus siglas en inglés) que integran el BIS, el Commonwealth, el Banco Central Europeo, Eurostat, el FMI, la OECD, el Club de París, la UNCTAD y el Banco Mundial: “La deuda externa bruta corresponde al monto pendiente de reembolso de los pasivos no contingentes asumidos por residentes de una economía frente a no residentes con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos”. Vemos que un criterio esencial para definir si un pasivo consiste en deuda externa de una economía determinada es la *residencia* de las partes: el deudor debe residir en esa economía, y el acreedor fuera de ella. Se entiende por residencia el lugar donde deudores y acreedores tienen su principal centro de interés económico. No entran en juego la nacionalidad de deudores y acreedores, la moneda en que se emitió la deuda o la jurisdicción bajo la cual fue emitida. Por ejemplo, un bono en pesos emitido bajo jurisdicción nacional será deuda externa si está en la cartera de un fondo de inversiones residente en Europa. Pero no formará parte de la deuda externa un bono en dólares emitido bajo jurisdicción de Nueva York si su poseedor es un inversionista radicado en la Argentina. Cuando la mayor parte de los préstamos externos consistían en créditos bancarios, la deuda externa reunía en general los criterios de residencia, moneda y jurisdicción: se debían dólares (u otra divisa extranjera) a un *pool* de bancos con residencia en plazas financieras del exterior, como resultado de créditos contratados bajo jurisdicción extranjera. Esto cambió con la “titulización” (*securitization*) de la mayor parte de las emisiones de deuda, impulsada a principios de los años noventa por el Plan Brady. Al consistir ahora la deuda en bonos fácilmente transables en el mercado secundario, esta puede cambiar de manos con gran facilidad, y dependiendo de su comprador pasar de ser deuda externa a interna y viceversa. Otro elemento central en la definición de la deuda externa es que las obligaciones que la componen conllevan el compromiso de realizar pagos de intereses y/o capital en el futuro. No se consideran por lo tanto deuda (ni externa ni interna) las acciones de empresas, las partes de fondos de inversión, ni los derivados financieros (tanto *forwards* como opciones); en efecto, no existe en estos casos la obligación de pagar intereses ni de reembolsar capital. Por último, la definición específica de que entran en la deuda externa las obligaciones firmes, pero no los pasivos contingentes, que pueden o no requerir un pago en el futuro –por ejemplo, la existencia de garantías comprometidas que requerirían un pago al exterior–. Como tales contingencias pueden modificar significativamente el endeudamiento en caso de hacerse efectivas, la guía citada aconseja contabilizarlas en una cuenta adjunta, pero sin sumarlas al monto de la deuda externa.

2.

El sentido económico

Más que el *stock* mismo de la deuda externa, lo que determina su significado económico son los flujos a los que está asociado. Están, por una parte, aquellos que en su momento originaron esa deuda, mediante la provisión, por el acreedor al deudor, de activos (financieros o no financieros), servicios o ingresos (en rigor, la deuda externa también puede provenir de decisiones legales relativas a impuestos, compensaciones y reparaciones, pero estas son comparativamente marginales). El uso, productivo o no, de esos recursos es clave para evaluar la utilidad y racionalidad económica del endeudamiento externo. Y por otra parte, están los pagos para el servicio de esa deuda, al que es preciso dedicar recursos internos. Ambos aspectos están íntimamente relacionados, ya que el uso de los recursos tomados a préstamo favorecerá (o no) la generación de los ingresos necesarios para servir la deuda externa emitida.

Al consistir en transacciones entre residentes y no residentes, tanto la entrada de préstamos como el servicio de la deuda externa representan transferencias de recursos, hacia y desde la economía. En términos macroeconómicos, la primera es un componente del “ahorro externo” (el otro es la inversión extranjera directa), en tanto que los pagos de la deuda disminuyen el “producto nacional”. Veamos de qué manera estas definiciones de la contabilidad nacional pueden aclarar o confundir el análisis sobre la deuda externa y su impacto económico.

Partimos de la equivalencia básica según la cual la oferta global –producto interior bruto (PIB) más importaciones (M)– es igual a la demanda global –consumo (C) más inversión (I) más exportaciones (X)–:

$$(1) \quad \text{PIB} + \text{M} = \text{C} + \text{I} + \text{X}$$

De donde

$$(2) \quad \text{PIB} = \text{C} + \text{I} + \text{X} - \text{M}$$

Agregando el pago neto de factores (PNF), que incluyen los intereses netos de la deuda externa, a ambos lados de la ecuación, obtenemos:

$$(3) \quad \text{PIB} + \text{PNF} = \text{C} + \text{I} + \text{X} - \text{M} + \text{PNF}$$

Sabiendo que PIB + PNF es el producto nacional bruto (PNB), que X - M + PNF es el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, y que este es igual –con signo contrario– al saldo de la cuenta de capitales (CC), podemos escribir:

$$(4) \quad \text{PNB} - \text{C} = \text{I} - \text{CC}$$

y también

$$(5) \quad \text{AN} + \text{AE} = \text{I}$$

considerando que el producto nacional bruto menos el consumo es el ahorro nacional bruto (AN), y que al saldo en la cuenta de capitales también se lo llama “ahorro externo” (AE). Llegamos entonces a la equivalencia bien conocida: la inversión es igual al ahorro nacional más el ahorro externo.

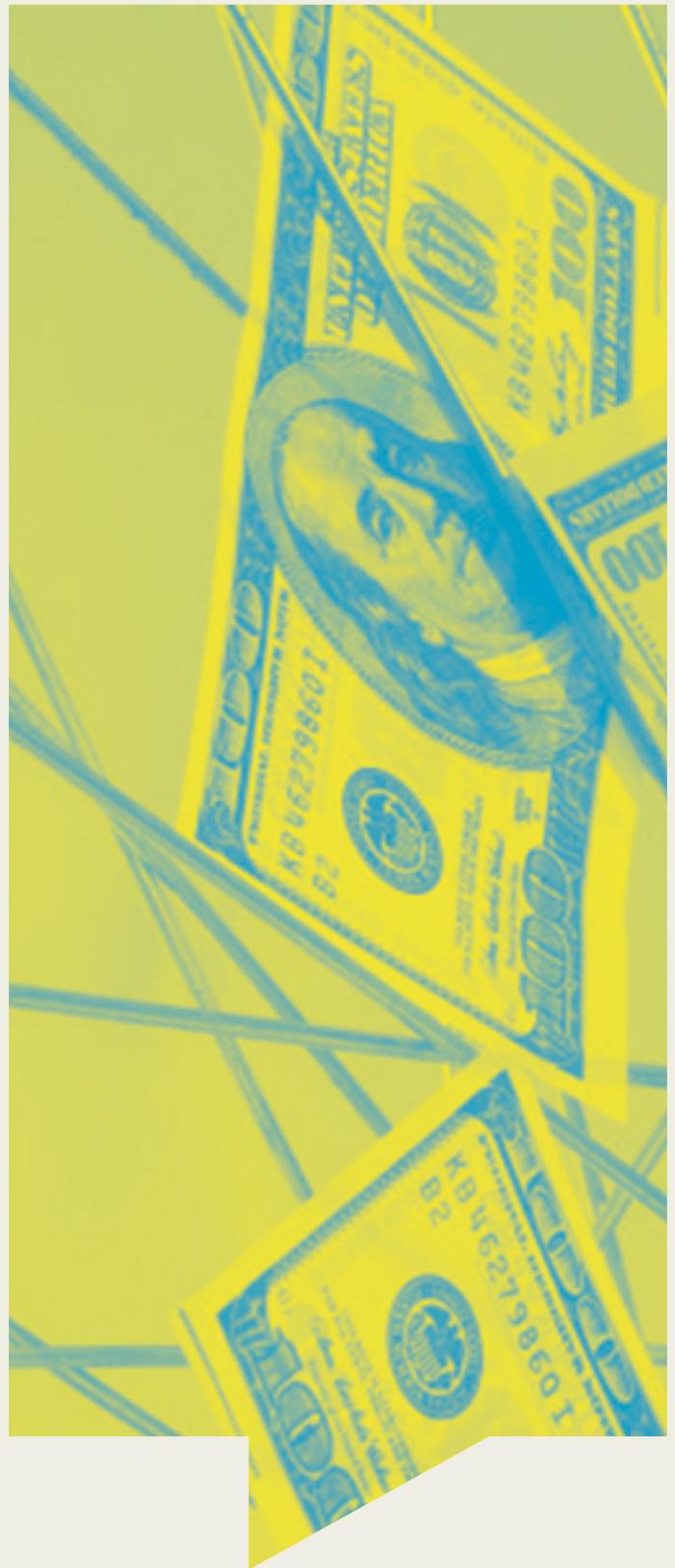
Hasta aquí no se ha hecho más que reformular una identidad de la contabilidad nacional, sin introducir ninguna causalidad económica. Es frecuente, sin embargo, pasar de una a otra, afirmando por ejemplo que es el ahorro el que determina la inversión. Esto no tiene nada de obvio: el crédito bancario (en el que los bancos crean moneda *ex nihilo*) permite invertir sin ahorro previo; en la medida en que esa inversión genere nuevos ingresos, da lugar a un aumento del ahorro, en especial en la forma de ganancias no distribuidas de las empresas. En este caso, es la inversión la que genera el ahorro, y la ecuación (5) debe leerse de derecha a izquierda, como lo hace la tradición keynesiana. Sin embargo, se tiende a aceptar acríticamente la causalidad inversa, en la cual el ahorro determinaría la inversión, y que por consiguiente habría que aumentar el ahorro nacional y/o recibir más ahorro externo para aumentar la inversión. Más aún, esa visión le otorga un rol central al ahorro externo, lo cual se evidencia cuando plantea que “atraer inversiones” es el objetivo central de la política económica, en lugar de decir que hay que aumentar la inversión.

Esta visión se contradice con la experiencia no solamente argentina, sino internacional, que mostró una desconexión entre el acceso al capital extranjero por una parte, y el crecimiento y la inversión por la otra. La razón es sencilla: nada indica que el capital extranjero, en especial cuando se trata de créditos que

generan deuda externa, vaya a financiar la inversión. Gran parte de los flujos de capitales que desembarcaron en los países en desarrollo desde fines de los años setenta fue usada en operaciones de *carry trade* (conocidas en la Argentina como “bicicleta financiera”), cuyo efecto final fue alimentar la fuga de capitales privados. Otra parte importante fue canalizada por los sistemas financieros locales para financiar, principalmente, el consumo. Por consiguiente, en muchos casos el incremento del ahorro externo no tuvo como contrapartida un aumento de la inversión, sino más bien una reducción del ahorro nacional. Más aún, un aumento de los pagos de intereses consecutivo al incremento de la deuda externa pesa negativamente sobre el PNB, lo que a su vez puede afectar el ahorro nacional y la inversión en el largo plazo.

No quiere decir esto que en ningún caso sea conveniente contratar deuda externa. Un proceso de desarrollo plantea con frecuencia la necesidad de obtener divisas más allá de las provistas por las exportaciones, para importar bienes y servicios esenciales y financiar proyectos productivos. Si son exitosos, tales proyectos permitirán generar los ingresos y las divisas necesarias al repago de la deuda. Pero esto no es automático: no es porque se la llama “ahorro externo” que los créditos externos aumentan la inversión, y la “lluvia de dólares” puede generar más problemas que soluciones. Por eso, es preciso regular los flujos de deuda externa, con un doble fin: por una parte, canalizarlos hacia usos productivos que no puedan ser financiados con recursos nacionales, y por otra parte, evitar que el volumen de esos flujos y la excesiva acumulación de deuda externa incidan negativamente sobre la estabilidad macroeconómica, el desarrollo y la soberanía nacional.

Finalmente, las políticas hacia el endeudamiento externo deben tener presente que, si bien es potencialmente un medio relevante para financiar la inversión, no es cuantitativamente el más importante: las encuestas del Banco Mundial a empresas muestran que, tomando el promedio de 121 países en desarrollo o en transición, el 72 por ciento de la inversión es financiado por recursos internos a las empresas, y el 14 por ciento por el crédito bancario, del cual solamente una fracción deriva de créditos externos. Por ende, el financiamiento externo no puede ser más que un complemento del financiamiento interno.



3.

La incidencia macroeconómica

El servicio de la deuda interna de los agentes económicos, públicos o privados, da lugar a una redistribución de ingresos entre residentes en el país, los que mayoritariamente serán gastados localmente. En cambio, la acumulación de deuda externa conlleva por definición la obligación de transferir recursos al exterior en concepto de amortización del capital y pago de intereses. Esa transferencia de recursos significa que los deudores deberán reducir su gasto de consumo o inversión (o, si el deudor es el Estado, aumentar la carga tributaria), lo que incidirá negativamente sobre la demanda agregada local. Si los fondos tomados a préstamo fueron usados productivamente, de manera de expandir suficientemente la inversión y el crecimiento, es posible que la deuda “se pague a sí misma” mediante los ingresos suplementarios que permitió generar; si no es así, la carga de la deuda deprimirá durablemente el gasto interno y el potencial de crecimiento de la economía.

Además, estos pagos inciden sobre la balanza de pagos, generando una salida de divisas. En efecto, aun en los casos (muy minoritarios) en los que la deuda externa se paga dentro del país y en moneda local, un inversionista no residente tenderá a repatriar sus ingresos; es decir, cambiará los pesos por divisas y los girará al exterior. Esto disminuye la disponibilidad de divisas y limita, por consiguiente, las importaciones de insumos

productivos y de bienes de capital. Un nivel elevado de deuda externa alimenta así la tendencia al “estrangulamiento externo” que ha sido históricamente un obstáculo para el desarrollo económico. Una vez más, el grado en que el endeudamiento externo restringe el potencial de crecimiento depende del uso que se dio a los recursos tomados a préstamo: si contribuyeron a expandir apreciablemente la capacidad exportadora o a sustituir importaciones, no tiene necesariamente un efecto negativo sobre la balanza de pagos.

Como vimos en la primera sección, es la residencia del acreedor y no la moneda en que está emitida una deuda ni la ley que rige las eventuales disputas lo que define si se trata de deuda externa. Ahora bien, en su gran mayoría, la deuda externa está denominada en moneda extranjera y sometida a jurisdicción extranjera, lo cual acarrea importantes consecuencias económicas y políticas.

En primer lugar, al estar en gran medida denominada en moneda extranjera, la deuda externa introduce un riesgo cambiario, tanto micro como macroeconómico. El primero existe cuando la mayor parte de los ingresos del deudor son en moneda nacional, lo que es en general cierto salvo para grandes firmas exportadoras. Mientras el tipo de cambio está estable o si la moneda nacional se aprecia, la carga de la deuda externa puede ser moderada, e incluso menor a la de una deuda interna a tasas

Si los fondos tomados a préstamo fueron usados productivamente, de manera de expandir suficientemente la inversión y el crecimiento, es posible que la deuda “se pague a sí misma” mediante los ingresos suplementarios que permitió generar; si no es así, la carga de la deuda deprimirá durablemente el gasto interno y el potencial de crecimiento de la economía.

Gran parte de los flujos de capitales que desembarcaron en los países en desarrollo desde fines de los años setenta fue usada en operaciones de carry trade (conocidas en la Argentina como “bicicleta financiera”), cuyo efecto final fue alimentar la fuga de capitales privados.

de interés en general más elevadas. Pero en caso de devaluación, esa carga aumenta súbitamente, pudiendo pasarse rápidamente de una ilusoria solidez financiera a la insolvencia. En el plano macroeconómico, el coeficiente de endeudamiento de un país puede saltar en cuestión de días desde niveles considerados bajos a niveles insostenibles, lo cual tiende a cortar abruptamente el acceso al crédito externo privado de todos los agentes. Esto a su vez lleva habitualmente a un círculo vicioso: una mayor devaluación, una subida de las tasas de interés y una contracción económica incrementan todavía más la relación deuda externa/PIB. Ejemplos de tales episodios no escasean en la Argentina, como puede comprobarse en el cuadro 1 (véase el impacto de las fuertes devaluaciones de 1983, 1989 y 2002 sobre los coeficientes de deuda externa).

La deuda externa también genera un riesgo por la ausencia de prestamista en última instancia. El Banco Central de un país o de un espacio económico (como la Unión Europea) puede siempre actuar para asegurar la solvencia de los deudores en moneda nacional, lo cual explica en buena medida por qué la percepción del riesgo de las deudas soberanas de los países desarrollados es en general bajo, y sus gobiernos pagan tasas de interés ínfimas pese a tener coeficientes de endeudamiento mucho más elevados que los de los países en desarrollo. Pero los bancos centrales

no pueden actuar como prestamistas de última instancia en una moneda que no emiten. Cuando se cierran las fuentes externas privadas de financiamiento, los países deben recurrir al “financiamiento excepcional” de fuentes oficiales externas, tales como el FMI, el Banco Mundial y algunos gobiernos de países desarrollados. Como es bien sabido, ese financiamiento viene sujeto a condiciones de política económica que tienden a acentuar la recesión, concentrar el ingreso y la propiedad e implementar reformas económicas de corte neoliberal.

Otra razón por la que emitir deuda externa es riesgoso es la inexistencia de un marco legal internacional para solucionar eventuales controversias, en especial las relacionadas con la deuda soberana. En caso de incumplimiento, un país debe negociar con miles de acreedores en un proceso largo, engorroso y de final incierto, debiendo funcionar casi sin acceso al mercado de capitales durante ese proceso. Debe además enfrentar a los acreedores que no quieren negociar en juicios no menos engorrosos. Tales procesos judiciales tienen lugar fuera de sus fronteras, para la parte (en general mayoritaria) de deuda externa que se contrató aceptando una jurisdicción extranjera en caso de controversia y renunciando a la inmunidad soberana.

La experiencia argentina reciente mostró el costo de tales decisiones. La Justicia de Nueva York, que toma habitualmente



partido por los acreedores sin ninguna consideración de interés general, accedió al pedido de un puñado de fondos buitre de bloquear el servicio de la deuda reestructurada de la Argentina, mientras esta no accediera a sus demandas exorbitantes. Este episodio mostró un elevado grado de inseguridad jurídica relacionado con la deuda externa, ya que no solamente el juez interpretó de manera novedosa una cláusula habitual en los contratos de deuda (el *pari passu*), sino que extendió *de facto* su autoridad hacia otras jurisdicciones, incluyendo las europeas. Para remediar estos graves problemas, por Resolución 68/304 de septiembre de 2014, la Asamblea General de las Naciones Unidas llamó a la conformación de “marco legal multilateral para la reestructuración de deudas soberanas”, pero esta iniciativa no ha prosperado debido a la oposición de los países desarrollados. Esta experiencia muestra que toda emisión de deuda pública debería hacerse bajo jurisdicción argentina, o excepcionalmente bajo la de países que tengan una fuerte legislación “anti-buitre”, como Bélgica, y ciertamente jamás bajo jurisdicción de los Estados Unidos. Además, no debería renunciarse a la inmunidad soberana. Puesto que no es esta la política que está siguiendo el poder ejecutivo, le correspondería establecerla al poder legislativo, que según la Constitución nacional es quien debe regir el endeudamiento del Estado.

4.

El marco internacional y la dinámica de la deuda externa

Para caracterizar la deuda externa es menester considerarla dentro del marco nacional e internacional en que se desenvuelven las acciones de los diferentes agentes económicos. Durante las décadas de posguerra, en un marco de escasez de divisas y de acotados flujos comerciales y financieros (restricción acentuada por un generalizado control en la cuenta de capital), la deuda externa era en general baja y se originaba en gran medida en préstamos oficiales o con garantía pública. El financiamiento externo estaba relacionado con el comercio exterior (préstamos del Eximbank de los países desarrollados para financiar las ventas de sus exportadores) o con proyectos de inversión (préstamos de organismos multilaterales como el Banco Mundial y el BID). También había una participación pública del lado de los deudores, cuando los gobiernos garantizaban las deudas privadas o se endeudaban directamente para financiar la inversión. Este ordenamiento fue profundamente alterado con la expansión de los flujos de capitales privados que tomó impulso durante los años setenta. Esa expansión fue a la vez efecto y causa de grandes desequilibrios externos, en especial los derivados del *shock* petrolero. Abultados déficits y excedentes comerciales llevaron al reciclaje de los petrodólares por los bancos de los países

desarrollados hacia los países “emergentes”, incluso aquellos que no necesitaban financiar un déficit comercial (como Venezuela, México y Argentina). La disponibilidad de financiamiento externo generó o prolongó desequilibrios comerciales, y en algunos casos financió una considerable salida de capitales privados. El resultado fue una rápida acumulación de deuda externa, especialmente en América latina, seguida por la “crisis de la deuda”, la retracción del financiamiento externo y la “década perdida” de los años ochenta.

Fue este el primer ejemplo de un esquema que se ha repetido varias veces en diversas economías “emergentes”:

i) Empieza con una situación de fuerte liquidez en el sistema financiero de los países desarrollados, como resultado de políticas monetarias fuertemente expansivas con las que se trata de reactivar la economía (a principios de los noventa para responder a la recesión económica en Estados Unidos; a principios de los 2000 para superar la crisis de las “punto-com”, y luego de la crisis de 2008, con el “*quantitative easing*” de los principales bancos centrales);

ii) Esto lleva a bancos e inversores institucionales a canalizar parte de su capacidad prestable a las economías “emergentes”, donde pueden conseguir una rentabilidad superior a la que ofrecen sus economías en recesión y con tasas de interés deprimidas;

iii) Buena parte de ese crédito es tomado por el sector privado de los países en desarrollo, pero no principalmente para la inversión productiva: se generan así burbujas financieras o inmobiliarias, un aumento del consumo conspicuo y operaciones de *carry trade* o “bicicleta financiera”;

iv) La abundancia de capitales extranjeros aprecia la moneda local, lo cual alienta aún más las importaciones y el *carry trade*, y con ellos la deuda externa y su servicio. Todo esto pesa sobre la cuenta corriente, hasta el punto en que los inversores entienden que los desequilibrios son excesivos y una devaluación es cada vez más probable;

v) Es el momento en que la entrada de capitales se agota, y la bicicleta financiera conduce las ganancias especulativas a cuentas privadas no declaradas en el exterior;



vi) Llega así el momento de la crisis, con devaluación incluida, que agiganta súbitamente el peso de la deuda externa para aquellos agentes que no tienen activos en dólares. La crisis es a la vez externa (balanza de pagos), económica (se entra en una profunda recesión), financiera (la solvencia de empresas y bancos se ve afectada por el estallido de las burbujas especulativas, la recesión económica, la revaluación de deudas en divisas y la interrupción del crédito) y fiscal (el gobierno pierde ingresos por la recesión, asume costosos salvatajes y ve aumentar el peso de su propia deuda en divisas).

vii) Viene por fin el manejo de la crisis de la deuda: cómo se lleva a cabo depende de a qué intereses obedece el gobierno nacional. En este último punto, lo más frecuente ha sido que el Estado asuma gran parte de la carga de la deuda externa privada, endeudándose antes de la devaluación para entregar los dólares al sector privado que, de ese modo, compensaba con activos no declarados sus deudas registradas (esto ocurrió en la Argentina en 1980 y 2001), y/o proveyendo seguros de cambio en condiciones ruinosas para el Estado (1981-1983). Antes y después de

la devaluación, el gobierno toma deuda del FMI y otras fuentes oficiales para pagar a parte de los acreedores privados, aplicando las políticas de ajuste requeridas. De este modo, lo que era en gran parte una deuda externa de privados hacia privados termina siendo una deuda del sector público hacia acreedores públicos y privados. El cuadro 1 muestra esa sustitución durante los años ochenta y, en menor medida, hacia el final de la Convertibilidad. No hay que olvidar, sin embargo, que el cuadro muestra la deuda externa bruta, sin considerar los activos en el exterior, que en el caso de los privados superaban ampliamente el monto de los pasivos. Según estimaciones del Ministerio de Economía, los activos de residentes argentinos en el exterior eran de 79 mil millones de dólares en 2000, 98 mil millones en 2003, 144 mil millones en 2010 y 196 mil millones en 2015. Se comparan con valores de la deuda externa de 70 mil millones, 59 mil millones, 60 mil millones y 69 mil millones, respectivamente.

Una línea alternativa fue la seguida tras el *default* de finales de 2001, cuando no se nacionalizó la deuda externa privada y se reestructuró con fuertes quitas la deuda externa pública.

En definitiva, y volviendo a la pregunta que da su título a estas páginas, el endeudamiento externo no es sinónimo de inversión, y la “lluvia de dólares” que le es asociada no puede ser racionalmente vista como un fin en sí mismo.

5.

Conclusiones

La deuda externa es el resultado de una transferencia de recursos desde no residentes hacia residentes, generalmente bajo la forma de préstamos, y es también el origen de transferencias de recursos en sentido inverso, a través del pago de intereses y del reembolso de capital. La evaluación de la conveniencia de tales operaciones depende de numerosos factores, algunos cuantitativos (por ejemplo, si los pagos son desproporcionadamente altos respecto de los ingresos) y otros cualitativos, como ser el uso que se le da al financiamiento obtenido. Ambos factores determinarán la sustentabilidad del proceso de endeudamiento y su interés económico: ¿ayuda a aumentar la inversión, la competitividad y el crecimiento económico, o genera costos futuros sin brindar los medios para solventarlos?

Naturalmente, no hay una respuesta general que se adapte a todos los casos, pero es posible destacar algunos aspectos propios al endeudamiento externo que, según cómo se los trate, llevarán a uno u otro resultado. Uno se refiere a que es normalmente una forma de obtener divisas, elemento clave para enfrentar una limitante histórica de los procesos de desarrollo económico. Pero es también un factor que puede agravar esa escasez de divisas en el largo plazo al absorber una proporción a veces importante de estas para el servicio de la deuda externa. Puede llegarse al círculo vicioso de tener que endeudarse para pagar esos servicios, en un esquema de “bola de nieve” que termina fatalmente en una crisis. Además, hemos visto que la deuda externa, sobre todo cuando está denominada en divisas, presenta riesgos macroeconómicos y jurídicos importantes que conviene en lo posible evitar.

Es por eso que resulta esencial considerar el endeudamiento externo como un recurso escaso (aun en épocas de fácil acceso al crédito internacional), complementario de las fuentes principales de financiamiento de la inversión (que como vimos son internas), y que debe ser utilizado solamente cuando el financiamiento interno es insuficiente o inapropiado, por ejemplo, para financiar el componente importado de la inversión y de los insumos necesarios a la expansión de la capacidad productiva y de las exportaciones netas. No es aconsejable para un gobierno, por ejemplo, endeudarse en dólares en el exterior para financiar gastos en pesos, como la construcción de caminos o el gasto público corriente. Esta necesaria prudencia no surge espontáneamente del juego de los mercados financieros y del insatisfactorio ordenamiento financiero internacional. Observamos que los flujos de capital Norte-Sur responden más a la situación y políticas de los países desarrollados, y a las estrategias de sus bancos e inversores institucionales, que a las necesidades de los países en desarrollo. Vemos también que esos flujos han sido sumamente volátiles:

entran durante un cierto período en grandes cantidades y salen prestamente en cuanto cambia la percepción del riesgo o el marco internacional, ocasionando una fuerte inestabilidad macroeconómica. Constatamos también que una parte importante del financiamiento externo no se usó para expandir la capacidad productiva y las exportaciones; más bien, ocasionó una apreciación cambiaria que perjudicó la competitividad.

En definitiva, y volviendo a la pregunta que da título a estas páginas, el endeudamiento externo no es sinónimo de inversión, y la “lluvia de dólares” que le es asociada no puede ser racionalmente vista como un fin en sí mismo. Más aún, cuando dio lugar a un *boom* importador, burbujas especulativas, fuga de capitales y otras lindezas de la “plata dulce”, llevó al país a profundas crisis económicas y sociales.

La deuda externa tampoco es necesariamente una calamidad para el país, siempre y cuando su emisión sea funcional a las necesidades reales de la economía. Así como el abuso y descontrol del endeudamiento externo han sido la causa principal de crisis pasadas, la total ausencia de acceso a préstamos externos quita a la política económica y a los agentes privados un grado de libertad que puede ser necesario, como fue dicho, para importaciones estratégicas, y también para enfrentar vencimientos de deudas emitidas en el pasado. El endeudamiento externo es por consiguiente un instrumento valioso pero con efectos negativos potenciales muy serios; debe por ello ser regulado por la autoridad y canalizado estrictamente a usos productivos, para escapar a la tendencia espontánea de las finanzas, que oscila entre el exceso de financiamiento (en este caso, externo) que lleva a las crisis financieras, y su ausencia casi total después de tales crisis.

Cuadro 1. Argentina: Deuda externa pública y privada, 1975-2015

	DEUDA EXTERNA EN DÓLARES CORRIENTES			DEUDA EXTERNA COMO % DEL PIB		
	TOTAL	PÚBLICA	PRIVADA	TOTAL	PÚBLICA	PRIVADA
1975	7,9	4,0	3,9	18,8	9,5	9,3
1976	8,3	5,2	3,1	22,8	14,3	8,5
1977	9,7	6,0	3,6	21,0	13,0	7,8
1978	12,5	8,4	4,1	21,2	14,2	7,0
1979	19,0	10,0	9,1	21,1	11,1	10,1
1980	27,2	14,5	12,7	18,1	9,6	8,5
1981	35,7	20,0	15,6	32,3	18,1	14,1
1982	43,6	26,3	14,4	79,3	47,8	26,2
1983	45,1	31,7	13,4	70,4	49,5	20,9
1984	46,2	35,5	10,6	57,7	44,3	13,2
1985	49,3	40,9	8,5	78,3	65,0	13,5
1986	51,4	44,7	6,7	62,4	54,3	8,1
1987	58,3	51,8	6,5	75,5	67,1	8,4
1988	58,5	53,5	5,0	74,9	68,5	6,4
1989	63,3	58,4	4,9	116,2	107,2	9,0
1990	62,2	56,3	5,9	49,8	45,1	4,7
1991	61,3	52,4	8,9	36,1	30,9	5,2
1992	64,0	50,7	13,3	30,4	24,1	6,3
1993	73,6	53,6	20,0	31,1	22,6	8,5
1994	87,6	61,3	26,3	34,0	23,8	10,2
1995	101,5	67,2	34,3	39,4	26,1	13,3
1996	114,4	74,1	40,3	42,1	27,3	14,8
1997	130,0	74,9	55,1	44,4	25,6	18,8
1998	147,6	83,1	64,5	49,4	27,8	21,6
1999	152,6	84,8	67,8	53,8	29,9	23,9
2000	155,0	84,9	70,1	54,5	29,9	24,6
2001	166,3	87,9	78,4	61,9	32,7	29,2
2002	156,7	91,2	65,5	170,5	99,2	71,3
2003	164,7	105,9	58,8	127,9	82,2	45,7
2004	171,2	115,9	55,3	103,8	70,3	33,5
2005	137,4	89,0	48,4	69,0	44,7	24,3
2006	137,1	88,5	48,6	58,9	38,0	20,9
2007	153,4	101,9	51,5	53,3	35,4	17,9
2008	154,1	96,4	57,7	42,4	26,5	15,9
2009	149,4	98,0	51,4	44,6	29,3	15,4
2010	144,7	88,7	56,0	34,1	20,9	13,2
2011	156,3	92,6	63,7	29,6	17,6	12,1
2012	156,5	91,9	64,6	27,0	15,8	11,1
2013	155,5	91,4	64,0	25,4	15,0	10,5
2014	158,7	98,2	60,5	28,2	17,4	10,7
2015	167,4	101,7	65,8	26,5	16,1	10,4
2016	188,2	127,5	60,7	34,5	23,4	11,1
marzo 2017	204,5	141,9	62,6

Fuentes: Estimaciones basadas en Banco Central de la República Argentina; Ministerio de Economía de la Nación; Primer Informe de la Comisión Bicameral Permanente de Seguimiento y de la Gestión y del Pago de la Deuda Externa de la Nación, Ley 26984; FMI e Institute of International Finance.

Nota: La deuda pública posterior a 2005 incluye holdouts.





DURANTE LA GESTIÓN DE CAMBIEMOS, ASISTIMOS A UN NUEVO CICLO, RELACIONADO CON UN CAMBIO EN EL EJE DEL PROCESO DE ACUMULACIÓN QUE, CON SUS PARTICULARIDADES, VUELVE A PONER EN EL CENTRO LA VALORIZACIÓN FINANCIERA Y EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO, OCUPANDO UN LUGAR CENTRAL EN EL COMPORTAMIENTO MACROECONÓMICO DEL PAÍS.

LA DEUDA EXTERNA DE MACRI EN PERSPECTIVA HISTÓRICA

por **EDUARDO BASUALDO**. *Economista (UCA). Doctor en Historia (UBA). Investigador Principal del CONICET y Coordinador del Área de Economía y Tecnología FLACSO. Director de la Maestría en Economía Política con Mención en Economía Argentina. Algunos de sus libros son: “Modelo de acumulación y sistema político en la Argentina. Notas sobre el transformismo argentino durante la valorización financiera” (2001); “Concentración y centralización del capital en la Argentina durante la década de los noventa. Una aproximación a través de la reestructuración económica y el comportamiento de los grupos económicos y los capitales extranjeros” (2000); “Acerca de la naturaleza de la deuda externa y la definición de una estrategia política” (2000); “Estudios de Historia económica argentina. Desde mediados del siglo XX a la actualidad” (2006); “Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri”, Siglo XXI, 2017*

por **PABLO MANZANELLI**. *Doctor en Ciencias Sociales (UBA), Magister en Economía Política (FLACSO) y Licenciado en Sociología (UBA). Investigador del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO y del Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (CIFRA). Becario Posdoctoral del CONICET. Profesor de la UBA y la FLACSO*

E

n la historia reciente del país, en particular desde 1976, la deuda externa ocupó un papel central en el funcionamiento de la economía

argentina. Es poco discutible que a lo largo de la segunda etapa de sustitución de importaciones, en el marco del “modelo de dos sectores” y los periódicos estrangulamientos de la balanza de pagos, el endeudamiento externo era una pieza clave para que los organismos internacionales de crédito impusieran, en esos momentos críticos, sus políticas de ajuste. Sin embargo, no es menos cierto que la deuda externa era una variable dependiente de la economía real y específicamente de la expansión industrial en la medida en que permitía garantizar las divisas necesarias para adquirir bienes del exterior en los años que se registraba déficit comercial.

El carácter de la deuda externa alteró su comportamiento con la irrupción de la última dictadura militar. A partir de allí se asistió a un proceso de reversión del proceso de industrialización que culminó en 2001 con la gran crisis de fin de siglo, mientras que tanto la deuda externa como la fuga de capitales se independizaron de la economía real y adquirieron dimensiones impensadas pocos años antes. El proceso de valorización financiera en el período 1976-2001 se sustentó, en la generalidad de los casos, en el endeudamiento externo, la valorización en el mercado financiero interno y la fuga de recursos al exterior. La acción del Estado fue determinante por varios motivos, entre los que se resaltó: la provisión de divisas, mediante su propio endeudamiento, que hicieron posible la fuga de capitales al exterior; la determinación, a través de su endeudamiento en el mercado interno, de un diferencial positivo entre la tasa de interés interna y la internacional que permitió la valorización financiera de los sectores oligopólicos; la estatización de la deuda externa privada mediante los seguros de cambio durante la década de 1980; la enajenación del patrimonio nacional mediante las privatizaciones para salir del *default* y posibilitar un nuevo y acelerado ciclo de endeudamiento privado a los grupos económicos locales y empresas extranjeras durante la década de 1990.

Tras el colapso de 2001, la deuda externa siguió siendo decisiva, pero estuvo signada por un proceso contrario al que tuvo en el patrón de acumulación anterior. Es decir, por el desendeuda-

El endeudamiento externo bajo la alianza Cambiemos superó incluso el de todos los años de la serie 1976-2016, constituyéndose en el récord de endeudamiento externo del país.

miento y el cambio de la composición de la deuda pública en el marco del ciclo de gobiernos kirchneristas (2003-2015). Estas modificaciones se desplegaron en un contexto en el que la política económica privilegió el crecimiento de la economía real a través de la implementación de políticas expansivas que impulsaron el consumo.

El hito fundamental en términos del desendeudamiento fue el canje con quita consumado en 2005, mientras que el posterior realizado en 2010 fue complementario pero destacable porque permitió incrementar el monto de la deuda que adhirió al canje por encima del 90%. Por su parte, en la modificación de la composición de la deuda externa fue decisiva la estatización de los fondos jubilatorios que pasaron a ser administrados por la ANSeS, lo cual permitió incrementar la deuda en manos del propio sector público y disminuir, en consecuencia, la tenencia del sector privado.

Este proceso de desendeudamiento tuvo otro hito significativo en el conflicto con los fondos buitres y los restantes acreedores que no habían ingresado a los canjes. La antojadiza interpretación del juez neoyorquino Thomas Griesa, confirmada luego por la Corte Suprema de Estados Unidos, estableció que la Argentina debía pagar a los fondos buitres el 100% de lo adeudado. Ello abrió la posibilidad de la cancelación de 15.000 millones de dólares a los demás *holdouts* y, en última instancia, habilitaba a que los acreedores que sí habían ingresado a los canjes pudieran demandar por el 100% de sus tenencias anteriores a los canjes debido a la existencia de la cláusula RUFO (Rights Upon Future Offers), que vencía el 31 de diciembre de 2014. Esta cláusula, incluida en el canje de 2005, dictaba que toda mejora en una futura oferta para los tenedores que habían permanecido fuera del acuerdo debía ser garantizada para quienes habían ingresado. A partir de esta breve e imperfecta síntesis no parece descabellado afirmar que durante los últimos 40 años la deuda externa, ya sea por su inédita expansión o por su posterior disminución, ocupó un lugar central en el comportamiento macroeconómico del país.

Bajo la gestión de la alianza Cambiemos su relevancia no se vio para nada alterada al constatarse el retorno a un nuevo ciclo de endeudamiento externo de proporciones sumamente elevadas

en términos históricos y vinculada, con sus propias características históricas, a un cambio en el eje del proceso de acumulación a través de un desplazamiento de los propietarios de capital desde la esfera de la economía real hacia la valorización financiera. Está claro que este giro en el régimen de acumulación requería, como condición *sine qua non*, el acuerdo con los fondos buitres de modo tal de acceder al mercado internacional de capitales. En los hechos, la cancelación de la deuda con los fondos buitres junto al pago del resto del 7% de los acreedores que no accedieron a los canjes 2005 y 2010, implicó la emisión de bonos por 16.500 millones de dólares a una tasa de interés promedio del 7 por ciento.

Adicionalmente, el “blindaje financiero” que desplegó la administración macrista incluyó el canje del Bonar 2022, 2025 y 2027 (con una tasa de alrededor de 7,8% y una quita del capital del 15%) por letras intransferibles que tenían una tasa de casi 0%. Dichas letras habían sido entregadas al Tesoro por parte del Banco Central para cancelar la deuda con el FMI en 2006 y con acreedores privados en 2010. Dado que dichos bonos fueron luego entregados a diversos bancos como garantía por otra operación de préstamo (HSBC, JP Morgan, Deutsche Bank, etc.), el canje no solo aumentó la carga de intereses sino que también modificó la deuda intra sector público en deuda exigible en manos del sector privado (para más detalles, puede verse la nota de Alfredo Zaiat “El Megacanje II”, en *Página 12*, del 3/1/2016). El conjunto de la operación involucró poco menos de 14 mil millo-

nes de dólares, a lo que se adiciona la emisión de las Letras del Tesoro por 9.380 millones, entre las principales.

Así, la deuda externa pública, medida a través del balance de pagos, registró un incremento neto de más de 43 mil millones de dólares en 2016. Cabe señalar que bajo la actual gestión se revisó la serie histórica de la deuda externa junto a cambios metodológicos diversos del balance de pagos. Entre otras, se destaca la inclusión del acuerdo con los fondos buitres como “atrasos” de la deuda externa en el período anterior. De esta forma, con los nuevos resultados la deuda externa pública aumentó en casi 26 mil millones en lugar de 43 mil millones. En cualquier caso, se trata de montos de gran significación si se considera que la deuda externa estatal total alcanzaba 84 mil millones de dólares antes de la asunción de la administración macrista.

Entonces, es evidente que la alianza Cambiemos puso en marcha un acelerado ritmo de crecimiento de la deuda externa en su primer año de gobierno, que se sostiene en los inicios de 2017 (según el último dato disponible de la balanza de pagos, la deuda externa pública aumentó en 14,4 mil millones de dólares en el primer trimestre de 2017, llevando la deuda externa de Macri a 58 mil millones de dólares).

Es en este marco que se han suscitado diversas reflexiones que buscan comparar el proceso actual con el que aconteció durante el régimen de la valorización financiera (1976-2001). En rigor de verdad, se trata de una hipótesis que, salvando las distancias propias de procesos históricos disímiles, no parece descabellada

Si se tiene en cuenta que el equilibrio fiscal es un “dogma de fe” para la economía ortodoxa en la cual se inscribe la actual política económica, no puede dejar de llamar la atención que el déficit fiscal no solo no haya disminuido sino que superó el desequilibrio de 2015.

