

**DEUDA EXTERNA, FUGA DE CAPITALES  
Y RESTRICCIÓN EXTERNA.  
DESDE LA ÚLTIMA DICTADURA MILITAR  
HASTA LA ACTUALIDAD\***

AUTORES:

PABLO MANZANELLI

MARIANO A. BARRERA

ANDRÉS WAINER

LEANDRO BONA.

COORDINADOR: EDUARDO BASUALDO

**Documento de Trabajo Nº 68 – Abril de 2015**



\* Este trabajo realizado para el CEFID-AR por los investigadores del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO se enmarca dentro del Proyecto PICT 2013-1775 "Las características actuales de la restricción externa en la economía argentina. Viejos problemas, nuevos dilemas", que cuenta con el patrocinio de la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica.



DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

MARTÍN BURGOS ZEBALLOS

JORGE GAGGERO

VERÓNICA GRONDONA

RODRIGO LÓPEZ

PABLO MARESO

ESTANISLAO MALIC

ANDREA MEDINA

MARÍA SOL RIVAS

MAGDALENA RUA

MARÍA ANDREA URTURI

INVESTIGADORES INVITADOS

MARIANO A. BARRERA

EDUARDO BASUALDO

LEANDRO BONA.

PABLO MANZANELLI

ANDRÉS WAINER

CONSEJO ACADÉMICO

CECILIA CARMEN FERNÁNDEZ BUGNA

ROBERTO FRENKEL

ALFREDO T. GARCÍA

FEDERICO PASTRANA

Las opiniones vertidas en el trabajo no necesariamente coinciden con las de las entidades patrocinantes del Centro.

Para comentarios, favor dirigirse a: [informacion@cefid-ar.org.ar](mailto:informacion@cefid-ar.org.ar)

## INDICE

PRESENTACIÓN .....	4
CAPITULO 1 De la valorización financiera a la cesación de pagos: deuda externa y fuga de capitales .....	7
1.1 El papel de la deuda externa y la fuga de capitales en el modelo de valorización financiera (1976-2001).....	7
1.2 Las características específicas del endeudamiento externo privado en la década del noventa 11	
1.3 El Blindaje y el Megacanje: los últimos intentos por evitar la cesación de pagos .....	19
1.4 Sectores dominantes y fuga de capitales al exterior durante el estallido de la crisis en 2001 ..	22
CAPITULO 2 EL NUEVO PATRÓN DE CRECIMIENTO Y EL PROCESO DE RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA: LOS CANJES 2005 Y 2010 .....	29
2.1 El comportamiento económico durante el ciclo de gobiernos kirchneristas .....	29
2.2 El proceso de renegociación de la deuda pública: el canje del 2005.....	37
2.3 La reapertura del canje de la deuda pública en 2010.....	44
2.4 Los efectos de los canjes en el nivel de endeudamiento.....	48
CAPITULO 3 EL SALDO COMERCIAL, LA FUGA DE CAPITALS Y EL CONFLICTO ABIERTO CON LOS FONDOS BUITRE .....	52
3.1 Introducción: la problemática actual de la “restricción externa” .....	52
3.2 La emergencia de los problemas en la cuenta corriente de la balanza de pagos en el marco de la crisis mundial.....	56
3.3 Las nuevas características de la fuga de capitales al exterior durante las gestiones kirchneristas .....	65
3.4 Fondos buitres: antecedentes, litigio argentino y el conflicto abierto .....	71
NOTAS FINALES .....	79

## **PRESENTACIÓN**

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 en contra de los sectores populares. Sin embargo, no es menos cierto que la deuda externa fue 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 algunos años con déficit comercial internacional. Lo propio cabe con respecto a la fuga de capitales locales al exterior, no solo porque, como ocurría con la deuda externa, sus dimensiones estaban en función de la evolución de la economía real, sino también porque su principal vía de salida eran los precios de transferencia de las importaciones y de las exportaciones.

Tanto la industrialización como el carácter dependiente de la deuda externa y la fuga de capitales revirtieron su comportamiento a partir de la última dictadura militar. Se asistió a un proceso de reversión del proceso de industrialización que culminó en 2001 con una notable destrucción de capital fijo, 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 propósito de este trabajo consiste en indagar la trayectoria de la deuda externa y la fuga de capitales desde esta modificación tan relevante de la dinámica socioeconómica, lo cual implica analizar el núcleo de la cuestión en dos períodos contrapuestos. La independencia de la deuda y la fuga de capitales respecto a la economía real en un contexto de desindustrialización que, con sus vaivenes, duró unos veinticinco años, encontró un límite infranqueable a fines del siglo pasado desembocando en la crisis más profunda que haya vivido la economía argentina hasta entonces. Es así que a partir de 2003 se revirtió dicha tendencia y se asistió a un nuevo período de expansión industrial con eje en la economía real.

Con tales fines en la primera parte de este trabajo se aborda un análisis general del papel ciertamente central que cumplieron en términos macroeconómicos el endeudamiento externo y la fuga de capitales locales al exterior en el nuevo funcionamiento de la economía argentina que inauguró la dictadura militar a partir de 1976 y que perduró hasta 2001. Se indagan allí tanto las características como la evolución de la deuda externa del sector público y privado, con especial referencia a la composición de esta última durante la década de 1990.

En ese contexto se analizan tres hitos de distinto carácter pero relacionados que se desplegaron en las postrimerías del patrón de acumulación de capital que puso en marcha la dictadura militar y que fueron relevantes en su desenlace: el denominado “blindaje”, el megacanje y la fuga de capitales locales al exterior durante el 2001. El primer hito, consistió en un crédito que potencialmente estaba constituido por 40 mil millones de dólares de los cuales solo se efectivizó una cuarta parte a fines de 2000. El segundo consistió en la onerosa renegociación de una parte relevante de la deuda pública que implicó un sustancial

incremento del endeudamiento externo. Finalmente, el último fue la masiva fuga de capitales locales al exterior que se concretó a lo largo de 2001 por parte de los sectores dominantes y dio lugar al único estudio oficial que se realizó hasta el momento sobre este fenómeno.

En el segundo capítulo de este trabajo se indaga la etapa que se inició en 2002 con la mayor devaluación del tipo de cambio real de la historia argentina moderna. Se trató de un proceso opuesto al anterior en tanto se plasmó una modificación sustancial de la política económica que impulsó cambios igualmente trascendentes en el comportamiento económico, político y social. Los enfoques monetaristas fueron reemplazados por políticas económicas heterodoxas que, en el contexto de las modificaciones que se expresaban en la economía mundial y mediante una drástica alteración de los precios relativos a favor de la Argentina, impulsaron la actividad económica dando lugar a un largo ciclo de crecimiento caracterizado por la expansión del empleo y el mejoramiento de la distribución del ingreso.

Este apartado se inicia con un análisis de las disparidades y continuidades que exhibieron las dos etapas económicas y políticas que recorrió la primera década del kirchnerismo, para luego encarar el estudio del proceso de desendeudamiento externo y la no menos relevante modificación de su composición registrada a lo largo de toda la década. La primera manifestación de este último proceso fue el canje con quita de la deuda externa que se realizó en la primera gestión del kirchnerismo en 2005, que dio como resultado una reducción inédita de la deuda pública que se perfeccionó con la posterior cancelación de la deuda con el FMI, lo cual permitió obtener grados de libertad en la política económica desconocidos durante las décadas anteriores. Al análisis de ese proceso se le agrega posteriormente el del nuevo canje de 2010 que permitió elevar al 92,2% el porcentaje de adhesión a la restructuración. Finalmente esta sección termina con una evaluación de la disminución y la modificación del perfil de la deuda pública.

En el tercer y último capítulo se encara el estudio de la restricción externa que se puso de manifiesto con intensidad durante los últimos años. En este sentido, se entiende que la misma es el resultado de la conjunción de, al menos, tres procesos de singular relevancia: la disminución del saldo de la balanza comercial, la fuga de capitales locales al exterior y la extorsión que llevan a cabo los denominados “fondos buitres” con la complicidad del sistema judicial norteamericano.

Las evidencias empíricas disponibles permiten sostener que la reducción de los saldos de la balanza comercial obedece a fenómenos relacionados tanto por la iliquidez de carácter coyuntural como por otros que aluden a situaciones de insolvencia, es decir, estructurales. La iliquidez está vinculada a la retención y el adelanto de las ventas y compras al exterior que realizan los exportadores y los importadores, respectivamente. En cambio, la insolvencia se origina tanto en la escasa integración local de las principales ramas industriales, como la producción automotriz y los productos electrónicos armados en Tierra del Fuego, como por la importación de energéticos.

Por su parte, la fuga se encuadra dentro de los factores que generan insolvencia al estar vinculada con el elevado grado de concentración y extranjerización de la economía argentina, así como la dolarización de la gran burguesía local que trajo aparejada las

transformaciones producidas en el marco del patrón de acumulación que puso en marcha la dictadura militar. Finalmente, en este tercer capítulo se aborda el análisis de la extorsión que llevan a cabo los “fondos buitres”, lo cual forma parte de las nuevas formas de expoliación que lleva a cabo una fracción del capital financiero en el marco de la vigencia de la hegemonía neoliberal en los países centrales.

## **CAPITULO 1**

### ***De la valorización financiera a la cesación de pagos: deuda externa y fuga de capitales***

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

En marzo de 1976 irrumpió una nueva dictadura militar en la Argentina introduciendo un giro en el funcionamiento económico tan profundo que implicó un cambio del patrón de acumulación de capital, dejando atrás la segunda etapa de la industrialización por sustitución de importaciones<sup>1</sup>. Su instauración, basada en la valorización financiera, se desplegó en el marco de una nueva organización productiva a nivel internacional, de carácter neoliberal, que acabó con la economía mundial surgida de la posguerra que había dado lugar a la denominada “edad de oro” del capitalismo. Esta nueva etapa de implicó un aumento en la integración productiva a escala mundial debido a la expansión de la inversión extranjera directa -canalizada a través de las empresas transnacionales- cuyos alcances estuvieron subordinados a una profundización de la internacionalización financiera a niveles inéditos<sup>2</sup>.

El patrón de acumulación de capital que se inició con la dictadura militar constituyó un caso particular, quizás el más profundo y excluyente en América Latina, del nuevo funcionamiento de la economía mundial, en donde la valorización financiera del capital devino como el eje ordenador de las relaciones económicas. Esta cualidad, por cierto, no aludió únicamente a la importancia que adquirió el sector financiero en la absorción y la asignación del excedente económico, sino a un proceso más abarcativo que revolucionó el comportamiento microeconómico de las grandes firmas, así como el de la economía en su conjunto<sup>3</sup>.