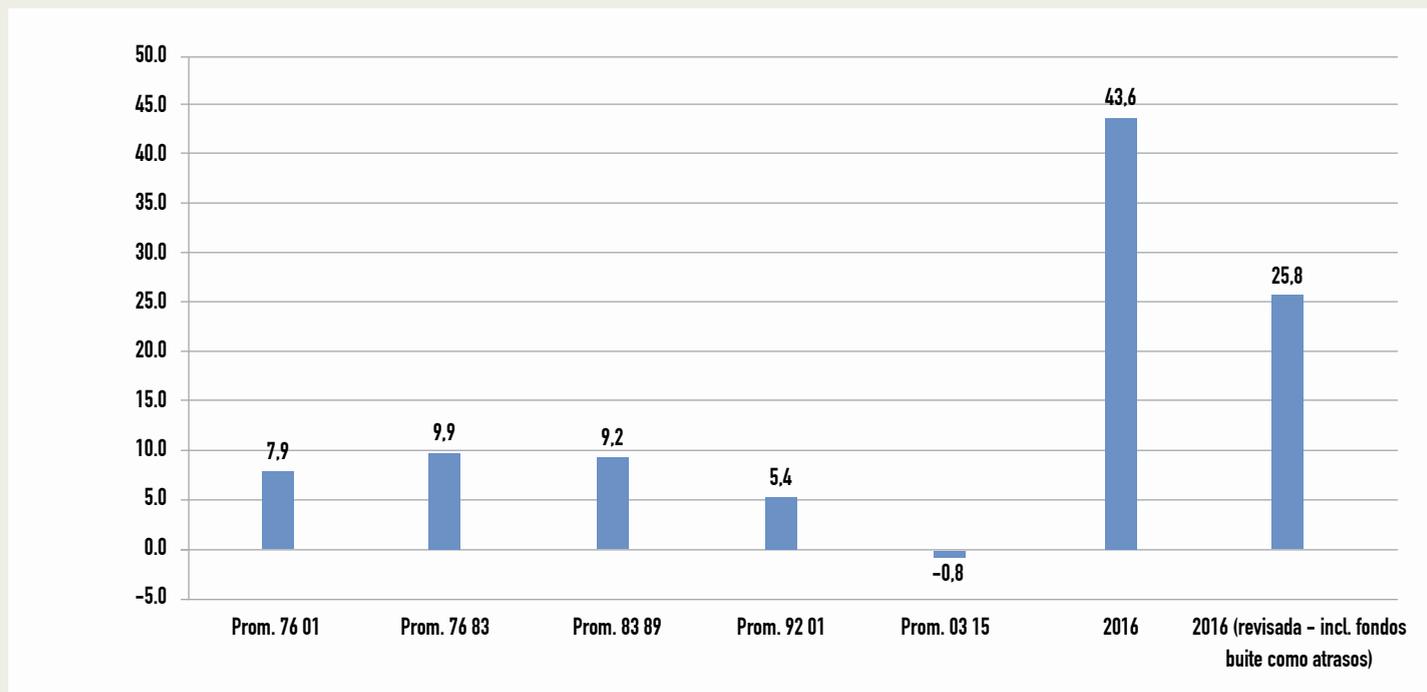


en lo que concierne a la magnitud de la deuda externa y, por ende, del peso que tiende a asumir en el funcionamiento de la economía argentina.

Con la finalidad de contrastar los volúmenes del endeudamiento en perspectiva histórica, en el Gráfico 1 se presenta la evolución de los flujos anuales de la deuda externa pública en dólares constantes de 2016. Es decir, se examinan los montos de la deuda externa a valores actuales, descontando el efecto precio sobre tales magnitudes. A partir de estas evidencias empíricas vale apuntar que:

- a) No existe ningún período de la historia económica reciente en el que el endeudamiento externo haya aumentado en 43,6 o 25,8 mil millones de dólares como ocurrió en 2016. Si se consideran promedios anuales, durante la última dictadura militar el gobierno nacional se endeudó por 9,9 mil millones de dólares anuales a valores de 2016, durante la administración Alfonsín por 9,2 mil millones de dólares de 2016, en tanto que en la década de 1990 el endeudamiento externo trepó en 5,4 mil millones de dólares anuales. Debe destacarse que en el marco del ciclo de gobiernos kirchneristas la deuda externa en precios constantes de 2016 cayó en un promedio anual de casi mil millones de dólares.
- b) El endeudamiento externo bajo la alianza Cambiemos superó, incluso, el de todos los años de la serie 1976-2016, constituyéndose en el récord de endeudamiento externo del país. A tal punto esto es así que la deuda externa de Macri superó a la contraída en el marco de la guerra de Malvinas, cuando la deuda externa pública se incrementó en 21,4 mil millones de dólares a valores de 2016. También superó el pico de endeudamiento de la gestión de Alfonsín (15 mil millones de dólares en 1987), el de Menem (12,4 mil millones en 1994) y el de la primera Alianza (4,6 mil millones en 2001).
- c) Esto también se corrobora, con los matices del caso, cuando se observa el ratio de la deuda externa pública sobre el PIB. El incremento de este indicador fue de 7 o 10 puntos porcentuales en 2016, dependiendo de si se adopta o no la revisión metodológica de la alianza Cambiemos. Esos 7 o 10 puntos surgen del incremento del 16,1 o 13,3% en 2015 al 23,4% en 2016. Este considerable aumento del ratio de la deuda externa pública sobre el PIB solo fue superado en términos históricos por períodos en los que una importante devaluación redujo sustancialmente el PIB en dólares: en el año 2002, cuando la caída del PIB en dólares fue de 64% y el ratio de la deuda se redujo en 60 puntos porcentuales; en el crítico año 1989, cuando el PIB cayó 39% en dólares y el indicador en 34 puntos, y en 1984, cuando el PIB cayó 24% y el ratio de la deuda externa pública sobre el PIB en 14 puntos porcentuales.

Gráfico 1. Promedios anuales del flujo de la deuda externa pública en miles de millones de dólares constantes de 2016. Años 1976-2016



Fuente: elaboración propia en base a: Basualdo, E.: Estudios de historia económica. Desde mediados del siglo XX a la actualidad. Siglo XXI, 2006 (período 1976-2001), Indec-Balanza de Pagos (período 2002-2016) y OCDE (IPC de Estados Unidos)

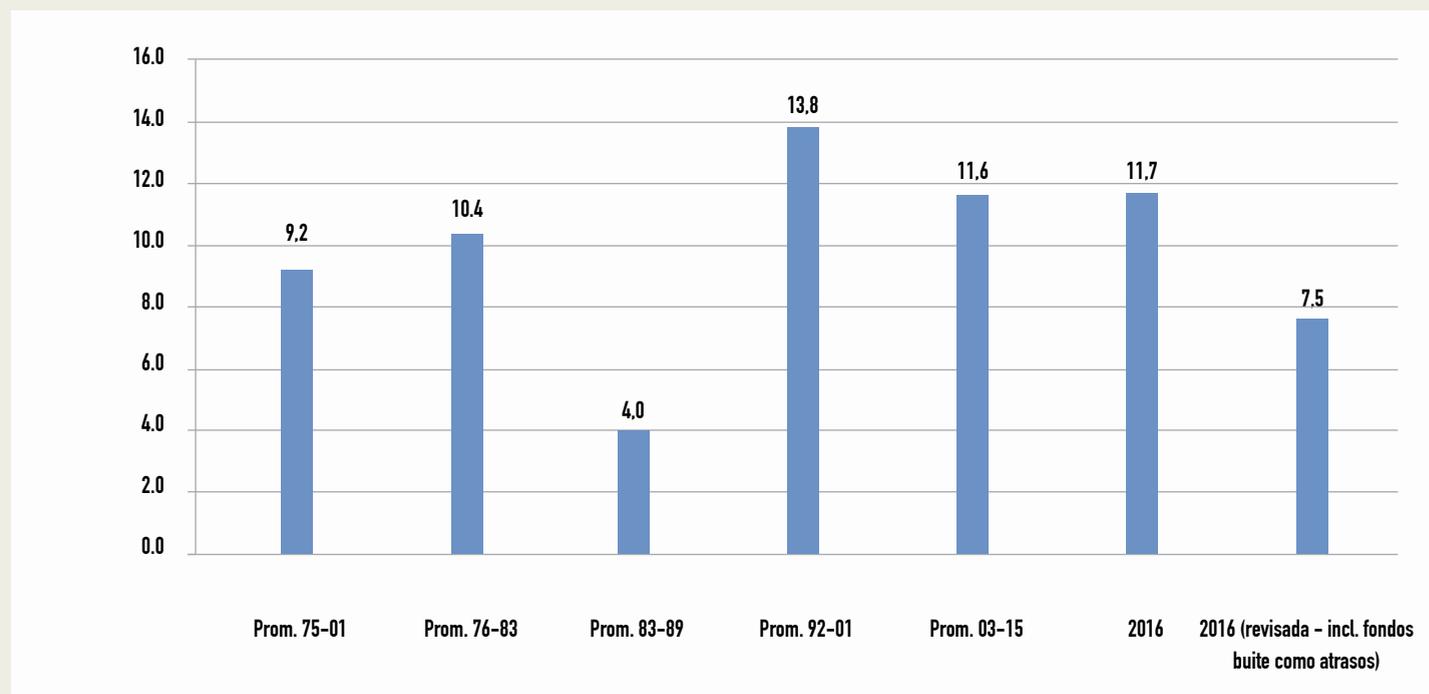
Este nuevo endeudamiento no estuvo orientado a financiar proyectos de infraestructura o a sustituir importaciones, sino que tuvo una finalidad similar a la que experimentó durante la valorización financiera: no solo estuvo destinado a incrementar las reservas y enfrentar las obligaciones externas, sino a cubrir un creciente déficit fiscal y las necesidades de divisas provenientes de la fuga de capitales al exterior.

Si se tiene en cuenta que el equilibrio fiscal es un “dogma de fe” para la economía ortodoxa en la cual se inscribe la actual política económica, no puede dejar de llamar la atención que el déficit fiscal no solo no haya disminuido sino que superó el desequilibrio de 2015. En 2016 se registró un aumento de medio punto del PIB, que hubiera sido un punto y medio superior de no haberse contado con el efecto extraordinario del blanqueo de capitales por el cual ingresó el equivalente a un mes de recaudación. Así, el déficit fiscal acrecentado se financió en parte con deuda externa debido a la reducción de los ingresos fiscales en términos reales en el marco de la recesión inducida por la política económica (se puede ver más sobre esto en los informes de coyuntura N° 22, 23 y 24 de CIFRA en www.centrocifra.org.ar). Al respecto, cabe recordar que lo mismo ocurrió durante la última década de la valorización financiera: específicamente a partir de 1994, cuando, en el marco de la reforma laboral, se disminuyeron los aportes patronales y se privatizó el sistema jubilatorio que pasó a manos de las AFJP, provocando el desfinanciamiento del sector público que se cubrió con endeudamiento externo. En la actualidad nuevamente la reducción de ingresos fiscales también se sustenta en las transferencias al capital, de las cuales

la reducción y anulación de las retenciones constituye el caso paradigmático. Esto indica que la supuesta prioridad concedida al equilibrio fiscal es un dogma que no cuenta cuando se trata de generar las condiciones para impulsar el endeudamiento externo y potenciar la valorización financiera.

Otro de los factores que se encuentra vinculado al endeudamiento externo fue la elevada fuga de capitales al exterior. Al respecto, resulta pertinente apuntar que durante 2016 la fuga de capitales al exterior –calculada a partir del método residual del balance de pagos– alcanzó a 11,7 mil millones de dólares, lo cual implica un crecimiento de más del 50% respecto del registro de 2015 y 2014. Esta estimación se reduce a 7,5 mil millones bajo la nueva estimación de la balanza de pagos (que, como se mencionó, afecta la deuda externa neta que es uno de los indicadores utilizados en el cálculo del método residual).

De acuerdo con las estimaciones que constan en el Gráfico 2, medido a valores de 2016 el volumen de la fuga de capitales es similar al ciclo kirchnerista (11,6 mil millones), inferior al decenio de 1990 (13,8 mil millones), y superior tanto al septenio 1983-1989 (4 mil millones) como a los registros de la última dictadura militar (10,4 mil millones de dólares a valores actuales). En conjunto se trata de un volumen de fuga de capitales superior a la valorización financiera (9,2 mil millones de dólares a valores de 2016).

Gráfico 2. Promedios anuales de la fuga de capitales al exterior en miles de millones de dólares constantes de 2016. Años 1976–2016

Fuente: elaboración propia en base a información de Basualdo, E. y Kulfas, M.: "Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina". Realidad Económica N° 173, 2000 (período 1976–1998), Indec-Balanza de Pagos (período 1999–2016), y OCDE (IPC de Estados Unidos).

Cabe señalar que el monto de la fuga de capitales en 2016 se vio morigerado por el impacto del blanqueo de capitales y por las elevadas tasas de interés de las Lebac. En relación con el blanqueo vale mencionar que, si bien el monto exteriorizado fue de 116.800 millones de dólares, ingresaron en forma líquida al país 7.500 millones depositados en cuentas bancarias con obligación de permanencia por seis meses.

Por su parte, dada la presión sobre la demanda de divisas que ejercía el capital oligopólico para fugar al exterior en un contexto de estrechas oportunidades de inversión productiva y la mediana burguesía para resguardar sus ahorros en un contexto de alta inflación, el gobierno puso en marcha un mecanismo de valorización financiera interna, es decir en pesos, pero con altos rendimientos en dólares dada la estabilidad del tipo de cambio en 2016. Se trata de una modalidad distinta de la valorización financiera del período 1976-2001, cuando lo central era la contrastación entre la tasa de interés local y la internacional. Bajo la administración de Macri se asiste a una sumamente elevada tasa de interés local y la cuestión decisiva no es la tasa internacional sino la estabilidad del tipo de cambio, con el reaseguro del dólar futuro. Si un inversionista privado renovó sucesivamente Lebac entre enero y fines de diciembre de 2016, alcanzó una rentabilidad en dólares de aproximadamente 16 por ciento. Ello conllevó un denodado incremento del *stock* de Lebac que muestra la escasa sustentabilidad del proceso económico en curso. Según información del Banco Central, a partir de la asunción de la Alianza Cambiemos el *stock* de Lebac creció hasta alcanzar el 80% de la base monetaria en diciembre de 2016 y

prácticamente las reservas internacionales del Banco Central. La elevación de la tasa de interés en pesos en el marco del anclaje en el tipo de cambio nominal durante el año 2016 constituyó, de esta manera, un escenario propicio para la valorización financiera de capital.

La elevada dependencia de la tasa de interés de las Lebac y la fuga de capitales se advierte al observar que los picos de la fuga se ubicaron en los meses en los que el Banco Central redujo las tasas de interés (enero, febrero y luego a partir de junio), en tanto que en los meses de altas tasas (marzo, abril y mayo) se redujo notablemente la fuga de capitales, a punto tal de reducir el *stock* acumulado. Así, la tasa de interés se vuelve un imperativo para aminorar la presión de la demanda de divisas y mitigar la fuga de capitales en el corto plazo. Pero, como contrapartida, incrementa notablemente la deuda del Banco Central, lo que tiende a deteriorar la situación cuasi fiscal y tornarse problemática ante una eventual incertidumbre por la modificación del tipo de cambio. En síntesis, después de quince años en que el proceso económico reconoció a la economía real como su columna vertebral dejando atrás a la valorización financiera, el gobierno que asumió en 2016 retorna a sustentarse en el endeudamiento externo como la variable clave que le permite reeditar la valorización financiera, con una fase de valorización interna del capital a través de la tasa de interés fijada por la autoridad monetaria y otra fase, necesariamente asociada, de fuga de capitales al exterior. Este patrón de acumulación se inicia con una crisis inducida que redimensiona la economía real y provoca una modificación en la distribución del ingreso en detrimento de los trabajadores.



LA RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA DURANTE EL KIRCHNERISMO



por **ANDRÉS WAINER**. *Doctor en Ciencias Sociales (FLACSO), Magíster en Economía Política (FLACSO) y Licenciado en Sociología (UBA). Investigador adjunto del CONICET y del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO. Docente en cursos de grado y posgrado en la UBA, la UNSAM y la FLACSO. Sus últimos trabajos publicados formaron parte del libro “Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri” (Siglo XXI editores)*

LA COMPLEJA Y PROBLEMÁTICA RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ARGENTINA IMPLICÓ DOS CANJES, EN 2005 Y EN 2010. PARA ENTENDERLA, ES IMPRESCINDIBLE ANALIZAR LA TRAMA DE INTERESES QUE ATRAVESÓ A LOS DISTINTOS ACTORES INVOLUCRADOS EN EL PROCESO DE RENEGOCIACIÓN E IDENTIFICAR LOS PRINCIPALES FACTORES QUE POSIBILITARON EL “ÉXITO” DE LOS CANJES.

Los acreedores: el papel del FMI y los bonistas

Las primeras negociaciones por la reestructuración de la deuda comenzaron inmediatamente después de la declaración de la cesación de pagos a fines de 2001, ya que uno de los principales objetivos de la nueva gestión del presidente Duhalde era acordar con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para lograr apoyo externo y financiamiento para salir de la crisis. Para poder firmar un acuerdo con el FMI, la Argentina tenía que cumplir con la política de concesión de préstamos a países con atrasos, la cual requería que negociara de “buena fe” con sus acreedores. A pesar de ser una definición muy laxa y ambigua, esto implicaba que se debía iniciar el diálogo entre deudor y acreedor lo más tempranamente posible, que se compartiera la información económica más relevante y que se les permitiera a los acreedores realizar sugerencias sobre el plan de reestructuración de la deuda.

A diferencia de moratorias anteriores, en este caso los principales afectados por la cesación de pagos no eran los organismos multilaterales de crédito (cuya deuda se seguía pagando regularmente), ni otros gobiernos (con excepción de los créditos otorgados a través del Club de París), ni tampoco –directamente– los grandes bancos comerciales internacionales, sino aquellos individuos o instituciones que habían comprado bonos emitidos por el Estado argentino.

Tras el *default* de la Argentina, muchos bonistas se reunieron en distintas agrupaciones según su país de origen para manifestar y presionar por sus intereses. En 2004 se contabilizaban alrededor de veintidós agrupaciones de bonistas damnificados por el *default*, de países como Italia, los Estados Unidos, Alemania, Japón, Suiza y la propia Argentina. La agrupación extranjera que más cantidad de bonistas y mayor valor en bonos detentaba era la Task Force Argentina (de Italia), seguida por la Swiss Bankers Association (Suiza) y, en tercer lugar, por el Argentine Bondholders Committee (EE.UU.). Estas tres asociaciones representaban, en conjunto, un total de bonos por USD 33.500 millones, es decir, más del 40% de la deuda en *default*.

Sin embargo, la mayor agrupación de bonistas perjudicados por el *default* era la que representaba a los acreedores argentinos: la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default. Esta representaba los intereses de bonistas con tenencias por un valor total de USD 40.000 millones, es decir, casi la mitad de la deuda en *default*. Entre sus filas se encontraban las administradoras de fondos de jubilación y pensión (AFJP), las cuales poseían bonos por un valor aproximado de USD 16.000 millones, constituyendo el principal inversor institucional en bonos argentinos.

Le renegociación de la deuda y el canje de 2005

La primera propuesta de reestructuración y canje de la deuda pública fue lanzada por el gobierno argentino en septiembre de 2003 en Dubai, aunque la misma no prosperó. Consistía básicamente en una quita del 75% sobre el valor nominal de la deuda elegible (previa al 31 de diciembre de 2001), sin reconocimiento de los intereses devengados desde la declaración del *default*.

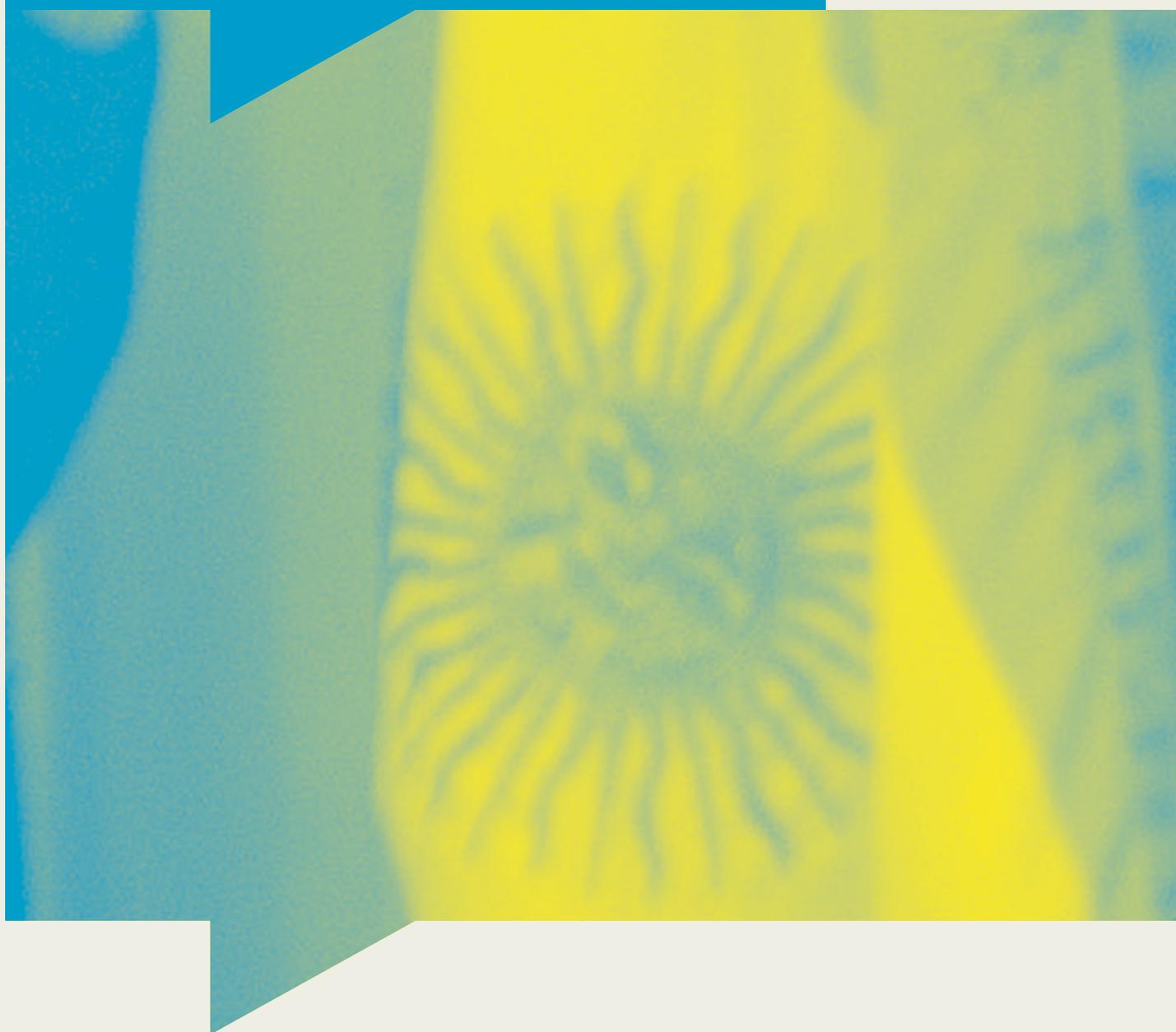
Los acreedores calificaron dicha propuesta como inaceptable. Si bien hubo algunas diferencias entre ellos, todos coincidieron en que la oferta argentina debía mejorar. Sin embargo, además de la oposición de los tenedores de bonos (locales y en el exterior), el canje propuesto sumó otro inconveniente: a principios de 2004 el juez neoyorquino Thomas Griesa dio curso a un juicio colectivo contra el país que unificaba todos los reclamos de los tenedores de bonos de una misma serie. En dicho marco, la renegociación de la deuda se prolongó más de lo previsto.

El Comité Global de tenedores de Bonos de la Argentina (GCAB, por sus siglas en inglés) y la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default de Argentina –que representaban en conjunto el 87% de la deuda en *default*– hicieron una contrapropuesta con una serie de demandas que incluían, entre otras cuestiones, que se reconociera la totalidad de los intereses vencidos desde el *default* de diciembre de 2001 hasta ese momento, que se incluyera un pago parcial en efectivo de estos y que se mantuviera la moneda y la legislación de los bonos originales.

En respuesta a estas demandas el gobierno argentino lanzó una nueva propuesta a fines de 2004, para la cual cosechó el apoyo de la mayoría de los gobiernos de la región, así como de buena parte de los representantes de los grupos económicos locales y de las empresas transnacionales radicadas en el país. La apertura del canje tuvo lugar el 14 de enero de 2005 y la oferta consistía en reestructurar cerca de USD 82.000 millones de la deuda declarada en *default* al 31 de diciembre de 2001 y de los intereses devengados y no pagados hasta esa fecha. En cambio, no se reconocían los intereses acumulados tras la cesación de pagos. La quita era del 75% sobre el valor nominal de la deuda, y se emitirían nuevos instrumentos por USD 41.800 millones (Discount, Par y Cuasipar) con fecha del 31 de diciembre de 2003, tras lo cual comenzarían a devengar intereses. Dos de los nuevos bonos serían emitidos en la moneda de origen (en pesos ajustados por el coeficiente de estabilización de referencia [CER], dólares, euros o yenes), en tanto el restante sólo sería emitido en pesos ajustados por el CER.

Además, el gobierno argentino se comprometió a emitir unidades ligadas al crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB). Es-

La renegociación de la deuda, tanto en lo que respecta al canje de 2005 como el de 2010, puede ser considerada como un proceso exitoso teniendo en cuenta que más del 92% de los acreedores aceptaron pérdidas a cambio de recomponer los pagos.



Tras el default de la Argentina, muchos bonistas se reunieron en distintas agrupaciones según su país de origen para manifestar y presionar por sus intereses. En 2004 se contabilizaban alrededor de veintidós agrupaciones de bonistas damnificados por el default, de países como Italia, los Estados Unidos, Alemania, Japón, Suiza y la propia Argentina.

tas significarían un pago extra a los tenedores de títulos argentinos en el caso de que se cumplieran tres condiciones: que el PIB fuera mayor que el del período base (año 2004); que la tasa de crecimiento del Producto fuera superior a la considerada como base, y por último, que no se hubiese alcanzado el tope de pagos definido en USD 0,48 por unidad emitida. A su vez, el gobierno argentino se comprometía a mantener un superávit primario de 2,7% del PIB durante los primeros años para poder enfrentar los vencimientos de capital e intereses de la deuda renegociada. Si bien la oferta fue rechazada por las autoridades del Comité Global de bonistas (GCAB), ello no impidió que culminara con un nivel de aceptación del 76,15%. Se canjearon USD 62.318 millones en títulos e intereses impagos al 31 de diciembre de 2001 por USD 35.261 millones de nueva deuda. Esto significaba una reducción en el endeudamiento externo por USD 27.057 millones; pero, de todas formas, la disminución de la deuda fue aún mayor porque no se reconocieron los intereses atrasados tras el *default* que acumulaban al 31 de diciembre de 2003 unos USD 20.730 millones.

La creciente liquidez en los mercados financieros internacionales y la adopción por parte del gobierno argentino de una meta del 50% de aceptación facilitaron el éxito de la negociación.

Además, se estableció que la diferencia entre los servicios que generaría la nueva deuda, en el caso de una aceptación total, con respecto a la efectiva, se destinaría hasta 2009 a la compra de los nuevos títulos emitidos, lo que los valorizaba.

Sumado a estos factores hubo un hecho decisivo que impulsó

el canje: el acuerdo previo alcanzado entre las AFJP y el gobierno. Dicho arreglo le aseguró al gobierno un importante piso de aceptación del canje (del orden del 17%), lo que ejerció presión sobre el resto de los acreedores. Una vez alcanzado el acuerdo con las AFJP, el gobierno buscó garantizar la reestructuración de los bonos en *default* que tenían los bancos, las compañías de seguros y los tenedores de los bonos surgidos a partir del plan Brady, que sumaban unos USD 12.000 millones adicionales.

La mayor parte del 24% de los bonistas que no ingresó al canje continuó actuando por la vía judicial, solicitando el embargo de activos estatales en el exterior y presionando a través del FMI para una solución más beneficiosa. Sin embargo, poco después del canje de deuda el Fondo reduciría significativamente su capacidad de incidencia en la política económica doméstica. Ello se debió a que, a finales de 2005 –tan solo unos días después de que hicieran lo propio las autoridades brasileñas–, el gobierno decidió cancelar la totalidad de la deuda que el país tenía con el FMI en forma anticipada (unos USD 9.600 millones). Cabe señalar que el pago anticipado coincidió con la estrategia del FMI para reducir su elevada exposición crediticia (además de Brasil y la Argentina, en ese tiempo también Rusia canceló anticipadamente su deuda con el FMI, a la vez que Turquía pagó buena parte de ella). Sin embargo, y pese a la mutua conveniencia, para la evolución económica del país fue un paso trascendente porque, de esa manera, se eliminaron importantes condicionamientos a la política económica.

La reapertura del canje en 2010

El conflicto agrario de 2008 y la irrupción de la crisis internacional generaron condiciones adversas en términos comerciales y financieros. En este contexto, el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner (CFK) buscó obtener recursos externos, y si bien logró colocar bonos por USD 2.000 millones –adquiridos en su totalidad por el gobierno de Venezuela–, la tasa que tuvo que pagar fue muy alta (15% anual).

La permanencia de USD 18.300 millones en *default* –que no habían ingresado al canje de 2005– limitaba las posibilidades de financiamiento externo público y privado. En este contexto, el gobierno buscó normalizar sus compromisos externos buscando un arreglo por los pasivos pendientes con el Club de París –por unos USD 6.700 millones– y preparando una reapertura del canje para fines de 2008. Sin embargo, la agudización de la crisis financiera internacional –con la caída de la banca de inversión Lehman Brothers– impidió que se concretaran estas iniciativas. En 2009, en un contexto de menor holgura externa y frente a elevados vencimientos de capital e intereses, la cartera de economía emprendió nuevas iniciativas para normalizar el endeudamiento, como fue el canje de préstamos garantizados. Se trataba del reemplazo de instrumentos financieros que se habían emitido en 2001 y vencían a fin de año, cuyos tenedores eran básicamente institucionales (sobre todo bancos comerciales y ANSeS post estatización de las AFJP).

Tras el traspasé del oficialismo en las elecciones legislativas de 2009, cobraron nuevo impulso las líneas que, dentro del propio partido de gobierno, buscaban una salida más abierta hacia el capital financiero. Bajo estas circunstancias, se decidió reabrir el canje de deuda para aquellos que no habían ingresado en 2005. Con este objetivo, el 22 de octubre de 2009 el ministro de Economía, Amado Boudou, firmó una carta de intención con tres bancos (Citibank N.A., Barclays Inc. y Deutsche Bank N.A.) para que fueran los operadores del nuevo canje. Por su parte, el Parlamento aprobó en tiempo récord la suspensión de la “ley cerrojo” (que inhabilitaba la reapertura del canje 2005).

Para ofrecer mayores garantías se creó el Fondo del Bicentenario, que habilitaba el pago de intereses de la deuda externa pública por USD 6.569 millones con reservas internacionales de libre disponibilidad del Banco Central. Dicho Fondo se creó a través de un decreto de necesidad y urgencia (DNU) que suscitó una inmediata puja entre el gobierno y la presidencia del Banco Central, que terminó con la renuncia de su titular.

La reacción de los tenedores de la deuda en *default* a la reapertura del canje fue diversa: mientras los bonistas argentinos estaban dispuestos a aceptar la oferta, sobre todo aquellos con títulos bajo ley argentina –ya que esta no era permisiva a las demandas realizadas por algunos de ellos hasta ese momento–, aquellos con tenencias bajo ley extranjera todavía podían esperar que el juez Griesa les diera una chance de cobrar el 100% de sus títulos. Por su parte, los tenedores institucionales (sobre todo bancos extranjeros) se mostraron sumamente favorables a la reapertura, en tanto los pequeños ahorristas extranjeros tenían posiciones ambivalentes.

El monto elegible en el nuevo canje eran USD 18.300 millones, correspondientes a USD 17.600 millones por el capital y el resto a intereses devengados e impagos. El mínimo de aceptación previsto por el gobierno era de 60%. La oferta incluía la ampliación de la colocación de dos bonos utilizados en el primer canje (Discount y Par) y se agregaba un nuevo título (Global 2017). Como en el caso del canje 2005, se volvían a entregar cupones PIB, pagaderos con las mismas condiciones que en el caso precedente, sin considerar los montos devengados por ese cupón desde 2005 hasta la fecha. El proceso se desarrolló en tres etapas. La primera, entre abril y mayo, estaba destinada a que adhirieran los grandes acreedores, los cuales ingresaron en su totalidad, canjeando tenencias por unos USD 9.300 millones. La segunda se inició en el mes de mayo y estaba dirigida a los ahorristas, principalmente los italianos, que eran mayoritarios entre los pequeños tenedores. Si bien el principal representante de estos bonistas (Nicola Stock, de la Task Force Argentina) desestimó la oferta, otorgó libertad de acción a sus representados. El 30 de junio los resultados preliminares de la segunda etapa indicaron el ingreso de unos USD 3.567 millones. Por último, la tercera etapa se completó en diciembre, cuando el gobierno nacional emitió una resolución que establecía la apertura al canje exclusivamente para los bonos Brady (que constituían tenencias por unos USD 330 millones), los cuales no habían podido ingresar antes al canje debido a una medida cautelar dictada por el juez Griesa.

Los nuevos bonos fueron emitidos con las mismas fechas y tasas que las de 2005 (con excepción del Global 2017) de acuerdo con las características que se detallan en el cuadro. Los bonos Par y Discount se emitieron en dólares, euros, yenes y pesos, aunque, a diferencia del canje 2005 –cuando alrededor de un tercio del total fue emitido en pesos–, en este caso casi el 100% de los instrumentos fue colocado en moneda extranjera.

Canjes 2005 y 2010 (millones de dólares corrientes)

CANJES	MONTO ELEGIBLE	MONTO CANJEADO	% INGRESADO	NUEVOS BONOS EMITIDOS	COLOCACIONES DEL CANJE	% DE QUITA*
Canje 2005	81.836	62.318	76,15%	Par	15.000	43,4%
				Discount	11.932	
				Cuasipar	8.329	
				Total	35.261	
Canje 2010	18.300	13.129	71,74%	Par	2.144	40,1%
				Discount	4.766	
				Global 17	957,5	
				Total	7.868	
TOTAL	81.836	75.447	92,2%	43.129		42,8%

*Sin contabilizar los cupones vinculados al PBI.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía y FFPP (Informes de la Deuda Pública), Documento técnico N° 26 de la Auditoría General de la Nación y comunicado de prensa del Ministerio de Economía y FFPP del 30/6/2010.

El canje reemplazó tenencias por USD 13.100 millones sobre un total de USD 18.300 millones elegibles, y arrojó un nivel de aceptación del 71,74%, sumando una quita del orden del 40% del valor nominal. Cabe aclarar que, al mismo tiempo, se emitieron nuevas unidades vinculadas al PIB por USD 12.057 millones, las que no fueron contabilizadas en las estimaciones oficiales por su carácter contingente. Completado el proceso de renegociación de la deuda en *default* que surge del segundo canje, la dimensión total de la reestructuración implicada en ambas operaciones indica que, sobre el total de USD 81.800 millones que estaban en *default* en 2005, se regularizaron tenencias por el 92,2%, por lo que el proceso argentino fue uno de los más grandes de la historia económica moderna. Si bien la quita en términos nominales superó el 40%, debe recordarse que no se considera en este cálculo la emisión de unidades vinculadas al PIB.

Al mismo tiempo, cabe señalar que existió a partir de 2007 una quita implícita como consecuencia de la subcotización de los bonos que se ajustaban al CER, medido a través del Índice de

Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC-GBA), que informaba el INDEC. A partir de ese año, este indicador comenzó a arrojar valores considerablemente inferiores a los de las direcciones de estadísticas provinciales y las consultoras privadas, además de ser inconsistentes con las tasas de variación de los datos de recaudación nacional. Este fenómeno explica que en el canje de 2010 casi no se hayan colocado bonos en pesos, cuando en 2005 representaron más de un cuarto de las emisiones. Si bien la modificación del índice de precios del INDEC reportó una disminución en el pago de los compromisos, esta fue más reducida que la aparente ya que se pagó de más por el cupón vinculado al PIB dada la sobreestimación implícita del crecimiento económico. Asimismo, es necesario mencionar el efecto perjudicial producido en la credibilidad de los datos oficiales, lo cual acarreó distorsiones significativas en las variables de la economía interna que dificultaron las negociaciones paritarias y alteró estadísticas sociales sensibles como la pobreza, la indigencia y el poder adquisitivo de los salarios.

El éxito de los canjes y sus límites

La renegociación de la deuda, tanto en lo que respecta al canje de 2005 como el de 2010, puede ser considerada como un proceso exitoso teniendo en cuenta que más del 92% de los acreedores aceptaron pérdidas a cambio de recomponer los pagos. Este resultado puede ser explicado por distintos factores, algunos de índole interna y otros de carácter externo. Entre los primeros se destaca el acuerdo que alcanzó el gobierno argentino con las AFJP, el acreedor institucional más importante en ese entonces. Entre los factores externos, están aquellos que se relacionan con la particular coyuntura del proceso, entre los cuales se destaca el temor que existía a que la crisis argentina se expandiera por “efecto contagio” a otros países como Brasil y Turquía, lo cual hubiese afectado de manera significativa a las finanzas mundiales y, particularmente, al FMI. También debe destacarse el ascenso de gobiernos progresistas en América latina, algunos de los cuales también encararon sus propios procesos de renegociación de deudas. Sin duda, el apoyo de la mayor parte de los países de la región a la posición argentina resultó un factor relevante para modificar las relaciones de fuerza con el capital de préstamo a nivel internacional, sobre todo con su principal representante, el FMI.

Pero acaso el rasgo estructural más relevante para explicar por qué la crisis de la deuda argentina no tuvo grandes repercusiones a nivel mundial haya sido que, a diferencia de otras crisis como la de comienzos de la década de 1980, en este caso los principales acreedores no eran los grandes bancos comerciales de los países centrales, ni tampoco los gobiernos extranjeros. Los cambios en el sistema financiero mundial hicieron que los bancos, en lugar de ser directamente los prestamistas, fuesen intermediarios, por lo cual no estaba en riesgo su propio capital. El grueso de la deuda pública externa estaba colocado en bonos adquiridos por una multiplicidad de inversores. Si bien una importante parte de la deuda correspondía a los organismos multilaterales de crédito (FMI, BM, BID), justamente esta fue la parte que se continuó pagando de forma regular. Esto permitió que el frente del capital de préstamo quedase fracturado y que los daños por el *default* argentino fuesen repartidos entre decenas de miles de inversores atomizados, muchos de ellos pequeños y medianos, quedando a resguardo las grandes instituciones financieras a nivel internacional.

Sin duda, el apoyo de la mayor parte de los países de la región a la posición argentina resultó un factor relevante para modificar las relaciones de fuerza con el capital de préstamo a nivel internacional, sobre todo con su principal representante, el FMI.

GRACIAS A ESTAS TRES OPERATORIAS DE DEUDA EXTERNA, LOS GRANDES CAPITALES PUDIERON RESGUARDAR SUS ACTIVOS EN EL EXTERIOR ANTES DEL COLAPSO INMINENTE DE LA CONVERTIBILIDAD. LA CONTRAPARTIDA FUE UN AUMENTO SIGNIFICATIVO DE LOS COMPROMISOS EXTERNOS DEL PAÍS.

EL ÚLTIMO INTENTO DE SALVAR LA VALORIZACIÓN FINANCIERA: EL “BLINDAJE”, EL “MEGACANJE” Y LOS “PRÉSTAMOS GARANTIZADOS”



por **MARIANO A. BARRERA**. *Licenciado en Ciencia Política (UBA), Magister en Economía Política con Mención en Economía Argentina (FLACSO) y Doctor en Ciencias Sociales (FLACSO). Es investigador asistente del CONICET y del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, donde también es docente. Entre sus principales publicaciones en libros y capítulos se encuentran: “La entrega de YPF: análisis del proceso de privatización de la empresa”, Cara o Ceca, 2014, y coautor del libro “Endeudar y fugar: un análisis de la historia económica argentina. De Martínez de Hoz a Macri”, Siglo XXI Editores*



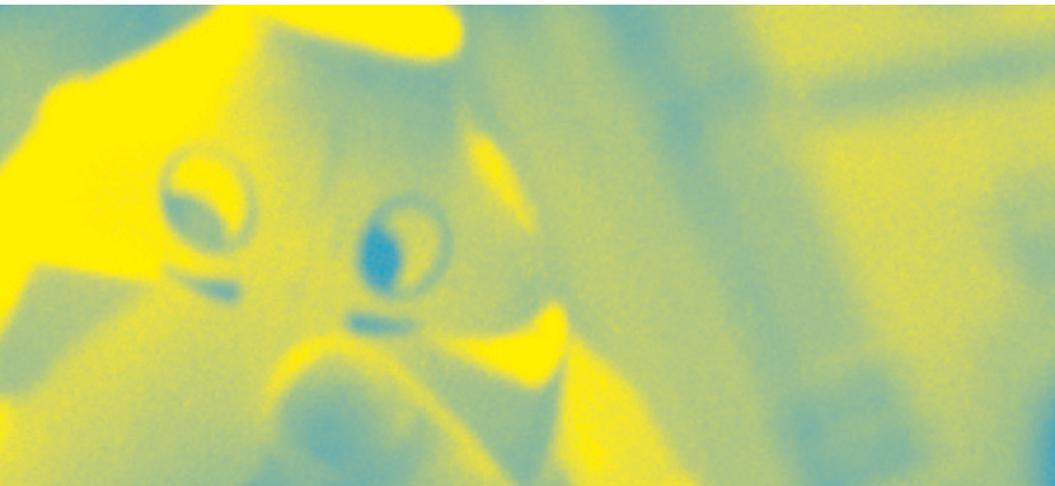
1.

Introducción

El proceso político económico neoliberal de la última dictadura cívico-militar dejó diversas secuelas en la Argentina que, cuatro décadas después, siguen calando hondo. Entre ellas se pueden mencionar: un aparato policial y represor en el que aún habitan prácticas institucionales constituidas bajo el régimen militar; un sistema judicial en el que todavía fijan sentencias jueces cómplices del genocidio; un proceso de desindustrialización y disgregación social que dejó una elevada heterogeneidad laboral y pobreza estructural aun luego de una década de elevado crecimiento, y un endeudamiento externo que durante el patrón de acumulación de valorización financiera del capital fue funcional a los sectores dominantes y que fue una de las causas de la mayor crisis económica de la historia argentina en 2001.

En este marco, el presente artículo tiene por objetivo analizar los años finales del patrón de acumulación de valorización financiera. Más precisamente, se indaga sobre las tres últimas operatorias de deuda externa que aumentaron fuertemente los compromisos externos del país y que les permitieron a los grandes capitales locales conseguir las divisas necesarias para resguardar sus activos en el exterior antes del colapso de la convertibilidad: el “blindaje”, el “megacanje” y los “préstamos garantizados”.

En realidad, el “blindaje” estaba conformado por un conjunto de promesas de refinanciaciones futuras de los títulos públicos, pero no era una solución concreta a los problemas de endeudamiento que presentaba la economía argentina.



2.

El contexto político-económico

Durante los años finales de la convertibilidad se aplicaron una serie de medidas que buscaron evitar el colapso del patrón de acumulación, pero en realidad solo aceleraron su agotamiento. El diagnóstico del gobierno de la Alianza atribuyó la crisis económica iniciada en 1998 al elevado “costo argentino” (principalmente, el salarial), al excesivo gasto estatal y a que el país estaba recibiendo los coletazos de una crisis financiera externa; de allí que, para mantener la convertibilidad, las políticas del gobierno buscaron fijar un nivel más reducido de la ocupación y del salario, eliminar el déficit del Estado y refinanciar los pasivos externos del país.

En un patrón de acumulación que dependía de los capitales externos para sobrevivir, la crisis del sudeste asiático en 1997 y la devaluación de Brasil al año siguiente, aceleraron la fuga de capitales locales y complicaron las posibilidades de conseguir financiamiento externo. En este escenario asumió el gobierno De la Rúa (diciembre de 1999 a diciembre de 2001), quien, luego de designar a José Luis Machinea, un representante de los grupos locales, al frente de la cartera económica, en marzo de 2001 convocaría a López Murphy, vinculado al capital financiero. Luego de su intento de recorte de presupuesto a la educación pública y la suba de impuestos, el nuevo ministro fue reemplazado a las dos semanas por Domingo Cavallo, quien expresaba los intereses tanto del capital financiero internacional como de los grupos locales.

Las políticas de recorte del gasto público (“déficit cero”), la disminución del 13% a asalariados del sector públicos y jubilados, la reducción de aportes patronales (a cuenta del IVA), tenían como finalidad recuperar la “confianza del mercado” a partir de una distribución del ingreso en contra de los trabajadores, asumiendo que el cambio de expectativas impactaría en una reducción de tasas de interés, un incremento de la demanda agregada, la recuperación del gasto público y, de este modo, se podría afrontar el pago de los intereses de la deuda externa.

No obstante, estas políticas solo agudizaron aún más la crisis del patrón de acumulación vigente. Esta situación fue percibida por las fracciones del capital que comenzaron a proyectar distintas salidas (la dolarización o la devaluación de la moneda) ante la inminencia de la ruptura del régimen económico, marcando el resquebrajamiento del bloque de poder que había sostenido la valorización financiera. Ante la exacerbación de la fuga de capitales, el gobierno salió a buscar una mayor asistencia financiera de los organismos multilaterales de crédito y procuró reestructurar parcialmente la deuda pública. Estas políticas no solo no evitaron el colapso del régimen, sino que incrementaron significativamente el endeudamiento del sector público en el largo plazo. De este modo, nada de ello sirvió para salvar el régimen de convertibilidad e impedir que la Argentina cayera en el default más grande de su historia.

3.

Los intentos de salvar la convertibilidad: el “blindaje”

En el marco económico analizado, a finales del año 2000 el gobierno de la Alianza anunció que había llegado a un acuerdo por un nuevo préstamo externo que, eufemísticamente, denominaron “blindaje financiero”, tratando de presentarlo ante la sociedad como el evento que permitiría “blindar” al país ante el “adverso escenario externo”.

Este acuerdo consistió en la garantía de fondos externos por unos 39.700 millones de dólares, necesarios para ejecutar el pago de los vencimientos de capital e intereses de la deuda externa durante los años 2001 y 2002. Sin embargo, los alcances reales del “blindaje” distaron mucho de lo que comunicó el gobierno de la Alianza.

Son diversos los motivos que explican su escaso impacto positivo. En primer lugar, la mayor parte de los créditos acordados estaba condicionada a la concreción de diversas metas por parte del gobierno, quien asumía que el cambio de expectativas de los agentes ante el “blindaje” permitiría cumplir las metas fijadas y posibilitaría reactivar la economía. En segundo lugar, buena parte de los préstamos acordados con los organismos multilaterales de crédito no eran nuevos, sino que se estaban tramitando previamente. En efecto, el FMI aportó 13.700 millones de dólares al “blindaje”, pero casi la mitad (6.700 millones) era una ayuda comprometida con anterioridad a este acuerdo. Algo similar sucedió con el BID y el Banco Mundial, que entre ambas entidades aportaron 5.000 millones de dólares. Finalmente, los bancos multinacionales y las administradoras de fondos de jubilación y pensión (AFJP) habían acordado otros 20.000 millones de dólares, pero, en rigor, parte de la propuesta no significaba ingreso de dólares al país sino refinanciamiento de títulos. En este sentido, las entidades internacionales ofrecieron 7.000 millones de dólares en concepto de canje de títulos que vencían –proceso que se había repetido ya a lo largo de la década de los noventa– y las AFJP se comprometieron a absorber 3.000 millones de dólares en títulos públicos. En síntesis, el único crédito enteramente novedoso era el ofrecido por el gobierno de España, por una suma de 1.000 millones de dólares.

En realidad, el “blindaje” estaba conformado por un conjunto de promesas de refinanciaciones futuras de los títulos públicos, pero no era una solución concreta a los problemas de endeudamiento que presentaba la economía argentina. A su vez, determinó la adopción de endeudamiento de corto plazo que redundó en un incremento en los vencimientos de capital a partir de 2001 y dio lugar a un recrudescimiento muy significativo de la fuga de capitales locales al exterior, todo lo cual condujo a una rápida elevación del riesgo país ante la certidumbre de una cesación de pagos.



El “megacanje”

El fracaso del “blindaje” obligó al gobierno a iniciar nuevas negociaciones con el capital financiero. Así, a mediados de 2001 se acordó el denominado “megacanje”, cuyo objetivo era reestructurar la deuda en títulos en manos tanto de capitales nacionales como extranjeros y que comprometió cerca de 30.000 millones de dólares (casi el 24% del total de la deuda del sector público nacional). Esta renegociación voluntaria de la deuda fue una propuesta de los bancos acreedores, encabezados por David Mulford, y su objetivo central era extender los plazos de vencimiento, así como reducir la carga financiera que implicaba el pago de intereses en el corto plazo, mediante el canje de los títulos públicos, en pesos y en dólares. El “megacanje” implicó la emisión de cinco nuevos bonos, solo uno en moneda local (Global 2008, por el equivalente a 931 millones de dólares), por el cual el gobierno argentino se comprometía a pagar en pesos o en dólares las amortizaciones y el pago de intereses de

Estos magros resultados escondían buena parte del verdadero significado del “megacanje”: una colosal multiplicación de la deuda pública que hipotecaba el futuro de la economía argentina.

dicho título a una paridad entre el peso y el dólar de uno a uno, independientemente del tipo de cambio prevaleciente en el mercado. Por su parte, los restantes bonos tenían plazos de vencimiento para 2006, 2008, 2018 y 2031. El título con vencimiento en el 2008 pagaba una tasa del 7% entre 2001 y 2004 y luego se elevaba hasta el 15,5%. A su vez, los dos restantes, si bien no pagaban intereses durante los primeros cinco años, permitían acumularlos a una tasa de capitalización muy elevada.

En definitiva, los instrumentos emitidos implicaron la colocación de una deuda nominal de 29.232 millones de dólares y el rescate de títulos públicos por un valor de 27.022 millones de dólares, lo que significó un incremento de la deuda pública nominal de 2.210 millones de dólares. Este costo (sumado al de las comisiones pagadas a los bancos, públicos y privados, que hicieron las ofertas) tenía como “premio” la reducción en el pago de compromisos en el período 2001-2005 del orden de los 13.670

millones de dólares, además de lograr la extensión de la vida promedio de la deuda en 3,7 años.

Estos magros resultados escondían buena parte del verdadero significado del “megacanje”: una colosal multiplicación de la deuda pública que hipotecaba el futuro de la economía argentina. Una vez superado el período 2001-2005, el crecimiento de los compromisos sería exponencial, ya que la proyección de pagos hacia 2031 incrementaba el valor presente neto (VPN) de la deuda pública en 52.171 millones de dólares, por las nuevas tasas de interés más elevadas y por la acumulación de mayores vencimientos de capital desde 2006.

En consecuencia, si bien se lograba una reducción en los pagos de intereses durante los primeros años, el “megacanje” no permitió solucionar las necesidades de financiamiento del gobierno argentino en el corto plazo y agravó el impacto de la deuda externa en el largo plazo.

Los “préstamos garantizados”

Como era de esperar, el “blindaje” y el “megacanje” no permitieron paliar la crítica situación del país, en la medida en que las dificultades financieras se montaban sobre una crisis de la economía real.

De este modo, a finales de 2001 el gobierno realizó una nueva renegociación de los vencimientos de corto y mediano plazo, que estuvo dirigida a los bancos locales y a las AFJP, que canjearon 42.345 millones de dólares en títulos públicos por préstamos que fueron garantizados con ingresos tributarios (“impuesto al cheque”). El mecanismo elegido les daba una ventaja considerable a los bancos radicados en el país dado que son los encargados de retener el impuesto a los contribuyentes, por lo que tenían garantizado el cobro del préstamo con los flujos mensuales del tributo. Naturalmente, esto generó elevados incentivos a los bancos domésticos para ingresar en estos nuevos préstamos. La garantía de estos préstamos con recursos fiscales no fue un hecho menor, ya que dichos préstamos no ingresaron al default tras la devaluación de la moneda a comienzos de 2002.

El objetivo también se centró en “patear” hacia adelante los vencimientos del capital (con un período de gracia de tres años para el pago de amortizaciones) y en aminorar la carga de intereses en el corto plazo. Dentro de este esquema, de los 42.345 millones de dólares canjeados, 23.544 millones correspondían a títulos que habían sido emitidos cinco meses antes en el “megacanje”. Pese a este elemento, estas medidas no permitieron reducir el horizonte de vencimientos que poseía la Argentina que, tras el canje por los préstamos garantizados, era aún muy significativo como consecuencia no solo de los títulos públicos no renegociados, sino también de los vencimientos con los organismos multilaterales de crédito. Estos alcanzaban los 24.600 millones de dólares en 2002, 17.100 millones en 2003 y 13.200 millones en 2004.

En realidad, el “blindaje”, el “megacanje” y los “préstamos garantizados” posibilitaron continuar con el ciclo de remisión de divisas al exterior. En tal sentido, no parece ser un dato aislado que la fuga se intensificara en el primer trimestre de 2001, a posteriori de que el gobierno acordara el “blindaje” financiero, y que tuviera un nuevo auge a mediados de 2001, luego del “megacanje”.

4.

La fuga de capitales y el ocaso de la valorización financiera

En realidad, el “blindaje”, el “megacanje” y los “préstamos garantizados” posibilitaron continuar con el ciclo de remisión de divisas al exterior. En tal sentido, no parece ser un dato aislado que la fuga se intensificara en el primer trimestre de 2001, a posteriori de que el gobierno acordara el “blindaje” financiero, y que tuviera un nuevo auge a mediados de 2001, luego del “megacanje”.

De este modo, las transferencias de divisas realizadas en 2001 alcanzaron a 29.913 millones de dólares, de las cuales el 87,3% (26.118 millones) fueron realizadas por empresas a través de 53.988 operaciones (el 55,2% de la cantidad total), mientras que el 12,7% (3.795 millones de dólares) restante fue girado al exterior por personas físicas mediante 43.320 operaciones (el 44,8% del total). Ese proceso, a su vez, tuvo un elevado grado de concentración: solo diez empresas (que representan el 0,04% de las 7.015 que realizaron giros de divisas al exterior) concentraron prácticamente el 35% del monto total remitido por el conjunto de las firmas, mientras que las cincuenta compañías de mayores transferencias (el 0,7% del total de las empresas involucradas) concentraron casi el 60% del monto de divisas transferidas durante el 2001.

En suma, este proceso de intensas negociaciones por parte del gobierno con los acreedores externos, con el objetivo de garantizar el flujo de fondos del exterior para que los grandes grupos locales pudieran fugar sus activos estirando al máximo la vigencia de la convertibilidad, cuando todos los indicadores de la economía real indicaban que era insustentable, fue la expresión más palpable de la reconfiguración de las funciones

del Estado en virtud de satisfacer los intereses *directos* de los sectores dominantes. Como señalara Eduardo Basualdo en su trabajo “Sistema político y modelo de acumulación en la Argentina” (FLACSO-IDEP, 2002): “A medida que se profundiza la valorización financiera queda socialmente cada vez más claro que la función prioritaria del Estado [en materia económica] es únicamente asegurar el flujo de capitales y que la supuesta desregulación económica es, en lo fundamental, una transferencia al capital dominante del control sobre vastos espacios económicos”.

Como consecuencia de la insolvencia del sistema financiero y de una economía “dolarizada”, los mandatos de De la Rúa como presidente de la Nación y de Cavallo como ministro de Economía culminaron con el denominado “corralito” que inmovilizó los depósitos que los ahorristas tenían en los bancos. Así, la crisis político-económica finalizó en los sucesos del 19 y 20 de diciembre que generaron un saldo de 38 manifestantes muertos a manos de la represión policial. Visto en perspectiva histórica, la dinámica que adoptó la fase final del patrón de acumulación sustentado en la “valorización financiera y el ajuste estructural” mantuvo su correlato con los pilares ideológicos con los que se erigió dicho modelo económico y el modo de intervención estatal, que fue sintetizado por Martínez de Hoz en la frase “achicar el Estado es agrandar la Nación”. La profundización del proceso de desarticulación de la faceta interventora o regulatoria (en términos sociales y económicos) del aparato estatal, originada en 1976, redundó en que, en las instancias de desintegración del patrón de acumulación, la respuesta ante la sociedad de este Estado “achicado” –o reconfigurado– se expresara en su fase más primigenia, en su fase coercitiva.



LA FUGA DE CAPITALS EN LA CRISIS DE LA CONVERTIBILIDAD

LAS REFORMAS PROMERCADO IMPLEMENTADAS EN LA DÉCADA DE 1990 REDUJERON NOTABLEMENTE EL ESPACIO DE NEGOCIOS EN LA ARGENTINA. SUMADO AL CARÁCTER CÍCLICO DE LA ECONOMÍA NACIONAL BASADO EN LA RESTRICCIÓN EXTERNA, LA INESTABILIDAD MACROECONÓMICA CONDUJO A UNA TENDENCIA A LA DOLARIZACIÓN Y FORMACIÓN DE ACTIVOS EXTERNOS COMO FACTORES ESTRUCTURALES DE LA ECONOMÍA DOMÉSTICA.

por **MATÍAS KULFAS**. *Economista. Profesor de Desarrollo Económico en la Escuela de Economía y Negocios de la UNSAM y de Estructura Económica Argentina en la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA. Director de Idear Desarrollo*



CERRADO

El carácter estructural de la dolarización de portafolios y las fugas de capitales en la Argentina

La Argentina se integró tempranamente al proceso de globalización financiera. Desde mediados de la década de 1970, por una combinación entre los cambios en el escenario internacional, la inestabilidad macroeconómica doméstica, los procesos de apertura comercial y financiera (1976-1977) y fuerte concentración económica, el fenómeno de la fuga de capitales se presentó con mayor recurrencia en nuestra economía.

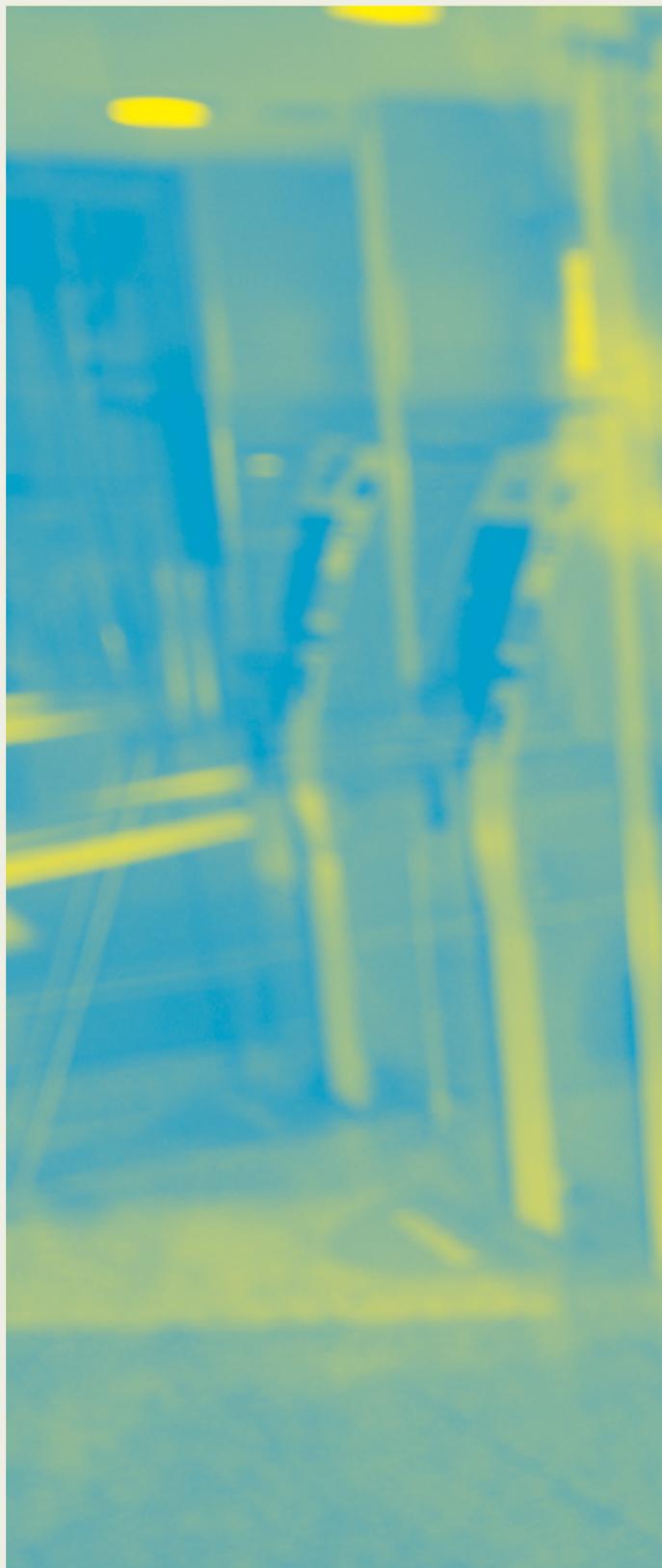
Este proceso posee varias aristas que deben ser analizadas con cierto detalle. Se trata, por un lado, de la salida de divisas, tanto de origen legal como ilegal, que procura poner capitales a resguardo de cambios en la política económica, operando, en muchas ocasiones, como profecía autocumplida (la corrida sobre el mercado de cambios genera pérdidas en las reservas del Banco Central, obligando a las autoridades económicas a implementar o convalidar devaluaciones, políticas de ajuste con caídas del nivel de actividad y pérdidas patrimoniales y de ingresos). Es también el reflejo de la existencia de mercados dolarizados, particularmente el mercado inmobiliario, donde, sumado a la volatilidad macroeconómica que ha caracterizado a la Argentina de las últimas décadas, la propensión al ahorro de sectores de ingresos medios que aspiran a acceder a la vivienda se traduce en una tendencia a la dolarización de sus ahorros. Más aún, la vivienda se ha presentado como una reserva de valor y muchos inversores, pequeños o medianos, incluyen estas inversiones en sus portafolios.

Para completar esta descripción, vale adicionar dos elementos: a) el considerable proceso de internacionalización que posee la estructura productiva argentina, caracterizada por la fuerte pre-

sencia de filiales de corporaciones transnacionales y de grandes firmas y grupos económicos nacionales que operan de manera internacionalizada; b) los considerables niveles de economía no registrada (estimada en 30-40% del total según diferentes cálculos), no atribuible específicamente a economías de subsistencia sino a sectores donde la evasión fiscal constituye una fuente importante de rentabilidad. Estos sectores manejan considerables volúmenes de recursos que deben ser administrados por afuera de los canales formales y, por ende, movilizan recursos en efectivo, buena parte de lo cual se administra en dólares como moneda de resguardo. En términos más amplios, el empresario argentino –el grande, pero también algunos de segmentos pequeños y medianos– dolariza su tasa de ganancia y, por ende, realiza su ganancia en dicha moneda.

Como se puede entonces apreciar, la economía argentina opera con importantes niveles de dolarización y este fenómeno se acentúa en momentos de mayor incertidumbre y crisis, pero tiene bases estructurales. La historia de las últimas tres décadas muestra que han sido muy pocos los períodos de repatriación neta de capitales, es decir, cuando las ventas de divisas por parte de residentes basados en motivos no atribuibles a comercio, cobros de servicios o movimientos de capitales no especulativos, superaron a las compras. Podemos encontrar solo dos momentos, en ambas ocasiones en fases de recuperación tras el fin de severas crisis económicas y financieras: 1991-1992 y 2004-2005. Bajo este prisma es necesario analizar el fenómeno de la fuga de capitales en la Argentina, no con un enfoque centrado exclusivamente en las corridas previas a (o causantes de) crisis financieras, ni solo como reflejo de la existencia de movimientos ilegales.

La historia de las últimas tres décadas muestra que han sido muy pocos los períodos de repatriación neta de capitales, es decir, cuando las ventas de divisas por parte de residentes basados en motivos no atribuibles a comercio, cobros de servicios o movimientos de capitales no especulativos, superaron a las compras.



Las fugas de capitales durante la Convertibilidad

El régimen de convertibilidad implementado a partir de 1991 fue un instrumento de política económica de fuerte rigidez y pérdida de grados de libertad, atribuible a un contexto inicial de suma inestabilidad, tras dos episodios hiperinflacionarios (en 1989 y 1990). Su éxito inicial en términos de estabilización terminó transformándose en un verdadero yunque que limitó las posibilidades de crecimiento.

Las reformas estructurales promercado promovieron fuertes ingresos de capitales externos que se dirigieron, en primera instancia, a la adquisición de participaciones en diferentes empresas públicas privatizadas entre 1989 y 1993. Finalizada dicha etapa, se produjeron nuevas oleadas de ingresos de capitales orientadas a ampliar las inversiones en dichas firmas y también sobre algunas ramas manufactureras (automotriz y químicos), en servicios y grandes cadenas comerciales y en actividades extractivas (petróleo y minería). Se trató de un período donde se produjo una fuerte oleada de compraventa de firmas, caracterizado por la adquisición de cerca de 1.000 posiciones accionarias donde, fundamentalmente, inversores transnacionales compraron participaciones de grandes empresas nacionales, e incluso adquirieron grupos económicos locales enteros.

Se produjo un fenómeno ciertamente paradójico: mientras tenía lugar una de las mayores oleadas de ingresos de capitales extranjeros hacia la Argentina de todo el siglo XX, la balanza de pagos comenzaba a mostrar cada vez mayores necesidades de financiamiento externo. Por cada dólar de ingreso de inversión extranjera directa (IED) había aproximadamente otro dólar que era atesorado por residentes argentinos, sea en cuentas bancarias en el exterior, en otras inversiones fuera del país o, sencillamente, en dólares billete fuera del circuito bancario y el mercado de capitales.

El régimen macroeconómico combinaba rigideces e inconsistencias, pero su éxito en el control de la inflación, traducido en el éxito político que había hecho viable la reforma constitucional de 1994 y la reelección de Carlos Menem en 1995, hizo que la dirigencia política clausurara la posibilidad de implementar alternativas superadoras. Incluso en 1999, en vísperas del recambio presidencial, los tres candidatos con mayores posibilidades hicieron declaraciones públicas a favor del sostenimiento de dicho régimen económico.

La cuenta corriente presentó saldos negativos y crecientes, los cuales debían ser compensados con ingresos de capitales privados. Pero, como señalamos en párrafos anteriores, al tiempo que crecían los ingresos de IED, también se acumulaban mayores salidas de capitales por parte de residentes. Como mostramos

en un trabajo anterior (“El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas”, CEPAL, Santiago de Chile, 2001. https://www.academia.edu/30030843/_2001_El_impacto_del_proceso_de_fusiones_y_adquisiciones_en_Argentina_sobre_el_mapa_de_grandes_empresas._CEPAL), las grandes firmas y grupos económicos nacionales vendían sus empresas y se refugiaban en actividades primarias o en su negocio principal, sin observarse nuevas inversiones de envergadura en la economía real con el producido de dichas ventas. Antes bien, mantenían dicha riqueza líquida en activos externos fuera del sistema financiero doméstico. A modo de ejemplo, 11 grupos económicos nacionales obtuvieron US\$ 6.750 millones por la venta de empresas y participaciones accionarias entre 1992 y 1999, pero solo destinaron US\$ 1.020

millones a la adquisición de otras firmas o participaciones. Al mismo tiempo, el régimen de convertibilidad obligaba al Banco Central a mantener un elevado nivel de reservas para garantizar la paridad con la base monetaria. Con una cuenta corriente negativa y un saldo de capitales privados equilibrado, pero con tendencia negativa, fue el sector público el que debió salir a endeudarse en moneda extranjera, no solo para cubrir su propio déficit (para el cual habría podido recurrir a emisiones de deuda en moneda doméstica), sino para contribuir a sostener el nivel de reservas y garantizar la regla de convertibilidad. El régimen llevaba entonces a incrementar los niveles de endeudamiento externo por encima de límites prudenciales. La situación se complicó aún más cuando la Argentina ingresó en un largo proceso recesivo que a la postre se transformaría en

El año 2001 registró tres grandes oleadas de fugas de capitales. La primera tuvo lugar entre febrero y marzo, y la segunda en agosto. El gobierno las afrontó cediendo reservas y con los ingresos de divisas obtenidos del exterior. La tercera oleada fue en el mes de noviembre y terminó en el denominado “corralito”, implementado el 30 de noviembre, como reflejo del agotamiento de la capacidad de fuego para resistir la corrida.

la crisis terminal de la Convertibilidad. Comenzó a mediados de 1998 y fue inicialmente atribuida a los coletazos de la crisis financiera en el este asiático. Cuando Brasil devaluó su moneda, a comienzos de 1999, la situación parecía ya no tener retorno: a las tensiones externas se les sumaría, ahora, la agudización del desequilibrio con nuestro principal socio comercial. Pero el problema era más amplio y reflejaba una crisis en la economía real que excedía ampliamente las coyunturas particulares y las dificultades para refinanciar los vencimientos de deuda. El proceso de apertura comercial y financiera, sumado al atraso cambiario, había mermado notablemente la capacidad de producción industrial, reduciendo los niveles de integración productiva y avanzando en procesos de desarme de redes de proveedores y sustitución de eslabonamientos locales por importaciones. Se

trató de un pasaje desde esquemas productivos a meros ensamblajes. En tal sentido, la reestructuración sectorial tuvo características diferentes a la desindustrialización del período Martínez de Hoz (1976-1981). Si en aquella ocasión la nota dominante había sido el cierre de cerca del 20% de los establecimientos fabriles, en esta etapa las firmas industriales reaccionaron con estrategias defensivas que les permitieron sobrevivir, solo que con grados muy inferiores de producción e integración de partes y piezas nacionales y, naturalmente, con mucho menos empleo que en el pasado (sobre el tema, recomiendo la excelente descripción de este proceso que hicieron Bernardo Kosacoff y Adrián Ramos en *Cambios contemporáneos en la estructura industrial argentina (1975-2000)*, UNQ, 2001).

En el campo, el panorama tampoco era bueno. Si bien en esta etapa se gestó el cambio tecnológico que permitió el gran salto productivo de la soja de los 2000, los precios internacionales no acompañaron las expectativas de los productores, los cuales habían tomado deudas con el Banco Nación y otras entidades, y terminaron dicha década fuertemente endeudados, con la mitad de los campos hipotecados y padeciendo el atraso cambiario y bajos precios internacionales (véase al respecto el análisis de Roberto Bisang, "El desarrollo agropecuario en las últimas décadas: ¿volver a crear?", en *Crisis, recuperación y nuevos dilemas. La economía argentina 2002-2007*, editado por Bernardo Kosacoff, CEPAL, Oficina Buenos Aires, en 2008).

La Convertibilidad mostraba claras señales de agotamiento, pero los riesgos políticos hacían que la dirigencia política se aferrara a su continuidad. Si la formación de activos externos ya estaba presente antes del inicio del proceso recesivo, la situación se agudizó tras el inicio de la crisis. Entre 1992 y 1999, el déficit de la cuenta corriente fue financiado con ingresos de capitales externos. Pero mientras entre 1992 y 1994 el sector privado aportaba cerca de US\$ 8.600 millones netos al año, entre 1995 y 1999 dicho saldo se redujo a la mitad y la fuga de capitales se triplicó. Entre 2000 y 2001 la situación cambió por completo: los ingresos de IED (US\$ 7.500 millones) no pudieron compensar el alza en la fuga de capitales (US\$ 6.200 millones al año) y la reversión del ingreso de capitales especulativos (ver el análisis realizado por quien escribe junto a Martín Schorr: "La deuda externa argentina. Diagnóstico y lineamientos propositivos para su reestructuración", Fundación OSDE, Buenos Aires, 2003. https://www.academia.edu/30542906/_2003_La_deuda_externa_argentina._Diagnóstico_y_lineamientos_propositivos_para_su_reestructuración). Los grandes inversores nacionales tenían poco para apostar al sostenimiento de la convertibilidad, y su riqueza estaba bien resguardada en activos líquidos o en inversiones en sectores primarios. La contrapartida de este proceso fue el incremento del endeudamiento externo público, para compensar esta salida de recursos privados.



La crisis de 2001

El recambio presidencial de fines de 1999 no trajo mayores novedades a la ya crítica situación de inicio. El nuevo gobierno se aferró a la continuidad del régimen macroeconómico y procuró mejorar las condiciones para refinanciar los vencimientos de deuda en moneda extranjera. Incluso entre los miembros del nuevo equipo económico que estaban convencidos de la necesidad de salir de la convertibilidad, reinaba el escepticismo debido a las restricciones políticas imperantes, y apostaban a una mejora en los términos de intercambio que permitiera ganar mayores grados de libertad para instrumentar una salida menos traumática, mejora que llegaría muchos años después.

La recesión iniciada a mediados de 1998 continuó en 1999 y 2000, años en los cuales el PIB cayó cerca de 5% acumulado. En marzo de 2001 asumió Domingo Cavallo como ministro de Economía e intentó nuevas refinanciaciones de deuda y medidas para estimular una recuperación económica que no tuvieron efecto. Por el contrario, se acentuaron los niveles de desconfianza y creció la tensión social con una clara desmejora en el desempleo y la pobreza. La concreción del “Megacanje” de deuda, a mediados de 2001, convalidando tasas de interés mucho más elevadas, fue otra señal de que el régimen macroeconómico tendría pocas chances de perdurar.

La fuga de capitales se intensificó, profundizando los procesos de años anteriores. Para su análisis, vale recordar que en febrero del 2002 se formó, en el ámbito de la Cámara de Diputados, una comisión especial investigadora sobre el proceso de fugas de capitales del año 2001, la cual fue presidida por Eduardo Di Cola, e integrada por diputados de diferentes fuerzas políticas, tales como Graciela Ocaña, Carlos Raimundi y Manuel Baladrón, entre otros. Sus conclusiones fueron incluidas en un informe que incorporó la vasta información compilada durante el año de funcionamiento, donde tuve la oportunidad de actuar como asesor (a su vez, el informe fue publicado en un libro titulado *Fuga de divisas en la Argentina*, Siglo XXI Editores, Buenos Aires, 2005).

Algunos de los datos relevados muestran que el año 2001 registró tres grandes oleadas de fugas de capitales. La primera tuvo lugar entre febrero y marzo, y la segunda en agosto. El gobierno las afrontó cediendo reservas y con los ingresos de divisas obtenidos del exterior. La tercera oleada fue en el mes de noviembre y terminó en el denominado “corralito”, implementado el 30 de noviembre, como reflejo del agotamiento de la capacidad de fuego para resistir la corrida. La convertibilidad había fijado una paridad cambiaria según la cual las reservas internacionales equipararían a la base monetaria, pero al mismo tiempo, el Banco Central había facilitado y estimulado la dolarización del sistema bancario. Empresas y familias se habían acostumbrado a tomar deudas en moneda extranjera y depositar dólares

(o “argendólares”) en los bancos. Una vez que se masificó la desconfianza, a la salida de grandes capitales se sumó la de pequeños y medianos ahorristas, hasta que el gobierno dispuso la imposibilidad de retirar dinero de los bancos y la convertibilidad terminó, de la peor manera posible.

La base de datos generada en la mencionada comisión permitió registrar el movimiento de 2 de cada 3 dólares que salieron de la economía argentina durante 2001. Dos bancos privados explicaron la mitad de las salidas de divisas correspondientes a personas físicas. Uno de ellos, de larga trayectoria en el país, operó como una verdadera ventanilla para la fuga de capitales. En cuanto a las empresas, las primeras 100 firmas –ordenadas de acuerdo con los montos transferidos al exterior– explicaron nada menos que el 70% del total de divisas que salieron durante 2001. Las principales firmas de la cúpula empresarial estuvieron naturalmente a la cabeza, muchas de las cuales mostraban esa supuesta dualidad entre negocios ruinosos y sobreendeudamiento con el exterior, pero en forma concomitante a la acumulación de activos externos: fenómeno similar al de la última dictadura militar. En esta ocasión, vale recordarlo y reconocer a las autoridades que condujeron al país tras el colapso de la Convertibilidad, no hubo seguros de cambio que terminaran magnificando la acumulación de riquezas a expensas del Estado argentino.

Cabe destacar que semejante movimiento de recursos tuvo lugar literalmente delante de las narices de las autoridades económicas y organismos de control. Todas estas operaciones fueron legales, más allá de si el origen de los fondos lo era o no. El Banco Central no puso límite alguno a este proceso que generó un reparto fuertemente inequitativo de la crisis: mientras aquellos que retiraron sus depósitos y activos del país y los pusieron a resguardo en cuentas en el exterior obtuvieron una fuerte recompensa, resguardando el valor en dólares de sus activos y pudiendo luego valorizarlos tras la devaluación de comienzos de 2002, quienes permanecieron en el sistema padecieron las consecuencias de la grave crisis económica y social y del denominado “corralito” (si bien, en este último aspecto, el Estado terminó a la postre rescatándolos parcialmente, asegurando, mediante diferentes normas sancionadas durante el gobierno de Duhalde, el pago en moneda local de los depósitos más una ganancia del 40% y la actualización según el índice de inflación).

Lo que sobrevino a ese momento fue una de las páginas más difíciles de la historia económica argentina: tasas de desempleo y pobreza en máximos históricos (22% de desempleo en mayo de 2002 y 54% de personas bajo la línea de pobreza en octubre de ese mismo año), bancos cerrados, interrupciones en la cadena de pagos, cierres de empresas y una caída cercana al 25% en el PIB, donde recién en 2005, tras 3 años consecutivos de crecimiento, se logró recuperar el nivel de 1998.



Conclusión

El proceso de fuga de capitales del año 2001 fue el punto de cierre de un largo proceso de crisis caracterizado por el bajo dinamismo económico y el debilitamiento de las capacidades productivas, tecnológicas y del empleo. Reflejó las dificultades para generar un programa de crecimiento económico consistente a mediano y largo plazo y la laxitud de las autoridades regulatorias para reaccionar ante un contexto de cada vez más estrecha vinculación con el mundo financiero global.

Las enseñanzas que deja este período son varias. En primer lugar, muestra la necesidad de un seguimiento más estrecho por parte de los reguladores, pero está claro que este aspecto es insuficiente si no existe un programa macroeconómico consistente. Como se pudo observar, esta última aseveración es diferente a recomendar una macroeconomía “estable”, aspecto que parecía haberse logrado bajo la Convertibilidad: las inconsistencias

acumuladas mostraron el carácter explosivo que tuvo una vez que se agotaron sus bases de sustentación.

Finalmente, la creciente acumulación de activos externos puede ser considerada una muestra del carácter “rentístico” de los sectores de alto ingresos en la Argentina. Personalmente, prefiero ensayar otra interpretación. Los procesos de cambio estructural y de reformas promercado implementados en la década de 1990 (tras el ensayo de resultado parcial de Martínez de Hoz) redujeron notablemente el espacio de negocios en la Argentina. Este proceso, sumado al carácter cíclico de la economía nacional basado en la restricción externa, traduce la inestabilidad macroeconómica en una tendencia a la dolarización y a la profecía autocumplida. La conjunción entre un programa macroeconómico consistente y un plan de desarrollo productivo innovador podrá alterar las bases de este comportamiento donde los procesos de dolarización y fuga de capitales asumen un carácter estructural.

por **MARIO DAMILL**. *Economista,
investigador del CEDES y del CONICET,
docente de la Facultad de Ciencias
Económicas de la UBA*





AL CALOR DE LOS CAMBIOS EN EL CONTEXTO INTERNACIONAL, LA ÚLTIMA DÉCADA DEL SIGLO XX FUE UN PERÍODO DE APERTURA FINANCIERA Y ENDEUDAMIENTO ACELERADO EN LA ARGENTINA. DIVERSAS CONSTATAciones PONEN EN CUESTIÓN LA TESIS ORTODOXA QUE ATRIBUYE LA CRISIS DEL ESQUEMA DE CONVERTIBILIDAD AL “DESCONTROL FISCAL”. ANTES BIEN, LA RAÍZ DEL DESEQUILIBRIO MACROECONÓMICO QUE LA GENERÓ PUEDE UBICARSE EN EL SECTOR EXTERNO.

LA DEUDA EXTERNA EN LOS AÑOS NOVENTA: APRECIACIÓN CAMBIARIA, FRAGILIDAD FINANCIERA Y CRISIS

A

l inicio de la segunda globalización financiera, en los primeros años setenta, la Argentina mostraba indicadores de endeudamiento bajos y estables. La deuda externa total, pública y privada, contraída fundamentalmente con organismos multilaterales y gobiernos, oscilaba entre 10 y 15% del PIB. Posteriormente, varios factores confluían para dar inicio a un cambio de época, entre ellos los cambios del contexto externo, que incluyeron un fuerte incremento de los flujos internacionales de capitales.

Desde entonces, y hasta los tempranos 2000, es posible distinguir tres etapas en la evolución de la deuda a largo plazo. En primer lugar, el país atravesaría una fase de apertura financiera y endeudamiento acelerado entre 1977 y 1982, la que concluyó en fugas masivas de capitales, crisis cambiaria y financiera, devaluación y *default*. Siguió un largo período de racionamiento en los mercados externos de fondos entre 1982, el año de la crisis de la deuda latinoamericana, y 1990. Sobrevino luego la tercera etapa, que es la que nos ocupa centralmente aquí: entre 1991 y 2001 tuvo lugar nuevamente un proceso de apertura financiera y endeudamiento acelerado, en el que se observan nuevamente varias características que habían estado también presentes en la fase que concluyera en 1982. Esta es la etapa de la convertibilidad, que desembocaría asimismo en fuga de capitales, crisis cambiaria y financiera, *default* y devaluación.

El ciclo de nuevo endeudamiento externo de los años noventa, posterior a la década perdida, puede caracterizarse por los hechos estilizados que enunciamos a continuación.

- 1)** Es necesario tomar en cuenta que, primeramente, la década se inicia con una elevada carga de obligaciones financieras externas, heredada del crítico ciclo de fines de los setenta. El problema del sobreendeudamiento no había sido resuelto.
- 2)** El acuerdo Brady, alcanzado por el país en 1992, no alteró esa situación puesto que no significó un alivio relevante en esa carga de compromisos.
- 3)** El esquema de convertibilidad daría lugar a una dinámica favorable a la acumulación adicional de deuda. Más precisamente, se desarrolló el conocido patrón macroeconómico cíclico asociado a las aperturas financieras con apreciación cambiaria, expansión, progresivo incremento de la fragilidad financiera y

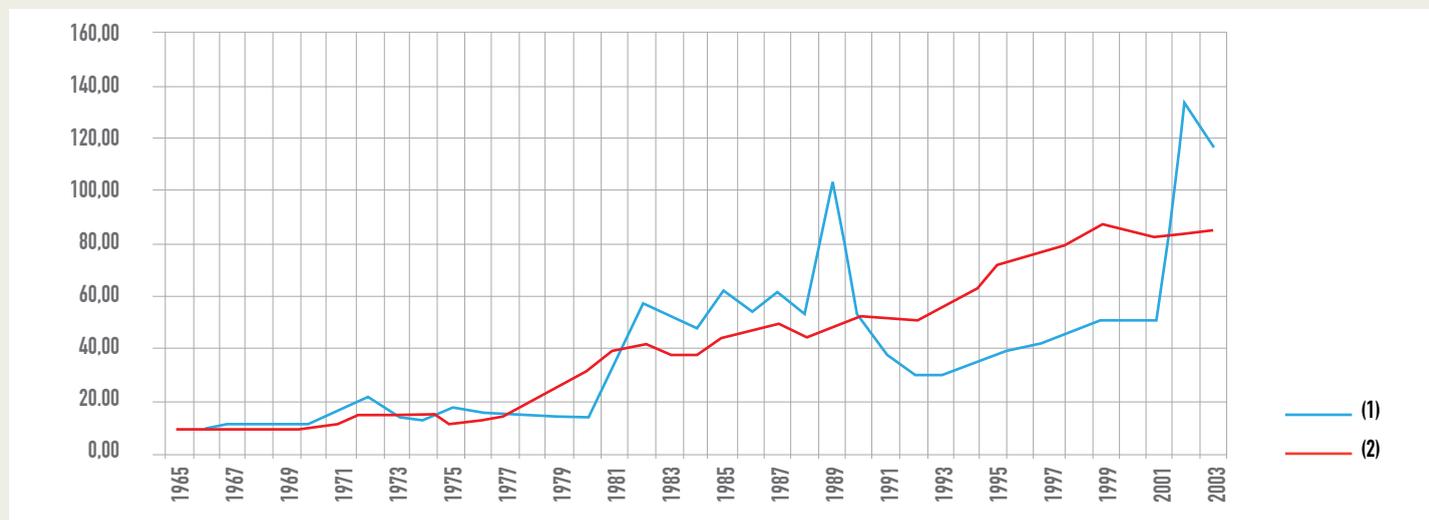
crisis, que describiremos sucintamente debajo.