En la Argentina, la expansión del capital productivo y financiero a escala internacional se articuló inicialmente con el intento refundacional de la dictadura militar que gobernó el país durante el período 1976-1983 a partir de una política represiva inédita y socioeconómicamente regresiva. En esa etapa se ubica la génesis de un nuevo patrón de acumulación, que no se instauró por el agotamiento económico de la industrialización sustitutiva sino debido a su interrupción forzada cuando estaba en los albores de su consolidación. En este marco, y en el contexto del auge de los flujos financieros a nivel mundial, tuvo lugar un drástico viraje tanto en las características de los deudores y los acreedores externos como en la dimensión y el papel que cumplía el endeudamiento externo en la economía argentina<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Sobre estos aspectos, consultar Azpiazu, Basualdo y Khavisse (1986).

<sup>2</sup> Una concisa y relevante revisión de los períodos de la internacionalización financiera a nivel mundial se encuentra en Chesnais (2001).

<sup>3</sup> Acerca de la drástica modificación en el comportamiento microeconómico de las grandes firmas, consultar Damill y Fanelli (1988).

<sup>4</sup> En relación a los diferentes aspectos que involucra la deuda externa se pueden consultar, entre otros, los siguientes trabajos: Basualdo (1987); Calcagno (1987); Frenkel (1980); Basualdo (2000); Basualdo y Kulfas (2000).

En primer lugar, en cuanto a los deudores externos, se registró, junto al incremento de las obligaciones del sector público, una inusitada expansión del endeudamiento de las grandes empresas oligopólicas que constituían el núcleo central del sector privado y de la economía en su conjunto. Si bien la deuda externa del sector privado no fue más relevante que la estatal en términos cuantitativos -aunque en varias etapas lo fue en términos de su velocidad de crecimiento-, la novedad radicó en que el ritmo y las modalidades de la deuda estatal se subordinó a la lógica de la nueva forma de acumulación de capital de las firmas privadas. A su vez, la deuda externa de las firmas privadas dejó de estar en función de la expansión de sus actividades productivas, a pesar de que mayoritariamente se trataba de capitales industriales, y pasó a vincularse con la apropiación de una ingente renta financiera. Es decir, la deuda externa para el sector oligopólico de la economía dejó de ser fundamentalmente una forma de financiamiento de la inversión o la formación de capital de trabajo para ser una manera de obtener renta financiera. Por otra parte, la subordinación del endeudamiento estatal a las necesidades del sector privado puso de manifiesto un fenómeno más amplio: la transferencia de la capacidad de fijar las líneas estratégicas de funcionamiento de la economía en su conjunto desde el Estado hacia las fracciones dominantes del capital.

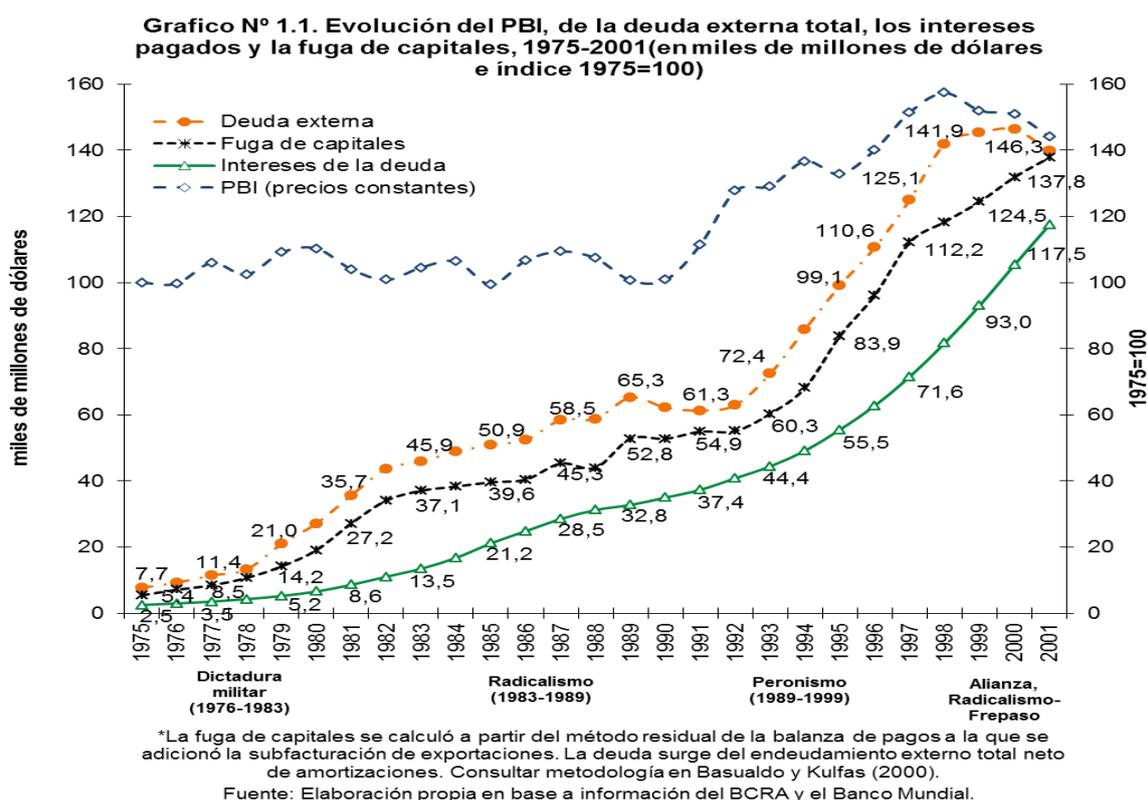
En segundo lugar, se operaron transformaciones igualmente relevantes en cuanto a los acreedores externos. Ya durante los primeros años de la dictadura los organismos internacionales de crédito dejaron de ser los principales acreedores externos del país y de la región latinoamericana, ocupando ese lugar los grandes bancos transnacionales de los países centrales. Sin embargo, el peso cuantitativo que perdieron los organismos internacionales de crédito estuvo compensado por un cambio cualitativo de sus funciones, ya que se transformaron en los representantes políticos de los bancos acreedores y, como tales, en los negociadores “naturales” de las políticas de ajuste con los gobiernos latinoamericanos en las etapas posteriores. Estos organismos fueron los que impusieron durante la década de los años ochenta la retirada de los bancos comerciales como los principales acreedores externos -primero a partir del Plan Baker y luego del Plan Brady-, lugar que fue ocupado por los grandes operadores financieros a nivel internacional, como fue el caso de los “fondos de pensión” y los “fondos de inversión”.

Ciertamente, la deuda externa -y específicamente la deuda del sector privado- cumplió un papel decisivo en esta etapa, porque el núcleo central del nuevo patrón de acumulación estuvo basado en la valorización financiera que realizó el capital oligopólico local (es decir, los grupos económicos locales y los intereses extranjeros radicados en el país). Se trató de un proceso en el cual las fracciones del capital dominante contrajeron deuda externa para luego realizar con esos recursos colocaciones en activos financieros en el mercado interno (títulos, bonos, depósitos, etc.) para apropiarse excedente económico a partir de la existencia de un diferencial positivo entre la tasa de interés interna e internacional y, posteriormente, fugarlos al exterior. De esta manera, a diferencia de lo que ocurría durante la segunda etapa de la industrialización sustitutiva, la fuga de capitales al exterior estuvo intrínsecamente vinculada al endeudamiento externo.

Este proceso no hubiera sido factible sin una modificación en la naturaleza del Estado que se expresó en, al menos, tres procesos fundamentales. El primero de ellos radicó en que,

gracias al endeudamiento del sector público en el mercado financiero local -donde era el mayor tomador de crédito-, la tasa de interés interna superó sistemáticamente al costo del endeudamiento en el mercado internacional<sup>5</sup>. El segundo consistió en que el mismo sector público fue el que posibilitó la fuga de capitales locales al exterior al proveer las divisas demandadas a través de su propio endeudamiento externo. El tercero y último radicó en que la subordinación estatal a la nueva lógica de acumulación de capital por parte de las fracciones sociales dominantes posibilitó que se estaticé la deuda externa privada en determinadas etapas, lo que posteriormente habilitó al capital privado a iniciar una nueva espiral de endeudamiento.

Al dejar de ser el endeudamiento externo una forma de financiamiento de la expansión industrial, y devenir en un instrumento para la obtención de renta financiera, se produjo su escisión con respecto a la evolución de la economía real, tal como se verifica en el Gráfico N° 1.1. Esta discordancia no solamente trajo aparejadas recurrentes crisis económicas que desencadenaron la destrucción de capital ficticio, tal como ocurrió en la economía internacional, sino que también provocó al menos dos procesos que restringieron severamente el crecimiento económico.



La primera de esas restricciones consistió en la salida de divisas al exterior en concepto de pago de intereses a los acreedores externos (los organismos internacionales de crédito, los bancos transnacionales y los tenedores de bonos o títulos emitidos tanto por el sector público como por el sector privado). La evolución de los intereses pagados durante la etapa 1975-2001 fue inédita tanto por su monto como ritmo de expansión: este monto se expandió

<sup>5</sup> Sobre el particular, consultar Frenkel (1980) y Basualdo (2000).

al 16% anual y acumuló al final del período 117 mil millones de dólares -magnitud que superó el PIB en el año 2002-.

La segunda restricción al crecimiento fue la fuga de capitales locales al exterior, cuya tasa de expansión a lo largo de las últimas décadas fue más reducida que el pago de los intereses devengados (13%) pero su monto acumulado al final del período llegó a 138 mil millones de dólares, superando a dichos intereses en un 18%. A su vez, el ritmo de expansión de ambas variables superó el que exhibió el *stock* de deuda externa neta (equivalente a la deuda externa bruta menos las amortizaciones) que evolucionó al 12% anual acumulativo y alcanzó a 138 mil millones de dólares en el 2001.

Para aprehender la naturaleza de la deuda externa, y del proceso en que se insertó, es esencial comprender que la misma no genera valor por sí misma. Por lo tanto, no surgió de ella el excedente que se transfirió en esos años a los acreedores externos en concepto del pago de los intereses, ni la amortización del capital, ni tampoco los recursos que los deudores externos privados transfirieron al exterior. Para los privados, su endeudamiento externo operó como una inmensa masa de recursos pasible de ser valorizada en el mercado financiero interno, pero no generó la renta que dichos agentes económicos obtuvieron al endeudarse pagando la tasa de interés internacional y percibiendo la tasa de interés interna.