4) Hubo dos de tales ciclos (denominados por Lance Taylor “ciclos de Frenkel-Neftci”) en el decenio: el primero culminó con la crisis del Tequila (financiera pero no cambiaria), que impactó en 1995, y el segundo terminó en la compleja y dramática crisis de 2001-2002.

5) Si se observa la evolución de la cuenta de capital y financiera del balance de pagos, se percibe un cambio significativo entre ambos ciclos: en el primero de ellos, los ingresos de capitales privados fueron determinantes, mientras que en el segundo la colocación de deuda pública tuvo un papel decisivo. Así, la fragilidad financiera externa de la economía fue derivando hacia una creciente fragilidad financiera fiscal.

La acumulación de deuda pública a lo largo de la década da pie para que, en los enfoques de raigambre ortodoxa, se asuma que el deterioro macroeconómico que llevó a la crisis de la convertibilidad y al *default* devino precisamente del “descontrol fiscal”, como se puede constatar en los documentos inspirados en la visión del FMI. Sin embargo, una interpretación alternativa, que consideramos más plausible, pone el acento en la significativa apreciación cambiaria inherente al programa, y el consiguiente incremento progresivo de la fragilidad financiera externa, como los principales factores de los que resultarían, endógenamente, las tendencias al aumento del déficit fiscal y al creciente endeudamiento.

En el ciclo de endeudamiento de los años setenta, la relación entre la deuda externa y el producto comenzó a presentar una nítida tendencia a incrementarse, en especial medida a tipo de cambio de PPP (paridad del poder de compra): creció sostenidamente, a un ritmo medio próximo a 3 puntos del PIB al año entre 1976 y 2001. Si el cociente se mide considerando los tipos de cambio corrientes, la curva es mucho más fluctuante, con violentas subas a comienzos y a finales de los años ochenta, y nuevamente en 2002. En el Gráfico 1 puede observarse la fuerte caída en 1990-'93, que no es tal en la serie calculada a tipo de cambio constante. Esa caída refleja esencialmente la abrupta apreciación cambiaria de esos años. Más en general, tales saltos reflejan la recurrente inestabilidad del tipo de cambio real.

Gráfico 1. Relación entre la deuda externa total y el PIB

(1) Deuda externa total en dólares, multiplicada por el tipo de cambio corriente y dividida por el PIB a precios corrientes.

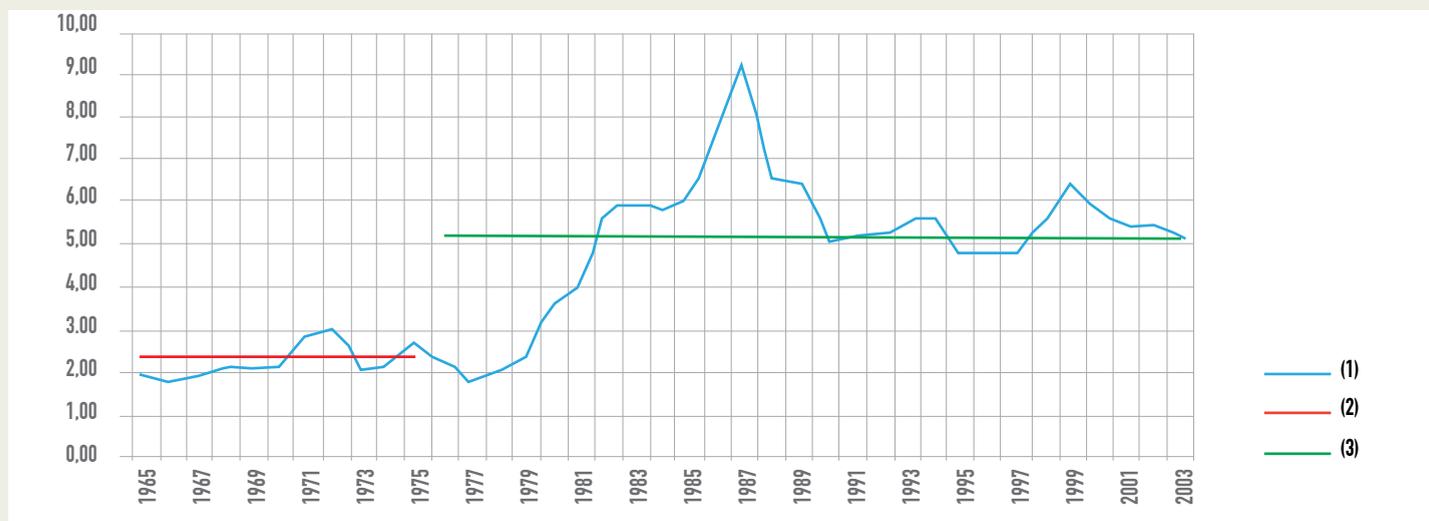
(2) Deuda externa en dólares dividida por el PIB en dólares calculado a un tipo de cambio de paridad de poder de compra.

Nota: el tipo de cambio de PPP se calculó como el promedio del tipo de cambio real del período 1935-2003, obtenido a su vez considerando la evolución de los índices de precios al consumidor de EE.UU. y la Argentina.

Fuente: elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía.

Otro indicador habitual de endeudamiento, la razón entre la deuda externa total y las exportaciones, complementa la evidencia anterior. A partir de 1977 ese cociente se deteriora de manera abrupta, y lo hace de forma especialmente aguda entre 1977 y 1982.

Gráfico 2. Relación entre la deuda externa total y el valor de las exportaciones anuales de bienes



(1) Deuda externa total sobre exportaciones totales anuales.

(2) Promedio del período 1965-1975.

(3) Promedio del período 1976-2003.

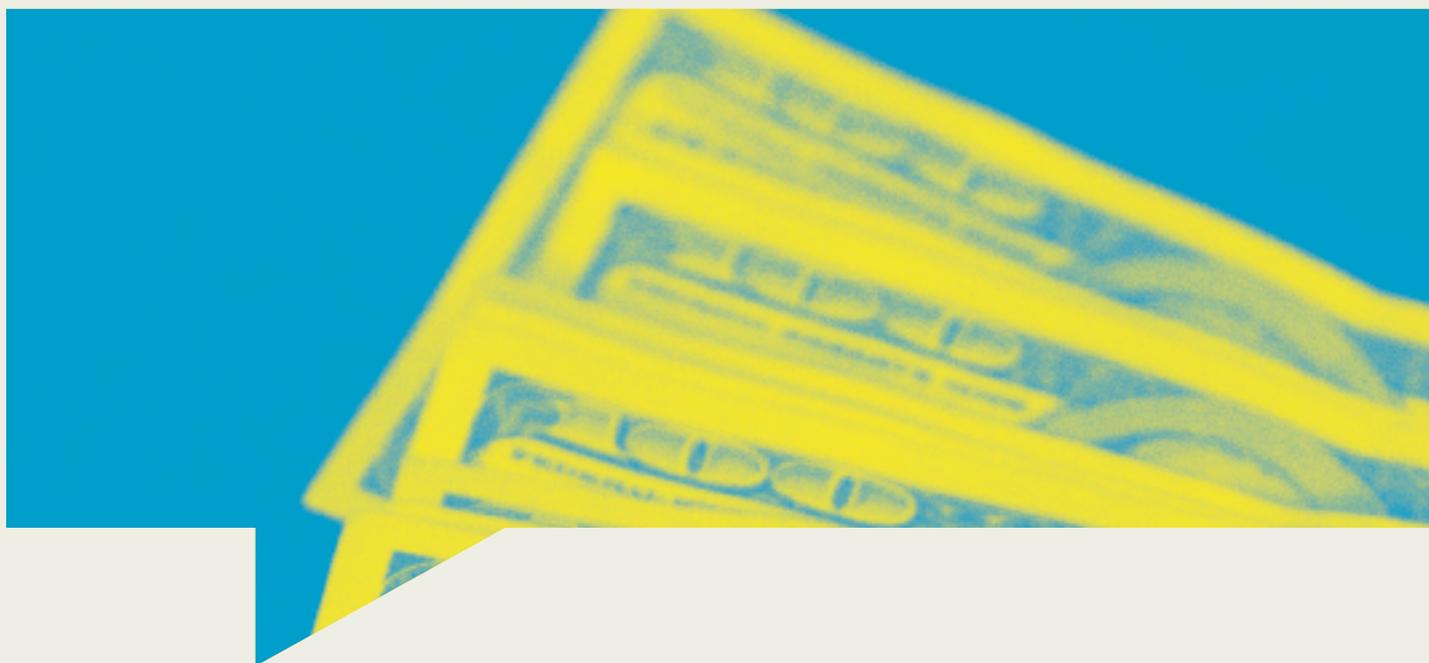
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía.

Como puede verse en el Gráfico 2, abstrayendo el “pico” de fines de los ochenta, en lo sustancial este cambio no se revertirá posteriormente, de modo que el promedio del indicador en el lapso 1976-2001 duplica con creces el nivel registrado en la etapa de relativo aislamiento financiero concluida hacia mediados de los años setenta.

Un elemento relevante para la comprensión del proceso de endeudamiento resulta del hecho de que la Argentina ingresó a la segunda globalización financiera como un país con inflación alta, y algo semejante se verificaría a comienzos de los noventa. Como consecuencia de esto, en ambos momentos, la apertura de la cuenta de capitales se adoptó en forma simultánea con el lanzamiento un programa antiinflacionario (y con diversas medidas de reforma liberalizante en los mercados de bienes, de capitales y financiero). También en ambos casos, la pieza central de la política de estabilización fue la fijación del tipo de cambio nominal, utilizado como ancla del sistema de precios. Esos factores, combinados, dan lugar a una dinámica típica, en especial en un contexto financiero externo de abundante liquidez. En efecto, los programas de estabilización basados en anclaje cambiario y apertura financiera tienden a generar una dinámica de ciclo (el ya

mencionado ciclo de Frenkel, o de Frenkel-Neftci). 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 en 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 aumenta también la fragilidad financiera interna. Sucesos exógenos pueden provocar una reversión en la tendencia expansiva. El cambio en la tendencia también puede ser provocado endógenamente por fenómenos internos, como sucediera con la crisis financiera de comienzos de los ochenta.

En los años noventa, el ritmo de incremento del endeudamiento volvería a acentuarse, en especial a partir de 1992. Como ya se indicó, el acuerdo Brady no significó un alivio significativo al sobreendeudamiento heredado de las malas políticas de fines de los



años setenta. La quita obtenida fue prácticamente insignificante, y el principal impacto favorable se verificó en la cartera de los bancos acreedores, que pudieron transformar en títulos los créditos contra el país, incluyendo los intereses impagos acumulados. En 1992, antes del acuerdo, los títulos en circulación equivalían a sólo 17% de la deuda pública total, mientras que en 1993 habían pasado a constituir casi 65% de la misma. Los títulos denominados en moneda extranjera, por su parte, no llegaban a 13% de la deuda pública en 1992, pero equivalían a aproximadamente 57% de ese total en 1993.

En el período 1990-2001, el cociente entre la deuda externa y el PIB, medido a tipo de cambio de PPP, aumentó en casi 30 puntos del producto (Gráfico 1). Sin embargo, puede verse que, medida a tipo de cambio corriente, esa razón de endeudamiento apenas subió, lo que refleja la fuerte apreciación real experimentada.

Alrededor de 60% del incremento de la deuda externa total (medida a tipo de cambio real constante) entre 1990 y 2001 se debió al sector privado. En los tempranos años noventa, además, ese rasgo fue aún más acentuado: el sector privado originó casi 70% del aumento de las obligaciones financieras externas entre 1990 y 1995.

En ese marco, cabe preguntarse cuál es el fundamento de la difundida tesis según la cual el origen de la crisis de la convertibilidad fue de naturaleza fiscal. El examen de las cuentas públicas permite distinguir tres períodos en los años noventa. En una primera etapa se observa un muy fuerte ajuste. El déficit fiscal anual promedio, que fuera equivalente a alrededor de siete puntos del producto en los años ochenta, bajó a menos de 1% del PIB en el período 1991-'94. Eso se debió centralmente a una mejora de 6 puntos del producto en el saldo del Sector Público Nacional, explicado en un 90% por lo acontecido con su resultado primario. El año 1994 fue una divisoria de aguas por varias razones. En primer lugar, se instrumentó entonces la reforma previsional que creó las administradoras privadas de fondos de pensión. Una de sus consecuencias fue una pérdida importante de aportes de los trabajadores activos al subsistema previsional público. En segundo lugar, culminaba por entonces la expansión iniciada en 1990: al año siguiente la Argentina experimentaría la recesión asociada al efecto Tequila. En tercer término, el gobierno tomó una serie de medidas fiscales destinadas a compensar algunos efectos negativos de la combinación de apertura comercial con fuerte apreciación cambiaria. Lo hizo aligerando la carga tributaria

sobre los sectores productores de bienes transables. Todos estos factores incidirían negativamente sobre las finanzas públicas. Pese a ello, entre 1995 y 1997 el déficit fiscal medio resultó sólo dos puntos del PIB más elevado que el de la etapa anterior. Esa cifra se asemeja mucho al aumento del desequilibrio del subsistema previsional público debido a la reforma mencionada.

Después de 1997, sin embargo, el panorama fiscal cambiaría considerablemente. El impacto de las crisis rusa y brasileña de 1998 y 1999 se reflejó en un nuevo salto de las primas de riesgo país, que ya habían emprendido un curso ascendente desde mediados de 1997 con las crisis del sudeste de Asia. Esto, por una parte, afectó negativamente a la demanda interna y desencadenó una nueva recesión. Por otra, incrementó la vulnerabilidad financiera de los deudores, incluyendo al sector público pero también a muchos agentes privados que mantenían una posición deudora neta.

A pesar del aumento del déficit corriente y del desbalance del sistema previsional público, los indicadores convencionales de endeudamiento distan de sugerir un riesgo de insostenibilidad fiscal hacia 1997, antes del inicio de la depresión. Sin embargo, debe decirse que la deuda medida a tipo de cambio de paridad alcanzaba ya niveles equivalentes a 60% del producto.

El Cuadro 1 ayuda a comprender algunos rasgos centrales de la evolución fiscal en la última etapa de la convertibilidad. El déficit del sector público ingresa en una trayectoria marcadamente ascendente, que lo llevaría a rondar los 6 puntos del PIB en 2001. Ello a pesar de las varias rondas de políticas fiscales contractivas, procíclicas. En el cuadro se compara el desequilibrio promedio del período depresivo con el registrado en 1994, el último año de la fase inicial de los años noventa. El déficit anual promedio de 1998-2001 (que, según el criterio de lo devengado, ascendió a U\$S 11.458 millones) resultó superior al de 1994 en U\$S 7.112 millones. ¿Dónde se originó ese incremento? Como puede verse, la cuota mayor de la explicación corresponde al aumento de los pagos de intereses (+6.784 millones) y, en segundo lugar, a la ampliación de la brecha del sistema de seguridad social (+4.867 millones). Contra lo que es una creencia muy habitual, una cifra relativamente menor (+592 millones) se explica por el desbalance provincial, aunque es cierto que este seguía una trayectoria creciente.

En 1992, antes del acuerdo Brady, los títulos en circulación equivalían a solo 17% de la deuda pública total, mientras que en 1993 habían pasado a constituir casi 65% de la misma. Los títulos denominados en moneda extranjera, por su parte, no llegaban a 13% de la deuda pública en 1992, pero equivalían a aproximadamente 57% de ese total en 1993.

Cuadro 1. Comparación del déficit público promedio de 1998-2001 con el de 1994 (base devengado, en millones de dólares a precios corrientes)

(1) Variación del déficit consolidado	7112
(2) Variación del déficit de la Seguridad Social	4867
(3) Variación del déficit primario del S. Público Nacional sin Seg. Soc.	-5131
(4) Variación del déficit primario provincial	592
(5) Variación de los pagos de intereses del S. Público consolidado	6784

Fuente: elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía.

El cuadro sugiere también que las políticas fiscales procíclicas implementadas no fueron inefectivas: permitieron un sustantivo incremento del superávit primario, de más de US\$ 5.000 millones en promedio anual (sin considerar la seguridad social pública), aunque eso no fue suficiente para compensar el aumento explosivo de la cuenta de intereses, y el incremento del desequilibrio previsional.

La trama de la historia macroeconómica de finales de los noventa es en esencia bastante sencilla. Para empezar, el giro negativo en el escenario financiero internacional experimentado en 1997-'98, luego de las crisis asiáticas y rusa, encontró a la economía argentina con un significativo y creciente déficit de cuenta corriente, una importante apreciación cambiaria y una visible carencia de instrumentos de política para lidiar con este problema del sector externo, debido a las rigideces impuestas por el régimen monetario. En este contexto, no resulta sorprendente que la prima de riesgo soberano empezara a exhibir una tendencia al alza, ni que el acceso al crédito externo se volviera cada vez

más problemático. Como se señaló arriba, el consecuente incremento del peso de los intereses tuvo un impacto negativo sobre todos los deudores incluyendo, por supuesto, al sector público, cuyo déficit tendió endógenamente a aumentar.

Para adecuarse a la nueva situación y dada la ausencia de otros instrumentos, el gobierno recurrió a medidas fiscales contractivas casi como única herramienta. La "historia oficial" solía declamar reiteradamente por aquel entonces que la disciplina fiscal generaría mayor confianza, de modo que la prima de riesgo país caería, induciendo a la baja a las tasas de interés internas. Como resultado de esto, el gasto interno se recuperaría, sacando a la economía de la recesión. Por otro lado, con tasas más bajas y el PIB en expansión, se restablecería el equilibrio presupuestario del sector público, cerrándose así un círculo virtuoso. El gobierno de Fernando de la Rúa tomó prestado por completo este argumento de la administración Menem, al tiempo que el FMI otorgaba su sello de aprobación a la política. Todos ellos quedaron emparentados en el fracaso.

La historia de la macroeconomía de fines de los años noventa es, entonces, la historia de ese fracaso. Pese al fuerte ajuste en el superávit primario del sector público mencionado en el capítulo previo, el canal del crédito no pudo ser reabierto. Peor aún, las subas en los impuestos y los recortes del gasto público reforzaron la tendencia recesiva y alimentaron así las expectativas negativas, impidiendo a su vez la tan esperada baja en la prima de riesgo soberano. La política fiscal resultó impotente para compensar los fuertes desequilibrios macroeconómicos, cuyas raíces se encontraban en otro lado, más precisamente en el sector externo.

Bajo esta orientación de política fiscal autodestructiva, la economía quedó atrapada, contrariamente a lo que se buscaba, en un círculo vicioso, en el cual permaneció por más de tres años. La dolorosa experiencia deflacionaria del final de la convertibilidad terminó dando lugar a la más extensa recesión experimentada en la Argentina desde la Primera Guerra Mundial, y desembocaría en la que fue posiblemente la crisis económica y social más grave de la historia nacional, la que significó, entre otras cosas, el abandono de la paridad fija que había estado vigente por más de diez años, y antes de eso, el incumplimiento del servicio de la deuda que, en las circunstancias entonces vigentes, resultaba imposible afrontar.



LIBERALIZACIÓN, APERTURA, DEUDA Y FUGA

DESDE 1976, CON LA INSTAURACIÓN DEL PATRÓN DE ACUMULACIÓN BASADO EN LA VALORIZACIÓN FINANCIERA, TANTO LA DEUDA EXTERNA COMO LA FUGA DE CAPITALES SE AUTONOMIZARON RESPECTO DE LA ECONOMÍA REAL. TRAS UN PARÉNTESIS LUEGO DE LA IMPLOSIÓN DE 2001, EL GOBIERNO DE CAMBIEMOS DESPLIEGA DESDE HACE CASI DOS AÑOS UN MODELO CON CARACTERÍSTICAS SIMILARES.

por **GUILLERMO WIERZBA**

Economista. Ex director del CEFID-AR. Profesor UBA

por **CARLOS PAFUNDO**

Contador-UBA. Director de P&B Consultores



A dieciocho meses de la asunción de la conducción del Estado por parte de la Alianza Cambios, se está desplegando nuevamente un *patrón de acumulación de capital* que tiene características similares al que llevó a cabo la dictadura militar, continuado luego por el menemismo y la Alianza, hasta su implosión con la crisis de 2001. Ese patrón, definido como de *valorización financiera*, tuvo como algunos de sus rasgos sobresalientes en términos macroeconómicos el aumento descontrolado de *la deuda externa* y *la fuga de capitales locales al exterior*.

Hay que señalar que, hasta el advenimiento del golpe militar de 1976 –si bien es cierto que el endeudamiento externo era una pieza clave para que los organismos internacionales de crédito impusieran sus políticas de ajuste en momentos de crisis por los periódicos estrangulamientos de la balanza de pagos– *la deuda externa* era una variable dependiente de la economía real y más claramente de la expansión industrial, en la medida en que permitía garantizar las divisas necesarias para adquirir bienes del exterior en los años con déficit en el comercio exterior, que devino en distintas visiones respecto de cómo resolver la *restricción externa*, característica fundamental del proceso de industrialización argentino. Lo mismo se puede decir con respecto a *la fuga de capitales*, ya que sus dimensiones estaban, hasta dicho momento, en función de la evolución de la economía real, porque su principal vía de salida eran los precios de transferencia de las importaciones y de las exportaciones.

A partir de 1976 se produce un cambio sustancial y el carácter dependiente de *la deuda externa* y *la fuga de capitales* modificó su comportamiento. Tanto una como otra se independizaron de la economía real, se autonomizaron y adquirieron dimensiones impensadas pocos años antes, convirtiéndose en variables determinantes de una nueva configuración social.



Cuadro 1. Evolución de la deuda externa pública, privada y fuga de capitales locales al exterior 1975-1982 (en miles de millones de dólares).

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Deuda externa total	7,8	8,3	9,6	12,5	19,1	27,2	35,6	43,6
Variación anual		0,5	1,3	2,9	6,6	8,1	8,4	8
Deuda externa pública	4	5,2	6	8,4	10	14,5	20	28,6
Variación anual		1,2	0,8	2,4	1,6	4,5	5,5	8,6
Deuda externa privada	3,8	3,1	3,6	4,1	9,1	12,7	15,6	15
Variación anual		-0,7	0,5	0,5	5	3,6	2,9	-0,6
Fuga acumulada	3,9	5,4	6,3	8,1	11,2	16	23,8	30,2
Variación anual		1,4	1	1,8	3,1	4,7	7,8	6,5

Fuente: Estudios de Historia Económica Argentina. Eduardo Basualdo. Ed. Siglo XXI.



El papel de la deuda externa y la fuga de capitales en el modelo de valorización financiera (1976-2001)

Como se observa en el cuadro precedente, el endeudamiento externo del sector público cumplió un papel clave durante el programa del enfoque monetario del balance de pagos con tipo de cambio cuasi-fijo porque aportó las divisas necesarias para garantizar la transferencia de recursos al exterior (fuga) y permitió el equilibrio de la balanza de pagos. El endeudamiento externo del sector privado tuvo un crecimiento importante a partir de 1979, una vez consolidado el modelo de *valorización financiera* puesto en marcha a partir de la reforma financiera de 1977, *endeudamiento que estuvo destinado a valorizar en el mercado local los recursos obtenidos por el ingreso de capitales especulativos de corto plazo aprovechando una tasa de interés real muy positiva que superaba ampliamente el costo de endeudarse en el exterior*. Durante este interregno de la dictadura militar tuvieron lugar dos hechos que también influyeron en el incremento de la deuda pública externa: por un lado, el casi conflicto militar con Chile en 1978 por el tema límites y posteriormente, en 1982 la guerra de Malvinas, que significaron requerimientos financieros para armamento. En el mismo sentido operó *la estatización de la deuda externa privada* que, sobre el final de la dictadura, fue absorbida por el BCRA con cargo a las finanzas públicas. Por su parte, la *fuga de capitales* casi se duplicó entre 1980 y 1981, cuando comenzó a resquebrajarse la dictadura a partir de la salida de Martínez de Hoz.

Cuadro 2. Evolución de la deuda externa pública, privada y fuga de capitales locales al exterior 1983-1989 (en miles de millones de dólares).

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Deuda externa total	45,1	46,2	49,3	51,4	58,3	58,5	63,3
Variación anual	1,50	1,10	3,10	2,10	6,90	0,20	4,80
Deuda externa pública	31,7	35,5	40,9	44,7	51,8	53,5	58,4
Variación anual	3,10	3,80	5,40	3,80	7,10	1,70	4,90
Deuda externa privada	13,4	10,7	8,4	6,7	6,5	5	4,9
Variación anual	-1,60	-2,70	-2,30	-1,70	-0,20	-1,50	-0,10
Fuga acumulada	18	19,2	20,6	21,3	26,1	24,9	33,7
Variación anual	-12,2	1,20	1,40	0,70	4,80	-1,20	8,80

Fuente: Estudios de Historia Económica Argentina. Eduardo Basualdo. Ed Siglo XXI.

A diferencia de la etapa anterior, se trató de un período *caracterizado por la aguda escasez de financiamiento externo para América latina por la crisis del sector externo de sus economías, lo que provocó sucesivas moratorias en los pagos de la deuda externa de los grandes países de la región, ciclo que inició México en 1982*. Las cifras del Cuadro 2 muestran que, durante este período, la *deuda externa total* pasó de 45,1 mil millones a 63,3 mil millones de dólares, lo que implica un crecimiento del 5,81% anual acumulativo. Sin embargo, es muy importante tener en cuenta que este resultado no es consecuencia de una expansión uniforme de la deuda externa pública y privada; mientras la primera pasó de 31,7 mil millones a 58,4 mil millones, la del sector privado disminuyó de 13,4 mil millones a 4,9 mil millones, descendiendo ininterrumpidamente durante todo este período como consecuencia de que las fracciones dominantes licuaron gran parte de su deuda transfiriéndosela al Estado. Al mismo tiempo, *la*

fuga de capitales al exterior continuó, pero con diferente ritmo en el período, levemente entre 1983 y 1985 y con marcada aceleración en 1987 y 1989 con fugas de 4.800 millones y 8.800 millones anuales, respectivamente. En 1988 comenzó una etapa crítica cuando se instauró de hecho una moratoria de la *deuda externa* forzada, pese a que el gobierno había modificado su primera política de firmeza frente a los acreedores por otra que había consentido *el ajuste* –con maquillaje heterodoxo– y fomentado procedimientos de canje de deuda por capitalización. Esto implicaba que, a casi cinco años del plan Baker, los bancos acreedores no habían podido avanzar en la privatización de las empresas estatales para recuperar el capital adeudado, sino que además no percibían ni los intereses ni las amortizaciones de buena parte de su capital. Ello derivó en la corrida cambiaria de 1989, la hiperinflación y la salida anticipada del gobierno de Raúl Alfonsín.

Cuadro 3. Evolución de la deuda externa pública, privada y total y de los capitales radicados en el exterior 1991-2001 (en millones de dólares).

Año	DEUDA EXTERNA TOTAL	SECTOR PÚBLICO		SECTOR PRIVADO		STOCK DE CAPITALES LOCALES EN EL EXTERIOR *
		Millones de dólares	% del total	Millones de dólares	% del total	
1991	61.337	52.739	86,0	8.598	14,0	54.936
1992	62.972	50.678	80,5	12.294	19,5	55.096
1993	72.425	53.606	74,0	18.820	26,0	60.332
1994	85.908	61.268	71,3	24.641	28,7	68.167
1995	99.146	67.192	67,8	31.955	32,2	83.884
1996	110.614	74.113	67,0	36.501	33,0	96.206
1997	125.051	74.912	59,9	50.139	40,1	112.207
1998	141.929	83.111	58,6	58.818	41,4	118.383
1999	145.289	84.750	58,3	60.539	41,7	124.455
2000	146.575	84.851	57,9	61.724	42,1	131.892
2001	140.242	88.259	62,9	51.984	37,1	137.805
**TAA 1991-94	11,9	5,1		42		7,5
**TAA 1994-98	13,4	7,9		24,3		14,9
**TAA 1998-01	-0,4	2		-4		5,2
**TAA 1991-01	8,6	5,3		19,7		9,6

Fuente: Estudios de Historia Económica Argentina. Eduardo Basualdo. Ed. Siglo XXI.

*Método residual de Bce. de Pagos + subfacturación de exportaciones.

**Tasa anual acumulativa.

En los inicios de los años '90, los sectores dominantes lograron superar la crisis mediante la convergencia de la desregulación económica –que incluyó la liberación de la cuenta capital– y la reforma del Estado cuyo epicentro fue la privatización de las empresas públicas, con apertura comercial, la instauración del régimen de convertibilidad y el Plan Brady. Las reformas en curso terminaron de perfeccionarse en 1992, cuando se concretó el ingreso de la Argentina al Plan Brady, que permitió consumir la retirada de los bancos transnacionales como los principales acreedores y, con ello, abrió la posibilidad al sector privado –y también al sector público– de acceder nuevamente al endeudamiento externo, especialmente mediante la colocación de títulos y bonos en moneda extranjera.

Como se observa en el Cuadro 3, la dinámica del endeudamiento estuvo marcada por el sector privado, que creció a una tasa acumulativa del 19,7% anual frente a la del sector público, que

La aguda crisis del patrón de acumulación sustentado en la valorización financiera trajo aparejado un cambio sustantivo en términos de la política económica e impulsó cambios igualmente significativos en el comportamiento económico, político y social.

creció al 8,6% anual. De allí entonces que se haya registrado un incremento sistemático en la participación del endeudamiento externo privado en el *stock* de deuda total a lo largo de la década, pasando de una participación relativa del 14% a una del 37%, que se interrumpió únicamente en el 2001, último año de vigencia de la convertibilidad, con una caída de 5%. Su trayectoria muestra la existencia de diferentes etapas: la primera de ellas se desplegó entre 1991/1994 y exhibió una elevadísima tasa de crecimiento: 42%; la segunda entre 1994/1998 en que cae al 24,3%, y finalmente la última, 1998/2001, en que desciende al 19,7%. Hay que destacar que la primera etapa fue en el marco de las privatizaciones en que se constituyeron asociaciones de capital conformadas por grupos económicos locales y empresas transnacionales con el fin de participar de los consorcios privados que adquirieron las empresas estatales. Esta forma de propiedad expresaba la conformación, por primera vez en el país, de una verdadera “comunidad de negocios” entre los capitales locales y extranjeros. La segunda etapa se da a partir del impacto que causó la denominada crisis del Tequila (1995). Es la fase en que se disolvió la “comunidad de negocios” en el interior del capital concentrado y tuvo lugar una generalizada extranjerización de la economía argentina debido a la transferencia de las empresas de los grupos económicos locales a capitales foráneos. En este contexto, las fracciones locales acentuaron la *fuga de capitales* y su inserción en la producción de bienes exportables y con ingresos dolarizados mientras que, por el contrario, gran parte del capital extranjero se encontraba posicionado sobre activos fijos y empresas de servicios públicos, cuya inserción era fundamentalmente mercadointernista. Esta diferencia es la que explica las diferentes propuestas para salir del régimen de convertibilidad: *dolarizadores vs. devaluacionistas*.

Finalmente, en el último año de la convertibilidad (2001), el *stock de deuda externa privada* se redujo significativamente –15,8%– en vista de la cada vez más probable devaluación de la moneda que, como dijimos, promovía una parte de los grupos económicos locales en virtud de reinserción sectorial en actividades transables. Por su parte, en este último tramo, esta tendencia contrastó con la seguida por el sector público, que aumentó su *deuda externa* impulsada especialmente por los sucesivos paquetes financieros otorgados por los organismos internacionales al país en sus intentos por evitar el colapso de la convertibilidad (Blindaje y Megacanje).

En síntesis, el endeudamiento externo privado fue el componente más dinámico en el funcionamiento de la *deuda externa* total en el conjunto de la década. En particular el endeudamiento del sector privado no financiero –es decir, de las fracciones del capital concentrado insertas en la economía real–. Asimismo, es posible observar cómo el total de la deuda va creciendo *pari passu* con el *stock* de capitales fugados.



Aun cuando la fuga de capitales registrada en la Argentina en los años de gobiernos kirchneristas tuvo montos significativos, su naturaleza fue diferente, ya que pasó a estar asociada a los superávits de la balanza comercial y no a la deuda externa, que había disminuido.

El nuevo patrón de crecimiento, la persistencia de la fuga de capitales y el proceso de negociación de deuda durante el ciclo kirchnerista

La aguda crisis *del patrón de acumulación sustentado en la valorización financiera* trajo aparejado un cambio sustantivo en términos de la política económica e impulsó cambios igualmente significativos en el comportamiento económico, político y social. El nuevo patrón de crecimiento surgido de la salida de la convertibilidad que puso énfasis en la expansión del mercado interno y la redistribución del ingreso a favor de los trabajadores, transitó una etapa de singular incremento económico entre 2003-2008; a partir de este último año, con el conflicto por la apropiación de la renta agrícola junto con la irrupción de la crisis internacional, se inició un período con ciertas restricciones. Así, el advenimiento de la crisis internacional, combinada con una estructura industrial dependiente de las importaciones y la crisis del modelo energético, debilitaron la situación externa del país (lo que

se expresó en un déficit de la cuenta corriente del balance de pagos, y al mismo tiempo, en una caída de las reservas internacionales del Banco Central). A su vez, la fuga de capitales recrudesció desde 2007/8 y fue uno de los elementos más gravitantes en las disputas políticas y distributivas durante los dos mandatos de Cristina Kirchner.

A diferencia de lo sucedido durante el período de la valorización financiera, la *deuda externa privada* disminuyó al pasar de 77.593 millones de dólares al 31-12-2001 a 68.416 millones de dólares al 31-12-2015. Por su parte, la *deuda pública* declarada en default en 2001 fue sometida a un proceso de reestructuración mediante los canjes efectuados en 2005 y 2010, el pago al FMI, y el arreglo con el Club de París.

Aun cuando la fuga de capitales registrada en la Argentina en los años de gobiernos kirchneristas tuvo montos significativos, su naturaleza fue diferente, ya que pasó a estar asociada a los superávits de la balanza comercial y no a la deuda externa, que había disminuido.

Cuadro 4.1. Resultados de los canjes de deuda (en millones de dólares).

	2005	2010
Monto elegible	81.836	18.300
Monto canjeado	62.318	12.210
Nueva deuda emitida	35.261	7.179
Quita sobre v.n. canjeado	56,60%	58,80%
Quita sobre deuda vieja + intereses caídos	65,60%	41,20%
Porcentaje de aceptación	76,10%	70,20%
Deuda pendiente de reestructuración	23,90%	7,10%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de "Los tres kirchnerismos". Matías Kulfas. Ed Siglo XXI.

Cuadro 4.2. Evolución de la fuga de capitales 2002-15 (en millones de dólares corrientes).

AÑO	MÉTODO DEL BALANCE CAMBIARIO	MÉTODO RESIDUAL DEL BALANCE DE PAGO	MÉTODO DE STOCKS
2002	12.712	5.907	7.729
2003	2.858	14.109	8.842
2004	1.320	8.577	4.512
2005	-446	-5.245	-351
2006	2.368	4.849	11.817
2007	8.777	16.432	12.423
2008	20.798	16.360	2.324
2009	11.476	13.243	13.185
2010	8.844	11.320	9.755
2011	25.690	27.585	17.789
2012	1.403	17.186	10.170
2013	-2.101	12.245	17.435
2014	5.738	286	5.643
2015	5.811	12.402	7.798
Acum. 2002/15	105.248	155.256	129.071

Fuente: CEFID-AR D.T 68 y elaboración propia

Las evidencias del Cuadro 4.2 marcan claramente los niveles relevantes que alcanzó la fuga de capitales en el período de los gobiernos kirchneristas, pudiéndose diferenciar un primer período hasta 2007, en donde se da el caso de una repatriación en el año 2005 como consecuencia de un nivel sobredepreciado del tipo de cambio, resultados muy favorables del balance comercial y una dinámica de fuerte recuperación económica, y el período que se inicia a partir de 2008, luego del conflicto agrario y la crisis internacional. Dadas estas magnitudes, resulta indiscutible que la masiva fuga de capitales se transformó en uno de los elementos críticos de la economía política argentina, al deteriorar la posición cambiaria y externa por la reducción sistemática de la disponibilidad de divisas y, al mismo tiempo, complicar las posibilidades de crecimiento mediante la reducción de la inversión productiva, y la afectación de los ingresos fiscales.

Este segundo período puede descomponerse en dos subperíodos, el primero es el que va del 2008 al 2011, y el segundo, el que corre desde ese año al 2015. El conjunto de la etapa se caracteriza por haber alcanzado una economía de tamaño mucho mayor, con un claro sesgo de reindustrialización que, a pesar de un rol activo del Estado para fomentar una mayor independencia tecnológica, no alcanzó en el corto plazo la modificación de una matriz productiva con una elasticidad importaciones/producto muy alta para el nivel de actividad alcanzado. Este período incluyó la consolidación de la recuperación de los salarios y del empleo, mientras la continuidad del rumbo elegido significó agregar a la confrontación que se sostuvo con el capital financiero, otra con el sector agrario por la apropiación de la renta y una tercera que ya involucraba a la relación capital-trabajo al incluir políticas tendientes a la regulación de la puja distributiva que significó intervenciones para atemperar los ajustes de precios y sostener subsidios sobre las tarifas de servicios. En el primer subperíodo, en el que se mantuvo la cuenta de capital abierta sin restricciones mayores, la fuga creció también como una manifestación de desconfianza y resistencia de los grupos de poder a la política vigente. Cuando, en el segundo subperíodo, se establecen regulaciones y controles al movimiento de capitales y en el mercado de divisas, se logró estabilizar y hasta disminuir esa fuga, aun ante la agudización que el conflicto judicial con los fondos buitres produjo en las tensiones del sector externo.



La restauración neoliberal

El gobierno de Cambiemos ha emprendido una tercera fase del programa que los centros del poder financiero internacional impulsan como matriz única de política económica. Así, Macri y el gobierno de “*capataces*”, provenientes de y emparentados con el capital financiero y firmas transnacionales, instrumentaron velozmente una desregulación financiera extrema que agrega a una estrategia de tipo de cambio único, libre y flotante, la eliminación de límites a la compra de divisas, la eximición de liquidar en el mercado de cambios las divisas por exportaciones de servicios y el establecimiento de plazos extensísimos para la de los bienes, el desmonte de regímenes tendientes a racionalizar los dólares para importar, la liberalización de los controles al ingreso de capitales, la permisividad a las entidades financieras para engrosar su posición de cambios con moneda dura, la habilitación sin restricción para el giro de utilidades al exterior y otras, como el permiso para operar en divisas a casas comerciales de distinto carácter. Se enunciaron objetivos de corto plazo, entre los que se destacaron el combate a la inflación y el despegue de un enérgico crecimiento sobre la base del ingreso de inversiones externas. Como instrumento para el primero, el BCRA desplegó una política de metas de inflación. Dada la tasa objetivo se apuntó a un tipo de interés altísimo para ajustar el crédito, la demanda y el consumo. A su vez, se hizo raudamente un arreglo con los fondos buitres para reasumir una actitud *amigable* con el mundo de las finanzas. La tasa de interés elevada, en conjunto con el retorno a la liberalización cambiaria y la inserción pasiva en la globalización financiera, provocaron el ingreso de capitales especulativos de corto plazo que inundaron el mercado financiero con el objetivo de hacer negocios de *carry trade*. El Banco Central quedó prisionero de la necesidad de garantizar un beneficio en dólares para los especuladores manteniendo una tasa de interés que supere el ajuste cambiario, bajo la amenaza de una brusca dolarización de carteras en caso de que esa utilidad esperada se vea amenazada. Por otra parte, la reducción de tributos a los sectores del bloque de poder que participan del proyecto de reprimarización y financierización aumentó bruscamente el déficit fiscal, cuya financiación también se procura en moneda dura, evitando la expansión monetaria –que, según ideas ortodoxas en que abrevan los “*capataces*”, sería alimento para la inflación–.

La apreciación cambiaria –que los ejemplos empíricos vividos por economías con canales de crédito estrechos en los que se aplicó el régimen de metas revelan como patrón típico– y la permisividad importadora generaron el desequilibrio del balance comercial. Mientras tanto, la fuga de capitales fue, en el primer semestre de 2016, un 28% superior al mismo período de 2015, y en 2017, un 152% mayor respecto de la misma base, aproximándose a los 24.000 millones si se suma a la fuga neta para constitución de activos en el exterior la remisión de utilidades (a los efectos comparativos con los guarismos de los cuadros de períodos anteriores debe utilizarse las cifras del método del balance cambiario). La emisión de deuda consolidada entre el gobierno nacional y las provincias supera los 70.000 millones de dólares en el primer año y medio de gobierno del tercer turno neoliberal, consumiéndose estas en el financiamiento de déficits fiscales, fuga de capitales, remisión de utilidades, pago de intereses, renovaciones y gasto de divisas en turismo. Por otra parte, han sido intensos los negocios de las entidades bancarias transnacionales establecidas en el país, que ampliaron sus operaciones en transacciones cambiarias de carácter financiero, algunas hasta quintuplicaron su número. Muchas de ellas son las que habían sido investigadas por tener como actividad la facilitación de la fuga de capitales hacia guaridas fiscales. Por otro lado, las expectativas respecto de la llegada de inversiones productivas no fueron confirmadas hasta el presente. Las inversiones directas netas de la remisión de utilidades arrojan un signo negativo para el período. De todos modos, el patrón productivo al que aspira el gobierno implica que las mismas –de producirse– estén dirigidas a la producción primaria tradicional de la Pampa Húmeda y a la industrialización ligada a la misma, y para proyectos extractivos y mineros. Aun si fuera distinto, la IED compromete flujos futuros de divisas crecientes con una intensidad que muchas veces supera a los del endeudamiento, sobre todo cuando se las convoca indiscriminadamente, sin valorar efecto alguno en el balance de divisas que provocará su establecimiento, en caso de ser *greenfield*. El regreso de la financierización, con una intensidad de endeudamiento sólo posible por la salud en términos de autonomía financiera heredada del ciclo democrático, nacional y popular, opera como una anestesia que posterga –mientras multiplica– parte de los sufrimientos populares hacia el futuro.

NUEVAS VULNERABILIDADES DE LA POLÍTICA MONETARIA ARGENTINA TRAS LA DESREGULACIÓN CAMBIARIA

LA POLÍTICA DE ALTAS TASA DE INTERÉS Y LA TOMA DE DEUDA FUERON DOS MEDIDAS CLAVE PARA CONTENER LA DEMANDA DE DÓLARES LUEGO DE LA ELIMINACIÓN DE LA REGULACIÓN CAMBIARIA. SIN EMBARGO, A PESAR DE SU APARENTE ÉXITO INICIAL, PRODUCTO DE LA VELOCIDAD Y LA MAGNITUD DE LA DESREGULACIÓN, SE HAN GENERADO CIERTAS FRAGILIDADES DE LA POLÍTICA MONETARIA EN TORNO A LA EFECTIVIDAD DEL ESQUEMA DE METAS DE INFLACIÓN, LA PERSISTENCIA DE LA FUGA DE CAPITAL Y EL VOLUMEN DE LEBAC EN MANOS DE INVERSORES PRIVADOS NO BANCOS.

por **NICOLÁS HERNÁN ZEOLLA**. *Licenciado en Economía (FCE/UBA), Magister en Desarrollo Económico (IDAES/UNSAM) y Doctorando en Economía (FCE/UBA). Es investigador-becario doctoral CEED/IDAES-CONICET. Docente universitario FCE/UBA, FSOC-UNLZ e Historia-UNDAV. Sus áreas de investigación son las finanzas internacionales, en especial la financiarización en las economías en desarrollo, las crisis cambiarias recesivas y la regulación de los flujos de capital*





1.

Introducción

Tras el cambio de gobierno, el funcionamiento del mercado cambiario y la política monetaria del BCRA han registrado fuertes transformaciones. Por el lado de la política monetaria, se destaca la adopción de un esquema de metas de inflación, estableciendo tasas de interés reales positivas respecto de la inflación esperada. Por el lado del mercado cambiario, las transformaciones fueron aún más profundas. En menos de noventa días se eliminaron casi la totalidad de regulaciones para la adquisición de moneda extranjera, donde quizá la más visible de las medidas eran los topes máximos para la compra de dólar ahorro, pero la desregulación también eliminó el esquema de compensaciones de divisas a importadores y para remisión de utilidades, el establecimiento de encaje no remunerado para flujos de capitales del exterior y los plazos máximos para liquidar divisas de exportación, configurando un mercado cambiario con menores niveles regulatorios que antes de la crisis 2001/2 (FMI, 2016).

De modo que, por la rapidez de las transformaciones, parece existir un consenso generalizado sobre los beneficios de “la salida del cepo”. Sin embargo, y más allá de las consecuencias distributivas y sobre la actividad económica que generó, aun dentro de la misma lógica del nuevo modelo no todo es color de rosas. Justamente, la velocidad y la magnitud de desregulación de este esquema trajeron un conjunto de problemas que deben ser atendidos antes de poder hablar de la consolidación de un nuevo régimen macroeconómico.

Por ello, el objetivo de este trabajo será dar cuenta de las nuevas vulnerabilidades generadas por las recientes transformaciones en el mercado de cambios en la Argentina y sus efectos sobre la estabilidad macro en el mediano plazo. En primer lugar se estudiarán los vínculos entre la desregulación cambiaria y la expansión del volumen de LEBAC. A continuación, se considerará la adopción del esquema de metas de inflación, en qué consiste y cuál fue su desempeño en el primer año de funcionamiento. Luego de ello, se dará cuenta de la persistencia de la fuga de capitales y la emisión de deuda en moneda extranjera como la principal fuente de ofertas de divisas para financiarla. Finalmente, se concluirá los dilemas de la política monetaria en esta nueva etapa.

2.

El levantamiento de los controles cambiarios y el rol de las LEBAC

Una de las primeras medidas de política económica del nuevo gobierno fue la eliminación de los controles cambiarios, es decir, el conjunto de normativas impositivas y del BCRA que administraba la libre concurrencia a la ventanilla de dólares al tipo de cambio oficial.

En el Cuadro 1 se sintetizan todas las medidas que dieron de baja o modificaron desde el cambio de gobierno hasta la actualidad.



Cuadro 1. Medidas de desregulación del mercado de cambios

FECHA	NORMA	MEDIDA
16 de diciembre 2015	Resolución General AFIP N° 3821/15 y BCRA A5851, A5852, A5853, A5857, A5858	Se elimina trámite de validación impositiva para la compra de moneda extranjera por individuos para un fin no especificado (Formación de Activos Externos). Se elimina trámite web y retención de ganancias del 35% para la compra de moneda extranjera por turismo. Se elimina la percepción del 20% de impuesto a las ganancias y bienes personales a la compra de moneda extranjera sin un fin específico por individuos. Se aumenta hasta USD 2 millones por mes por persona el tope máximo para la compra de moneda extranjera. Se elimina el requisito de encajes no remunerados del 30% por 365 días, implementados en 2005. Las deudas financieras con el exterior no tendrán obligación de ingreso ni de liquidación en el mercado de cambios.
11 de enero 2016	s/n	Eliminación de los límites para extraer moneda extranjera en cajeros del exterior.
5 de mayo 2016	BCRA A6037	Se eleva el tope a la compra de moneda extranjera para un fin no especificado de USD 2 millones a USD 5 millones.
11 de mayo 2016	"S. COM. Res 91/2016 "	Amplían a 365 días el ingreso de moneda extranjera para 97 nomenclaturas exportaciones, incluyendo granos y cereales.
8 de agosto 2016	BCRA A6137	Se elimina el techo máximo para la compra de moneda extranjera para cualquier fin.
30 de agosto 2016	"S. COM. Res 242/2016 "	Amplían a 1825 días corridos (5 años) el ingreso de moneda extranjera de exportaciones.
20 de enero de 2017	S.COM Res 47/2017	Amplían a 3650 días corridos (10 años) el ingreso de moneda extranjera de exportaciones de granos y sus derivados.

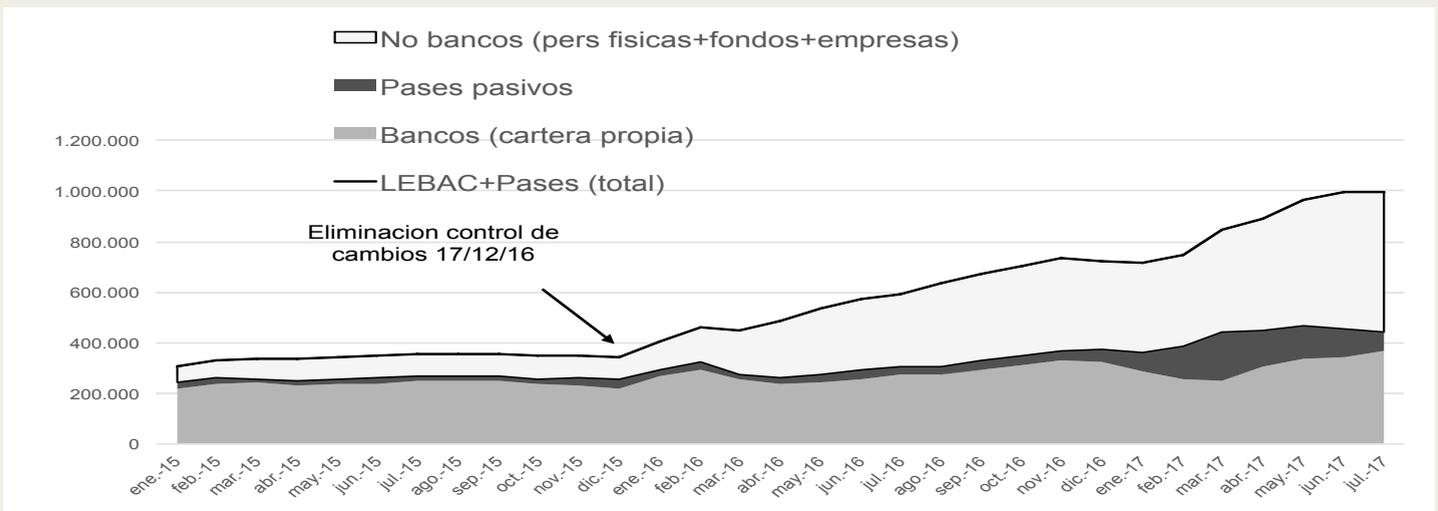
Fuente: elaboración propia en base a BCRA, AFIP y revisión artículo IV FMI

Como sabemos, el resultado directo de la eliminación de las regulaciones fue una fuerte devaluación del tipo de cambio oficial y la unificación del mercado cambiario, con una suba dólar del 40%. La pérdida de poder adquisitivo del salario real, sumada a la eliminación de retenciones a la exportación de los productos primarios, produjo una fuerte transferencia de recursos desde el trabajo hacia el capital del orden de los 16.000 millones de dólares, inédita desde la salida de la convertibilidad (CIFRA, 2017). Ya sin controles, la política monetaria tuvo dos mecanismos claros de contención del precio del dólar, uno de oferta y otro de demanda. Por el lado de la oferta, y luego del acuerdo con los fondos buitres, el flujo constante de divisas provino de la fuerte expansión del endeudamiento (ver sección 3). Por el lado de la demanda, el gobierno estableció una política de altas tasas interés en activos en pesos, como las LEBAC y otros instrumentos a que acceden los bancos como la tasa de pasés, para contener la

demanda de dólares. La contracara de ello fue la expansión del ratio de deuda externa sobre el PBI y la acumulación de un *stock* cada vez mayor de vencimientos de LEBAC. Comencemos por analizar el aumento en el *stock* de LEBAC.

En general, suele pensarse la expansión del *stock* de LEBAC desvinculado de la desregulación cambiaria. Sin embargo, esto no es así. Sucede que para contener la demanda de dólares y frenar las expectativas de devaluación, sobre todo de los grandes compradores, el BCRA estableció un esquema de elevadas tasas de interés de corto plazo, incentivando a los inversores privados no bancos a tomar posiciones en estos activos versus los activos dolarizados. Como se observa en el Gráfico 1, en poco menos de dos años, el volumen total de LEBAC y pasés pasivos incrementó un 182% (al igual que las LEBAC, los pasés pasivos son instrumentos financieros del BCRA que solo utilizan los bancos para colocar liquidez excedente de sus carteras).

Gráfico 1. Stock total de LEBAC y detalle según tenedores. En millones de pesos.



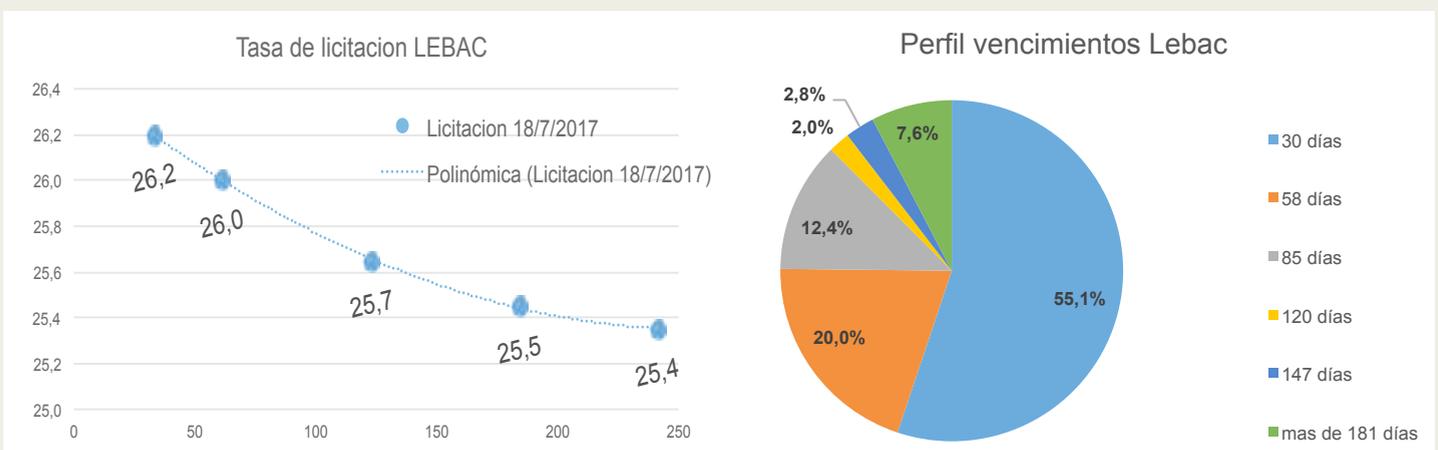
Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Además del volumen, este incremento de vencimientos también registró una transformación entre el plazo y el tipo de tenedores de los títulos. Como se observa en el Gráfico 2, al diferenciar entre tenedores se verifica que, en noviembre de 2015, el stock total de LEBAC pertenecía en un 72% a bancos (área gris) y un 28% a no bancos (personas físicas, empresas y fondos de inversión; área blanca). En la actualidad es a la inversa: el 40% del stock de LEBAC está en manos de bancos y el 60% en inversores no bancos. De modo que de los 593.000 millones de pesos que se incrementó el stock de LEBAC entre noviembre de 2015 y julio de 2017, los inversores no bancos explican el 77%.

En cuanto a los plazos, se registra una reducción de plazos hacia posiciones más cortas, mayoritariamente a un mes de plazo. Como se observa en el Gráfico 2, del stock total de LEBAC, más del 54% de las posiciones se encuentran colocadas a menos de 35 días. Esto fue producto del perfil de curva invertida de tasas, pagando una mayor tasa para los tramos más cortos.

Todos estos cambios resultan problemáticos porque existen inversores dispersos y en posiciones a muy corto plazo. Y si bien suele marcarse que en los mercados financieros la existencia de mercados secundarios de activos hace que puedan arbitrarse plazos y posiciones antes del vencimiento, en el caso de los inversores “no bancos” el mercado secundario no es accesible para ellos. Por ende, deben suscribir a los títulos y esperar al vencimiento de la colocación. Esto implica para el BCRA una posible fuente de tensiones cada vez que hay una licitación.

Gráfico 2. Curva de tasas y perfil de vencimientos de LEBAC. Tasas según plazos y LEBAC como % del total



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

3.

La adopción del esquema de “metas de inflación”

En combinación con lo anterior, lo que inicialmente fue una política de altas tasas de interés real en moneda local para contener la demanda de dólares, con posterioridad se vio institucionalizada tras la adopción, en septiembre de 2016, del esquema de metas de inflación.

Este tipo de régimen de funcionamiento monetario está vigente en alrededor de treinta países a nivel mundial, incluyendo otros latinoamericanos como Chile, Brasil, Colombia, México y Perú desde antes del 2003. Igual que en la Argentina, en la mayoría de los casos el régimen de metas coincide con la adopción de un régimen cambiario de tipo de cambio flexible donde el Banco Central no interviene en la cotización de la moneda local. Sin embargo, en la práctica suelen intervenir más de lo que se dice para administrar la volatilidad cambiaria.

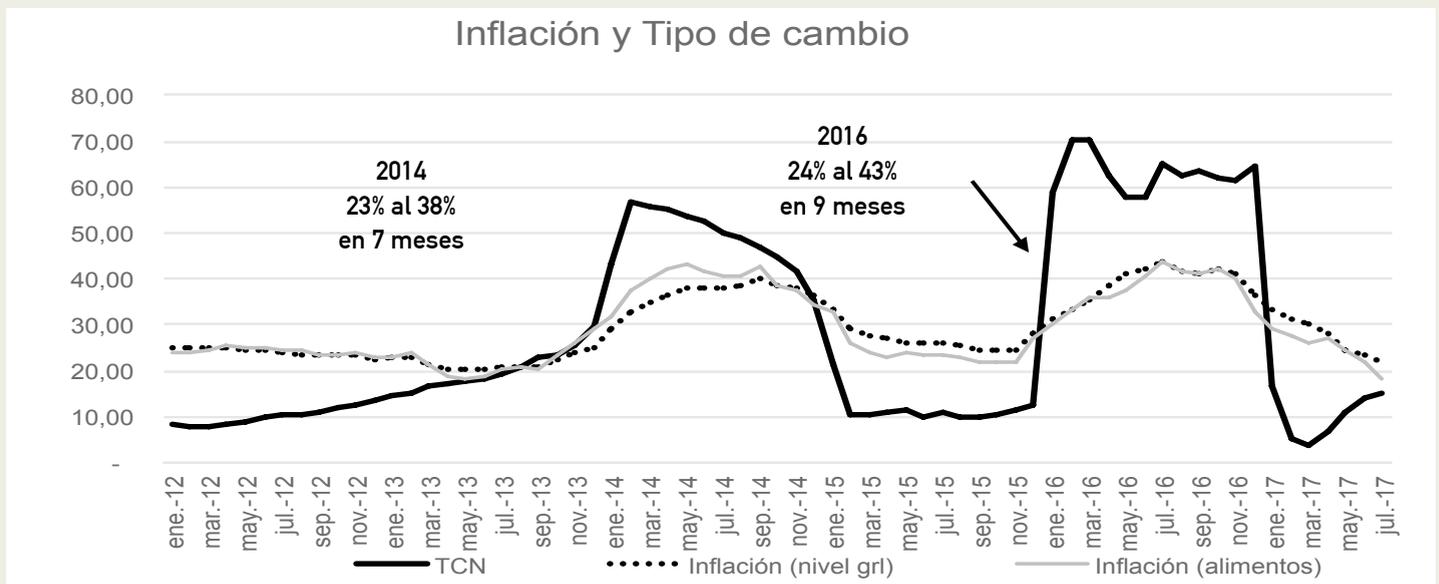
En términos conceptuales, la política de metas de inflación y régimen cambiario flexible se basa la visión *mainstream* llamada del nuevo consenso macroeconómico. En este esquema, la inflación es el resultado de un exceso de demanda en el mercado de bienes, debido a un exceso de liquidez en los hogares, generado por una tasa de interés monetaria menor a la tasa de interés real. Junto con ello, en una economía abierta, este desequilibrio se manifiesta en un balance comercial deficitario o el aumento de la demanda de dólares como inversión de cartera.

En términos prácticos, la política de metas consiste en la administración de la demanda agregada mediante la fijación de la

tasa de interés monetaria y no el control de agregados monetarios. Si la inflación es mayor a la banda máxima anunciada, la autoridad monetaria se compromete a absorber liquidez con una tasa de interés real positiva hasta tanto baje la inflación. En el programa de desinflación del BCRA, para el primer año las bandas debían encontrarse entre 12% y 17% anual para el 2017, para luego ir bajando hasta a menos de 12% para 2018 y menos de 6,5% para 2019. Sin embargo, esto –como otros objetivos– no se cumplió. La proyección de inflación para 2017 sitúa a diciembre de 2017 una inflación anual en torno al 22%, un 50% arriba del techo máximo establecido.

Como se observa en el Gráfico 3, y si bien el *pass-through* de tipo de cambio a precios fue en 2016 menor que en 2014, se puede apreciar cómo tanto la aceleración de la inflación como la posterior moderación van al ritmo del dólar. Es decir, hubo poco de régimen monetario y mucho de capacidad de garantizar una oferta de dólares capaz de mantener el tipo de cambio a raya.

Gráfico 3. Devaluación e inflación. Variación porcentual anual



Fuente: elaboración propia en base a BCRA e IPC Neuquén, San Luis, Río Grande-Ushuaia, CABA.

Además de ello, para la mayoría de los países de la región, el régimen de metas de inflación garantizó una fuerte rentabilidad financiera que dio lugar a la expansión de las finanzas en detrimento de la actividad productiva, reprimarizando la estructura productiva, en especial aquella orientada a exportaciones. Según información de CEPAL sobre contenido tecnológico de las exportaciones –elaborada por Sebastián Herreros y José Durán Lima en su trabajo “Reprimarización y desindustrialización en América latina, dos caras de la misma moneda”, de 2011–, mientras que en el año 2000 las materias primas representaban el 27,6% del total del valor exportado, para 2010 estas representaban el 42,4 por ciento..

4.

La persistencia de la fuga de capitales

La desregulación del mercado de cambios también tenía como objetivo moderar la salida de dólares producto de la incertidumbre cambiaria y la posibilidad de arbitraje con el mercado de dólares ilegal. Sin embargo, la salida de dólares, lejos de disminuir, se incrementó.

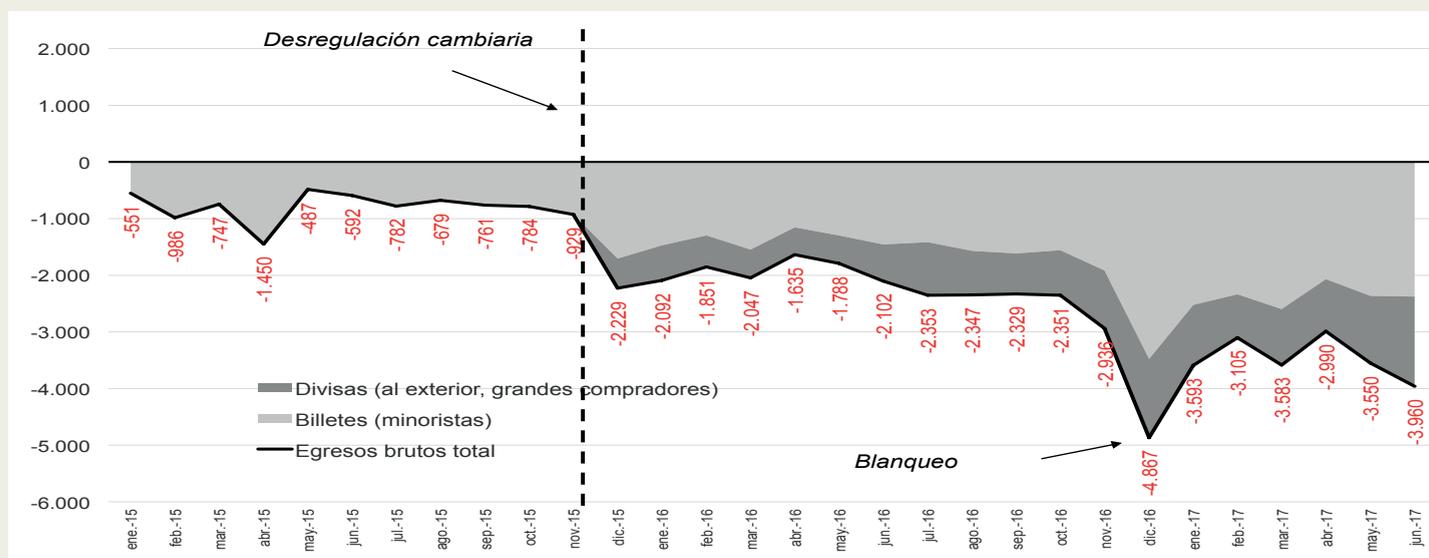
En el Gráfico 4 se presenta la compra neta de dólares para la Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero (FAE). Allí se observan dos características. Por un lado, el crecimiento del volumen total de las salidas y, junto con ello, el regreso de los grandes jugadores.

En primer lugar, está el volumen de FAE. Mientras que en 2015, en términos de dólares netos, se acumularon ventas por 8.519 millones de dólares, luego de la desregulación para 2016 este monto alcanzó 11.961 millones de dólares (incluyendo el blanqueo), es decir, un 40% más. Esta tendencia continuó en 2017: para los primeros siete meses del año, la salida de dólares por FAE ya suma 8.767 millones dólares, superando en siete meses la salida total de 2015. En la comparación del promedio neto mensual de compra de dólares mensual por FAE, en 2017 casi que se duplican las compras de 2015.

Por otro lado, está la cuestión del regreso de los grandes jugadores al mercado cambiario. Tras la desregulación se volvió a habilitar las operaciones de FAE divisa, es decir, el envío de fondos en dólares a cuentas en el exterior sin fines productivos. Este tipo de movimientos son realizados por grandes empresas y personas ya que desean sacar dinero del país. Según información del anexo del balance cambiario del BCRA, para julio de 2017 la compra FAE divisas fue realizada por 1.650 únicos clientes y el 85% de las operaciones fue por montos mayores a 2 millones de dólares. Sin contar el ingreso de fondos por blanqueo, desde el levantamiento de los controles cambiarios las salidas en concepto de FAE divisas acumulan 4.345 millones de dólares.

Y como en otras etapas históricas, este mayor volumen de salida de dólares fue cubierto con nuevas emisiones de deuda externa. Como se observa en el Cuadro 2, en el período que va desde enero de 2016 hasta julio de 2017, el Estado nacional, las provincias y las empresas privadas realizaron colocaciones de nueva deuda externa por un total de 71.592 millones de dólares (incluyendo el pago a los fondos buitres del Estado nacional). Si a esto se le suman las colocaciones del Tesoro Nacional por Letras nominadas en dólares (LETES), se registra un volumen total de colocaciones por 82.079 millones de dólares.

Gráfico 4. Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero Neto. En millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

5.

Los desafíos de la política monetaria

De este modo, la política monetaria pudo administrar las tensiones y los costos que implicó el levantamiento de los controles cambiarios, pero ello dio lugar a nuevos aspectos a considerar. Entre ellos se encuentra el *stock* de LEBAC y la persistencia de la fuga de capitales. Esto pone al gobierno en un dilema sobre los desequilibrios a atender para lograr consolidar el programa macroeconómico.

Desde los sectores que apoyan al gobierno, al tope de agenda está el desequilibrio fiscal. Para fin de 2017, el déficit financiero del Estado nacional será de casi 7 puntos del PBI, casi 3 puntos porcentuales más del que dejó el gobierno anterior. La relevancia del déficit fiscal en este contexto implica que debe, o bien recurrir a los adelantos transitorios del BCRA o al endeudamiento externo para cubrir el rojo presupuestario. En ambos casos, el BCRA se vería obligado a retirar esos pesos con la emisión de LEBAC. Ya que, en ausencia de controles y con una demanda persistente por dólares, en el esquema actual los pesos que sobran deben ser absorbidos a riesgo de que presionen sobre el dólar. Y entonces, el *stock* de LEBAC se convierte en un problema. Solo de capital e intereses capitalizados de julio a diciembre de 2017 deberían renovarse más 1.091.000 millones de pesos de LEBAC y pases pasivos, algo así como un 51% más del *stock* existente, en solo 5 meses. En 2018, con una inflación en torno al 12%, resultaría en una dinámica parecida. Sin crecimiento de la demanda de dinero por el estancamiento económico y con el déficit fiscal proyectado creciente, a plazos muy cortos y con tenedores de activos muy polarizados, las LEBAC adquieren una dinámica explosiva y en cada vencimiento se refleja esta vulnerabilidad.

El segundo problema a atender es la persistente salida de dólares por FAE, turismo e importaciones. En el marco actual, sería impensada la implementación de una medida regulatoria que administrara la demanda de dólares, por lo que las alternativas son el sostenimiento del flujo de endeudamiento. Y algo de aire hay. A pesar del fuerte crecimiento, la relación deuda pública externa/PBI para la Argentina en 2017 terminará en torno al 28%. En la región, el ratio deuda externa/PBI está en torno al 35%. Esto da un aire para la colocación de otros 30.000 millones de dólares netos para recién arrimarnos al resto.

Por ende, ambos riesgos están, porque la desregulación cambiaria no logró revertir la salida de divisas que estructuralmente tiene la Argentina. De modo que la consolidación del nuevo régimen macroeconómico post regulación cambiaria aún está pendiente.

Cuadro 2: Emisiones de deuda externa y LETES. En millones de dólares. BCRA y MECON

	DEUDA EXTERNA NETA			LETES USD	TOTAL
	E. NACIONAL	G. PROVINCIALES, MUNICIPIOS Y PRIVADOS	TOTAL		
2015	-3.979	2.876	-1.103	-	-1.103
2016	25.920	18.668	44.588	6.496	51.085
2017*	15.392	11.612	27.004	3.991	30.995
Total 2016/17	41.312	30.280	71.592	10.487	82.079

*Parcial, hasta julio 2107

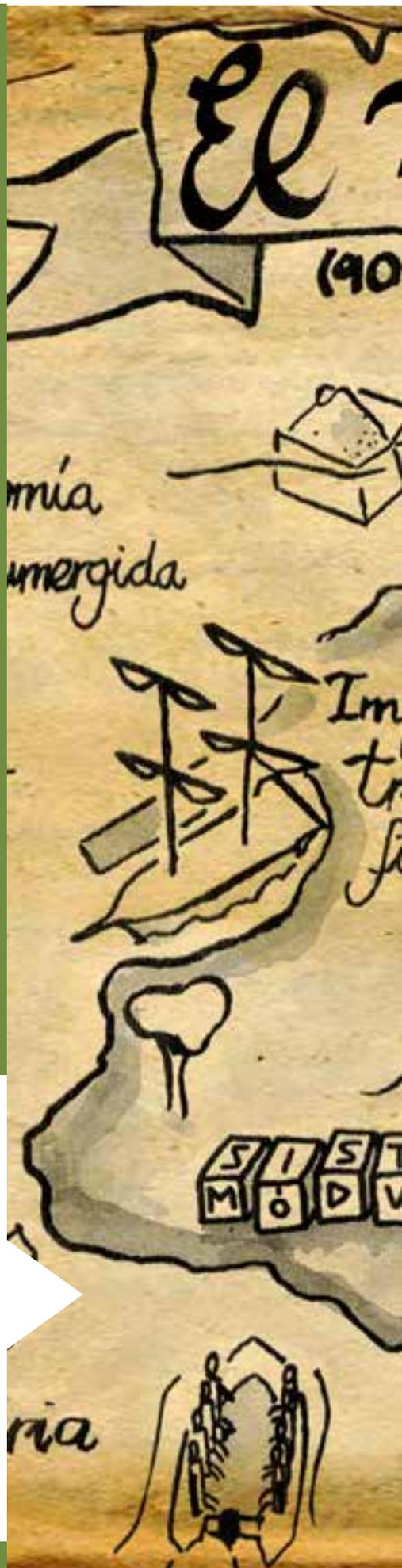
Fuente: elaboración propia en base a MECON y BCRA.

LA OPACIDAD DE LOS BANCOS INTERNACIONALES: LA FUGA DE CAPITALS Y EL CASO HSBC

EL DRENAJE DE AHORRO DOMÉSTICO HACIA EL EXTERIOR POR PARTE DE LOS ACTORES CON ALTOS PATRIMONIOS RESULTA IMPENSABLE SIN EL ROL FUNDAMENTAL QUE CUMPLE LA BANCA EXTRANJERA. LOS PAÍSES PERIFÉRICOS –LA ARGENTINA ENTRE ELLOS– RESULTAN LOS PRINCIPALES DAMNIFICADOS, EN BENEFICIO DE LAS ECONOMÍAS CENTRALES QUE DOMINAN LAS PRINCIPALES PLAZAS FINANCIERAS OFFSHORE.

por JORGE GAGGERO. *Licenciado en Economía Política (FCE-UBA), especialista en finanzas, política y administración tributaria y regulación de servicios públicos. Ex profesor de la UBA y profesor en cursos de posgrado en finanzas públicas e impuestos en las universidades nacionales de La Plata, Córdoba, Cuyo y Comahue, en FLACSO y en la USAL. Investigador en el CEFID-AR desde el año 2004 hasta 2015. Responsable del área fiscal y del proyecto sobre Fuga de Capitales del CEFID-AR (2004-2015). Es autor de numerosas publicaciones acerca de temas de su especialidad. Integrante del Plan Fénix (FCE-UBA, 2002-2016), socio del CELS y miembro fundador de la Red de Justicia Fiscal de AL y el Caribe*

por MAGDALENA RUA. *Contadora Pública graduada de la Universidad de Buenos Aires, maestranda en Economía Política en FLACSO, docente en la FCE-UBA, investigadora en el Centro Cultural de la Cooperación y en el Centro de Economía Política Argentina, ex investigadora en el CEFID-AR. Es autora del libro Fuga de capitales: el rol de los bancos internacionales y el caso HSBC y de numerosas publicaciones sobre la fuga de capitales y la fiscalidad internacional.*



Tesoro escondido

(.000.000.000€ POR DESENTERRAR)



Mapa con las claves donde encontrar el tesoro para aquellos que lo quieren encontrar en el lugar equivocado

La opacidad de las finanzas globales atenta contra el desarrollo sustentable de las economías de los países en desarrollo, que ven obstaculizado su crecimiento y obstruida la evolución de su inversión interna debido a la constante fuga de recursos hacia los principales centros financieros. Del mismo modo, ven reducida su recaudación tributaria, impidiendo una adecuada distribución y redistribución del ingreso que resultaría en una mejora de la equidad social.

En la Argentina, el fenómeno de la fuga de capitales ha devenido en una problemática estructural, que no se vincula estrictamente con etapas críticas de la economía, sino que se registran importantes niveles de egreso de moneda extranjera a lo largo de todo el período que abarca los últimos 40 años, incluso en épocas de estabilidad económica, financiera y política, constituyéndose en uno de los factores condicionantes de la restricción externa. Por ello es válido afirmar que la escasez del ahorro doméstico no resulta ser la traba para el desarrollo económico argentino, sino, más bien, el drenaje de aquel ahorro hacia el exterior, actitud que resulta característica de los agentes económicos locales de mayor envergadura.

En este marco, la banca privada extranjera ha jugado un rol fundamental como “facilitadora” de los residentes argentinos de altos patrimonios, brindando los canales para la transferencia del dinero al exterior –tanto en momentos de crisis como en otros de próspero crecimiento económico–, erigiéndose en gestora y administradora de sus riquezas. Este fenómeno se vincula estrechamente con la evasión y elusión fiscal, ya que estas entidades financieras ofrecen, como parte de sus servicios, completa confidencialidad acerca del origen y la titularidad de los fondos, cuyo instrumento fundamental es el secreto bancario y la utilización de guaridas fiscales.

El estudio del caso HSBC permite advertir el significativo daño que provoca la fuga de capitales a los países de bajos y medianos ingresos. A su vez, confirma el rol de los bancos globales como eslabón clave de esta problemática estructural y la persistencia de la hermeticidad de los negocios del sistema financiero.

Si se analizan los destinos de la riqueza offshore originada en América latina, es posible observar que las principales plazas financieras utilizadas por residentes latinoamericanos resultan ser Europa y Estados Unidos, y las zonas de influencia de ambos territorios.

Este artículo es una versión reducida y modificada de: Rua, M. (2017) “Fuga de capitales IX: el rol de los bancos internacionales y el caso HSBC”. Con prefacio de Jorge Gaggero. 1ª ed. Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Ediciones Z; Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Fundación Ses. ISBN 978-987-46330-5-7

La banca internacional como facilitadora de la fuga de capitales y la evasión fiscal

Los principales bancos internacionales cuentan con el sector de *private banking* (banca privada, del secreto o privacidad), que funciona a través de las oficinas ubicadas en prácticamente todos los países del mundo (o mediante agentes independientes), en conexión con las filiales localizadas en las guaridas fiscales. Esta área brinda el servicio de *wealth management* (administración de fortunas), que consiste en asesoría y gestión para las inversiones de personas con altos patrimonios –por lo general, con activos involucrados superiores a los 250 mil dólares– y de grandes empresas. Los servicios ofrecidos incluyen la apertura de cuentas bancarias *offshore* de personas físicas y jurídicas, interposición de sociedades fantasma, fundaciones o *trusts* –constituidos en guaridas fiscales con la finalidad de encubrir a los beneficiarios reales–, asesoramiento en fusiones y adquisiciones, y en transacciones en el mercado de capitales, planificación de sucesiones y asesoramiento de inversión en fondos mutuos, *hedge funds* y *private equity*.

Para el diseño de estas arquitecturas, la banca privada dispone de abogados especialistas y aceitados contactos con las grandes firmas de consultoría y tributación (en especial, las denominadas *Big Four*) que trabajan en conjunto con los banqueros para diseñar los mecanismos a ser utilizados. Las familias *UHNW* (siglas en inglés, Ultra Alto Patrimonio Neto) requieren

de un servicio altamente calificado que involucra variadas jurisdicciones con estructuras fiscales y legales complejas. Para ello, suelen contar con múltiples asesores en *private banking*, así como asistencia contable, impositiva y legal. Este segmento de clientes también suele ser atendido por los denominados *family offices*, usualmente ex banqueros de *private banking* con amplia experiencia profesional que trabajan de modo independiente.

La mayor parte de la actividad de *private banking* se concentra “formalmente” en países centrales, guaridas fiscales de Europa, Estados Unidos o jurisdicciones bajo su influencia. Según un análisis de la Asociación de Banqueros Suizos (Swiss Bankers Association, 2013), Suiza abarca el 26% de la participación del negocio de *private banking* global y es el país “número 1” del Índice de Secretismo Financiero (FSI, según su sigla en inglés) elaborado por Tax Justice Network (TJN) para el año 2015. Reino Unido, en conjunto con otras jurisdicciones bajo su influencia (Hong Kong, Singapur, Irlanda y las Islas del Canal, según Shaxson, 2014), suma, en rigor, el 38% de participación en el mercado (Rua, 2014). Luxemburgo posee una participación del 7% del mercado. Estados Unidos maneja el 8% del mercado y Caribe y Panamá (influencia de Estados Unidos), un 13%. En la misma línea, Oxfam estimó que el 67% de la riqueza *offshore* global se encuentra en guaridas fiscales vinculadas a Europa y la mitad de dicho porcentaje está ubicada en guaridas vinculadas al Reino Unido.

El caso HSBC

El caso HSBC resulta ser el más importante en la historia de la banca global, hasta el momento. Se trata de un caso inédito no solo por su magnitud sino porque revela la existencia de una extensa –en el tiempo y en el territorio– práctica sistemática del banco, desarrollada tanto en países centrales como en naciones más atrasadas y emergentes. La información develada comprende más de 130 mil cuentas bancarias *offshore* que se presume en su gran mayoría no declaradas entre los años 2005 y 2006, con fondos totales que superaban los 102 mil millones de dólares e involucran a 106 mil personas residentes en 203 países. Estas personas lograron, gracias al servicio del banco, burlarse de las autoridades fiscales en prácticamente todo el mundo. La información fue obtenida por Hervé Falciani, ex informático del HSBC *Private Bank* de Ginebra (Suiza), del propio sistema informático de la empresa. Con ella logró viajar a Francia para entregarla y validarla ante la Justicia de ese país.

En particular, en relación con el caso HSBC, se confirmó la existencia de una plataforma ilegal para la fuga de divisas, mediante la puesta en marcha de un mecanismo de opacidad con el objetivo de encubrir a los titulares reales de las cuentas bancarias.





El impacto del caso HSBC en América latina y el Caribe

El total de fondos administrados por el HSBC Ginebra en el año 2006, para América latina y el Caribe, era de alrededor de 53.600 millones de dólares, más de la mitad del total global de los fondos ocultos descubiertos por Falciani. Aunque esta cifra también incluye 19.100 millones de dólares provenientes de guaridas fiscales como Caimán, Bahamas, Barbados, Panamá e Islas Vírgenes, lo cual indica que probablemente esos fondos tuvieron su origen en otras economías *“onshore”* y que estas guaridas podrían haber funcionado como “jurisdicciones de tránsito”. Para sólo tres países (Argentina, Venezuela y Brasil) –los primeros tres sin considerar las guaridas fiscales–, el monto total que manejaba el HSBC de Ginebra en el año 2006 era de alrededor de 25.000 millones de dólares, lo que indica que solo tres países de América latina alcanzan un cuarto de los activos financieros totales descubiertos mediante la “Lista Falciani”.

Si se analizan los destinos de la riqueza *offshore* originada en América latina es posible observar que las principales plazas financieras utilizadas por residentes latinoamericanos resultan ser Europa y Estados Unidos, y las zonas de influencia de ambos territorios. Los países periféricos, y entre ellos los de América latina, resultan ser los principales damnificados por la fuga de capitales en provecho de los países centrales, que dominan las más importantes plazas financieras *offshore* (dentro de sus fronteras y en otros territorios bajo su influencia). Estos últimos, al garantizar condiciones de secreto y confidencialidad, sistemas tributarios preferenciales para no residentes y estructuras opacas que encubren la identidad de los beneficiarios, se desempeñan como eficientes refugios fiscales y financieros, razón por la cual se convierten en los destinos de la riqueza *offshore* global. En el caso de América latina, los activos externos de sus residentes se distribuyen en un 29% a Suiza, 28% a Estados Unidos, 29% al Caribe y Panamá (influencia de Estados Unidos) y 7% a Reino Unido, Guernesey, Jersey e Irlanda (estas últimas tres, dependencias e influencias del Reino Unido), según lo indica un informe de The Boston Consulting Group (BCG) de 2011. Las estimaciones del año 2015 de la misma consultora confirman esa tendencia. No casualmente, estas jurisdicciones son las que

concentran la mayor porción de la actividad de *private banking* a nivel internacional, que se encarga de administrar los activos financieros *offshore* de las empresas multinacionales y los ricos del mundo.

Por otra parte, muchos de los países que ocupan los primeros lugares del índice de secreto financiero que elabora Tax Justice Network poseen PIB per cápita sustancialmente altos, que no se condicen con sus escasas poblaciones (como ser, Luxemburgo, Islas Caimán, Bahamas, Islas del Canal, Bahréin, Hong Kong, Singapur), al mismo tiempo que registran una cantidad desproporcionada de entidades financieras, que operan dentro de sus fronteras, en comparación con su densidad poblacional. Esto llevaría a analizar si cierta porción del PIB de esos países y el volumen de la actividad financiera, en efecto, no resulta como consecuencia de sus altos niveles de opacidad.