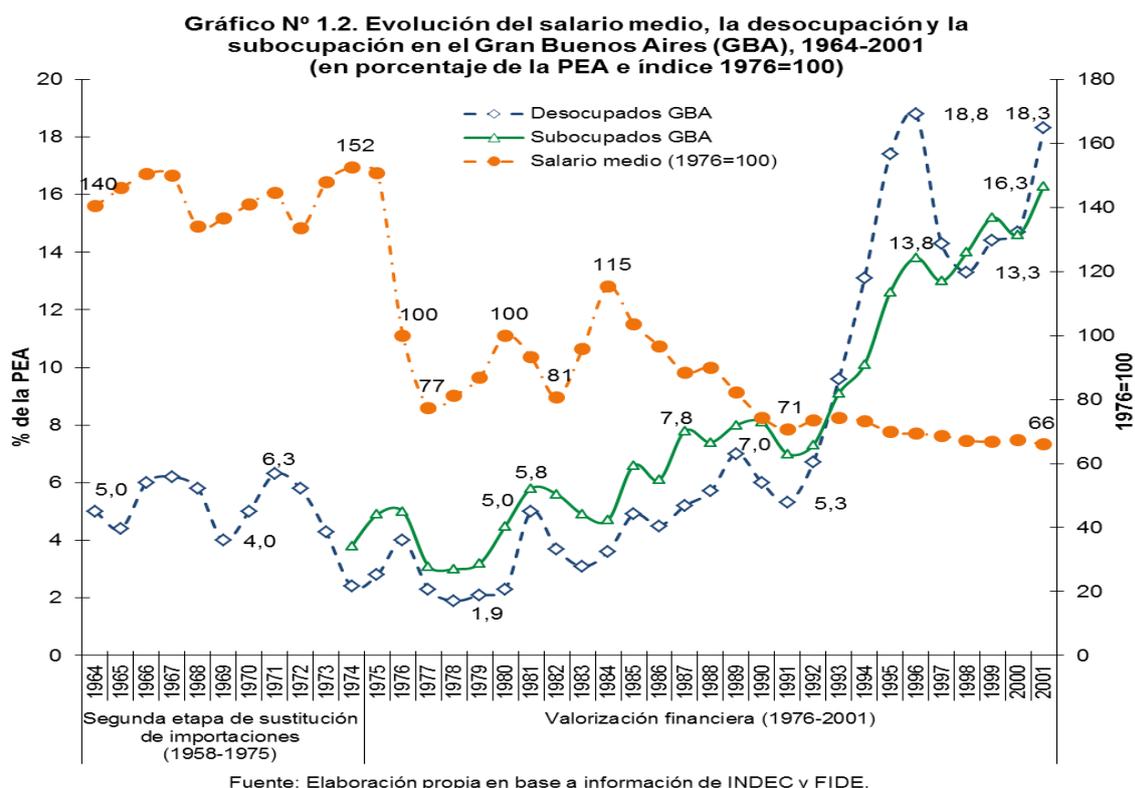
Identificar el origen del excedente apropiado por la valorización financiera y las transferencias de recursos a los acreedores externos es de una importancia crucial para comprender la profunda revancha social que implicó el nuevo patrón de acumulación de capital. Ciertamente, el excedente no surgió como resultado de la expansión económica porque el crecimiento de las transferencias de recursos al exterior y de los intereses pagados la superó largamente. En cambio, su origen se generó en la regresiva redistribución del ingreso que, como se constata en el Gráfico N° 1.2, comenzó con anterioridad a la puesta en marcha del funcionamiento pleno de la valorización financiera en 1979. Específicamente, su génesis se ubica cuando convergió la Reforma Financiera de 1977 con la apertura discriminada en el mercado de bienes y en el mercado de capitales<sup>6</sup>.

En efecto, la condición previa que posibilitó la valorización financiera fue la inédita redistribución del ingreso en contra de los asalariados que puso en marcha la dictadura militar desde el mismo momento del golpe del 24 de marzo de 1976. Esta redistribución -de una magnitud desconocida hasta ese momento- consistió esencialmente en una caída abrupta del salario real (superior al 40% incluyendo el año 1977) que tuvo como resultado

---

<sup>6</sup> La Reforma Financiera de 1977 fue un paso crucial hacia una modificación drástica de la estructura económico-social resultante de la sustitución de importaciones. Durante los primeros años (1977 y 1978) dicha reforma se articuló con dos sucesivas políticas de corte monetarista que estuvieron orientadas, según sostuvo la conducción económica, a controlar el proceso inflacionario y que resultaron en sendos fracasos. Se trató de la política monetaria ortodoxa consistente en la contracción de la base monetaria (vigente entre junio de 1977 y abril de 1978) y aquella sustentada en eliminar las expectativas de inflación (entre mayo y diciembre de 1978). A partir de 1979 y prácticamente hasta 1981 convergió la Reforma Financiera con la apertura externa discriminada en favor del capital local más concentrado en el mercado de bienes y de capitales a través del "enfoque monetario de balanza de pagos". A partir de allí se puso en funcionamiento el comportamiento clásico de la valorización financiera, generando resultados inéditos hasta ese momento en términos de la deuda externa y la fuga de capitales.

una notable reducción de la participación de los asalariados en el ingreso nacional (descendió del 45% al 30% aproximadamente).



El nuevo y menor nivel de la participación de los asalariados en el ingreso fue irreversible, aunque las modalidades mediante las cuales se mantuvo fueron diferentes a lo largo del tiempo. Tal como se puede apreciar en el Gráfico N° 1.2, en los primeros años de la dictadura militar, la concentración del ingreso avanzó exclusivamente mediante una brutal caída del salario real promedio, mientras que en la década de los años ochenta comenzó a incidir la desocupación y, más aún, la subocupación de la mano de obra. Finalmente, durante la década de los años noventa, la principal vía de la reducción de la participación de los asalariados en el valor agregado fue el explosivo crecimiento de la desocupación y, en menor medida, pero también significativo, el de la subocupación de la mano de obra. El conjunto de estos fenómenos permite explicar los inusitados niveles de pobreza que irrumpieron en esos años y una creciente heterogeneidad de la clase trabajadora, que estuvo estrechamente vinculada a la profunda reestructuración industrial de las últimas décadas.

### **1.2 Las características específicas del endeudamiento externo privado en la década del noventa**

En las postrimerías de la última dictadura militar (1982) eclosionó la crisis de la deuda externa en América Latina, lo que dio origen al período de menor afluencia de capitales a la región. En el caso de la Argentina esta nueva situación se expresó en una reducción del endeudamiento externo, así como de la fuga de capitales que, en esta fase, fue superada por los intereses pagados a los acreedores externos. En esta etapa, el aspecto

predominante de la evolución de la valorización financiera y el ciclo de la deuda externa ya no consistió en su dinamismo, sino en la transferencia de la deuda externa privada al Estado que llevaron a cabo las fracciones del capital dominantes en la economía interna. La licuación de la deuda externa privada se implementó a través de los regímenes de seguro de cambio que se aplicaron desde comienzos de 1981, bajo la dictadura militar, y continuaron durante el radicalismo. Adicionalmente, desde comienzos de la década de 1980 se percibían cambios profundos en el comportamiento de las grandes firmas oligopólicas industriales. En una etapa de acentuada restricción monetaria, estas firmas tuvieron un exceso de liquidez y compitieron en la asignación del crédito con el sistema financiero mediante la institucionalización de un mercado propio (el “interempresario”).

En 1988 comenzó una etapa crítica para la sociedad argentina que se reveló en la existencia de un conflicto entre las fracciones del capital pertenecientes al bloque dominante. Concretamente, el predominio de los grupos económicos locales sobre los acreedores externos en la apropiación del excedente llegó a su punto culminante cuando se instauró en mayo de 1988 una moratoria de hecho de la deuda externa. Esto implicaba que a casi cinco años del Plan Baker en la Argentina<sup>7</sup>, los bancos acreedores no sólo no habían logrado 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. Esta situación derivó en la corrida cambiaria de 1989.

En los inicios de los años noventa los sectores dominantes lograron superar la crisis mediante la convergencia de la desregulación económica -que incluyó la liberalización de la cuenta capital del balance de pagos- y la Reforma del Estado -cuyo epicentro fue la privatización de las empresas estatales-, con la apertura comercial asimétrica, la instauración del régimen de Convertibilidad y el Plan Brady<sup>8</sup>. En ese marco, 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.

En este período, el peso relativo del endeudamiento externo privado era sumamente minoritario en la deuda externa del país, alcanzando, como se aprecia en el Cuadro N° 1.1, el 14,0% del total. Este hecho ponía manifiesto dos cuestiones importantes. En primer lugar, que a inicios de la década de 1990 ya se había consumado la transferencia al Estado de la deuda externa privada contraída a partir de la última dictadura militar. En segundo término, la reducida incidencia de la deuda externa privada también expresaba que ese sector era el

---

<sup>7</sup> En 1985 el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, James Baker, presentó el denominado Plan Baker, cuya propuesta consistía en revertir los problemas de insolvencia de los países de la región por medio de la implementación de reformas estructurales en las respectivas economías. En dicho diagnóstico, las empresas públicas se presentaban como uno de los principales escollos para expandir las economías, por lo que su privatización le permitiría a los países deudores iniciar la senda del crecimiento, a la vez que generaría ingentes recursos plausibles de ser utilizados para saldar parte del capital que adeudaban.

<sup>8</sup> En relación con el Plan Brady en la Argentina se pueden consultar, entre otros, los trabajos de Keifman (1988) y Maia (1993). Respecto a la privatización de las empresas públicas y el posterior comportamiento de los consorcios privatizados existe una profusa bibliografía entre la que se encuentra Azpiazu (1995); Abeles, Forcinito y Schorr (2001); Azpiazu (2002) y Azpiazu y Forcinito (2004).

que se encontraba en mejores condiciones para reiniciar un nuevo ciclo de endeudamiento con el exterior. Para que ello fuera posible, esta situación debía confluir con un conjunto de condiciones propicias en el entorno financiero internacional y en las políticas macroeconómicas locales.

Efectivamente, la nueva situación mundial ofrecía condiciones óptimas para el inicio de una nueva expansión del endeudamiento a inicios de los noventa, en la medida en que abundaba el financiamiento externo para la región en los mercados internacionales. A su vez, en el plano local, las primeras modificaciones tendientes a impulsar el nuevo ciclo financiero ya estaban en marcha en 1991, como es el caso de la mencionada Reforma del Estado y la desregulación de la economía. En particular, la transferencia de las empresas estatales al sector privado consolidó la situación financiera y patrimonial del sector oligopólico privado. Las reformas en curso terminaron de “perfeccionarse” en 1992, cuando se concretó el ingreso de la Argentina al Plan Brady, el cual permitió consumir la retirada de los bancos transnacionales como los principales acreedores de la región 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.

**Cuadro N° 1.1. Evolución del stock de deuda externa pública, privada y total, 1991-2001\* (millones de dólares corrientes y porcentajes)**

Año	Deuda Externa Total	Sector público		Sector privado	
		Millones de dólares	% del total	Millones de dólares	% del total
1991	61.337	52.739	86,0	8.598	14,0
1992	62.972	50.678	80,5	12.294	19,5
1993	72.425	53.606	74,0	18.820	26,0
1994	85.908	61.268	71,3	24.641	28,7
1995	99.146	67.192	67,8	31.955	32,2
1996	110.614	74.113	67,0	36.501	33,0
1997	125.051	74.912	59,9	50.139	40,1
1998	141.929	83.111	58,6	58.818	41,4
1999	145.289	84.750	58,3	60.539	41,7
2000	146.575	84.851	57,9	61.724	42,1
2001	140.242	88.259	62,9	51.984	37,1
T.A.A. 91-01 (%)	8,6	5,3		19,7	
T.A.A. 91-95 (%)	12,8	6,2		38,8	
T.A.A. 96-00 (%)	8,1	3,4		14,0	
T.A.A. 00-01 (%)	-4,3	4,0		-15,8	

\* La deuda privada no incluye la deuda con matrices y filiales.

Fuente: Elaboración propia en base de la información de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (Ministerio de Economía).

En suma, ante esta situación no resultó sorprendente que el sector privado -en realidad las fracciones oligopólicas del capital- fuera de allí en más el de mayor dinamismo en términos del endeudamiento externo. Las evidencias disponibles indican que a pesar de que la deuda externa total aumentó significativamente entre 1991 y 2001 (a una tasa anual acumulativa del 8,6%), lo que superó largamente la evolución de cualquier variable de la economía real, la tasa de crecimiento de la deuda externa correspondiente al sector privado (19,7% anual acumulativa) más que la duplicó. 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, que se interrumpió únicamente en el 2001, el último año de vigencia de la Convertibilidad.

Los diferentes ritmos del endeudamiento externo del sector público y privado no expresaron procesos independientes sino estrechamente vinculados entre sí: la dinámica estatal estuvo férreamente subordinada a la del sector oligopólico del capital en la década del noventa. Concretamente, el endeudamiento público fue crucial para asegurar la provisión de las divisas necesarias para solventar el déficit externo del sector privado (en gran parte originado en la fuga de capitales al exterior una vez consumado el proceso de valorización financiera) y para aportar a la constitución de las reservas necesarias en el Banco Central para sostener la paridad convertible del peso.

En cuanto a la trayectoria de la deuda externa del sector privado, las evidencias empíricas presentadas en el Cuadro N° 1.1 indican la existencia de diferentes etapas en este proceso de endeudamiento durante el período analizado. La primera de ellas se desplegó entre 1991 y 1995 y exhibió una elevadísima tasa de crecimiento del *stock* de obligaciones contraídas con el exterior (38,8% anual acumulativa). Tal como fue expuesto, se trata de los años en que culminó el proceso de privatización de las empresas estatales y se consolidó la “comunidad de negocios” entre el capital extranjero y los grupos económicos locales.

A partir del impacto que causó la denominada crisis del Tequila (1995) se abrió otra fase que se prolongó hasta el año 2000, en que la tasa de expansión del *stock* de endeudamiento externo privado continuó siendo elevada pero significativamente más reducida que en la etapa anterior (14,0%).

Es la fase en que se consumó la disolución de la “comunidad de negocios” en el interior del capital concentrado local 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. De allí que en el marco del inicio de la crisis del régimen convertible (1998) buena parte del capital de los grupos económicos locales estaba acentuadamente concentrado en activos financieros dolarizados y radicados en el exterior, al tiempo que una parte de sus ingresos se encontraban igualmente dolarizados, ya que provenían de las firmas controladas en el país dedicadas a la producción de bienes exportables. Por el contrario, gran parte del capital extranjero se ubicaba en una situación opuesta, ya que a lo largo de la década del noventa su posicionamiento sobre activos fijos fue creciente debido a su participación en las privatizaciones, primero, y la adquisición de empresas productivas y prestadoras de servicios públicos después, cuya inserción era fundamentalmente mercado internista.

Finalmente, en el último año de la Convertibilidad (2001) el *stock* de deuda externa del sector privado se redujo significativamente (-15,8%). En ese año, el sector privado se abocó a cancelar anticipadamente su deuda externa en vistas de la cada vez más probable devaluación de la moneda que promovía una parte de los grupos económicos locales en virtud de su reinserción sectorial en actividades transables. Esta tendencia contrastó con la seguida por el sector público, que aumentó su deuda externa. Como se analizará en el

próximo acápite, la deuda pública fue impulsada especialmente por los sucesivos paquetes financieros otorgados por los organismos internacionales al país en sus infructuosos intentos por evitar el colapso de la Convertibilidad.

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-, conformó el núcleo de la deuda externa privada y, por tanto, una pieza central en la determinación de las modalidades y los alcances de toda la deuda externa argentina.

Al respecto, resulta pertinente apuntar que si bien en 1991 el sector financiero concentraba casi el 60% de la deuda externa privada, de allí en adelante su composición se modificó considerablemente. El sector privado no financiero aumentó su participación en un contexto en que se incrementó intensamente la deuda externa privada total, a punto tal que en 2001 su participación trepó al 67,8% de la misma (Basualdo y Nahón, 2004).

Dada su relevancia, con la finalidad de estilizar el análisis sobre el comportamiento de las fracciones del capital no financiero en materia de endeudamiento -y debido a la escasa información oficial desagregada para encarar un análisis de estas características- en el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO se confeccionó una base de datos referida al endeudamiento externo a partir de la información consignada en los balances de las principales empresas no financieras del país y la información provista por informantes calificados. Este relevamiento se desarrolló en el marco del proyecto SECYT- BID 1201/OC-AR PICT 2003 N° 14.072 (“Deuda externa e integración económica internacional de la argentina. 1990 – 2004”) y ofrece información acerca de la trayectoria del *stock* total de la deuda externa privada entre los años 1991 y 1999. Se trata del universo de firmas privadas no financieras que realizaron operaciones de endeudamiento con el exterior en el período comprendido entre los años 1991 y 1999<sup>9</sup>.

Un primer aspecto a considerar se vincula con la composición de la deuda del sector privado no financiero desagregando sus principales componentes. Las evidencias expuestas en el Cuadro N° 1.2 indican que las obligaciones negociables constituyeron la forma de endeudamiento más dinámica entre 1991 y 1999, con una tasa de crecimiento anual acumulativa superior a todos los otros ítems (62,2%), especialmente de los que integraban la deuda directa. De allí que las obligaciones negociables, de ser la deuda de menor monto en 1991 (293 millones de dólares) pase a ser la más importante en 1999

---

<sup>9</sup> La base de datos posee información para 363 empresas, que representan el universo de firmas que realizaron operaciones de endeudamiento con el exterior entre 1991 y 1999. El insumo básico de la información proviene de los estados contables y financieros publicados en los balances de las firmas que contrajeron algún tipo de endeudamiento externo durante el período analizado. Los balances fueron relevados con el fin de contar con información precisa y completa acerca de los montos y de las características asumidas por la deuda externa de cada una de las firmas involucradas. A su vez, se utilizaron otras fuentes de información a fin de completar y confirmar la información consignada. En este sentido, los montos agregados de endeudamiento que surgen de la presente base fueron contrastados con los datos publicados por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales del Ministerio de Economía, obteniéndose resultados altamente satisfactorios que confirman la confiabilidad del relevamiento realizado. En el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO se encuentra disponible la propia base de datos y un informe explicativo de las variables relevadas, la metodología utilizada y las posibilidades analíticas de la información recabada. Ver el documento: “Informe Técnico sobre la composición de las bases de datos de la Deuda Externa Privada Argentina (1991-1999)” (2005).

(14.029 millones), superando al endeudamiento bancario que ocupaba esa posición a comienzos del período. Sin embargo, cabe señalar que a pesar de la creciente importancia de las obligaciones negociables, la deuda directa en su conjunto (incluyendo la deuda con las casas matrices) superó a la contraída en títulos y bonos a lo largo de todo el período, ubicándose siempre por encima del 53% de la deuda total.

**Cuadro N° 1.2. Evolución y composición de la deuda externa total del sector privado no financiero, 1991-1999\* (millones de dólares corrientes y porcentajes)**

Año	Deuda Total	Títulos y bonos			Deuda Directa			
		Total	Obligaciones Negociables	Otros	Total	Bancos	Casa matriz	Otros
<b>Monto</b>								
1991	3.831	433	293	140	3.398	1.736	607	1.055
1992	6.150	1.630	913	717	4.520	2.306	977	1.237
1993	10.412	4.851	2.674	2.177	5.561	2.649	1.226	1.687
1994	14.452	6.490	4.287	2.203	7.962	4.003	1.541	2.419
1995	19.846	8.006	5.232	2.774	11.840	6.699	2.092	3.049
1996	23.075	8.760	5.735	3.025	14.316	7.349	3.645	3.322
1997	33.371	14.023	10.904	3.120	19.348	10.903	4.648	3.797
1998	40.503	17.616	13.554	4.062	22.887	13.277	5.177	4.433
1999	41.399	17.419	14.029	3.390	23.980	12.708	6.671	4.602
<b>Distribución %</b>								
1991	100,0	11,0	8,0	4,0	89,0	45,0	16,0	28,0
1992	100,0	27,0	15,0	12,0	73,0	37,0	16,0	20,0
1993	100,0	47,0	26,0	21,0	53,0	25,0	12,0	16,0
1994	100,0	45,0	30,0	15,0	55,0	28,0	11,0	17,0
1995	100,0	40,0	26,0	14,0	60,0	34,0	11,0	15,0
1996	100,0	38,0	25,0	13,0	62,0	32,0	16,0	14,0
1997	100,0	42,0	33,0	9,0	58,0	33,0	14,0	11,0
1998	100,0	43,0	33,0	10,0	57,0	33,0	13,0	11,0
1999	100,0	42,0	34,0	8,0	58,0	31,0	16,0	11,0
T.A.A. 91-99 (%)	34,7	58,7	62,2	48,9	27,7	28,3	34,9	20,2
T.A.A. 91-93 (%)	64,9	234,7	202,1	294,3	27,9	23,5	42,1	26,5
T.A.A. 93-96 (%)	30,4	21,8	29,0	11,6	37,1	40,5	43,8	25,3
T.A.A. 96-99 (%)	21,5	25,7	34,7	3,9	18,8	20,0	22,3	11,5

\* Stock al 31 de diciembre de cada año. Están excluidos los préstamos de los organismos internacionales.