El caso HSBC resulta ser el más importante en la historia de la banca global, hasta el momento. Se trata de un caso inédito no solo por su magnitud sino porque revela la existencia de una extensa –en el tiempo y en el territorio– práctica sistemática del banco, desarrollada tanto en países centrales como en naciones más atrasadas y emergentes.

El caso HSBC en la Argentina

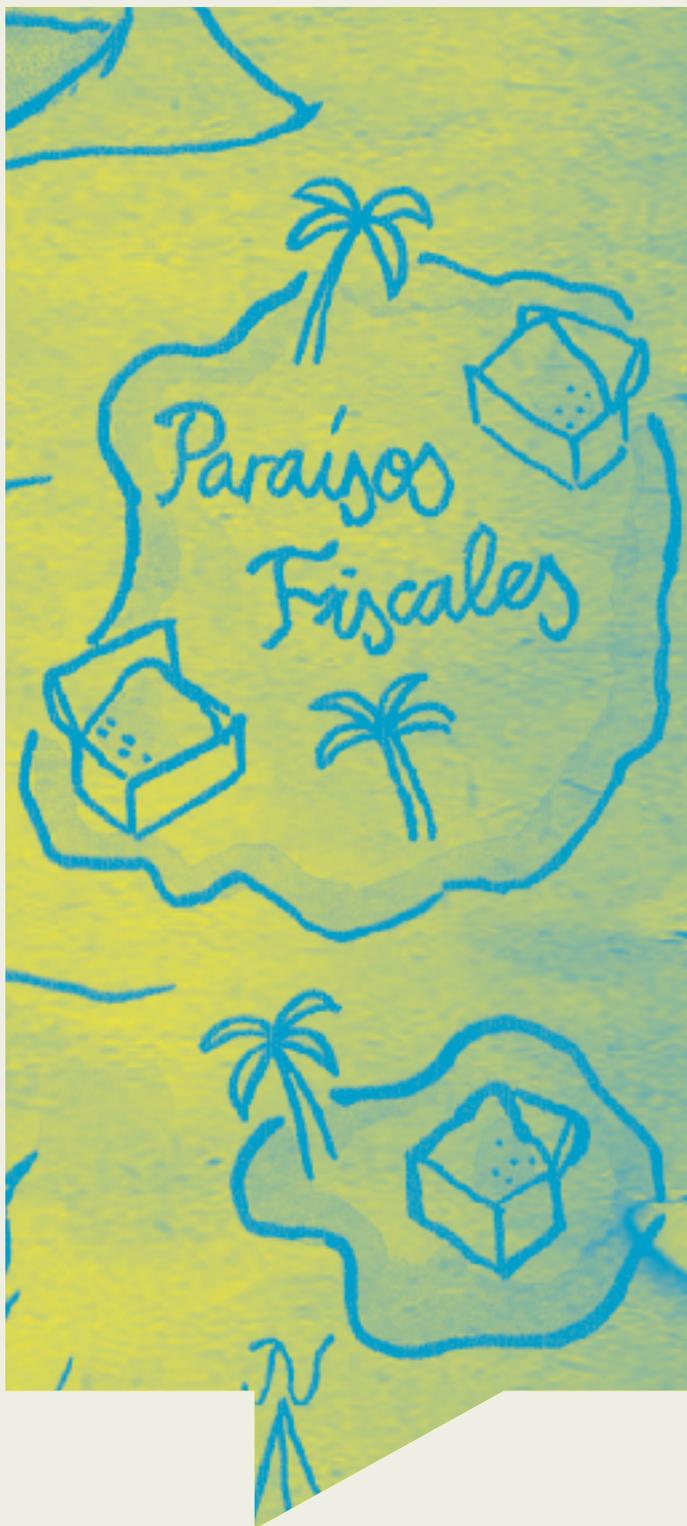
En septiembre de 2014, la AFIP recibió de parte del gobierno francés información sobre 4.040 clientes argentinos del HSBC Suiza, de los cuales solamente 39 habían declarado sus tenencias. Se estima que el total de los fondos de residentes argentinos colocados en Ginebra supera los 2.600 millones de dólares. Los datos que se obtuvieron corresponden al año 2006 y a una parte del año 2005.

La AFIP denunció la existencia de una plataforma ilegal montada por el HSBC y sus directivos con el único fin y propósito de ayudar a contribuyentes argentinos a evadir sus impuestos. Entre las principales conclusiones que se desprenden de la denuncia de la AFIP, se encuentra la amplia utilización de las sociedades *offshore*, “empresas fantasma” (sin actividad económica), situadas en jurisdicciones de baja o nula tributación (según la legislación relativa al impuesto a las Ganancias vigente para el año 2006), como mecanismo para encubrir a los contribuyentes argentinos y evitar el cumplimiento de sus obligaciones impositivas. Este servicio era brindado en conexión con “facilitadores”, apoderados, abogados, licenciados en economía y contadores que proporcionaban una red *offshore* de sociedades extranjeras

radicadas en guaridas fiscales y otras estructuras complejas, que permitían ocultar la verdadera identidad de los titulares. Las principales guaridas fiscales utilizadas para interponer estas estructuras fueron: Estados Unidos, Panamá, Bahamas, Islas Caimán, Islas Vírgenes Británicas, Jersey, Guernesey, España, Suiza y Uruguay (Rua, 2014).

A su vez, del análisis de la lista de residentes argentinos se desprende que las primeras 100 cuentas bancarias de mayor monto, que involucran 197 personas, concentran el 87% del total de los fondos ocultos en Ginebra –2.157 millones de dólares sobre un total de 2.465 millones de dólares–, lo que confirma que este fenómeno está asociado al comportamiento de los grandes actores.

La Argentina ha sido uno de los primeros países del mundo en iniciar acciones contra el banco HSBC y, en diciembre de 2014, el Congreso nacional sancionó la creación de una “Comisión Bicameral Investigadora de Instrumentos Bancarios y Financieros destinados a facilitar la evasión de tributos y la consecuente salida de divisas del país”, que se dedicó a investigar durante el año 2015 el caso HSBC e indagar sobre la existencia de un comportamiento generalizado en el resto de los bancos privados.



Como antecedente, en febrero de 2002 funcionó en la Cámara de Diputados la Comisión Especial Investigadora de la Fuga de Divisas en la Argentina en el año 2001, la cual presentó un extenso informe en el año 2003. En términos generales, esta comisión determinó que la fuga de capitales en la Argentina no resultaba totalmente vinculada a escenarios de volatilidad e inestabilidad financiera, sino que existía un comportamiento estructural tendiente a la fuga de divisas, y que se relacionaba directamente con el comportamiento del empresariado local. Asimismo, investigaron las transferencias de divisas al exterior (del Sector Privado No Financiero y sin contemplar las operaciones de comercio exterior) del año 2001, por alrededor de 29.913 millones de dólares, de los cuales 26.128 millones correspondían a empresas y 3.785 millones, a personas físicas. En este marco, destacaron el papel del sistema financiero en la salida de divisas de aquel año y de la banca privada extranjera, que concretó el 75,19% de los montos transferidos al exterior durante el año 2001. Los tres bancos extranjeros más activos fueron el HSBC, Citibank y Río.

La comisión bicameral que funcionó durante el año 2015 se encargó, principalmente, de la investigación del accionar del banco HSBC, además de analizar si existía un comportamiento sistémico y generalizado en los bancos internacionales que operan en la Argentina. Así, la comisión bicameral concluyó en que existía una práctica sistemática de fuga de capitales a nivel global, cuyo principal factor de permanencia era la confidencialidad, y que se había detectado, durante el plazo de trabajo investigativo, una conducta sistémica de los grandes bancos para facilitarles a clientes argentinos, como al resto del mundo, mecanismos para eludir el pago de impuestos. Asimismo, se puso de manifiesto que existe una predilección de los sectores empresarios a resguardar su riqueza en el exterior, buscando minimizar el pago de impuestos y ocultar la titularidad de los fondos través de la utilización de guaridas fiscales, y que esta conducta no era coyuntural sino que resultaba una constante a lo largo de la historia argentina. En particular, en relación con el caso HSBC, se confirmó la existencia de una plataforma ilegal para la fuga de divisas, mediante la puesta en marcha de un mecanismo de opacidad con el objetivo de encubrir a los titulares reales de las cuentas bancarias.

Las familias UHNW (siglas en inglés, Ultra Alto Patrimonio Neto) requieren de un servicio altamente calificado que involucra variadas jurisdicciones con estructuras fiscales y legales complejas. Para ello, suelen contar con múltiples asesores en private banking, así como asistencia contable, impositiva y legal.

A pesar de ello, por el momento, el banco HSBC y sus directivos han resultado pasibles solamente de la aplicación de multas insignificantes, si se las compara con los daños fiscales provocados, parte de ellas suspendidas por la Justicia.

Asimismo, tras el cambio de gobierno, durante el último año y medio, se ha implementado una gestión económica de corte neoliberal que ha acentuado las características dañinas de la estructura económica de la Argentina, su estructura tributaria y gestión fiscal, y que ha terminado de destruir la “frontera financiera nacional” en busca de establecer la libre circulación de capitales. Esto ha propiciado la expansión de actividades especulativas locales, el aumento de la fuga de divisas, así como la acumulación acelerada de deuda externa que, adicionalmente, están llevando a la economía a una situación de extrema vulnerabilidad externa.

En materia de fiscalidad internacional, indisolublemente asociada a la fuga de capitales, son los países más avanzados los que fijan las pautas en el mundo, y las organizaciones interna-

cionales que los comprenden las que alcanzan mayor armonización normativa, coordinación en la gestión e influencia global. Los países centrales logran fijar reglas del juego en el plano internacional que operan a favor de sus empresas, sus fiscos y/u otros intereses económico-financieros propios. En ausencia de organismos multilaterales responsables en este campo son los limitados acuerdos y consensos *ad hoc* en el seno del G7 –últimamente extendidos al G20– y en el de la OECD los que marcan los rumbos. Estos acuerdos han resultado cada vez más insuficientes para hacer frente a la escalada destructiva de las “fuerzas globales desatadas”: descontrolada competencia tributaria que mina los sistemas normativos; elusión y evasión rampantes que ponen en ridículo a las administraciones impositivas; creciente fuga de capitales que erosiona severamente a las economías y las sociedades de los Estados-nación (limitando su potencial económico, la cantidad y la calidad de su fuerza de trabajo y la posibilidad de alcanzar mayores niveles de equidad).

por **NOEMÍ BRENTA**. *Doctora de la UBA Área Economía Premio Facultad. Profesora regular de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA. Subdirectora del CIHESRI. Entre sus numerosas publicaciones se destaca el libro “Historia de las relaciones entre Argentina y el FMI”, Eudeba, 2013*

CONTAR CON EL VISTO BUENO DEL ORGANISMO AYUDA A LAS NACIONES A OBTENER FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL EN LOS MERCADOS GLOBALES. A CAMBIO, LOS ESTADOS ENDEUDADOS DEBEN IMPLEMENTAR SUS RECOMENDACIONES, QUE EN NUESTRO PAÍS TUVIERON RESULTADOS ECONÓMICOS Y SOCIALES PROFUNDAMENTE REGRESIVOS.

EL ROL DEL FMI EN LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA



E

l FMI nació en Bretton Woods en 1944, por iniciativa de Estados Unidos, secundado por Gran Bretaña, con la idea de ordenar las cuestiones relacionadas con el sistema monetario internacional (SMI), sumidas en el caos desde la década de 1930, y adecuarlas al nuevo orden económico que surgiría tras la Segunda Guerra Mundial, bajo la hegemonía estadounidense.

Las cuestiones del SMI, siempre vigentes, son básicamente tres. Una, acordar cuáles son las monedas aceptables para los pagos de las importaciones, los intereses de las deudas con el extranjero, las ganancias de los inversores externos, etc., en suma, los pagos internacionales y cómo se proveerá esa liquidez, es decir, cómo los países dispondrán de dinero de uso internacional para realizar sus intercambios. El segundo problema es coordinar las paridades cambiarias entre los distintos países, de modo que el tipo de cambio no genere grandes ventajas para algunos y perjudique a otros. Y el tercero, acordar los modos de reequilibrar los pagos internacionales, en caso de déficit o superávit persistente de un país con el resto del mundo, como son hoy los casos de Grecia, deficitaria, o China y Alemania, superavitarias.

Estos problemas se resolvieron de diversos modos a lo largo de la historia, y constituyen el núcleo de las competencias del FMI, organismo del sistema de las Naciones Unidas, cuyo principal propósito es “asegurar la estabilidad del sistema monetario internacional, es decir, el sistema de pagos internacionales y tipos de cambio que permite a los países (y a sus ciudadanos) efectuar transacciones entre sí” (<http://www.imf.org/es/About/Factsheets/IMF-at-a-Glance>, consultado el 28/8/17). Para ello, elabora informes de distinto tipo sobre la economía mundial y los países miembros, les brinda asistencia técnica y supervisión, y cuenta con un capital aportado por todos ellos para prestar dinero de uso internacional a los países con dificultades en sus pagos al resto del mundo, que adopten políticas basadas en sus recomendaciones. Y es a través de este canal de los acuerdos

condicionados por donde se cuele la injerencia del FMI en la deuda externa argentina.

Lejos de ser un espacio técnico donde una burocracia neutral vela por la estabilidad del SMI, en el FMI realmente existente unos pocos países ejercen una fuerte influencia a favor de sus intereses y los de sus empresas y bancos, en desmedro del internacionalismo cooperativo proclamado. Esta capacidad de afectar las políticas del FMI, el contenido de sus programas y las acciones de los gobiernos que utilizan sus recursos, se expresa en varias instancias, como la formación de la agenda del organismo –de qué se habla y cómo–, la selección de sus autoridades y personal jerárquico, los sesgos de sus enfoques teóricos y aplicados, sus recomendaciones y decisiones, y también en las condiciones de los acuerdos con sus miembros. Estos temas desper-

taron gran atención a partir de las crisis de los años 1990 y 2000, y fueron abordados por numerosos autores desde diferentes perspectivas, entre ellos, Stiglitz, Buira, Meltzer y Ugarteche. Por su condición de único miembro con capacidad de veto y emisor de la moneda de mayor uso internacional, Estados Unidos cuenta con un frondoso andamiaje de leyes y mecanismos institucionales para influir sobre el FMI, al alcance de cualquiera que desee estudiarlo. Por ejemplo, cada año el Tesoro envía al Congreso un informe sobre los progresos realizados para influir en alinear las decisiones del FMI con los objetivos de la política económica estadounidense, y especialmente ilustrativos son los informes de la GAO (General Accounting Office), publicados desde 2001, para determinar, entre otras cosas, “si los funcionarios vinculados al FMI han sido capaces de influir en las opera-

ciones del FMI y en las posiciones políticas de otros miembros, en un sentido consistente con las políticas estadounidenses establecidas en la ley” (GAO, “International Monetary Fund, Efforts to advance U.S. Policies on the Fund”, Informe al Congreso, 2001).

Es probable, como reconocía Jacques Polak, antiguo funcionario del FMI, que todos los países quisieran utilizar su participación en el FMI para perseguir sus propios objetivos e intereses en el sistema mundial, aun a costa de perjudicar a otros miembros o al sistema global. Sin embargo, solo unos pocos tienen suficiente poder y recursos para procurarlo de manera sistemática y relevante, de modo que el FMI real refleja la asimetría reinante en las relaciones internacionales. El caso de la deuda externa argentina y sus crisis cabe enteramente en esta contextualización.

Desde su adhesión a los convenios de Bretton Woods, la Argentina tuvo tres ciclos de endeudamiento externo que concluyeron en crisis de pagos internacionales. El primero, durante el gobierno de Arturo Frondizi (UCRI, 1958-1962); el segundo durante la dictadura cívico-militar de 1976-1983, y el tercero en los gobiernos de Menem-De la Rúa (PJ, 1989-1999 y UCR, 1999-2001).



La Argentina y el FMI

Aunque los acuerdos con el FMI son situaciones de excepción, para la Argentina fueron la regla desde su ingreso al organismo, en 1956, hasta la cancelación total de su deuda en 2006, manteniendo la membresía. En ese medio siglo el país solo estuvo libre de programas del FMI en nueve años. Cuatro corresponden a gobiernos que aplicaron políticas económicas heterodoxas y de reducción de la deuda externa, como la mayor parte de la presidencia de Arturo Illia, de la UCR (1964-66), y de los gobiernos peronistas de 1973-74. También, tras una investigación oficial que reveló que la mayoría de las condicionalidades de los organismos financieros internacionales lesionaban el interés nacional, en 1969 y 1970 el gobierno militar descartó los acuerdos con el FMI.

Existe otro período sin acuerdos con el FMI, de 1979 a 1981, muy diferente a los anteriores, ya que la Argentina estuvo sancionada por las graves violaciones a los derechos humanos cometidas por el gobierno de la junta militar, de manera que los representantes de Estados Unidos, en virtud de una ley del Congreso, estaban obligados a votar en contra de todas las solicitudes del país en el FMI y los demás organismos internacionales. Por este hecho, y por la abundancia de capitales disponibles para préstamos internacionales, una vez vencido el *stand by* de 1978 el gobierno no solicitó fondos al FMI en esos años. No obstante, contrató a un experto del FMI para determinar la capacidad del Estado argentino y de sus empresas para tomar deuda en los mercados internacionales, y este fue el lapso más acelerado de endeudamiento externo, hasta la acumulación de atrasos y suspensión de pagos en 1982. Desde entonces, el primer año completo sin acuerdos con el FMI y sin procurarlos fue 2005, y así se ha mantenido hasta el momento.

A pesar de la frecuencia de los acuerdos de la Argentina con el FMI, sus montos fueron siempre muy pequeños en relación con las necesidades de financiamiento del país. La deuda con el organismo promedió entre 4% y 5% de la deuda externa pública entre 1956 y 2005, con picos del 7% al 9% en los años 1956 a 1959 y 2000-2002. En este sentido, el FMI se autodefine como catalizador de fondos, más que como prestamista. Contar con su visto bueno facilita obtener dinero de uso internacional de los mercados globales. Al respecto, Stiglitz sostiene que esto suscita conflictos y confusión en el seno del FMI entre los intereses de los bancos colocadores de fondos y los países tomadores, que pagan comisiones, intereses y honorarios sustantivos, proporcionales a las grandes sumas en juego, sobre todo cuando se trata de un país mediano como la Argentina.

El escaso capital del FMI y los préstamos limitados por la cuota del país miembro, salvo circunstancias excepcionales, explican esta pobre contribución al financiamiento externo de la Ar-

Por su condición de único miembro con capacidad de veto y emisor de la moneda de mayor uso internacional, Estados Unidos cuenta con un frondoso andamiaje de leyes y mecanismos institucionales para influir sobre el FMI, al alcance de cualquiera que desee estudiarlo.

gentina. Desde la Gran Recesión iniciada en 2008, ambas limitaciones se flexibilizaron para algunos casos, pero los grandes desembolsos del FMI se destinaron principalmente al salvataje de los bancos, mientras que los países miembros quedaron más endeudados y obligados a sostener políticas de austeridad fiscal y a aplicar las reformas del rosario neoliberal –privatizaciones, desregulaciones, precarización laboral, apertura comercial y financiera, reducción de jubilaciones y seguridad social– que multiplican la pobreza, el desempleo y la destrucción del capital productivo ligado al mercado interno, y dificultan la salida de las crisis.

Aunque los acuerdos con el FMI son situaciones de excepción, para la Argentina fueron la regla desde su ingreso al organismo, en 1956, hasta la cancelación total de su deuda en 2006, manteniendo la membresía. En ese medio siglo el país solo estuvo libre de programas del FMI en nueve años.

El FMI, la deuda externa argentina y sus crisis

Desde su adhesión a los convenios de Bretton Woods, la Argentina tuvo tres ciclos de endeudamiento externo que concluyeron en crisis de pagos internacionales. El primero, durante el gobierno de Arturo Frondizi (UCRI, 1958-1962); el segundo durante la dictadura cívico-militar de 1976-1983, y el tercero en los gobiernos de Menem-De la Rúa (PJ, 1989-1999 y UCR, 1999-2001). La deuda externa pública se multiplicó por dos, por seis y por tres, en cada uno de esos períodos, y alcanzó a 1,5, 3,8 y 5,3 veces las exportaciones, respectivamente. Estas cifras evidencian la gravedad del endeudamiento del período neoliberal, comparado con la etapa desarrollista, además de sus diferencias respecto del propósito industrialista de esta última y del carácter rentístico especulativo del sobreendeudamiento de 1976-2001.

En dos de estos ciclos, el de Frondizi y en la dictadura, recién al estallar la crisis de la deuda se advirtió que no existía un registro centralizado de los compromisos externos del Estado, que estaban dispersos entre la administración pública, las empresas estatales, los avales caídos, y la deuda privada estatizada en 1982. Esta ausencia de información es llamativa, teniendo en cuenta que en ambos períodos la Argentina mantuvo vínculos muy estrechos con el FMI. Durante el gobierno de Frondizi y hasta 1963, el país estuvo continuamente bajo un monitoreo riguroso del organismo, porque firmó cinco acuerdos *stand by*, uno cada año. Además, tomó préstamos del Tesoro estadounidense, del Eximbank, y de las agencias de garantía de exportaciones de países europeos y Japón, que debió refinanciar a través del Club de París ante la imposibilidad de su repago.

La dictadura tuvo acuerdos *stand by* y financiamiento adicional del FMI hasta 1978, y luego, como ya se mencionó, contrató a un experto del organismo para colaborar con el endeudamiento externo, hasta que en 1982, tras la guerra de Malvinas, ya muy endeudados con bancos comerciales de Estados Unidos, Estados europeos y Japón, recomenzaron las negociaciones con el FMI. Cuando la democracia fue recuperada, la Argentina era el cuarto país más endeudado del mundo.

El gobierno de Raúl Alfonsín (UCR, 1983-1989) esperaba algún apoyo de la comunidad internacional, amparado en la doctrina de la deuda odiosa, pero esto no ocurrió. Al contrario, las autoridades del FMI consideraban que el gobierno sería menos capaz de implantar políticas duras de ajuste, y un director alemán manifestó incomodidad por la presión de la opinión pública sobre las negociaciones. Las conversaciones oficiales con representantes del Comité de Bancos, el Club de París y la Reserva Federal arrojaron igual resultado: cualquier financiamiento externo requeriría previamente un acuerdo con el FMI, quien quedó como mediador entre los países endeudados y los bancos



acreedores, asumiendo un rol tan sesgado que se dio en llamar el “gendarme de las finanzas”.

El FMI exigió achicar el Estado, privatizar, desregular, desproteger la industria, favorecer las importaciones y el capital extranjero, precarizar las relaciones laborales, y otras reformas. El gobierno de Alfonsín procuró resistir las exigencias más opuestas a sus principios y transitar un camino intermedio, mientras suscribió acuerdos con el FMI, en 1984, 1985, 1987 y 1988. Las obligaciones continuaron aumentando a causa de los préstamos frescos tomados para servir deuda vencida, y de las limitaciones del Banco Central para financiar el déficit fiscal, sin avistarse los medios para aliviar la deuda y mucho menos para reanudar el crecimiento económico y mejorar la vida de la castigada población.

El gobierno siguiente, de 1989 a 1999, conformó una alianza estrecha con el *establishment* local, que consolidó el patrón de acumulación puesto en marcha por la dictadura, al precio de llevar el desempleo y la pobreza a niveles desconocidos en la Argentina, y de un desmesurado aumento de la deuda pública en moneda extranjera. El Plan Brady, lanzado por Estados Unidos en 1989, implementado por el FMI y suscripto por la Argentina en 1993, proveyó una solución para reprogramar la deuda, al sustituir préstamos bancarios en mora por deuda en bonos, y abrió la puerta al endeudamiento en los mercados financieros globales. Durante este nuevo ciclo, la Argentina estuvo continuamente bajo acuerdos con el FMI: cuatro *stand by* en 1989, 1991, 1996 y 2000; dos de facilidades extendidas en 1992 y 1998, y uno de complementación de reservas, en 2001. Por todo esto, el país estuvo bajo supervisión reforzada del FMI, incluso el organismo instaló un representante residente en oficinas del Banco Central, y a fines de los '90, poco antes de la crisis, presentaba a la Argentina como su caso más exitoso.

A pesar de la evidente sobrevaluación del peso, que ponía en riesgo la solvencia soberana; de la fragilidad de un sistema bancario descalzado entre depósitos en pesos y préstamos en dólares; del estancamiento de las exportaciones y el alza de las importaciones ligados al desequilibrio cambiario, e indiferente a la miseria creciente, el FMI apoyó las políticas económicas de la Argentina, y basó su análisis de sustentabilidad de la deuda soberana en proyecciones alejadas de la realidad. Cuando la crisis fue inminente, el FMI proveyó fondos que, según Llorens y Cafiero, financiaron la salida de capitales de los grandes bancos. Así, en agosto de 2001 el organismo desembolsó una gran suma –6,3 mil millones de dólares, equivalente a tres veces la cuota argentina–, sin recaudos para evitar su rápido escape antes del *default* y la devaluación. Según reveló el ex ministro de Economía Domingo Cavallo años más tarde en el diario *La Nación*, en 2001

Lejos de ser un espacio técnico donde una burocracia neutral vela por la estabilidad del sistema monetario internacional, en el FMI realmente existente unos pocos países ejercen una fuerte influencia a favor de sus intereses y los de sus empresas y bancos, en desmedro del internacionalismo cooperativo proclamado.

el FMI condicionó la continuidad de su apoyo a la Argentina a que el país sustituyera el peso por el dólar estadounidense. El gobierno nacional rechazó esta medida, que hubiera representado una gran ventaja para las empresas y bancos estadounidenses, pero no eliminaba el riesgo del *default* argentino y, poco después, la denegatoria de un desembolso del FMI fue la gota de rebalse que desencadenó la crisis. La indisponibilidad de los depósitos bancarios, la revuelta social y su sangrienta represión, la caída del gobierno, la declaración del *default* soberano, la devaluación, la inflación y la miseria generalizada marcaron esta tragedia de la sociedad argentina, derivada de una política económica tremendamente equivocada.

Desde 2002 no hubo más desembolsos del FMI, sino, por el contrario, solo pagos de la Argentina, hasta la cancelación de su deuda en 2006. La renegociación de la deuda en *default* fue uno de los temas más conflictivos en el vínculo con el organismo. El FMI se opuso a los términos del canje de deuda de 2005, que consideraba lesivos para los acreedores, y esto fue una de las razones del gobierno de Néstor Kirchner (2003-2007) para discontinuar en septiembre de 2004 el acuerdo *stand by* vigente, de manera que el FMI no participó en esta reestructuración. Tam-

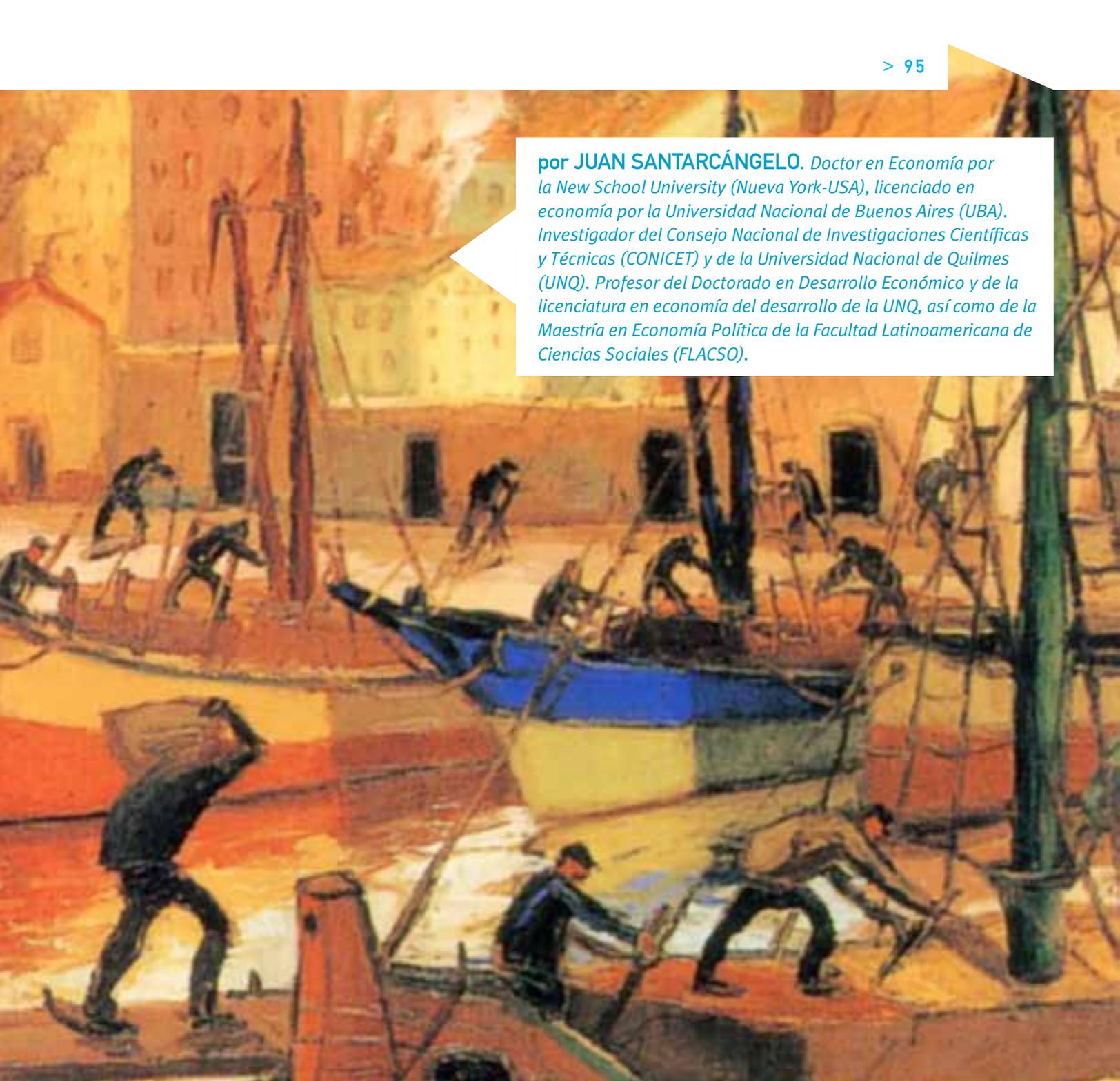
poco contribuyó a defender a la Argentina del hostigamiento de los fondos buitres, a pesar de las críticas a su accionar vertidas desde el organismo, que propuso mecanismos para la reestructuración de las deudas soberanas que impidieran a los buitres obstruir estos procesos.

Los cambios emprendidos por el FMI en la última década fueron superficiales, y parecen orientados sobre todo a reacomodarse al creciente peso de China en el escenario internacional, pero no ofrecen ventajas para la Argentina ni comprometen comportamientos más ecuanimes o enfoques analíticos más abiertos a diferentes perspectivas.

Actualmente, el FMI apoya las políticas del gobierno de Mauricio Macri, iniciado en diciembre de 2015, pero ha advertido que, si bien el nivel de la deuda pública de la Argentina es aceptable, las necesidades de financiamiento podrían tornarse demasiado altas por caída del PIB y/o devaluación del peso, y que el predominio del endeudamiento en moneda extranjera podría configurar un perfil muy riesgoso. Es de esperar que la historia no se repita, y que la Argentina no caiga nuevamente en el sobreendeudamiento ni en el bucle sin fin de los acuerdos con el FMI y el ajuste permanente.



LAS TRANSFORMACIONES DE LA ECONOMÍA MUNDIAL Y EL ENDEUDAMIENTO DE AMÉRICA LATINA



por **JUAN SANTARCÁNGELO**. *Doctor en Economía por la New School University (Nueva York-USA), licenciado en economía por la Universidad Nacional de Buenos Aires (UBA). Investigador del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET) y de la Universidad Nacional de Quilmes (UNQ). Profesor del Doctorado en Desarrollo Económico y de la licenciatura en economía del desarrollo de la UNQ, así como de la Maestría en Economía Política de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO).*

A PRINCIPIOS DE LOS AÑOS '70 ENTRARON EN CRISIS LAS PAUTAS ECONÓMICAS INTERNACIONALES QUE SE HABÍAN FIJADO EN BRETTON WOODS EN 1944. DE LA MANO DE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA SE PUSIERON EN MARCHA TRANSFORMACIONES ECONÓMICAS GLOBALES QUE DIERON LUGAR A CAMBIOS EN LOS SISTEMAS FINANCIEROS DE AMÉRICA LATINA, QUE A SU VEZ PERMITIERON LOS PROCESOS DE ENDEUDAMIENTO LLEVADOS ADELANTE POR ESTOS PAÍSES.

La globalización de los mercados financieros desde mediados de los años '70 ha sido uno de los acontecimientos más sorprendentes de la economía política global del siglo XX. En estos años los movimientos de capital han crecido desde montos insignificantes hasta tener hoy una importancia decisiva en todas las economías del mundo. El propósito de esta breve reseña es analizar las transformaciones en la economía mundial que dieron lugar al explosivo endeudamiento de América latina. Para ello, revisamos brevemente la situación financiera global desde la crisis del '30 al colapso de Bretton Woods en los '70, para luego examinar los cambios que posibilitaron el crecimiento del endeudamiento de los países en desarrollo y la situación particular que enfrenta América latina.

De la crisis del '30 al colapso de Bretton Woods

La actividad financiera global privada fue muy limitada desde principios de siglo hasta mediados de los años cincuenta. Las explicaciones tradicionales de este fenómeno se agrupan en torno a tres grandes ejes. El primero corresponde a las ideas que sostienen que la crisis financiera internacional de los años '30 generó una pérdida de confianza en la seguridad y rentabilidad de la actividad financiera. En segundo lugar, el proceso de reconstrucción de los países luego de la guerra mundial, así como la dinámica de funcionamiento industrial, privilegiaron las inversiones productivas y desalentaron las vinculadas a actividades financieras. Por último, el comportamiento del Estado fue igualmente importante para inhibir la actividad financiera privada durante estos años ya que se aplicaron sistemas cada vez más integrales de control de capital que pasaron a ser vistos como una característica permanente de las nuevas políticas económicas de posguerra.

Esta dinámica de intervencionismo financiero fue confirmada por los acuerdos de Bretton Woods, las resoluciones de la conferencia monetaria y financiera de las Naciones Unidas realizadas en julio de 1944. El acuerdo otorgaba a los países explícitamente el poder para aplicar controles de capital; y siguiendo estos lineamientos, casi todos los Estados industriales avanzados emplearon amplios controles de capital durante los primeros años



de posguerra. Aun la administración de los Estados Unidos, que no había utilizado dichos controles en los años cuarenta y cincuenta, aceptó la utilización de los mismos por parte de otros países e hizo pocos esfuerzos en promover la liberalización financiera.

En Bretton Woods se establecieron las reglas que coordinaron las relaciones comerciales y financieras entre los países más poderosos del mundo y el Tercer Mundo, y se crearon instituciones como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional. Utilizando al dólar como moneda de referencia internacional, y de la mano de la estabilidad del sistema de tipo de cambio, el período que va desde el fin de la Segunda Guerra Mundial hasta comienzos de los años setenta es conocido como “la edad de oro del capitalismo”, en la que los países miembros de la OCDE tuvieron entre 1950 y 1973 tasas de crecimiento del PBI y del *stock* de capital anuales promedio cercanas al 5%; el volumen de exportaciones mundiales se multiplicó por 6 y se registraron significativas mejoras en los indicadores del mercado de trabajo, con fuertes dinámicas de crecimiento entre la productividad y el salario real.

Durante estos años, las instituciones financieras internacionales fueron ganando importancia y prueba de ello es que, para el año 1973, los miembros integrantes del FMI ascendían a 121, tres veces la cantidad original que tenía a mediados de los años cuarenta. Al compás del positivo crecimiento que registraban los países, Estados Unidos comenzó paulatinamente a ir perdiendo poder en la esfera mundial. En particular, debido al enorme crecimiento y desempeño industrial de Alemania y Japón. Esta situación se reflejaba en la pérdida de peso de las exportaciones norteamericanas en el comercio mundial, y en el saldo comercial y de bienes manufactureros norteamericanos que devinieron negativos en 1971. La caída de las reservas en oro y el debate respecto del papel del dólar como moneda general que se produjo en dicho año, impulsaron a Estados Unidos a tomar medidas, y en agosto de 1971 decidió suspender la convertibilidad entre el oro y el dólar, poniendo fin así al sistema monetario y financiero establecido por Bretton Woods. La seguidilla de ataques especulativos y desequilibrios financieros derivó en que en 1973 comenzara un período de tipo de cambio flotante entre las principales economías del mundo. Asimismo, los *shocks* petroleros de 1973 y 1979 brindaron nuevos flujos de fondos que, en el marco de estabilidad conseguida tras el abandono del régimen de tipo de cambio fijo, permitieron a los países abrirse a una mayor movilidad de capital. El mundo se transformaba y con él se acentuaban nuevos fenómenos que pasarían a ganar centralidad en los años siguientes.

El surgimiento de la globalización financiera

La ruptura del sistema de Bretton Woods otorgó un nuevo margen de libertad a Estados Unidos, que a pesar de ello no pudo detener el deterioro de su posición económica en relación con las otras potencias, lo que se vio registrado en menores niveles de crecimiento económico y aumentos de la inflación y el desempleo. Este nuevo fenómeno de alta inflación con alto desempleo, conocido como “estanflación”, fue experimentado por la mayoría de los países industrializados e implicó un severo cambio en la doctrina económica ya que la teoría neoclásica, que había perdido protagonismo a partir de la crisis del '30, encontró en el debate sobre las causas de este fenómeno el modo de recuperar su hegemonía y desplazar a la teoría poskeynesiana. Como resultado, se volvieron a imponer las ideas que asumen el perfecto funcionamiento de los mercados y que el mejor Estado es el mínimo posible.

La designación –en agosto de 1979– de Paul Volcker al frente de la Reserva Federal, en medio de una crisis de confianza de los mercados internacionales respecto del dólar, significó el abandono de la política de bajas tasas de interés, que luego fuera seguida con la eliminación progresiva de la regulación de las tasas máximas de los depósitos y los préstamos. El resultado fue el comienzo de un proceso de liberalización financiera que se iría profundizando a lo largo de la década, extendiéndose al resto del mundo. Dicho



proceso se plasmará en el plano internacional con el progresivo desmantelamiento de las trabas y regulaciones a los movimientos de capitales de la mano de las recomendaciones brindadas por las instituciones financieras internacionales como el FMI y el Banco Mundial. Las reformas del sector financiero fueron presentadas por estos organismos como el camino indispensable para eliminar las imperfecciones existentes en los mercados locales y como la única vía para tener los recursos necesarios para que los países pudieran financiar su desarrollo económico.

Otra transformación importante para destacar en el plano financiero fue la internacionalización del sistema bancario mediante la aparición de consorcios bancarios internacionales. Desde 1964, varios bancos habían formado sindicatos internacionales, y a comienzos de los años '70, más de tres cuartas partes de los bancos más grandes del mundo se habían convertido en accionistas en tales sindicatos. Esta internacionalización permitió a los grandes bancos multinacionales hacer transferencias internacionales de capital no sólo con fines de inversión y para cubrir eventuales descubiertos, sino también para especular contra las fluctuaciones de los tipos de cambio.

Estos cambios en el ámbito financiero se produjeron en el marco de dos profundas transformaciones en el comportamiento de las grandes empresas industriales que se encuentran estrechamente vinculadas entre sí. Primero se produjo un creciente proceso de internacionalización de los procesos productivos, por el cual las grandes empresas industriales dejaron paulatinamente de funcionar con la lógica de filiales diseñadas para abastecer a los mercados locales y pasaron a producir los componentes de sus productos en aquellas regiones con menores costos de producción, para finalmente ensamblar los bienes en diferentes lugares

según sus estrategias. Segundo, las grandes empresas industriales desarrollaron una nueva dinámica de inversión que descansa en la articulación, en el ámbito mundial o regional, de una red de contratistas y subcontratistas, y donde se produce una creciente centralización de la administración de las grandes firmas, que no solo evalúa las posibilidades de inversiones productivas sino también las financieras.

De este modo, la creciente eliminación de barreras a la movilidad internacional del capital se vio impulsada por la demanda de recursos proveniente de los Estados nacionales, pero también por las grandes empresas que demandaban fondos de manera directa a través de la emisión de títulos y obligaciones. La irrupción de los títulos y acciones como un componente destacado y crecientemente importante en el financiamiento de las grandes empresas ha sido el vehículo para modificar drásticamente la conducción de las mismas, en tanto los fondos de inversión y de pensión devinieron como los principales inversores institucionales en este tipo de activos.

De esta manera, el capital financiero, en su papel de accionista o acreedor, fue ganando importancia hasta volverse decisivo en el funcionamiento y comportamiento de las firmas, generando mayores presiones para la creciente distribución de beneficios a través del pago de utilidades e intereses, al tiempo que impuso un recorte sobre las erogaciones destinadas a la inversión productiva y a los costos empresariales, especialmente los relacionados directa o indirectamente con los trabajadores (masa salarial y los gastos vinculados a las condiciones laborales). Esta dinámica financiera, si bien se registró a escala global, se plasmó de modo diferente en los países de acuerdo con sus especificidades y características.

Otra transformación importante para destacar en el plano financiero fue la internacionalización del sistema bancario mediante la aparición de consorcios bancarios internacionales.



La situación de América latina

A comienzos del período de la posguerra, en la mayoría de los países en desarrollo los sistemas financieros internos estaban dominados por el sector bancario. Los gobiernos fijaban tasas de interés sobre préstamos y depósitos, los requisitos de reservas eran elevados y se emitían directrices administrativas para el otorgamiento de una parte importante del crédito que brindaban los bancos comerciales. Asimismo, los gobiernos de la región impedían a los bancos participar en solicitudes y otorgamientos de préstamos internacionales, y los bancos públicos, que eran responsables de una gran cantidad de préstamos, a menudo funcionaron como intermediarios entre las fuentes externas de crédito y los prestatarios locales.