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las empresas e información del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO.

Asimismo, es importante reiterar que, en el marco de las tendencias generales mencionadas, los diferentes componentes de la deuda externa del sector privado no financiero exhibieron evoluciones disímiles a lo largo del decenio. El endeudamiento en obligaciones negociables registró su mayor tasa de expansión en los primeros años de la década, específicamente entre 1991 y 1993, cuando ésta se eleva al 202,1% anual. Las restantes fuentes de financiamiento, por su parte, crecieron rápidamente pero fueron complementarias en esos años. En cambio, en la fase 1993-1996 esta tendencia registró una reversión, ya que tuvo lugar un efecto sustitución entre las diversas fuentes de financiamiento externo: mientras se desaceleró la colocación de obligaciones negociables como resultado de la crisis interna y la menor disponibilidad de recursos en las plazas internacionales, se expandió la contratación de deuda directa con los bancos internacionales y las casas matrices.

En esta fase en su conjunto, la tasa anual de crecimiento de las obligaciones negociables alcanzó el más "modesto" 29,0% anual y fue superada por la tasa de expansión de la deuda

con bancos internacionales (40,5%) y casas matrices (43,8%). En el último trayecto de la década (1996-1999) las obligaciones negociables retomaron el liderazgo (crecieron a una tasa de 34,7% anual), especialmente en los años 1997 y 1998 en que se registraron montos de colocación récord. Las deudas con bancos y casas matrices, por su parte, se expandieron a una tasa de 20,0% y 22,3% respectivamente en estos años, adoptando, nuevamente, un carácter complementario. Por último, cabe destacar que en 1999 creció especialmente la deuda con las casas matrices al tiempo que la deuda total en bonos y títulos y la deuda con bancos retrocedieron levemente. Este elemento corrobora el carácter cíclico que exhibieron las emisiones de títulos durante toda la década y, en contraposición, la naturaleza contracíclica de la deuda con las casas matrices y filiales en particular y la deuda directa en general.

A partir de este marco general, corresponde analizar la evolución que registra la cantidad total de empresas que contrajeron endeudamiento del exterior entre 1991 y 1999. Al respecto, en el Cuadro N° 1.3 se constata que la cantidad de empresas involucradas pasó de 86 en 1991 a 319 en 1999.

A pesar del incremento en el número de firmas que accedieron al financiamiento internacional, se observa un elevado grado de concentración del mismo. En el año de mayor desconcentración del endeudamiento (1999) las 10 primeras empresas, que representaron aproximadamente el 3% de las firmas deudoras, reunieron el 38% del monto total de deuda. Asimismo, las 20 primeras (alrededor del 6% de las empresas endeudadas) generaron una proporción mayoritaria del endeudamiento (51%) y las 50 primeras (16% de las firmas) el 71% del monto que alcanzó en ese año la deuda externa total del sector privado no financiero.

**Cuadro N° 1.3. Grado de concentración de la deuda externa total del sector privado no financiero, 1991-1999\* (millones de dólares y porcentajes)**

Año	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Deuda Total	3.831	6.150	10.412	14.452	19.846	23.075	33.371	40.503	41.399
Total empresas deudoras	86	116	149	171	197	238	292	293	319
Primeras 10 empresas	63,0	52,0	45,0	44,0	47,0	42,0	39,0	38,0	38,0
Primeras 20 empresas	79,0	70,0	65,0	60,0	62,0	54,0	52,0	52,0	51,0
Primeras 30 empresas	87,0	80,0	75,0	70,0	71,0	64,0	61,0	61,0	60,0
Primeras 40 empresas	93,0	86,0	81,0	77,0	77,0	71,0	69,0	68,0	66,0
Primeras 50 empresas	96,0	91,0	86,0	82,0	82,0	77,0	75,0	73,0	71,0

\* Stock al 31 de diciembre de cada año. Están excluidos los préstamos de los organismos internacionales.

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las empresas e información del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO.

Se trata, en su gran mayoría, de compañías que forman parte de la cúpula empresarial del país<sup>10</sup>. Los datos disponibles son contundentes en indicar la significativa incidencia que

<sup>10</sup> A lo largo de este trabajo, la evolución cuantitativa de la importancia de las diferentes fracciones del capital se realiza considerando las 200 empresas de mayor facturación, exceptuando las financieras y las agropecuarias, aunque sí se consideran las comercializadoras de ese tipo de producción. La información primaria fue recabada de las revistas Prensa Económica y Mercado que publican periódicamente los rankings de las mil empresas de mayor facturación en la Argentina, sus utilidades, exportaciones e importaciones. Esa información fue a su vez cotejada y completada, fundamentalmente, por las siguientes fuentes adicionales: los propios balances de las empresas, NOSIS Laboratorio de Investigación y Desarrollo S.A., Sistema Económica, información financiera (estados contables) de la Comisión Nacional de Valores (CNV), la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y la Inspección General de Justicia (IGJ). Sobre dicha información, se diferencian las siguientes fracciones del

tenían las 200 empresas de mayor facturación (cúpula empresaria) en el monto total del endeudamiento externo del sector privado en la Argentina. Así, como consta en el Cuadro N° 1.4, alrededor del 90% del monto total de la deuda privada durante toda la década lo explicaban las empresas pertenecientes a la cúpula empresaria.

**Cuadro N° 1.4. Evolución y composición de la deuda externa total del sector privado no financiero según su vinculación a la cúpula empresaria, a las privatizaciones y a las exportaciones, 1991-1999\* (millones de dólares y porcentajes)**

Año	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>1. Cúpula de las 200 firmas de mayores ventas</b>									
a) Fuera de la cúpula	172	407	1.092	1.573	1.951	2.383	3.923	4.436	5.684
% del total	4,0	7,0	10,0	11,0	10,0	10,0	12,0	11,0	14,0
b) Dentro de la cúpula	3.659	5.743	9.321	12.878	17.895	20.692	29.447	36.067	35.715
% del total	96,0	93,0	90,0	89,0	90,0	90,0	88,0	89,0	86,0
<b>2. Privatizadas</b>									
a) Desvinculadas de las privatizadas	3.490	5.165	6.395	7.288	9.577	11.995	20.127	24.658	24.708
% del total	91,0	84,0	61,0	50,0	48,0	52,0	60,0	61,0	60,0
b) Privatizadas	341	985	4.017	7.163	10.269	11.081	13.244	15.845	16.691
% del total	9,0	16,0	39,0	50,0	52,0	48,0	40,0	39,0	40,0
<b>3. Deuda exportadoras</b>	2.594	3.433	4.769	5.281	10.208	12.170	16.091	22.124	24.949
% de la deuda total	68,0	56,0	46,0	37,0	51,0	53,0	48,0	55,0	60,0
% deuda export./exportaciones	119,0	60,0	119,0	85,0	84,0	86,0	97,0	131,0	151,0
<b>Total</b>	<b>3.831</b>	<b>6.150</b>	<b>10.412</b>	<b>14.452</b>	<b>19.846</b>	<b>23.075</b>	<b>33.371</b>	<b>40.503</b>	<b>41.399</b>

\* Stock al 31 de diciembre de cada año. Están excluidos los préstamos de los organismos internacionales.

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las empresas e información del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO.

Este resultado es congruente con el hecho de que se trata, por un lado, de las empresas con mayor fortaleza patrimonial de la economía y, por otro, de que se encontraban saneadas financieramente a inicios de la década por diversos motivos. En el caso de las firmas extranjeras que se habían radicado anteriormente en el país y de los grupos económicos que se habían organizado sobre la base de capitales locales en las décadas previas, la privilegiada situación financiera de inicios de los noventa derivaba del hecho de que habían transferido su deuda externa al Estado mediante los regímenes de seguro de cambio. A su vez, las nuevas empresas transnacionales que se incorporaron durante el período, gracias a la adquisición de empresas privatizadas derivaban su situación privilegiada del hecho de que las firmas fueron transferidas con tan sólo el 25% de sus pasivos en promedio (el resto fue absorbido por el Tesoro Nacional)<sup>11</sup>. De hecho, en una buena parte del período analizado entre el 40% y el 50% de la deuda privada fue generada

capital: Se denominan conglomerados extranjeros a las transnacionales que controlan el capital de 6 o más subsidiarias locales y empresas extranjeras a las que controlan menos de 6 subsidiarias en el país. En términos del capital local, además de mantener las empresas estatales como categoría analítica, se consideran las empresas locales independientes, las cuales son grandes firmas que actúan por sí solas en diversas actividades económicas, sin estar vinculadas mediante la propiedad con otras empresas de la misma u otra rama económica. También dentro de las firmas de capital local se toman en cuenta a los grupos económicos locales, que comprenden a los capitales locales que detentan la propiedad de 6 o más firmas en diversas actividades económicas. Finalmente, se agregan las asociaciones como un sexto tipo de empresa, que consisten en los consorcios cuyo capital accionario está compartido por inversores del mismo o diferente origen, en las cuales ninguno de los accionistas es propietario del 50 o más del capital social del consorcio.

<sup>11</sup> Ver para un análisis detenido de esta cuestión: AGN (2001) y Basualdo y Nahón (2004).

por las empresas privatizadas. Por último, aquellas firmas transnacionales que llegaron al país en los noventa, en muchos casos mediante la adquisición de empresas locales (no privatizadas), se beneficiaban de su condición de subsidiarias de casas matrices con un giro de negocios a nivel mundial, e inclusive en algunos casos, con una fuerte participación de los Estados de los respectivos países de origen.

### ***1.3 El Blindaje y el Megacanje: los últimos intentos por evitar la cesación de pagos***

En los años previos a la implosión del régimen de convertibilidad se adoptaron diversas políticas tendientes a revertir el contexto recesivo que experimentaba la economía argentina desde mediados de 1998, pero que no hizo otra cosa que profundizarlo. Estas medidas se proponían lograr una participación de los asalariados aún más reducida que la alcanzada en la convertibilidad durante la década de 1990, porque las políticas de la Alianza suponían una nueva caída tanto en la ocupación como en el nivel salarial, amparados en una supuesta concepción “fiscalista” de la crisis. No sólo no pudieron evitar el colapso del régimen sino que conllevó un agravamiento del contexto recesivo y un incremento significativo en el largo plazo del endeudamiento del sector público.

El gobierno de la Alianza intentó sostener contra “viento y marea” el patrón de acumulación de capital sustentado en la valorización financiera. No llegó a entender, ni aún en los momentos más dramáticos de su mandato, que ese modelo estaba irremediamente condenado al fracaso tanto por la insostenibilidad macroeconómica del modelo como por la imposibilidad de mantener las alianzas sociales que sostuvieron esa postura durante la valorización financiera.

En tal sentido, durante la gestión de De la Rúa estaba en pleno desarrollo la ruptura del bloque dominante entre los que proponían como salida la devaluación del tipo de cambio y los que por el contrario sostenían la “dolarización” de la economía, en tanto que en el plano externo se había desatado una crisis internacional que bloqueaba las posibilidades de financiamiento internacional (elemento cardinal de la valorización financiera). Más aún, durante esos años el propio partido oficial se independizó del gobierno, conformando un frente político con los sectores del partido justicialista que proponían la devaluación. La base estructural de esa postura, que finalmente prevaleció, se encontraba conformada por algunos importantes grupos económicos locales y concitó la adhesión de sectores sindicales ya que la clase trabajadora en su conjunto se veía fuertemente afectada por los efectos regresivos del largo período de hegemonía neoliberal que se vieron agudizadas por las políticas de ajuste fiscal adoptadas durante la gestión de la Alianza.

La ley de responsabilidad fiscal, el objetivo de imponer el déficit cero, la disminución del 13% a las jubilaciones y salarios del sector público y la reducción de los aportes patronales, entre otras medidas, estuvieron encaminadas a reestablecer la confianza del “mercado” a costa de los ingresos de los trabajadores, bajo el supuesto de que su disminución supondría un cambio en las expectativas permitiendo el restablecimiento del financiamiento, tanto del sector público como privado, a menores tasas de interés. Esto a su vez, conduciría, desde su óptica, a una reducción de las tasas de interés internas permitiendo la recuperación del

gasto interno así como el restablecimiento del financiamiento externo para enfrentar los abultados pagos de intereses de la deuda externa.

Sin embargo, las medidas adoptadas no hicieron más que agudizar el contexto recesivo en el que se encontraba la economía argentina, generando la necesidad de reestructurar al menos parcialmente la deuda externa u obtener asistencia financiera de los organismos multilaterales de crédito ante la imposibilidad de acceder al endeudamiento con el mercado internacional de capitales debido a la crítica situación que exhibía la economía interna, a lo cual se sumaba un contexto de una elevada fragilidad financiera a escala internacional que había comenzado tiempo antes con la crisis asiática y que afectó a varios países emergentes.

Bajo esas circunstancias, a finales del año 2000 se implementó el denominado “blindaje financiero” que consistió en la garantía de fondos externos por unos 39.700 millones de dólares, demandados para realizar el pago de los vencimientos de capital e intereses de la deuda externa en 2001 y 2002. En rigor, los alcances reales del “blindaje” fueron mucho más reducidos puesto que buena parte de los préstamos acordados con los organismos multilaterales de crédito no eran nuevos sino que se estaban tramitando previamente<sup>12</sup>, y además estaban sujetos, como era habitual, a la concreción de diversas metas. Es más, 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, como se verá en el siguiente apartado, 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 fracaso del “blindaje” y la creciente restricción en el acceso a los mercados privados de capitales condujeron a la realización de un costoso proceso de reestructuración voluntaria de la deuda (el denominado “megacanje”), que comprometió cerca de 30.000 millones de dólares. Ésta fue una propuesta de los bancos acreedores, en particular del banquero David Mulford<sup>13</sup>, y la operación fue llevada a cabo por un conjunto de bancos que cobraron una comisión de 147 millones dólares.

El “megacanje” significó una elevación de la deuda pública sumamente considerable. Una vez superado el período 2001-2005, los compromisos crecían de manera exponencial, ya que la proyección de pagos hacia 2031 incrementaba el valor presente neto de la deuda pública en 52.171 millones de dólares (Gráfico N° 1.3). Este resultado surge del aumento promedio de la tasa de interés a pagar por los nuevos bonos (la cual pasaba de 11,73% a

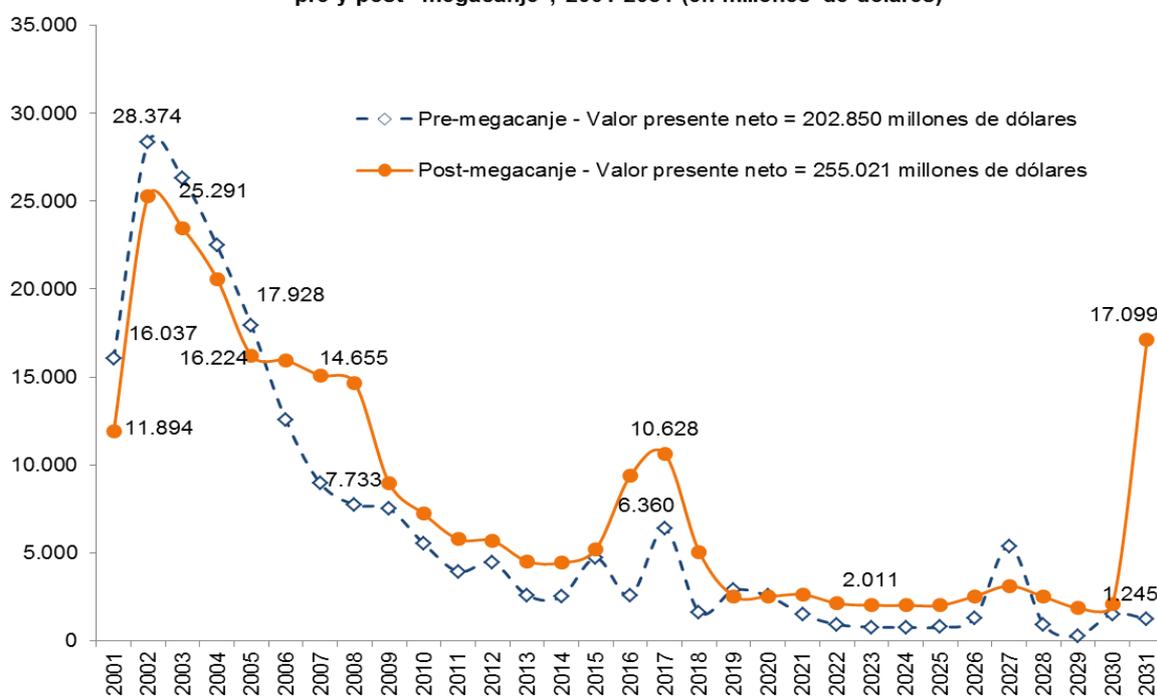
---

<sup>12</sup> En el caso del FMI, este aportó 13.700 millones dólares al blindaje, pero 6.700 millones eran de ayuda previamente comprometida. Otro tanto sucedía con el BID y el Banco Mundial, que aportaron en conjunto 5.000 millones de dólares. Por último, los Bancos multinacionales y las AFJP aportarían otros 20.000 millones adicionales, pero los bancos internacionales ofrecieron 7.000 millones en concepto de canje de títulos que vencían -proceso que se había repetido ya a lo largo de la década del noventa- y las AFJP se comprometieron a absorber 3.000 millones de dólares en títulos públicos. En definitiva, el único crédito novedoso era el ofrecido por el gobierno de España por una suma de 1.000 millones de dólares.

<sup>13</sup> Al respecto Schvarzer y Finkelstein (2004) sostienen: “Es bien conocido que el proyecto de megacanje fue propuesto por los propios acreedores, y específicamente por D. Mulford, uno de los directores del Credit Suisse First Boston. Este banquero, con antiguos contactos de negocios con Cavallo y el gobierno argentino, le acercó la propuesta de un canje masivo y voluntario de la deuda existente por otra con vencimientos más extendidos en el tiempo, para resolver los vencimientos continuados que el país no podía atender”.

12,25% y elevaba el rendimiento de la cartera emitida a 15,3%), lo que incrementaba en 35.045 millones de dólares el valor presente neto de la deuda, y de la acumulación de mayores vencimientos de capital desde 2006, que generaba una diferencia de 17.126 millones de dólares adicionales.

**Gráfico N° 1.3. Proyecciones del valor presente neto de la deuda pública argentina pre y post "megacanje", 2001-2031 (en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia en base a la Auditoría General de la Nación (AGN, 2001).

De esta manera, si bien la reducción en los pagos de intereses para los primeros años fue consecuencia de la prórroga prevista en el pago de los mismos, el “megacanje” no permitió solucionar las necesidades de financiamiento del gobierno argentino en el corto plazo y agravó severamente el alcance de la deuda externa en el largo plazo. Su inviabilidad y la posibilidad de una cesación de pagos fue asimilada por los agentes financieros y se expresó en la evolución del índice de riesgo país (Arceo y Wainer, 2008).

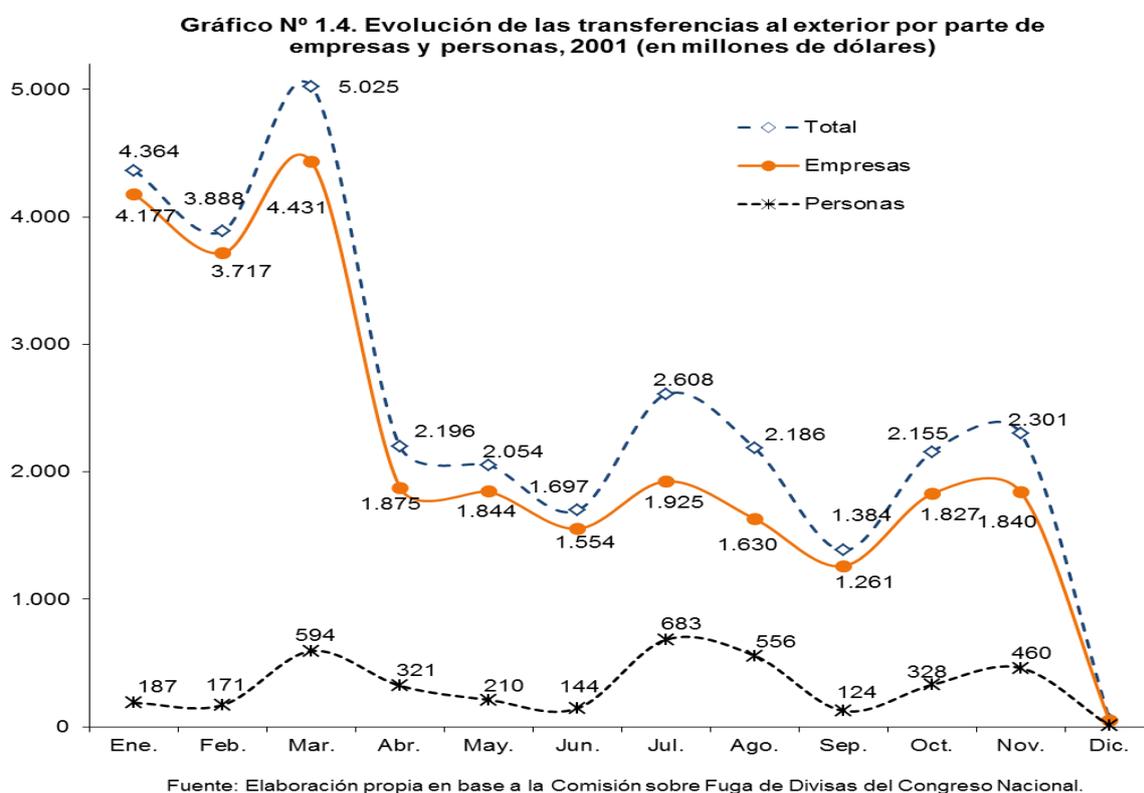
La agudización de la crisis económica a finales de 2001 y la imposibilidad de hacer frente a los pagos externos en el corto y mediano plazo condujeron a la necesidad de realizar un costoso programa de reestructuración “inducido” de la deuda. Esta renegociación estuvo dirigida centralmente a los bancos y las AFJP locales que canjearon cerca de 42.000 millones de dólares en títulos públicos por préstamos garantizados con ingresos tributarios, específicamente con el impuesto al cheque.