El proceso de creciente integración financiera que involucró en un comienzo a los países desarrollados fue paulatinamente integrando a las mayores economías de América latina, lideradas en un comienzo por Brasil y, más adelante por México, Venezuela, Argentina y Chile, que comenzaron a transformarse en importantes receptores de capital en el decenio de 1970. Estos dos últimos países, junto con Uruguay, se convirtieron entonces en pioneros de drásticas reformas liberalizadoras que anticiparon las que se generalizarían luego, durante la década de 1990.

De la mano de la globalización financiera, los países de la región aplicaron políticas macroeconómicas orientadas hacia la estabilidad de precios, el equilibrio fiscal, y el establecimiento de tipos de cambio competitivos; en tanto que la política financiera consistió en la apertura de la cuenta de capital con el fin de facilitar tanto la entrada como salida de capitales, y en reconfigurar las actividades de supervisión y regulación con el fin de dotar de mayor eficiencia a las instituciones existentes



Las reformas del sector financiero fueron presentadas por el FMI y el Banco Mundial como el camino indispensable para eliminar las imperfecciones existentes en los mercados locales y como la única vía para tener los recursos necesarios para que los países pudieran financiar su desarrollo económico.

y establecer un marco legal que proveyera certidumbre a los contratos.

En la práctica, la reforma financiera en América latina tuvo dos fines centrales. En primer lugar, fue un programa diseñado para trasladar los recursos financieros de la periferia latinoamericana hacia las grandes economías del centro, creando en la región una estructura diferenciada de financiamiento que dejó fuera de los circuitos formales a los sectores productivos menos desarrollados. En segundo lugar, fue una estrategia que permitió modificar radicalmente el modelo de acumulación llevado adelante por los países de la región, y establecer al sector financiero como nuevo eje articulador de la acumulación de capital. Sobre esta base, la liberalización financiera logró disolver la conciliación existente entre los diversos capitales que operaban en la región, a la vez que reasignó el papel histórico que había tenido la clase trabajadora durante el período de industrialización por sustitución de importaciones.

Los resultados de la globalización financiera fueron profundos en al menos tres sentidos. El primero de ellos está referido al objetivo prioritario de la liberalización financiera, que consistió en revertir la desaceleración del crecimiento de la economía mundial que se había registrado durante la década de 1970 (el crecimiento de la economía mundial había alcanzado al 2,4% anual, cuando en la década de 1960 había sido del 3,3% anual). A pesar de la prioridad que ocupaba ese objetivo en el discurso neoliberal, las tasas de crecimiento que se verificaron durante el período fueron muy inferiores a las anteriores y, además, exhibieron una clara desaceleración, a medida que transcurría el tiempo (la tasa de crecimiento de la economía mundial llegó al 1,4% y 1,1% durante las décadas de 1980 y 1990, descendiendo al 1,0% en el año 2000).

La segunda transformación que se produjo fue un severo proceso de deterioro en la distribución del ingreso de la clase trabajadora y en la consolidación de un fuerte proceso de con-

centración y centralización del capital. Como parte de ese proceso las clases trabajadoras perdieron las principales conquistas sociales y laborales que habían alcanzado durante el modelo de industrialización sustitutivo de importaciones y se establecieron nuevos paradigmas económico-sociales a nivel internacional. De acuerdo con las evidencias disponibles, este ciclo de estancamiento económico que caracterizó a la hegemonía neoliberal estuvo acompañado por una acentuada revitalización de la concentración y centralización del capital a nivel mundial y regional.

En tercer lugar, esas políticas incrementaron las asimetrías existentes entre el centro y la periferia, con enormes impactos negativos en materia de desarrollo económico para este último grupo. En efecto, al tradicional deterioro de los términos del intercambio se les agregó a los países de la región la pesada carga de enfrentar la amortización del capital adeudado y los ingentes intereses derivados del mismo. Si a esto le sumamos la fuga de capitales locales al exterior –que, al mismo tiempo que financió el crecimiento de los países centrales, afectó seriamente la formación de capital interna de los países de la región–, la consecuencia de la liberalización financiera fue sumamente negativa para los países en desarrollo.

Si bien en la actualidad las discusiones sobre la globalización de los mercados financieros se presentan muy a menudo como el producto de irrefrenables procesos del capitalismo vinculados con los cambios tecnológicos y de fuerzas de mercado, estas explicaciones dejan deliberadamente de lado el papel crucial que tienen las elecciones de economía política que hacen los diferentes países. Hasta tanto las distintas naciones de nuestra región no analicen críticamente la lógica del sistema capitalista y el papel que han desempeñado y desempeñan en el marco de la globalización financiera mundial, las transformaciones financieras tendientes al desarrollo económico seguirán siendo una utopía.



DECISIONES DE ENDEUDAMIENTO SOBERANO EN PRESENCIA DE UN NO-SISTEMA PARA RESOLVER CRISIS DE DEUDA: LECCIONES PARA LA ARGENTINA

LAS FALLIDAS EXPERIENCIAS DE REESTRUCTURACIONES DE DEUDA SOBERANA DE LAS ÚLTIMAS CUATRO DÉCADAS ADVIERTEN SOBRE LAS CONSECUENCIAS DE TOMAR DEUDA BAJO CIERTOS TÉRMINOS, MARCOS LEGALES, Y CON DISTINTOS TIPOS DE ACREEDORES. LA LEY DE NUEVA YORK –BAJO LA CUAL EL PAÍS CONTINÚA ENDEUDÁNDOSE– NO ESTÁ ALINEADA CON LOS OBJETIVOS QUE DEBEN BUSCARSE EN ESOS PROCESOS Y LOS MAGISTRADOS DE ESA JURISDICCIÓN SON ESPECIALMENTE PERMEABLES A LOS RECLAMOS DE LOS FONDOS BUITRE.

por **MARTÍN GUZMÁN**. Investigador Asociado de la Escuela de Negocios de Columbia University (División de Economía). Co-director del grupo de trabajo “Debt Restructuring and Sovereign Bankruptcy” del Initiative for Policy Dialogue, de Columbia University. Investigador del IIEP-Baires (UBA-CONICET). Profesor Adjunto de la FCE de la UNLP

La Argentina es uno de los países que más crisis de deuda externa ha sufrido desde finales del siglo XIX. La forma en que el país se ha integrado a los mercados financieros internacionales ha traído recurrentes problemas. No han escaseado en la historia del país períodos de euforia seguidos de decepciones, con consecuencias sociales nefastas.

Claro que esos ciclos de euforia seguidos de crisis no son una característica exclusiva de la economía argentina. Por el contrario, la historia económica nos enseña que ese tipo de ciclos son una regularidad. El economista Hyman Minsky los definía como parte inherente del funcionamiento del capitalismo financiero. Las euforias son generalmente reforzadas por los beneficios inmediatos que trae el acceso al crédito, que permite mayores niveles de gasto que refuerzan la percepción de que las cosas van bien. Los costos, en cambio, están más dispersos. En el caso de un país que se endeuda, el costo más sencillo de identificar es la tasa de interés que se pacta pagar por la deuda que se tome. Pero hay otros costos, menos identificables, que son de gran

relevancia para economías de alta incertidumbre como la argentina: son los que termina pagando la sociedad cuando las cosas van mal, ya sea para evitar un *default* de la deuda, o para poder resolver una crisis de deuda si aquella ocurre.

El aprendizaje social sobre estas cuestiones es cíclico y errático. Eventos como las crisis son muy vívidos en los tiempos que siguen a su ocurrencia, pero la sociedad los va olvidando a medida que pasa el tiempo. Esta propia dinámica de memoria colectiva contribuye a los ciclos “minskyanos” de euforia y decepciones. No hace falta ir demasiado lejos en la historia argentina para encontrar ejemplos de esta dinámica. Basta recordar las percepciones dominantes durante los primeros años de la década de la Convertibilidad, en los que el optimismo abundaba desde el lado que pedía prestado (el gobierno) y del que prestaba. La *performance* favorable en términos de crecimiento de los primeros años de la Convertibilidad alimentó la creencia social de que el país tendría la riqueza para hacer frente a las deudas que estaba tomando. La Argentina se había convertido para las instituciones financieras internacionales en el ejemplo favorito para ilus-

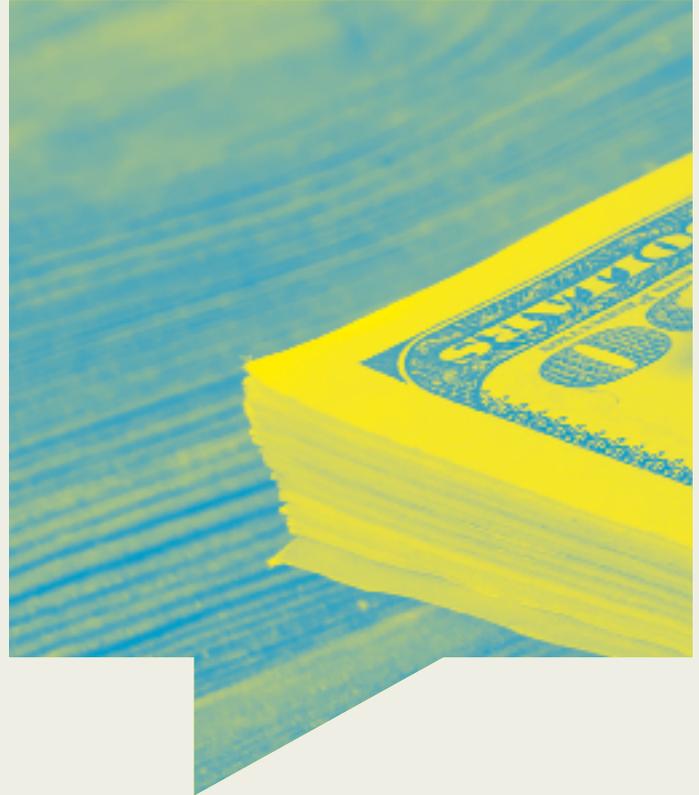
La existencia de leyes de quiebra para corporaciones o municipalidades es la consecuencia de reconocer que dejar solo al mercado a resolver el problema de coordinación que surge en una reestructuración de deuda no funciona. Pero mientras prácticamente todos los países tienen leyes de quiebra para las corporaciones, no existe nada siquiera parecido que se adapte a las características de las reestructuraciones de deuda soberana.

trar el éxito de las reformas económicas que promovía el Consenso de Washington (nombre que hacía referencia a la visión dominante por el FMI, el Banco Mundial, y el Tesoro de Estados Unidos, todas instituciones con base en Washington DC, separadas por pocas cuadras de distancia), como la liberalización del comercio, la liberalización financiera y la privatización de las empresas públicas. Tal es así que en 1998, cuando la recesión seguida de depresión que culminaría con una de las crisis económicas y sociales más agudas de la historia argentina estaba recién apenas asomando, el entonces presidente Carlos Menem fue invitado por el FMI a su reunión anual, en carácter de orador distinguido, a exponer sobre el “milagro” argentino.

Pero esa historia de euforia terminó mal. Aquellos incrementos en la productividad que se prometían al implementar las reformas empujadas desde Washington DC no terminaron sucediendo. El país entró en una espiral recesiva, agravada por políticas de austeridad durante el gobierno de Fernando de la Rúa, que elevó la tasa de desempleo por encima del 20 por ciento y la pobreza por encima del 50 por ciento. La capacidad de repago de la deuda se esfumó, y el gobierno terminó haciendo *default* de su deuda a finales de 2001. Esa deuda había sido emitida bajo términos y marcos jurídicos que hicieron que la reestructuración posterior fuera excesivamente compleja y costosa.

Estos temas no han perdido relevancia. Por el contrario, en vistas de la forma que está tomando la dinámica de endeudamiento que el país está nuevamente experimentando, está claro que queda mucho por aprender sobre cómo integrarse financieramente al mundo de modo de ayudar en lugar de dañar los procesos de desarrollo nacional.

En definitiva, el signo que tome la comparación entre lo que da y lo que cuesta integrarse financieramente depende de cómo se haga efectivo el uso a los mercados internacionales de crédito. Las decisiones de integración deben analizar las implicancias que tiene endeudarse bajo ciertos términos, marcos legales, y con distintos tipos de acreedores. Este ensayo analiza algunas de esas cuestiones. En particular, describe las características de los esquemas actuales para resolver crisis de deuda soberana, los resultados que esos marcos están generando, y las implicancias de tomar prestado bajo la ley de Nueva York. El análisis apunta a obtener lecciones relevantes para las decisiones de integración financiera de la Argentina.



El actual no-sistema para reestructuraciones de deuda soberana

Los contratos de deuda soberana son generalmente incompletos: especifican cuánto pagará el deudor en caso de que pague, pero no especifica qué ocurrirá en el caso en que no tenga los medios para hacerlo. (Contratos de deuda que sean contingentes en la capacidad de repago del deudor son muy poco comunes, y a la fecha ningún país los ha emitido fuera de episodios de reestructuración de deuda. A pesar de sus beneficios, ese tipo de instrumentos, como los llamados bonos atados al crecimiento del PIB, son resistidos por los acreedores.) De modo que cuando un soberano decide endeudarse, tiene que pensar no solamente en el costo de interés que se pacta en el contrato, sino también en qué costo acarrearía una situación en la que enfrente dificultades para repagar.

Esta premisa básica que establece que no solamente importa el costo que se paga cuando te va bien, sino también el que se paga cuando te va mal, a menudo es ignorada u olvidada por quienes toman las decisiones de política económica. Por ejemplo, es común que funcionarios de economías emergentes indiquen que es deseable que los contratos de deuda sean emitidos bajo la ley de Nueva York porque de ese modo el costo para el país en términos de interés es menor ya que la seguridad jurídica que recibe el acreedor es mayor, sin tener en cuenta qué ocurriría en caso de que el país necesitase reestructurar sus deudas. También es común que bajo la misma premisa se acepte sacrificar la soberanía, sin pensar en el costo que eso puede conllevar en momentos de crisis.

Es un principio bien establecido del sistema capitalista que los deudores insolventes necesitan recibir un alivio de la carga de deuda para poder volver a empezar. Analicemos a modo de ejemplo la lógica de una compañía con severos problemas de deuda, que cuenta con capital operativo pero que debido a la percepción de que su deuda es insostenible no tiene capacidad de financiamiento para poder llevar a cabo proyectos que serían rentables. Si no se hace nada para resolver ese problema, habrá un desperdicio de recursos. Sus máquinas no serán puestas en marcha y así su producción estará por debajo de su potencial. Es una situación en donde todos pierden –el deudor que no produce, y los acreedores que de ese modo enfrentan a un deudor con una capacidad de repago menor–. Lo mismo ocurre con un soberano ahogado por deuda: debe poder tener un “comienzo fresco” como precondition para poder encaminar una recuperación económica.

Es también bien sabido que en una situación en la que existen múltiples acreedores con distintos tipos de acreencias, por ejemplo bonos emitidos con distintos vencimientos, en distintas monedas y bajo diferentes marcos legales, al momento de reestructurar deudas surgirán problemas de coordinación. Todos querrán que la reducción en el valor de las acreencias recaiga sobre los demás. La existencia de leyes de quiebra para corporaciones o municipalidades es la consecuencia de reconocer que dejar solo al mercado a resolver el problema de coordinación que surge en una reestructuración de deuda no funciona. Pero mientras prácticamente todos los países tienen leyes de quiebra para las corporaciones, no existe nada siquiera parecido que se adapte a las características de las reestructuraciones de deuda soberana. Por el contrario, lo que se tiene a la fecha es lo que en el libro *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, junto a José Antonio Ocampo y Joseph Stiglitz definimos como un *no-sistema*.

Ese no-sistema se caracteriza por negociaciones descentralizadas en torno a instrumentos de mercado, como por ejemplo

las cláusulas de acción colectiva, y en los que los jueces de las jurisdicciones bajo las cuales se emiten las deudas juegan un rol central para interpretar lo que es “justo” en una reestructuración. Frecuentemente el FMI juega el rol de “mediador” en los procesos de negociación entre el deudor y el acreedor. Los resultados de este no-sistema son desastrosos.



La Asamblea General de las Naciones Unidas está embarcada en un proceso para crear un marco multinacional para las reestructuraciones de deuda soberana, pero las principales potencias, incluyendo a Estados Unidos e Inglaterra, se oponen, pues esos cambios afectarían a los intereses del sistema financiero de esas jurisdicciones.

Resultados: crisis de deuda mal resueltas y sociedades que sufren

En ausencia de marcos legales apropiados para proteger a los distintos actores involucrados en una crisis de deuda, tiende a prevalecer el desorden. Quien se beneficia es el más fuerte, a costa de los más débiles. La evidencia es consistente con tal proposición. Lo que muestra es que cuando los países ingresan en situaciones en las que la deuda se vuelve una carga insostenible, se tarda demasiado en poder comenzar un proceso de reestructuración, impidiéndole al país poder tener las condiciones que necesita para llevar a cabo políticas en pos de la recuperación. Y una vez que se logra encauzar un proceso de reestructuración, hay dos caminos posibles, ninguno de ellos bueno.

El más común es el de sucumbir ante las presiones de los acreedores, no pudiendo lograr el alivio suficiente para restaurar la sostenibilidad de la deuda. En investigaciones recientes junto a Domenico Lombardi (“Assessing the Appropriate Size of Relief in Sovereign Debt Restructuring”, de 2017, revisado y remitido a *Oxford Economic Papers*) mostramos que más de la mitad de las reestructuraciones de deuda soberana con acreedores privados llevadas a cabo desde 1970 fueron seguidas por otra reestructuración o *default* con acreedores privados en una ventana de tan sólo cinco años. Esto muestra que el alivio que se obtiene es generalmente insuficiente, y que el deudor en crisis termina volviendo a tener problemas pronto con alta probabilidad. Y claro que las sociedades que no pueden resolver sus crisis pagan las consecuencias de ello, en la forma de más desempleo, menos oportunidades y más pobreza.

El camino alternativo es el que siguió la Argentina luego del *default* de 2001: en lugar de ponerse de rodillas ante los acreedores, el país fijó cuál era el monto de alivio de deuda que le permitiría restaurar la sostenibilidad, y no aceptó negociar una reducción del *stock* de deuda que estuviera por debajo de ese monto. Así, el “descuento” que obtuvo fue grande en relación con el de la mayoría de los otros países que han reestructurado sus deudas en las últimas cuatro décadas. Esta fue una condición fundamental para la exitosa recuperación que se dio en los años posteriores al *default*, en la que el PIB de la Argentina creció en promedio a una tasa superior a 8 por ciento en el período 2003-2008, hubo una sustancial creación de empleo y reducción de la pobreza, pues el alivio que generó el proceso de reestructuración liberó los recursos que se necesitaban para implementar políticas en pos de la recuperación. Pero esto no se logró gratis. El país enfrentó serios problemas por seguir este enfoque, en el contexto de marcos que penalizan al que toma una posición dura frente a los bonistas.

Cerrar el proceso de reestructuración tomó trece años, a pesar de que en el transcurso de dos rondas de reestructuración,

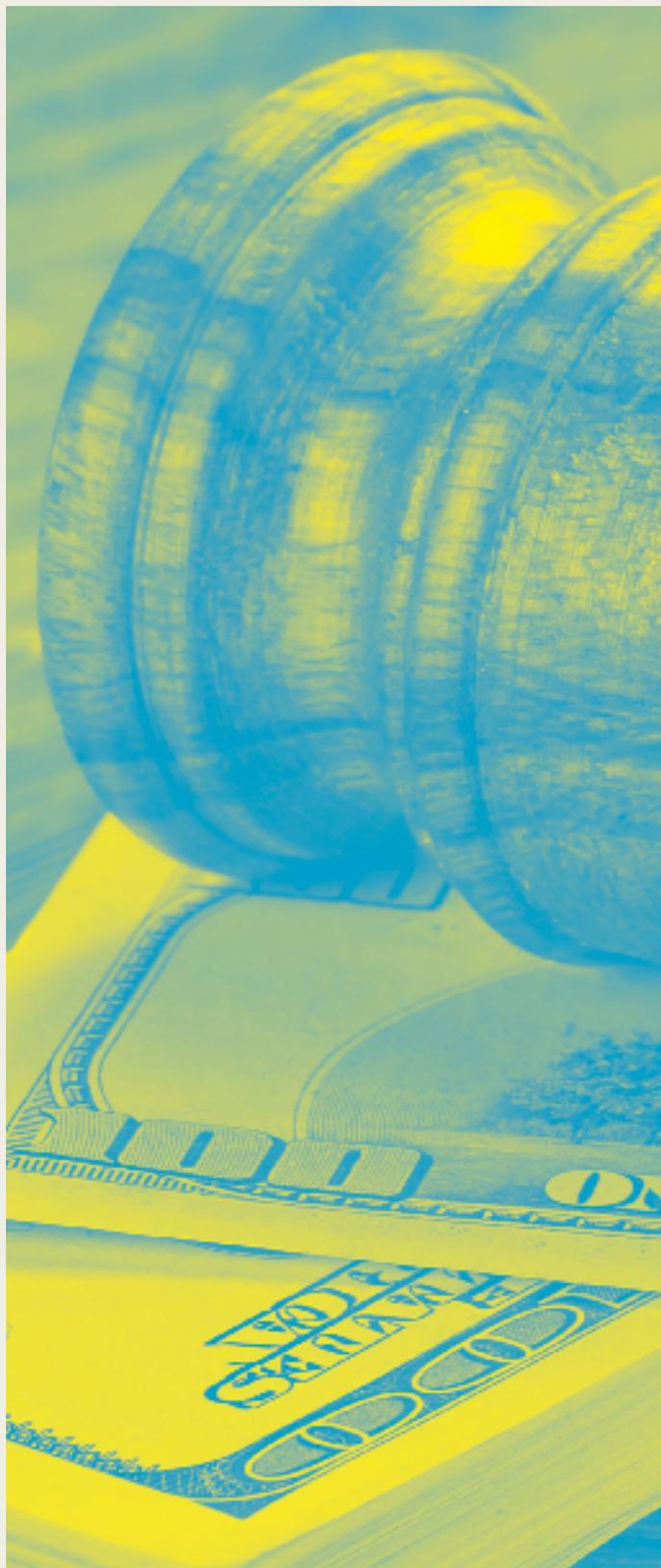
Hay consenso en que los fondos buitres dañan el funcionamiento de los mercados de deuda internacional. Su accionar puede hacer que reestructurar deudas soberanas sea imposible de facto. Sin embargo, lo que hacen es legal bajo la ley de Nueva York, la jurisdicción bajo la cual la Argentina había emitido los bonos que ingresaron en default a fines de 2001, y bajo la cual está nuevamente endeudándose.

en 2005 y 2010, el 92,4% de la deuda en *default* había sido reestructurada. La razón fue la disputa con un grupo minoritario de tenedores de bonos, los llamados fondos buitres. Estos fondos, que se dedican a obtener ventajas abusivas de países en situaciones desgraciadas, compraron bonos argentinos en *default* (incluyendo cientos de millones de dólares de valor nominal comprados luego de la primera ronda de reestructuración de 2005) a una fracción de su valor nominal (en el caso del buitre que lideró la demanda, NML Capital, esa fracción fue de aproximadamente 28 centavos por dólar), y demandaron al país en los juzgados estadounidenses reclamando cobrar el 100 por ciento del valor nominal, más intereses, incluyendo intereses compensatorios por el no repago en término. Y ganaron.

El gobierno argentino no acató el fallo; una cláusula que se había incluido en los contratos de los bonistas que entraron en la reestructuración establecía que, si el país le pagaba más a cualquier otro bonista que no había aceptado reestructurar sus bonos, debía igualarles los pagos a los que sí habían ingresado a ese proceso. De modo que acatar el fallo en contra del país hubiera podido significar volver a fojas cero con el proceso de reestruc-

turación, lo que probablemente hubiese generado un desastre macroeconómico. Fue así que el gobierno argentino decidió no pagar cuando el fallo quedó firme, y los buitres lograron bloquear los pagos que el país hiciese a los bonistas que sí habían participado de las dos rondas de reestructuración (en 2005 y 2010) que sucedieron al *default* de 2001, así como también lograron impedir que el país pudiese acceder a los mercados de crédito internacionales; todo esto siguió su curso hasta que se llegó a un acuerdo en marzo de 2016, que les significó retornos exorbitantes a los buitres. En el caso de NML Capital, el retorno estimado fue de 1.270 por ciento.

Este comportamiento buitre ha sido fuertemente criticado en la esfera internacional. En uno de los debates que se dio en la Asamblea General de las Naciones Unidas para promover reformas en pos de la creación de un sistema multinacional para reestructurar deudas soberanas, uno de los embajadores del G77 ofreció sus disculpas a los verdaderos buitres, los animales. Mientras que los animales juegan un rol positivo para el ecosistema, adujo, los buitres de Wall Street solo hacen daño a la sociedad global. Es demasiado duro para los animales ser comparados con esos fondos, concluyó.



El rol de la ley de Nueva York y de la Justicia estadounidense

Hay consenso en que los fondos buitres dañan el funcionamiento de los mercados de deuda internacional. Su accionar puede hacer que reestructurar deudas soberanas sea imposible *de facto*. Sin embargo, lo que hacen es legal bajo la ley de Nueva York, la jurisdicción bajo la cual la Argentina había emitido los bonos que ingresaron en *default* a fines de 2001, y bajo la cual está nuevamente endeudándose.

En el pasado el accionar buitre era ilegal debido a la ley Champerty, que prohibía la compra de instrumentos en *default* con la intención de litigar contra el emisor. Dos eventos torcieron la evolución del negocio buitre. Primero, en el año 1998 esta ley fue interpretada de una forma irrazonable, en una demanda del fondo buitre Elliott Associates (NML Capital, el buitre que litigó contra la Argentina, es una subsidiaria de Elliott) en contra de Perú. Elliott había comprado deuda peruana en *default* a aproximadamente la mitad de su valor nominal, y reclamó el pago completo. La Corte del Distrito Sur de Nueva York falló en contra de Elliott, en razón de que aplicaba Champerty. Pero la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito revirtió el fallo; indicó que Elliott había comprado la deuda no directamente con la intención de litigar, sino para cobrarla en su totalidad *o en su defecto* litigar. Tal interpretación es absurda, pues esa deuda estaba en *default*, lo que quiere decir que Perú ya había roto la promesa de pagarla en su totalidad (y por eso se comerciaba en los mercados con un descuento tan grande), de modo que era irrazonable pensar que la expectativa de quien la compraba era poder cobrarla en su totalidad sin litigar.

Este precedente fue seguido directamente por la eliminación de la ley Champerty para cualquier compra de deuda superior a 500 mil dólares en 2004. El proyecto de ley para eliminar la ley fue presentado por el senador John Marchi, cuya fundación John Marchi and Friends tenía a Paul Singer, fundador y cabeza de Elliott, como donante. Esto no es una anomalía dentro del funcionamiento del sistema político estadounidense, sino una regularidad: el *lobby* es legal, y viene siendo usado activamente por las corporaciones para moldear legislación que favorezca a sus intereses. Es parte de un sistema al que influyentes analistas han denominado "corrupción estilo estadounidense", que consiste en, vía el *lobby*, hacer legal lo que obviamente debería ser ilegal, y así obtener rentas extraordinarias dentro del marco de la ley. De modo que cuando refiere a deuda soberana, lo que se enfrenta al emitir bajo la ley de Nueva York es una ley influenciada por buitres y a medida de buitres, que hace que la resolución de una crisis de deuda pueda resultar muy costosa, y en particular más costosa que lo que ocurre en otras jurisdicciones aún no

capturadas por el sector más rapiña del capitalismo financiero internacional.

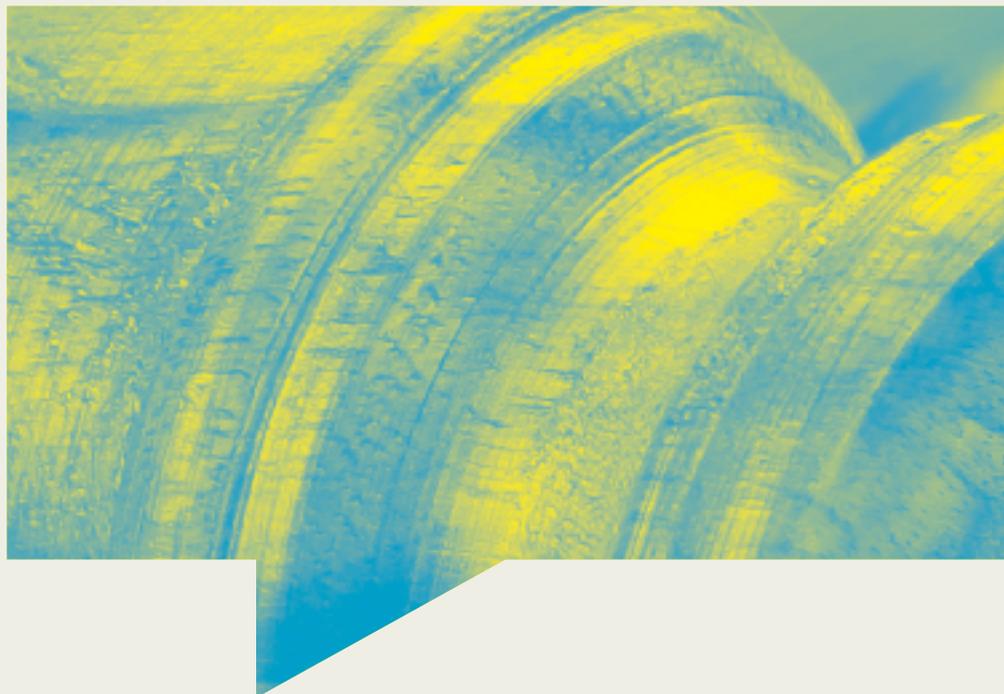
Hay otras jurisdicciones en las que ese comportamiento es explícitamente ilegal. Tal es el caso de Bélgica, que en julio de 2015 sancionó una legislación que impide a un bonista recuperar más que el precio pagado por un bono cuando el mismo está persiguiendo lo que se define como una *ventaja ilegítima*. Entre las condiciones que dan lugar a una *ventaja ilegítima* se incluye haber comprado el bono a un valor sustancialmente inferior que aquel que se reclama, y que esa acción se complemente con condiciones como, por ejemplo, haberlo hecho en un estado de solvencia inminente o declarada, o que el bonista tenga su domicilio en una guarida fiscal.

Y no solamente es la ley en sí lo que torna a Nueva York en una jurisdicción que imposibilita que las crisis de deuda soberana puedan ser resueltas en tiempo y forma, sino que hay otro factor que termina jugando un rol tan importante como la ley *per se*: la visión de sus jueces sobre lo que es justo en lo concerniente a disputas sobre deuda soberana. Jueces que no entienden los principios en los que se debe basar una reestructuración de deuda soberana. La posición tomada por el juez Griesa y por la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito en la disputa de la Argentina con NML Capital ilustra esta cuestión. El lenguaje de sus fallos es revelador. En febrero de 2016, a posteriori del acuerdo al que llegó el gobierno argentino con los fondos buitres, el juez Griesa anunció que si el Congreso argentino repelía las

llamadas *ley cerrojo* y *ley de pago soberano* que impedían hacer efectivo el pago a los buitres, levantaría la orden judicial que le estaba impidiendo al país hacer pagos a cualquier bonista hasta tanto no les pagara a los buitres de acuerdo con los términos del fallo. Su justificación fue que en ese momento el país se estaba comportando bien, y que por lo tanto la medida que había tomado antes ya no era necesaria. En sus propias palabras: “La orden, que en su momento fue una medida apropiada para lidiar con la recalcitrante actitud de la República, ya no puede ser justificada. Las circunstancias actuales significativamente diferentes tornan a esa orden en una medida inequitativa y en detrimento del interés público”. Y luego agregó: “La elección de Macri lo cambió todo”.

El propio lenguaje de la decisión revela el enorme grado de discrecionalidad judicial que fue utilizado para ponerle un remedio a una situación que el juez consideraba “injusta”. En su visión, antes de la elección de Macri el país no se estaba comportando bien, pero luego de esa elección empezó a actuar de “buena fe” –otro término usado por el juez, que jamás fue definido desde una concepción medible–.

En definitiva, exponerse a los marcos legales que ofrece Nueva York significa exponerse a una Justicia con una visión chata sobre lo que es la naturaleza de un contrato de deuda soberana y a un sistema moldeado para favorecer intereses de jugadores poderosos del sistema financiero estadounidense, a costa de los intereses y las necesidades de los pueblos.



Lecciones para las decisiones de integración financiera de la Argentina

Del análisis que ofrece este ensayo se desprenden lecciones que quienes toman decisiones de política económica y financiera de las economías emergentes en general, y de la Argentina en particular, deberían tener en cuenta.

Primero, esas decisiones deben analizar las consecuencias de endeudarse bajo distintos marcos jurídicos y la forma de la arquitectura financiera internacional que prevalece en estos tiempos. Razonamientos del tipo “me endeudo bajo la ley X porque es más barato” son incompletos y posiblemente errados si no se cuenta el costo que implica someterse a esas jurisdicciones en caso de que la dinámica de deuda resulte ser insostenible.

Lo barato puede terminar costando caro. En el caso argentino, claramente el país no está exento de volver a tener problemas. Por el contrario, está actualmente embarcado en una dinámica macroeconómica inconsistente que desembocará en problemas de sostenibilidad de deuda si no hay un cambio de rumbo. De modo que la cuestión de qué costo trae el endeudamiento si las cosas resultan ir mal es altamente relevante para el país. Segundo, se debe entender que los marcos actuales para reestructurar deudas están plagados de deficiencias, y que esos problemas no se van a resolver pronto. La Asamblea General de las Naciones Unidas está embarcada en un proceso para crear un marco multinacional para las reestructuraciones de deuda soberana, pero las principales potencias, incluyendo a Estados Unidos e Ingla-

terra, se oponen, pues esos cambios afectarían los intereses del sistema financiero de esas jurisdicciones. Con la oposición de esas potencias será difícil que exista algún cambio sustancial en el corto plazo. De modo que las decisiones de endeudamiento deben tomar esa realidad como dada, y ajustarse en consecuencia.

Tercero, se debe tener en cuenta que, de las jurisdicciones de mayor peso en los mercados de emisión de deuda soberana, Nueva York es probablemente la más nociva. La experiencia que la Argentina vivió recientemente nos debería enseñar al respecto.

En definitiva, el acceso al crédito internacional es un instrumento y no un fin. Las decisiones sobre cómo hacer uso de ese instrumento deben hacerse en función de preservar otro fin, que debería ser el de un desarrollo económico socialmente inclusivo, dinámico, y respetuoso de la soberanía.

En vistas de la forma que está tomando la dinámica de endeudamiento que el país está nuevamente experimentando, está claro que queda mucho por aprender sobre cómo integrarse financieramente al mundo de modo de ayudar en lugar de dañar los procesos de desarrollo nacional.



por **JUAN SANTARCÁNGELO**. *Doctor en Economía por la New School University (Nueva York-USA), licenciado en economía por la Universidad Nacional de Buenos Aires (UBA). Investigador del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET) y de la Universidad Nacional de Quilmes (UNQ). Profesor del Doctorado en Desarrollo Económico y de la licenciatura en economía del desarrollo de la UNQ, así como de la Maestría en Economía Política de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO).*



LA REESTRUCTURACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO LLEVADA ADELANTE POR LA REFORMA FINANCIERA DE 1977 FUE UN COMPONENTE CENTRAL DE LA PROFUNDA TRANSFORMACIÓN DE LA ECONOMÍA ARGENTINA EMPRENDIDA POR LA ÚLTIMA DICTADURA CÍVICO MILITAR. HOY, A CUARENTA AÑOS, DICHA NORMATIVA CONTINÚA VIGENTE Y CONSTITUYE UN OBSTÁCULO QUE DEBE MODIFICARSE SI SE DESEA PLASMAR UN VERDADERO PROCESO DE DESARROLLO ECONÓMICO.

LA REFORMA FINANCIERA DE 1977 COMO PILAR DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

La dictadura militar que tomó el poder en marzo de 1976 impuso un nuevo modelo de acumulación basado en la valorización financiera, que puso fin a más de cuarenta años de industrialización por sustitución de importaciones. Dicho modelo procuraba mediante la apertura externa, comercial, y de capitales, sumado al disciplinamiento social, restablecer la hegemonía del mercado en la asignación de recursos y desplazar al Estado como planificador del proceso de desarrollo. Esta drástica transformación del país tuvo como uno de sus pilares la reforma del sector financiero llevada adelante en 1977, que implicó la consolidación y dominio de las finanzas especulativas por sobre la producción.

El propósito de este trabajo es revisar brevemente el contenido, aplicación y principales implicancias económicas que tuvo la reforma financiera de 1977; para lo primero revisaremos las características salientes del sistema financiero previo a la llegada de la dictadura, la reforma implementada por los militares y, por último, sus principales impactos en la economía real.

El sistema financiero previo a la dictadura militar

La llegada al gobierno del Partido Justicialista en 1973, con la victoria de Héctor Cámpora y luego el retorno de Perón al poder, permitió comenzar a poner en práctica diferentes medidas económicas que intentaron, de manera incipiente, reinstalar políticas en favor del sector industrial con el objetivo de poder profundizar el proceso de industrialización. La política financiera del último gobierno de Perón formó parte de este grupo de medidas a partir de las cuales se intentó facilitar la llegada del crédito al sector real de la economía, no solo porque existía una alianza entre el gobierno y los diferentes sectores de la industria, sino también porque se sostenía la hipótesis de que la inflación –uno de los problemas más importantes en materia económica por aquellos años– se debía a la existencia de una oferta de bienes insuficiente.

El régimen implementado por el peronismo en septiembre de 1973 adoptó básicamente el mismo esquema del régimen



promulgado en 1946 y, con el objetivo central de reordenar el sistema financiero vigente, se sancionaron leyes que provocaron: a) la nacionalización y garantía de los depósitos; b) la nacionalización de las entidades bancarias; c) se estableció el régimen de compañías financieras parabancarias; d) se cambió la carta orgánica del Banco Central fortaleciendo la capacidad del Banco para regular el crédito, captar fondos y controlar el sistema financiero, y e) se produjo la reforma del decreto-ley de entidades financieras 18.061/69. De acuerdo con este esquema, la principal actividad de los bancos debía orientarse a facilitar el acceso al crédito, así como agilizar las transacciones económicas en clara línea con una preocupación por estimular la demanda.

En paralelo a estas medidas, tres aspectos financieros del régimen peronista merecen destacarse. En primer lugar, la tasa de interés era controlada por la autoridad monetaria, derivando en la no injerencia de las entidades financieras sobre el valor nominal de dicha tasa. El objetivo del BCRA era establecer tasas de interés que favorecieran la toma de crédito por parte del sector industrial de manera de poder ayudar a su expansión. En segundo lugar,

el régimen financiero exigía un bajo nivel de capital mínimo para que las entidades financieras pudiesen funcionar. Durante los años que duró la reforma financiera del último gobierno peronista, las entidades financieras debían mantener una relación cifrada en 5% entre el capital de la entidad y el monto de los depósitos recibidos y otras obligaciones a su cargo. De este modo, las entidades financieras aumentaban su capital si el volumen de operaciones así lo justificaba. Con esta medida el BCRA buscaba fomentar la cantidad de préstamos otorgados al sector productivo a través de facilitar las condiciones para las instalaciones de nuevas entidades financieras. Se creía que aumentando el número de entidades financieras, la capacidad prestable se incrementaría considerablemente. Por último, y con el objetivo de impedir cambios en la monetización de la economía, había un estricto control del endeudamiento externo de los agentes privados. El BCRA sostenía que, en un esquema de tipo de cambio flotante, no controlar el flujo de capitales imprimía una gran volatilidad al valor de la moneda, lo que presionaría sobre los precios, y por ende era imprescindible tener el control absoluto de la entrada y salida de capitales.

La dictadura militar que tomó el poder en marzo de 1976 puso fin a uno de los procesos de industrialización por sustitución de importaciones más exitosos experimentado por un país periférico a comienzos de los '70.

La reforma financiera no sólo modificó la rentabilidad relativa e importancia del sector sino que también tuvo significativos impactos estructurales sobre la economía real. El primero de ellos fue la caída en la inversión productiva.

La reforma financiera de 1977

La dictadura militar que tomó el poder en marzo de 1976 puso fin a uno de los procesos de industrialización por sustitución de importaciones más exitosos experimentado por un país periférico a comienzos de los '70. Las políticas aplicadas tuvieron una profundidad que, mediante su interacción, lograron refundar la economía argentina. En el marco de estas políticas, la reforma financiera de 1977 tuvo un papel central en el nuevo modelo económico; y la instrumentación legal del nuevo sistema se hizo mediante la sanción de un conjunto de normas legales: ley 21.495 sobre desnacionalización y descentralización de los depósitos; ley 21.526 que estableció el nuevo régimen legal de las entidades financieras; ley 21.572 de creación de la cuenta Regulación Monetaria, y las leyes 21.364, 21.547 y 21.571 que modificaban la carta orgánica del BCRA. La reforma financiera estuvo estructurada en torno a cuatro pilares fundamentales. El primero de ellos correspondió a permitir la libre flotación de las tasas de interés que, como vimos, hasta entonces habían estado bajo fuerte regulación del Banco Central. El objetivo perseguido era evitar, acorde con los lineamientos de la teoría neoclásica, cualquier interferencia que pudiera derivarse de la existencia de controles o regulaciones por parte del Estado y dejar que la mano invisible del mercado determinara la tasa de interés de equilibrio.

El segundo pilar de la reforma financiera fue la eliminación de todo tipo de controles y restricciones para ingresar en el sistema bancario y financiero, lo que derivó en que diversas entidades que no poseían los requisitos necesarios para operar pasaran a hacerlo, y restituyó a las entidades financieras la

posibilidad de discernir las formas y destinos de los créditos, derogándose las normas del BCRA que establecían restricciones y direccionamiento en su otorgamiento.