Si bien esta última operación de renegociación tampoco logró reducir sustancialmente el horizonte de vencimientos, en términos relativos fue mucho más ventajosa que la del “megacanje”. Seguramente la inminencia del *default* condujo a los bancos a la aceptación de menores tasas de interés y el alargamiento de los plazos de maduración con el objetivo de reducir su nivel de exposición ante una inminente cesación de pagos. Más aún cuando pocas horas después del cierre de la inscripción para los préstamos garantizados se creó el “corralito financiero”, la última medida desesperada para evitar el abandono del régimen de

convertibilidad y el inicio de la cesación de pagos de la deuda externa. De todas formas, 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 del 2002.

#### 1.4 Sectores dominantes y fuga de capitales al exterior durante el estallido de la crisis en 2001<sup>14</sup>

La implosión de la convertibilidad, y más ampliamente de la valorización financiera, no puede explicarse sin tener en cuenta el proceso de fuga de capitales locales al exterior en 2001. Una primera aproximación a esta problemática indica, como se advierte en el Gráfico N° 1.4, que las transferencias de divisas realizadas en 2001 alcanzaron a 29.913 millones de dólares de los cuales el 87,3% (26.118 millones de dólares) fueron realizadas por empresas mediante 53.988 operaciones (el 55,2% del total), mientras que el 12,7% restante fueron giradas al exterior por personas físicas (3.795 millones de dólares) a través de 43.320 operaciones (el 44,8% del total)



Si se observa la evolución mensual de ambos tipos de transferencias a lo largo del año analizado, se constata el marcado predominio que ejercen las empresas en el monto total de las transferencias de divisas al exterior en todo el período, aunque especialmente a inicios del mismo (en momentos en que se acordaba e iniciaba el blindaje financiero).

<sup>14</sup> El análisis de la fuga de capitales locales al exterior se sustenta en los resultados empíricos elaborados en el marco de la Comisión Especial Investigadora sobre Fuga de Divisas en el año 2001, habiendo sido su asistente técnico el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO. Dicha Comisión estuvo conformada por los diputados Eduardo Di Cola (presidente), Graciela Ocaña, Alejandro Filomeno, Noel Breard, Manuel Baladrón, Lorenzo Pepe, Daniel Carbonetto y Alejandra Oviedo. Los resultados obtenidos constan en Comisión Especial (2005).

En cuanto a su distribución a lo largo del 2001, es notable su elevada concentración en el primer trimestre, canalizados fundamentalmente por las empresas. Allí se concentra el 44% del monto de las transferencias totales (13.277 sobre 29.913 millones de dólares) y el 47% de aquellas realizadas por las empresas (12.325 sobre 26.118 millones de dólares). Ciertamente, esta concentración en el primer trimestre, así como las posteriores -aunque menos intensas- salidas de divisas, están estrechamente vinculadas a las sucesivas crisis institucionales que jalonan este crítico período, en un entorno de contracción económica, elevada fragilidad externa y un escenario internacional desfavorable<sup>15</sup>.

Cabe mencionar que se trató de un proceso que llevó a cabo un número acotado de empresas y personas. Si bien de por sí la cantidad de empresas y de personas es exigua en relación con cualquier indicador económico o demográfico nacional (26.118 empresas y 3.795 personas), el número de personas y especialmente de instituciones es aún mucho más reducido debido al acentuado grado de concentración que exhibe la fuga de capitales.

Al respecto, en el Cuadro N° 1.5 se verifica, en primer término, que sólo 10 empresas -que representan únicamente el 0,04% de las 7.015 que realizaron algún giro de divisas al exterior- concentraron prácticamente el 35% del monto total remitido por el conjunto de las firmas. Asimismo, las 50 compañías de mayores transferencias -que representan el 0,71% del total de las empresas involucradas- concentran casi el 60% del monto de divisas transferidas durante el 2001. Estas evidencias permiten constatar la notable concentración de las transferencias de divisas imperante entre las empresas.

**Cuadro N° 1.5. Grado de concentración de las transferencias de divisas al exterior por las empresas y las personas, 2001 (millones de dólares y porcentajes)**

Cantidad de Empresas/Personas	Monto en millones de dólares		Participación porcentual por estrato		Participación porcentual acumulada	
	Empresas	Personas	Empresas	Personas	Empresas	Personas
Primeras 10	9.086	290	34,8	7,6	34,8	7,6
De la 11 a la 20	2.452	127	9,4	3,3	44,2	11,0
De la 21 a la 30	1.656	87	6,3	2,3	50,5	13,3
De la 31 a la 50	2.311	126	8,8	3,3	59,4	16,6
De la 51 a la 100	2.784	198	10,7	5,2	70,0	21,8
De la 101 a la 500	5.198	572	19,9	15,1	89,9	36,9
Más de 500	2.631	2.395	10,1	63,1	100,0	100,0
<b>Total</b>	<b>26.118</b>	<b>3.795</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>		

Fuente: Elaboración propia en base a la Comisión Especial sobre Fuga de Divisas del Congreso Nacional, 2005.

En las transferencias al exterior realizadas por las personas físicas, el grado de concentración es marcadamente menor pero de todas manera significativo: el monto de los giros realizados por las primeras diez personas -equivalentes al 0,04% del total de personas que fugaron- representa el 7,6% del monto total respectivo y las 50 primeras -que representan el 0,18% del total- explican el 16,6% del monto transferido al exterior por las mismas.

Es relevante señalar que, en rigor, esta es una estimación que subestima el grado de concentración de la fuga de capitales al menos porque asume como supuesto básico que se

<sup>15</sup> Cabe aclarar que el brusco descenso que se observa en la fuga en diciembre coincide con la imposición del "corralito financiero", el cual limitó severamente la disponibilidad de los fondos depositados en las entidades bancarias.

trata tanto de sociedades y de personas independientes entre sí, lo cual no siempre es así porque detrás de esta clasificación entre empresas y personas se despliegan intensas vinculaciones de propiedad dentro y entre cada una de ellas. En efecto, en un número significativo de casos dos o más sociedades que fugaron capital al exterior pertenecen a un mismo propietario. Lo mismo ocurre en términos de las personas físicas cuando dos o más individuos son accionistas de un mismo grupo o conglomerado empresario, el cual, a su vez, controla el capital de empresas que también transfirieron recursos al exterior.

Al respecto, en el Cuadro N° 1.6 se expone el listado de los 20 primeros capitales que transfirieron recursos al exterior en 2001, diferenciando la forma de propiedad que integra cada uno de ellos (grupos económicos locales, conglomerados extranjeros o empresas transnacionales) y las firmas que estaban bajo su control y remitieron divisas al exterior.

**Cuadro N° 1.6. Los 20 grupos empresarios o firmas con mayores transferencias de divisas según tipo de empresa\*, 2001 (millones de dólares)**

Grupos empresarios o firmas	Monto	Principales Empresas controladas o vinculadas que transfirieron divisas al exterior
Pérez Companc (GEL)	3.213,1	Pecom Energía SA, Molinos Río de la Plata, Pecom Agra SA, Transp. Gas del Sur SA, Cia. Transener SA, Molfino SA, Pet. de Cuyo SA, Sudacia SA, Yacylec SA, Transba SA, Abolio y Rubio SA, Goyaike SA, SA Nieto Carbo y A. Senetiener SA, FAIE SA.
Telefónica Argentina (CE)	2.569, 2	Telefónica Argentina SA, Tel. Com. Personales SA, Cia. Int. De Telecom., Televinter SA, Telefónica Data Arg.
Repsol (CE)	1.742,8	PBBPolisur (vinculada), Cia. Mega SA, YPF SA, EG3 SA, Metrogas SA (vinculada), Refinerías del Norte SA, Gas Natural Ban SA, Pluspetrol Energy SA
Telecom Argentina (CE)	1.188,6	Telecom Argentina SA, Telecom Personal SA
Nidera SA (ET)	806,8	
Shell (CE)	793,6	
Esso Argentina SA (CE)	490,1	
Bunge Ceval SA (ET)	412,1	
IBM Argentina S.A. (ET)	303,7	
Techint (GEL)	295,8	Santa María SAIF, Transp. Gas del Merc., Gasinvest SA, Transp. Gas del Norte, Siderar SA, Tecpetrol SA, Siderca SA, Litoral Gas, Techint Cia. Técnica SA, Siat SA, Techtel LMDS Com., Gasoducto Norandino Arg. SA
Massalin Particulares (CE)	291,4	
SA L. Dreyfus y Cia. (CE)	248,6	
Ford Argentina SA (CE)	240,9	
Renault SA (CE)	238,5	
Cia. de Radicom. (Asoc.)	222,8	
Total (ET)	215,0	Central Puerto, Piedra del Aguila,
Clarín (GEL)	205,5	Multicanal SA, AGEA SA, Grupo Clarín SA, Artes Gráficas Rioplatenses SA, Artear SA
Cargill S.A. (ET)	186,6	
VW Argentina SA (ET)	184,1	
Emp. Dist. y Com. Norte SA (ET)	183,0	

\*GEL=Grupo económico local; ET= Empresa transnacional, CE= Conglomerado extranjero.

Fuente: Elaboración propia sobre la información de la Comisión sobre Fuga de Divisas del Congreso Nacional.