El tercer pilar de la reforma corresponde a la Cuenta Regulación Monetaria que permitió la implementación de una compensación a los efectivos mínimos que por ley debían mantener las entidades financieras como respaldo de sus obligaciones a plazo. Los objetivos perseguidos por el gobierno de facto eran dos: primero, usar esta cuenta para neutralizar la expansión monetaria provocada por la liberalización de los depósitos, y segundo, el gobierno pretendía, en un contexto inflacionario, compensar la pérdida de valor que dichas reservas encajadas tenían al estar inmovilizadas y, a la vez, cobrando un cargo sobre los depósitos a la vista de los bancos. Dicho de otro modo, se establecía un mecanismo por el cual se cobraba una prima sobre los depósitos y obligaciones a la vista para equiparar su rendimiento con el de los depósitos colocados a interés.

El cuarto y último pilar de la reforma financiera fue el régimen de garantías de depósitos, que si bien ya existía con anterioridad a la reforma, la dictadura le introdujo modificaciones que intentaban poner un punto final al denominado "sistema de aceptaciones" en el cual las empresas emitían pagarés (no sujetos a controles en sus tasas de interés) que los bancos luego ofrecían a inversores. Con garantía estatal de los depósitos y los intereses librados a los designios del mercado, se desató una fuerte competencia con el fin de ofrecer mejores condiciones a los depositantes que presionó al alza de las tasas de interés. Como resultado de la interacción de estas medidas, podemos



concluir que la reforma financiera sirvió como mecanismo para limitar severamente los instrumentos financieros utilizados durante la última etapa de la industrialización por sustitución de importaciones. De hecho, alteró de manera tal el funcionamiento de la economía, que el sector financiero rápidamente comenzó a concentrar los excedentes económicos generados y a dominar la dinámica de acumulación del país. Sin embargo, el impulso inflacionario seguía sin control, lo que derivó en que, a fines de 1978, el gobierno decidiera aplicar el esquema denominado “Enfoque Monetario del Balance de Pagos”. Este nuevo régimen surgió de la convergencia de la reforma financiera de 1977 con la apertura del mercado de bienes y de capitales y el establecimiento de una tasa de cambio decreciente en el tiempo (“tablita cambiaria”). Si bien los funcionarios de la dictadura sostenían que estas políticas harían que las tasas internas de interés se adecuaran a las vigentes internacionalmente, dicha igualación no solo nunca ocurrió en la práctica sino que, a partir de la aplicación de este nuevo régimen, se desarrolló una tendencia al aumento de la renta financiera, ya que la tasa de interés nominal tenía una rigidez mayor que el costo del endeudamiento externo.

Las políticas financieras aplicadas derivaron en una inédita crisis que a comienzos de 1980 se manifiesta con el cierre del principal banco privado, el Banco de Intercambio Regional (BIR). Este cierre provocó una fuerte “corrida bancaria” (la más profunda de la historia hasta ese momento) con fuertes impactos sobre el sector financiero, que llevó al Banco Central a modificar el régimen de garantías de depósitos. El efecto combinado de las altísimas tasas reales de interés

y de la competencia de bienes importados en un marco de recuperación del salario real provocaron simultáneamente una caída de la rentabilidad y un aumento sin precedentes en el grado de insolvencia en una amplísima franja de empresas de distintos tamaños y sectores.

Ante el rápido retiro de capitales del sector privado, las autoridades económicas trataron de apuntalar el programa económico a través del endeudamiento externo de las reparticiones oficiales. Con este fin, el BCRA estableció un nuevo régimen de adelantos para realizar salvatajes de entidades financieras. Pese a esta medida, alrededor de setenta entidades financieras, que equivalían a cerca del 20% del total de los depósitos del sistema financiero argentino, debieron cerrar sus puertas.

Los años finales de la dictadura estuvieron signados por la profundización de las contradicciones y las crisis de los años 1981 y 1982 estuvieron asociadas al abandono de la “tablita” de devaluación cambiaria y el agotamiento de las posibilidades de obtener financiamiento externo adicional. Durante el segundo trimestre de 1981, las autoridades monetarias dispusieron una serie de devaluaciones (superiores al 40%) que inicialmente mejoraron el tipo de cambio real al costo de agudizar la recesión, provocando una caída del salario real y empeorando la situación de las empresas endeudadas en el exterior.

Finalmente, dado el pobre desempeño económico y el bajo nivel de reservas a los que se había llegado, el Banco Central procedió a otorgar regímenes de seguros de cambio a empresas privadas. Estos seguros fueron en la práctica un fuerte subsidio estatal a los deudores privados y, desde mediados de 1981 hasta agosto

de 1982, se realizaron múltiples medidas de seguros de cambio y otorgamiento de subsidios directo a empresas con deudas con el exterior. Finalmente, en agosto de 1982, mediante la Comunicación A251 del Banco Central, se procedió a estatizar la deuda privada. Como resultado, la deuda que en 1978 era de 13,3 mil millones de dólares llegó a 43,6 mil millones en 1982.

La reforma financiera no solo modificó la rentabilidad relativa e importancia del sector sino que también tuvo significativos impactos estructurales sobre la economía real. El primero de ellos fue la caída en la inversión productiva. Al contrario de lo que ocurría durante la industrialización, no se produjo un proceso de crecimiento económico por la expansión de la inversión, sino de estancamiento y crisis, porque los recursos que deberían haber impulsado la inversión bruta fija se fugaron al exterior. Asimismo, se produjo un cambio significativo en la relación que mantenían la inversión pública y la inversión privada. La inversión pública registra un crecimiento significativo entre 1974 y 1977 (año de la reforma), llegando este último año a representar el 84% de la inversión privada. A partir de allí, comienza a declinar con respecto a la inversión privada, representando un 59% de la misma en 1984. Por otra parte, la creciente incidencia de la inversión privada tuvo su origen en los recursos estatales y no en el capital propio de los sectores privados, que reorientaron sus fondos al sector financiero.

El segundo impacto estructural tuvo que ver con las consecuencias trascendentes sobre el comportamiento del sector agropecuario pampeano. Como ya fue señalado, una de las consecuencias centrales de la reforma financiera de 1977 fue que las elevadas tasas de interés de aquellos años fueran el precio relativo predominante de la economía argentina provocando que la ganancia financiera derivada de la elevada tasa de interés superara sistemáticamente la rentabilidad de las principales producciones pampeanas (granos y carne). Es decir que la producción pampeana dejó de regirse sobre la base de dos rentabilidades (agrícola y ganadera) para pasar a definir el destino del excedente sectorial por tres rentabilidades: la financiera, la agrícola y la ganadera; donde la primera de ellas se terminó imponiendo por sobre las otras.

Finalmente, la instauración de la valorización financiera produjo en múltiples aspectos una conmoción en la producción industrial, que fue ciertamente negativa y la desplazó como la actividad central del proceso de acumulación de capital. Durante la dictadura se registra un proceso de involución industrial que se expresa no solo en una pérdida de incidencia de este sector en la actividad económica global congruente con una disminución del número absoluto de las plantas fabriles

La reforma fue clave en la consolidación del predominio de las finanzas especulativas sobre la producción y fue el andamiaje legislativo que dio lugar a la desaparición del modelo de industrialización por sustitución de importaciones.



y de la ocupación (se redujo en un tercio); sino que al mismo tiempo se registraron modificaciones muy significativas dentro de la propia estructura industrial, donde las producciones que habían liderado la expansión industrial de los años '60 y '70 (el complejo metalmecánico) cedieron lugar a un conjunto de bienes intermedios (químicos-petroquímicos, aluminio,

papel, cemento, acero) que se expandieron o disminuyeron su producción a un ritmo menor que la economía en su conjunto debido al impacto que la promoción industrial tuvo durante esos años. Asimismo, el salario real y el costo salarial disminuyeron casi un 20% (17,3% y 18,6%, respectivamente), en un marco de severo incremento en los niveles de concentración económica.

Como se desprende de lo expuesto, la autoridad monetaria jugó un papel clave en la conformación de la tasa de interés interna, del costo del endeudamiento externo del sector privado y, por lo tanto, del diferencial entre las tasas de interés interna e internacional. En el mismo sentido, su propio endeudamiento externo, así como las reservas disponibles, fueron vitales para la expansión de las fracciones dominantes del capital local y extranjero. Posteriormente, el Estado también se hizo cargo de una parte significativa de la propia deuda externa –y de la interna– del sector privado y, al mismo tiempo, otorgó ingentes subsidios y transferencias hacia los integrantes del nuevo bloque de poder que se canalizaron mediante la sobrevaluación de las compras de bienes y servicios, así como a través de los regímenes de promoción industrial. En suma, se consolidó un nuevo tipo de Estado que, una vez dirimida la puja entre el capital y el trabajo (represión mediante), asumió un papel decisivo en las transferencias intra e intersectoriales del excedente y, en consecuencia, en la formulación del nuevo bloque de poder dominante.

Con la aplicación de estas medidas, el gobierno de facto comenzó a delinear la transformación económica, política y social más importante de los últimos años de nuestro país. La reforma financiera supuso un cambio radical en las condiciones de acumulación de capital y favoreció la creación de un mercado de capitales de corto plazo y alta liquidez que operó, de hecho, como factor de inestabilidad del sistema económico en su conjunto. La reforma fue clave en la consolidación del predominio de las finanzas especulativas sobre la producción y fue el andamiaje legislativo que dio lugar a la desaparición del modelo de industrialización por sustitución de importaciones. A pesar de que este año se cumplen 40 años de la reforma y que la misma ha sufrido algunas modificaciones menores a lo largo de los años, la normativa instaurada por la dictadura continúa vigente configurando los parámetros de funcionamiento del sistema financiero local. Dada su centralidad, resulta indispensable derogar la reforma financiera y transformar de raíz el papel del sector financiero en la economía, para consolidarlo como instrumento clave de un verdadero proceso de desarrollo económico.



por **JUAN MANUEL PADIN**. *Licenciado en Ciencia Política (UBA). Especialista en Economía Política (FLACSO). Diplomado en Desarrollo Local y Economía Social (FLACSO). Doctorando en Desarrollo Económico (Universidad Nacional de Quilmes). Trabajó en el Ministerio de Economía, el Ministerio de Industria, la Secretaría de Comercio Exterior y la Dirección General de Aduanas*



COMERCIO INTERNACIONAL Y DEUDA EXTERNA. EL ROL DE LA ORGANIZACIÓN MUNDIAL DE COMERCIO ANTE EL ENDEUDAMIENTO DE LOS PAÍSES PERIFÉRICOS

LA INSTITUCIÓN CREADA EN 1995 OFRECE POCAS ALTERNATIVAS DESDE LA ÓPTICA COMERCIAL PARA AYUDAR A LOS PAÍSES EN DESARROLLO A REDUCIR LAS TENSIONES DERIVADAS DEL PROBLEMA DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO. CONTAR CON MÁS INSTRUMENTOS PARA INCREMENTAR Y DIVERSIFICAR LAS EXPORTACIONES, Y MEJORAR EL ACCESO A MERCADOS RESULTA FUNDAMENTAL, Y SERÍA UN ALICIENTE PARA FORTALECER LA CAPACIDAD DE REPAGO DE LAS OBLIGACIONES EXTERNAS. LA OPOSICIÓN DE LAS NACIONES DESARROLLADAS –Y ESTADOS UNIDOS EN PARTICULAR– A ABORDAR UNA AGENDA DE DESARROLLO EN LA OMC PARECE SER UN LÍMITE INFRANQUEABLE EN TAL SENTIDO.

El ingreso de divisas por el cobro de exportaciones puede contribuir a reducir las tensiones que enfrentan los países periféricos derivadas de sus altos niveles de endeudamiento. Estas divisas son esenciales con vistas a robustecer la capacidad de pago para atender el servicio de la deuda externa, acceder a nuevos créditos con menores tasas de interés, y estimular el crecimiento económico.

No obstante, para que esto suceda es indispensable obtener un superávit comercial sólido como producto del incremento de las ventas externas, lo cual representa un gran desafío que depende de múltiples factores. Entre estos, el perfil de especialización predominante –generalmente, basado en productos derivados de la explotación de recursos naturales y/o manufacturas de bajo valor agregado–; el deterioro de los términos de intercambio; el estancamiento de los mercados de exportación, o las restricciones de acceso a los mercados ante las barreras que erigen los países desarrollados (PD).

El propósito de este trabajo es indagar acerca del rol que asume la Organización Mundial del Comercio (OMC), como única organización internacional que fija las normas que rigen el comercio entre la vasta mayoría de las naciones del mundo, ante el endeudamiento de los países periféricos. Con esa finalidad, describimos sus principales características, enumeramos las herramientas disponibles (y sus límites), y damos cuenta del debate que se produjo en su seno respecto de la temática en trato.



La globalización neoliberal y la creación de la OMC

La liberalización comercial que se consolidó en los años '90 fue resultado de diversas iniciativas unilaterales, regionales y multilaterales, que estuvieron en boga durante el auge de la globalización neoliberal.

En el caso de los países latinoamericanos, la apertura comercial fue solo una faceta de un proceso de apertura económica más amplio que se concretó bajo el auspicio del Consenso de Washington, y con el aliento del Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), que facilitaban el acceso a créditos en tanto se adoptaran determinadas políticas económicas (privatizaciones, ajuste fiscal, apertura financiera, reformas laborales, etc.).

A nivel multilateral, el principal hito que condujo a la liberalización comercial fue la firma del Acuerdo de Marrakech (en adelante, Acuerdo sobre la OMC) que dio origen al nacimiento de la OMC el 1º de enero de 1995. El Acuerdo fue producto de una extensa ronda de negociaciones denominada Ronda Uruguay (1986-1994) que amplió el alcance original del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT, de 1947) más allá del comercio de mercancías, incluyendo, entre otras cuestiones, el comercio de servicios, los derechos de propiedad intelectual, y las medidas en materia de inversiones relacionadas con el comercio.

La OMC es un organismo internacional –de naturaleza intergubernamental– conformado por 164 países miembros que dan cuenta del 98% del comercio mundial. Sus funciones no se agotan en la administración de los acuerdos comerciales suscriptos en su ámbito por los países miembros; la Organización también constituye un foro de negociación, ofrece asistencia técnica a los países en desarrollo (en adelante, PED), supervisa las políticas comerciales nacionales de sus integrantes, y coopera con otros organismos internacionales (como el FMI o la Organización Mundial de Aduanas). Adicionalmente, cuenta con un Sistema de Solución de Diferencias que busca resolver disputas comerciales entre los países miembros.

Las decisiones sobre todos los asuntos comprendidos en los acuerdos abarcados se definen en el órgano máximo de decisión, la Conferencia Ministerial, que se reúne cada dos años y cuenta con la participación de todos los miembros. En los períodos que transcurren entre las sesiones de la Conferencia, la principal autoridad en representación de esta es el Consejo General, que conforman representantes de los miembros, y del cual dependen otros órganos subsidiarios (por caso, el Consejo del Comercio de Mercancías, el Consejo del Comercio de Servicios, el Consejo de los Aspectos de los Derechos de Propiedad

Dada la cantidad de miembros –cuya mayoría son países en desarrollo– y el sistema de votación, podría legítimamente esperarse que el régimen multilateral de comercio fuera equilibrado y reconociera las disparidades existentes entre sus partes. Lamentablemente, esa no es una descripción adecuada de su funcionamiento real.

Intelectual relacionados con el comercio, Comités, Grupos de Trabajo, etc.).

A diferencia de otros organismos internacionales como el FMI, donde existe un sistema de cuotas que, básicamente, determina el número de votos que le corresponde a un miembro en las decisiones del organismo, en la OMC cada miembro tiene un voto. Las determinaciones de mayor relevancia se adoptan, generalmente, por consenso –y sin recurrir a una votación–. En caso de no alcanzarse un acuerdo, se prevé que las decisiones de la Conferencia Ministerial o del Consejo General se tomen por mayoría simple de los votos. No obstante, en determinadas situaciones se precisan mayorías calificadas (ingreso de nuevos miembros, interpretación de acuerdos, exenciones de compromisos, enmiendas o adhesiones); o unanimidad (cambios en el sistema de adopción de decisiones –art. IX del Acuerdo sobre la OMC–, o modificaciones en el artículo I y II del GATT de 1994 –Trato General de la Nación más Favorecida y Listas de concesiones–). Dada la cantidad de miembros –cuya mayoría son PED– y el sistema de votación, podría legítimamente esperarse que el régimen multilateral de comercio fuera equilibrado y reconociera las disparidades existentes entre sus partes. Lamentablemente, esa no es una descripción adecuada de su funcionamiento real. En efecto, aunque la regla del consenso puede incentivar la

construcción de una agenda común, en la práctica se produce un agudo desequilibrio donde suelen primar los intereses de los países desarrollados. Asimismo, cabe recordar que fueron los Estados Unidos quienes impulsaron cambios en la redacción original del mecanismo de decisión, elevando el umbral para la toma de decisiones con la intención de evitar tanto la pérdida de soberanía ante la formación de eventuales “mayorías repentinas”, así como la posibilidad de que otros miembros renuncien a algunos de los compromisos asumidos haciendo uso de un sistema de decisión más laxo.

Finalmente, es dable destacar que los miembros de la OMC no tienen la opción de hacer una reserva en los acuerdos multilaterales. Es decir, no pueden seleccionar qué acuerdos poner en vigencia y cuáles no. Antes bien, deben asumir el compromiso de aplicar el conjunto de acuerdos e instrumentos jurídicos multilaterales abarcados en el Acuerdo sobre la OMC. En tal sentido se afirma que el Acuerdo sobre la OMC es un “todo único”. Con este espíritu, también está previsto que, cuando se lleve a cabo una enmienda en alguno de estos acuerdos que por su naturaleza pueda alterar los derechos y obligaciones de los miembros, si un integrante no la acepta dentro del plazo estipulado, la Conferencia Ministerial puede decidir –por mayoría de tres cuartos– respecto de su permanencia en la Organización.

La normativa OMC y la deuda externa

En la normativa OMC no hay disposiciones que aborden directamente la relación entre comercio y deuda externa. No obstante, sí existen disposiciones e instrumentos que apuntan a proteger la posición financiera exterior y el equilibrio de la balanza de pagos de los miembros. En particular, se destacan los artículos XII y XVIII:B del GATT de 1994; el Entendimiento relativo a las disposiciones del GATT de 1994 en materia de Balanza de Pagos (que aclara las disposiciones de los artículos XII, XVIII:B y de la Declaración sobre las Medidas Comerciales adoptadas por motivos de balanza de pagos de 1979), y el artículo XII del Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (AGCS).

El artículo XII del GATT de 1994 (“Restricciones para proteger la balanza de pagos”), invocado por los PD, prevé que toda parte contratante, con el fin de “salvaguardar su posición financiera exterior y el equilibrio de su balanza de pagos”, podrá reducir el volumen o el valor de las mercancías cuya importación autorice.

El artículo XVIII:B (“Ayuda del Estado para favorecer el desarrollo económico”), que pueden invocar los PED, prescribe igual acción con la finalidad de “salvaguardar la situación financiera exterior y obtener un nivel de reservas suficiente para la ejecución de su programa de desarrollo económico”.

El Entendimiento relativo a las disposiciones del GATT de 1994 en materia de Balanza de Pagos, por su parte, destaca varios compromisos de los miembros de la OMC. Por ejemplo, anunciar públicamente los calendarios previstos para la eliminación de las medidas de restricción de las importaciones adoptadas por motivos de balanza de pagos, dar preferencia a las medidas que menos perturben el comercio, no aplicar más de un tipo de medidas de restricción a un mismo producto, etc. Por último, el artículo XII del AGCS permite adoptar o mantener restricciones en el comercio de servicios, con inclusión de los pagos o transferencias.

La adopción de las medidas aludidas por parte de los miembros de la OMC supone no solo su notificación, sino la realización de consultas con el Comité de Restricciones por Balanza de Pagos de la Organización. En esa instancia, se incluye la participación del FMI, prevista en aquellos casos donde sea necesario examinar o resolver problemas relativos a las reservas monetarias, balanza de pagos o disposiciones en materia de cambio.

Otros artículos –por caso, el art. XXXVI y el art. XXXVIII del GATT de 1994– remarcan la importancia de los ingresos de exportación para el desarrollo, y de proveer acceso a los merca-

dos para los productos de exportación elaborados por los países menos desarrollados. Sin embargo, no estipulan medidas concretas y de carácter obligatorio.

En síntesis, las acciones que pueden tomar los PED para salvaguardar su situación financiera exterior se vinculan esencialmente con la limitación de importaciones. Esto, si bien puede ser relevante en determinadas coyunturas críticas, también puede conducir a una caída en el nivel de actividad económica, lo cual constituiría un agravante adicional para este grupo de naciones. A todas luces, este remedio dista de ofrecer una solución apropiada, desde la óptica comercial, que contribuya a reducir -de manera sustentable- las tensiones que enfrentan los PED derivadas del problema del endeudamiento externo.



Un camino alternativo. Otras iniciativas de los PED en seno de la OMC

La euforia reinante entre los impulsores de la globalización neoliberal y sus expectativas respecto de los resultados que provocarían las políticas de apertura sufrieron un duro revés ante el estallido de múltiples crisis económico-financieras desde mediados de la década de los '90 (México, 1994; Sudeste Asiático, 1997-1999; Rusia, 1998; Brasil, 1999; Argentina, 2001).

Las crisis recurrentes, la volatilidad de los flujos de capital, y los niveles de endeudamiento eran una combinación alarmante para varios PED. A esto se sumaba el eventual impacto de tales fenómenos en las corrientes comerciales. En este escenario,

varios PED exploraron alternativas en el ámbito multilateral que les otorgasen un mayor margen de maniobra ante situaciones apremiantes.

Con esta finalidad, durante la Conferencia Ministerial de Doha (Qatar) que se llevó a cabo en el año 2001, ejercieron presión y lograron incorporar sus preocupaciones en la agenda de la OMC a través de la creación del Grupo de Trabajo sobre Comercio, Deuda y Finanzas (GTCDF). El mandato de este grupo consistía en realizar un examen de la relación entre comercio, deuda y finanzas, y ofrecer recomendaciones sobre las medidas que cabría adoptar a fin de mejorar la capacidad del sistema multilateral de comercio para contribuir a una solución duradera del problema del endeudamiento externo, y reforzar la coherencia de las

Otros artículos –por caso, el art. XXXVI y el art. XXXVIII del GATT de 1994– remarcan la importancia de los ingresos de exportación para el desarrollo, y de proveer acceso a los mercados para los productos de exportación elaborados por los países menos desarrollados. Sin embargo, no estipulan medidas concretas y de carácter obligatorio.

políticas comerciales y financieras internacionales, con miras a salvaguardar el sistema multilateral de comercio frente a los efectos de la inestabilidad financiera y monetaria.

En los primeros años del GTCDF (2002-2005) surgieron posturas divergentes respecto de la orientación que este debía tomar. Más allá de ciertas posiciones “intermedias”, es posible distinguir dos grupos: por un lado, los países desarrollados y particularmente los Estados Unidos; por el otro, la Argentina, y un conjunto de países conformado por 79 Estados de África, el Caribe y el Pacífico (denominado Grupo de Países ACP). Este último grupo propuso diversas iniciativas en vistas de lograr que el comercio internacional contribuyese decididamente al desarrollo. Entre estas:

- ▶ Mejoras de acceso a los mercados.
- ▶ Que no se exigiese de los PED miembros la adopción de nuevas medidas de liberalización en relación con sectores sensibles o importantes para sus necesidades en materia de desarrollo en la Ronda de negociación de Doha.
- ▶ La creación de un mecanismo de examen de la deuda relacionada con el comercio, que pudiese recomendar, por caso, la adopción de concesiones temporales y no recíprocas de acceso a los mercados a favor de los PED y los países menos adelantados.
- ▶ La realización de modificaciones a los Acuerdos de la OMC.
- ▶ El establecimiento de un “Comité de Comercio, Deuda y Finanzas” de carácter permanente.
- ▶ La generación de mecanismos de vía rápida que permitiesen adoptar medidas comerciales preventivas.

Las propuestas del Grupo ACP, que contaron con el activo apoyo de la Argentina, recibieron duras críticas de otros miembros,

quienes sostenían que las iniciativas excedían el mandato del GTCDF; ya eran tratadas (o debían serlo) en otros ámbitos; sobrepasaban las competencias de la OMC, y no atendían aspectos relevantes de política macroeconómica o de carácter estructural de los miembros.

La delegación argentina, por su parte, sostenía que se debían reforzar y complementar las disposiciones existentes en la OMC a fin de adoptar medidas que generen un aumento de las exportaciones de bienes y servicios (y su diversificación); que los países desarrollados debían mejorar las condiciones de acceso a los mercados, y evitar la recurrencia al mecanismo de solución de diferencias cuando un PED adoptaba medidas cuyo objeto era hacer frente a una crisis financiera, y que era preciso darle al GTCDF el rango de Comité, oficiando de foro institucional en el cual se traten estas problemáticas.

La firme oposición de los países desarrollados y, especialmente, la de los Estados Unidos, terminó licuando todos los puntos nodales de la agenda propuesta por el Grupo ACP y Argentina. A resultas de esta situación, el GTCDF perdió la oportunidad de elevar recomendaciones que favoreciesen las perspectivas de los PED generando nuevos instrumentos orientados a ampliar su margen de acción, contribuyendo así a una solución duradera del problema del endeudamiento externo.

Luego de esta experiencia, la labor del GTCDF se reactivó a partir de la crisis económica-financiera de 2008 concentrando su atención en otros temas como la financiación del comercio que, más allá de su relevancia, se encuentran muy lejos de las aspiraciones iniciales que tenían el Grupo de Países ACP y Argentina.

En síntesis, las acciones que pueden tomar los países en desarrollo para salvaguardar su situación financiera exterior se vinculan esencialmente con la limitación de importaciones. Esto, si bien puede ser relevante en determinadas coyunturas críticas, también puede conducir a una caída en el nivel de actividad económica, lo cual constituiría un agravante adicional para este grupo de naciones.



Conclusiones

Independientemente de la importancia que puede tener el comercio internacional para los PED con la finalidad de fortalecer su capacidad de pago de los servicios de la deuda, mejorar su acceso a créditos, y permitir una mayor disponibilidad de recursos para estimular su crecimiento y desarrollo, las alternativas que ofrece la Organización Mundial de Comercio, como única entidad en lo que respecta a la regulación del comercio a nivel global, son verdaderamente limitadas.

Los intentos realizados por varios PED a efectos de ampliar las herramientas disponibles en el sistema multilateral de comercio se vieron frustrados ante la resistencia de los países desarrollados y la firme oposición de los Estados Unidos.

No obstante, dada la recurrencia que suele tener la cuestión del endeudamiento externo en nuestras economías, sigue siendo necesario instalar estos puntos en la agenda internacional, con el objetivo de ampliar el espacio para políticas, haciendo uso de más y mejores instrumentos para enfrentar las crisis (recurrentes) del sector externo. Para esto, es indispensable contrapesar las presiones que ejercen los principales PD, articulando amplias coaliciones que permitan equilibrar las negociaciones, y poder resguardar aquellas cuestiones que revisten un carácter estratégico para los países periféricos.

EL EMPRÉSTITO BARING BROTHERS

EL PRIMER ENDEUDAMIENTO EXTERNO, TOMADO EN 1824 POR LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES CON LA BANCA INGLESA, MUESTRA VARIOS DE LOS ASPECTOS NEGATIVOS QUE CARACTERIZARÍAN A LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA A LO LARGO DE SU HISTORIA: COMISIONES EXAGERADAS, COLUSIÓN DE INTERESES, BENEFICIOS DERIVADOS A SECTORES CONCENTRADOS E HIPOTECA DE ACTIVOS.

por NORBERTO GALASSO. *Nacido en Buenos Aires, en 1936. Egresado de la Facultad de Ciencias Económicas en 1961. Historiador, docente. Autor de alrededor de 70 obras entre las cuales se destacan "Perón" (2 tomos); "Historia de la Argentina" (2 tomos); "Aportes críticos a la historia de la izquierda en Argentina" (2 tomos); "Jauretche y su época" (2 tomos); "Vida de Scalabrini Ortiz"; "Cooke, de Perón al Che"; "¿Cómo pensar la realidad nacional?"; "La larga lucha de los argentinos"; "Seamos libres". Vida de San Martín, "De la Banca Baring al FMI" y "Triunfo buitre".*





En su libro *Política británica en el Río de la Plata*, Raúl Scalabrini Ortiz reprodujo, en 1940, un comentario del vizconde de Chateaubriand del libro *El Congreso de Verona* que este publicase en Leipzig, en 1838, referido a los empréstitos concertados por Inglaterra en la década del veinte con varios países sudamericanos. Allí sostenía Scalabrini Ortiz que cuando América latina vivía el momento de su independencia e incluso de su intento de unificación (1826), los ingleses se preocuparon por que estos nuevos países, ya separados de España, quedaran bajo su dependencia. Chateaubriand afirmaba en su libro: “De 1822 a 1826, diez empréstitos han sido hechos en Inglaterra en nombre de las colonias españolas. Montaban estos empréstitos a la suma de 20.978.000 libras. Habían sido contratados al 75% y con descuento de dos años de intereses adelantados al 6%. Inglaterra ha desembolsado la suma de 7 millones de libras, pero las repúblicas sudamericanas han quedado hipotecadas en una deuda de 20.978.000 libras. A estos empréstitos, ya excesivos, fueron a unirse esa multitud de asociaciones destinadas a explotar minas, pescar perlas, dragar canales, explotar tierras, etcétera, en número de 29. El capital empleado era de 14 millones de libras, pero los suscriptores no proporcionaron en realidad más que la cuarta parte de esa suma, es decir, tres millones”. Y concluía: “Resulta de estos hechos que, en el momento de la emancipación, las colonias españolas se volvieron una especie de colonias inglesas”.

Uno de esos empréstitos se concertó con la provincia de Buenos Aires. Los ingleses adujeron que otorgaban el préstamo y las futuras inversiones para ayudar a que fuéramos independientes y los porteños amigos de los ingleses arguyeron que lo necesitaban para construir el puerto y obras de salubridad, es decir, iniciar el camino de “la civilización”, y probablemente también dijeran que esas libras vendrían a permitir superar “la pesada herencia recibida” del coloniaje español.

Por entonces, quebrada la unión nacional que a duras penas había mantenido el Directorio, la provincia de Buenos Aires estaba gobernada por Martín Rodríguez, quien se enorgullecía de haber conducido el golpe del 5 de abril de 1811 para acabar con el morenismo demasiado audaz y dar paso a hombres ilustrados como Bernardino Rivadavia y Manuel José García, que serían poco después quienes manejaron, desde las sombras, el Primer Triunvirato. Quizá Rodríguez no sopesaba la importancia del empréstito que ofrecían los ingleses, por lo cual se dedicó –según su relato– a la campaña dirigida contra los pueblos origi-



narios y, por lo tanto, dejó las funciones de gobierno a dos ministros de su confianza: justamente Rivadavia y García. Fueron ellos quienes se encargaron de convencer a la Sala de Representantes de la conveniencia del negocio, no obstante que algunos legisladores sostuvieron que con cinco años del superávit fiscal del Estado provincial se reunía el dinero para las obras proyectadas. Así, el 29 de noviembre de 1822 se autorizó a celebrar un empréstito con la empresa Baring Brothers de Londres, para lo cual se deliberó concienzudamente quiénes serían los mejores hombres para enviarlos a cerrar la operación, y resultaron curiosamente designados John Robertson, comerciante inglés radicado en Buenos Aires, y Félix Castro, otro comerciante también curiosamente socio de Woodbine Parish, quien ya operaba en el Río de la Plata y era cónsul de su Graciosa Majestad Británica. Los legisladores pensaron quizá que la mejor negociación y el más fácil entendimiento provendría de la reunión entre cuatro amigos de la rubia Albión, es decir, del intercambio entre quienes se sentaban a la misma mesa con las mismas ideas, la mis-

ma experiencia y el mismo propósito. Pero como estos legisladores –aconsejados por Rivadavia y García– eran hombres desconfiados y “ardorosos” defensores de los intereses de la provincia, les impusieron condicionamientos a su gestión: a) si se trataba de sufrir una quita –muy razonable, por cierto, por tratarse de una provincia joven que aún no había podido concertar con las otras provincias para convertirse en país–, había que ceder hasta el 30% y no más, es decir, entregar títulos de deuda por mil libras y recibir sólo 700; b) asimismo, que la tasa de interés no excediese del 6% como máximo, y c) que si exigían garantías, era posible ofrecer las tierras de la pampa bonaerense, una planicie de praderas de las más fértiles del mundo.

Con estas instrucciones, los representantes bonaerenses llegaron a Londres y recibieron la más cálida recepción de los filibusteros, perdón, quiero decir de los inversionistas británicos. Rígidos en las órdenes recibidas, Castro y Robertson aceptaron la quita, reconociéndose poco confiables en su condición de “bárbaros americanos”. Pero recibieron una sorpresa: los inver-

Es decir que por endeudarse por 1.000.000 de libras –que se terminaron de pagar a principios de siglo XX abonándose un total cercano a los 8 millones–, la provincia de Buenos Aires debería recibir 552.700 libras, es decir, 52,70% de la negociación inicial. Sin embargo, parece no haber sido así, porque los investigadores no encontraron la recepción de esa suma en Buenos Aires.

sionistas ofrecían pagar el 85%, es decir, se conformaban con una quita del 15% sobre cada título de valor 100, lo cual constituía una cortesía tan exagerada que podría asombrar a Rivadavia y a sus amigos de Buenos Aires. Por ello, aceptaron esa quita pero optaron por hacer público que habían aceptado el máximo de quita que se les había autorizado, de manera que la provincia bonaerense recibiría sólo el 70%. Convinieron entonces con los inversionistas que el 15% restante fuese depositado en sus cuentas particulares. Cabe imaginar la sorpresa de los “gentlemen”, que lo hicieron saber en una carta que encontró un historiador liberal, pero honesto, Ernesto Fitte, y publicó en su libro *Historia de un empréstito*. Castro y Robertson contestaron que esa diferencia del 15% (150.000 libras) se repartirían 30.000 por comisiones a Baring y 120.000 para ellos y que si desde Buenos Aires protestaban, devolverían las 120.000 libras, y si no protestaban, esas eran las instrucciones que habían recibido para el caso más desfavorable de la negociación. Fitte parece no haber podido llegar hasta el final de la trama, es decir, si Rivadavia y García eran tan tontos que perjudicaban a la provincia o si eran demasiado pícaros como para coparticipar en el arreglo, pero esto carece de importancia ahora que conocemos todos los días las novedades de las *offshore*, los Odebrecht, los Arriba y tantos otros escándalos, que aquello del siglo pasado no debe indignarnos, aunque sí saber cómo eran los próceres que hemos homenajeados tantas veces, es decir, “los más grandes hombres civiles de la Argentina”, según la opinión de Bartolomé Mitre respecto de Rivadavia. Se pasó luego a negociar los intereses y los representantes argentinos aceptaron, sin míseros regateos, que fuera una tasa del 6%, pues estaban autorizados a ceder hasta ese valor, aunque resultó un tanto exagerado que los británicos dijeran que se descontaban ya de inicio dos años de intereses adelantados, es decir, 12% por dos años sobre el millón contratado, lo que alcanzó a 120.000 libras. De esta manera, la provincia bonaerense pasaba a recibir 120.000 libras menos, es decir, sólo 580.000 libras, cifra

muy cercana a la mitad del endeudamiento. El “precio de la libertad” –es decir, el reconocimiento de nuestra independencia que otorgaría George Canning poco después– empezaba a resultar un tanto caro.

Pero hay algo más, que los inversionistas habían olvidado: debía descontarse también el 1% de amortización adelantada: 10.000 libras, que rebajaba aún más el importe a cobrar por Buenos Aires para llevarlo a 570.000 (Fitte, quizás por falta de imaginación, no se detiene a pensar que si la amortización adelantada era el 1% anual ello indicaría que el empréstito era por cien años, como lo hubiese advertido el actual negociador Caputo que conoce de estas cosas y le parecen razonables para los préstamos que negocian los países que algunos llaman “países serios” con las semicolonias que no discuten por chirolas).

Hay algo más, sin embargo: quedaba por reducir un saldo de comisión para Baring de 1.300 libras, las comisiones para Castro y Robertson de 7.000 libras, pues son dos gestores (lo que no debe escandalizar a nadie después de conocer las comisiones de Cavallo y Mulford por el megacanje en la época de De la Rúa). Pero existe, además, un recuperado de gastos realizados por los viajeros que alcanza a 3.000 libras y otras 6.000 libras que se gastó Don Bernardino cuando fue a Londres a iniciar los contactos para el empréstito y dejó pendientes de pago. Un total de 17.300 libras. Es decir que por endeudarse por 1.000.000 de libras –que se terminaron de pagar a principios de siglo XX abonándose un total cercano a los 8 millones–, la provincia de Buenos Aires debería recibir 552.700 libras, es decir, 52,70% de la negociación inicial. Sin embargo, parece no haber sido así, porque los investigadores no encontraron la recepción de esa suma en Buenos Aires. Según Scalabrini Ortiz y otros, en los registros del Banco Provincia de Buenos Aires aparecen solo 20.678 libras cambiadas por metálico, y 140.000 libras recibidas en octubre de 1824.

Scalabrini Ortiz y otros han llegado a la conclusión de que como los comerciantes ingleses tuvieron ganancias desde 1809 hasta



Sostenía Scalabrini Ortiz que cuando América latina vivía el momento de su independencia e incluso de su intento de unificación (1826), los ingleses se preocuparon por que estos nuevos países, ya separados de España, quedaran bajo su dependencia.

De esta manera, la provincia bonaerense pasaba a recibir 120.000 libras menos, es decir solo 580.000 libras, cifra muy cercana a la mitad del endeudamiento. El “precio de la libertad” –es decir, el reconocimiento de nuestra independencia que otorgaría George Canning poco después– empezaba a resultar un tanto caro.



1824, que no pudieron girar a Londres por no haber libras en Buenos Aires, la suma restante que no llega a 400.000 libras habría sido depositada en Londres en la cuenta de esos comerciantes para compensar esa falta de giros pendientes de envío.

Años después, en 1852, Ferdinand White, un agente enviado por Baring Brothers al Río de la Plata para gestionar el cobro de los servicios del empréstito, emite un informe donde comenta estos aspectos delictivos de la negociación: “Baring era intachable, pero los promotores originales, Robertson y Castro, habrán obtenido bonitas tajadas... Hay una cosa que siempre me preocupó y es que la provincia de Buenos Aires realizó solo el 70%, cuando el empréstito fue emitido en Londres al 85%. Estoy enterado de que los contratistas, señores Parish Robertson y Félix Castro, deben haber hecho buenas raterías aquí, aunque negocios son negocios y, por lo que yo sé, tuvieron la adhesión del gobierno”. A su vez, el periódico londinense *Morning Herald*, el 3 de noviembre de 1852 sostuvo: “Ningún gobierno ha estado nunca más legítimamente autorizado a repudiar un empréstito contratado bajo tales circunstancias que el de Buenos Aires y este gobierno muestra, con el reconocimiento al empréstito, una leal adhesión a un negocio corrompido, en primer lugar, y a un licencioso desembolso, en segundo lugar”.

La yapa de esa operación consistió en que como la tierra pampeana quedó hipotecada, Rivadavia inventó la entrega en locación (enfiteusis) que luego, bajo varios gobiernos, fue entregada en propiedad, a bajo costo, a los enfiteutas (familias de Pro de aquella época, lo cual fue una forma de anticiparse a los millonarios que hoy conforman la dirigencia del partido Pro) y que constituyen las mayores riquezas de la Argentina.

Después de la renuncia de Rivadavia y el breve gobierno de Vicente López y Planes, cuando asume Manuel Dorrego como gobernador de la provincia de Buenos Aires se encuentra con las arcas exhaustas. Si bien ya se habían descontado los intereses por dos años, había que seguir pagando, pero Dorrego carece de fondos y suspende los servicios de la deuda externa. A su vez, Rosas, en 1829, informa, como gobernador, que “la provincia de Buenos Aires lamentablemente no puede cumplimentar esas obligaciones externas”. Más tarde, Manuel García propone pagar con tierras del sur patagónico pero su propuesta no llega a concretarse. En cambio, Rosas, cuando vuelve a asumir el gobierno, después de transcurrir unos años sin pagar, les envía a los accionistas ingleses algunas pequeñas sumas para conformarlos y demostrar la intención de pago. Disconformes, los Baring

protestan y designan un representante en Buenos Aires para que normalice los pagos: es un hombre de la clase alta llamado Francisco Casiano Beláustegui, de la familia de los registreros que el 22 de mayo de 1810, en el Cabildo Abierto, votaron a favor del virrey Cisneros. Enterado Rosas, se lo reprocha enérgicamente pues entiende que un argentino no puede representar a la banca británica exigiendo el cumplimiento de su deuda, algo así como: “Pero, Casiano, ¿usted supone que los argentinos y los miembros de la Junta de Representantes verían con sumo agrado su nombramiento de representante de extranjeros con intereses en pugna con nuestro gobierno?” (en aquellos tiempos, Rosas se escandalizaba de un proceder que resultará muy habitual en la historia argentina, donde los ministros de Economía y los embajadores han estado muchas veces a ambos lados del mostrador en la negociación con intereses en conflicto con el país). Pero parece que Casiano prudentemente prefirió dar un paso atrás y no ejercer la representación de la banca inglesa.

Como seguramente sabe el lector, después hemos contratado otros empréstitos siguiendo la experiencia de aquel primer endeudamiento en materia de corrupción y de humillación, al estilo de Casiano Beláustegui, aunque también convendría recordar, para no caer en la desesperanza, que hubo un año –1948– en que tuvimos “deuda externa cero” y que posteriormente, la osadía y la tozudez patriótica de Néstor Kirchner permitieron alcanzar en 2005 una quita de casi las tres cuartas partes de la deuda externa, aunque como también se sabe aparecieron luego nuevos “Casianos” que se arrodillaron ante las exigencias de un juez norteamericano y los poderosos buitres de las finanzas extranjeras.



vocesenelfenix.com