De esta manera se puede constatar que importantes grupos económicos y conglomerados extranjeros realizaron transferencias a través de múltiples firmas cuyo capital era controlado por ellos. Si bien dentro de los grupos económicos locales el caso más relevante, tanto por el monto como por la cantidad de empresas controladas que giraron divisas al exterior es

Pérez Companc (3.213,1 millones de dólares a través de 15 empresas), lo mismo ocurre con Techint y Clarín, aunque con montos significativamente menores pero con un número significativo de firmas, especialmente el primero de ellos. Por otra parte, entre los conglomerados extranjeros los casos más relevantes fueron Telefónica Argentina (2.569 millones de dólares mediante 5 empresas), Repsol (1.742 millones de dólares y 8 empresas) y Telecom (1188 millones de dólares y 2 empresas)<sup>16</sup>.

Dado este fenómeno, estrechamente vinculado al notable grado de concentración y centralización del capital vigente en la economía argentina, es plausible asumir que el predominio que ejerce un reducido número de empresas en las transferencias de divisas está férreamente asociado a las firmas oligopólicas que exhiben los mayores niveles de facturación y son líderes en sus respectivas actividades. Con el propósito de evaluar esta hipótesis, en el Cuadro N° 1.7 se precisa el monto de las transferencias de divisas realizadas por las empresas de mayor facturación y su distribución de acuerdo a dos criterios especialmente relevantes: el tipo de empresa y la vinculación con las empresas privatizadas durante la década de los noventa.<sup>17</sup>

Los resultados globales obtenidos permiten constatar la significativa incidencia de las grandes firmas oligopólicas en términos de la variable analizada. Por una parte, las empresas pertenecientes a la cúpula empresaria transfirieron al exterior 18.073 millones de dólares, lo que representa el 69% de los fondos remitidos al exterior por todas las firmas que realizaron alguna operación (26.118 millones de dólares) y el 60% del monto transferido por el conjunto de las empresas y las personas físicas (29.913 millones de dólares). Por otra parte, al considerar los diversos tipos de empresas se destaca el predominio que ejercen los conglomerados extranjeros al concentrar el 45,3% del monto transferido por las grandes firmas. En segundo lugar se ubican las empresas transnacionales, que superan ligeramente en monto transferido a los grupos económicos locales, aunque estos últimos tienen un promedio por firma significativamente más elevado que las primeras (86,2 versus 58,1 millones de dólares). Finalmente, se ubican las transferencias realizadas por las asociaciones, con un monto total y por empresa menor a cualquier otra forma de propiedad considerada.

---

<sup>16</sup> Por otra parte, cabe señalar que las interrelaciones entre personas y empresas que giraron fondos al exterior son múltiples, especialmente en el caso de los grupos económicos locales. Así, por ejemplo, en el listado de las personas en los resultados de Informe final de la citada comisión figuran Jorge Gregorio y Luis Pérez Companc con un total de 53 millones de dólares. Otro caso fue el del grupo económico Aluar que mediante algunas de sus empresas controladas (Aluar, Fate, Pecerre, Hidroeléctrica Futaleufú y Transpa SA) giro al exterior 152 millones de dólares mientras que la familia Madanes Quintanilla (Dolores, Javier y Miguel) que son accionistas del grupo transfirieron en conjunto 52 millones de dólares. Finalmente, otro ejemplo es el de los integrantes de la familia Acevedo (Arturo T., Jorge C. y Jorge E.) que remitieron al exterior 37,8 millones de dólares, mientras que la empresa Acindar lo había hecho por 80,5 millones de dólares.

<sup>17</sup> De acuerdo al informe final de la Comisión, para determinar la incidencia y la composición de las transferencias al exterior de las grandes firmas se consideran las 200 de mayores ventas en los años 2000 y 2001 que integran la base de datos del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, lo cual da como resultado un panel de 226 firmas de las cuales 213 realizaron operaciones de este tipo. Al respecto, el informe sostiene: "El segundo cruce de bases de datos realizado ha sido con aquella que releva las principales variables económicas de la cúpula de las grandes empresas de la Argentina. Se trata de las 226 empresas con mayor facturación del país. Para realizar el cruce de datos se tuvieron en cuenta las cúpulas de los años 2000 y 2001. Esto significa que a cualquier empresa que hubiese integrado la cúpula de las primeras 200 del país en algunos de los años mencionados se le cruzó información con la base relevada" (pág. 23).

**Cuadro N° 1.7. Distribución de las transferencias de divisas al exterior realizadas por las firmas de mayor facturación, según el tipo de empresa y su vinculación con las empresas privatizadas, 2001 (miles de millones de dólares y porcentajes).**

	Cantidad de empresas	Transferencias de divisas al exterior		Monto promedio por empresa
		Millones de dólares	%	Millones de dólares
<b>Tipo de empresa</b>				
Grupos Económicos Locales	40	3.447	19,1	86,2
Empresas Locales Independientes	27	342	1,9	12,7
Conglomerados Extranjeros	39	8.180	45,3	209,7
Empresas Transnacionales	65	3.776	20,9	58,1
Asociaciones	42	2.329	12,9	55,5
<b>Relación con las firmas privatizadas</b>				
Firmas privatizadas	29	5.187	28,7	178,9
Firmas accionistas de las privatizadas	28	3.777	20,9	134,9
Firmas desvinculadas de las privatizaciones	156	9.109	50,4	58,4
<b>Total de las empresas de la cúpula</b>	<b>213</b>	<b>18.073</b>	<b>100,0</b>	<b>84,9</b>
<b>Total de las empresas que no integran la cúpula</b>	<b>6.802</b>	<b>8.045</b>		<b>1,2</b>
<b>Total general de empresas</b>	<b>7.015</b>	<b>26.118</b>		<b>3,7</b>
<b>Total general de empresas y personas</b>	<b>34.843</b>	<b>29.913</b>		<b>0,9</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la Comisión Especial sobre Fuga de Divisas del Congreso Nacional, 2005.

Por cierto, esta composición de las transferencias de divisas de la cúpula empresaria no es sorprendente, en tanto expresa, como fue mencionado precedentemente, las características de la estructura económica argentina posterior a la acentuada extranjerización registrada desde inicios de los años noventa y agudizada desde mediados de ese decenio. Por esa razón las asociaciones pierden importancia relativa y los grupos económicos locales concretan una menor transferencia de divisas que ambas fracciones del capital extranjero. En este sentido, los momentos culminantes de la fuga de recursos al exterior de los grupos locales se habían registrado en los años previos al 2001 como resultado de la profusa venta de sus participaciones accionarias en el país. De esta manera, esta fracción de los sectores dominantes salvaguardó su capital en el exterior frente a una eventual interrupción del régimen convertible (evitando sufrir perjuicios similares a los que registró en la crisis de fines de los años ochenta).

Desde la perspectiva de las empresas privatizadas, las evidencias empíricas indican que tienen una influencia directa e indirecta sumamente significativa: concentran casi el 50% de las transferencias de divisas de la cúpula empresaria, ya sea porque las giran directamente (28,7%) o porque lo hacen las firmas que son sus accionistas (20,9%). Asimismo, las empresas relacionadas a las privatizaciones exhiben un monto promedio de transferencias por firma notablemente más elevado que el correspondiente a las grandes empresas sin relación con las privatizaciones.

Dada la relación indisoluble que mantienen la deuda externa y la fuga de capitales al exterior durante la valorización financiera, es ineludible confrontar ambas en 2001 para constatar si mantienen la congruencia que exhibieron durante ese patrón de acumulación. Con tal fin, en el Cuadro N° 1.8 constan los resultados de vincular la deuda externa privada (que surge de la base de datos del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO) con la fuga de divisas (proveniente de la base de datos confeccionada por la Comisión respectiva del Congreso Nacional).

**Cuadro N° 1.8. Características e incidencia de las empresas que se endeudaron entre 1991 y 1999 y transfirieron divisas al exterior en el 2001 (cantidades, millones de dólares y porcentajes)**

	Deuda externa (stock)	Fuga de divisas (flujo)
	Promedio anual 1991- 1999	2001
<b>1. Total de empresas con deuda o fuga</b>		
Cantidad de empresas (I)	368	7.015
Monto total (millones de dólares) (II)	21.449	26.128
<b>2. Empresas con deuda y fuga</b>		
Cantidad de empresas (III)	252	252
% del total (III/I)	68,5	3,6
Monto (millones de dólares) (IV)	18.158	14.395
% del total (IV/II)	84,7	55,1
<b>3. Empresas con deuda y fuga que integran las 200 empresas de mayores ventas</b>		
Cantidad de empresas (V)	153	153
% del total (V/I)	41,6	2,2
% de las empresas con deuda y fuga (V/III)	60,7	60,7
Monto (millones de dólares) (VI)	16.270	13.262
% del total (VI/II)	75,9	50,8
% de las empresas con deuda y fuga (VI/IV)	89,6	92,1
<b>4. Empresas con deuda y fuga que son privatizadas</b>		
Cantidad de empresas (VII)	29	29
% del total (VII/I)	7,9	0,4
% de las empresas con deuda y fuga (VII/III)	11,5	11,5
Monto (millones de dólares) (VIII)	8.467	5.187
% del total (VIII/II)	39,5	19,9
% de las empresas con deuda y fuga (VIII/IV)	46,6	36

Fuente: Elaboración propia en base a los balances, el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO y la Comisión Especial sobre Fuga de Divisas del Congreso Nacional, 2005.

Sobre esta base empírica y metodológica, se verifica en primer lugar que un total de 252 firmas integran el listado de aquellas que contrajeron deuda externa en el período 1991-1999 y, al mismo tiempo, transfirieron divisas al exterior en el año 2001. Estas firmas exhiben una participación en el respectivo total marcadamente disímil: representan el 68,5% del total de empresas endeudadas (que asciende a 368 firmas) y sólo el 3,6% de las que transfirieron divisas al exterior (que en conjunto son 7.015 empresas). Sin embargo, en términos de montos estas diferencias se acortan significativamente, ya que la totalidad de la deuda externa de estas 252 firmas -que asciende a 18.158 millones de dólares- representa el 84,7% del monto total de endeudamiento (que es de 21.449 millones) y las transferencias de divisas realizadas por este conjunto de empresas -equivalentes a 14.395 millones de dólares- concentra el 55,1% del respectivo valor global (26.128 millones).

Al indagar la influencia que ejercen estas empresas en sus respectivos mercados de bienes o servicios, la información del mismo cuadro permite constatar que se trata mayoritariamente de grandes empresas con características oligopólicas. El 60,7% de estas firmas (153 empresas) integra en 1999 la cúpula de las compañías de mayor facturación del país y concentra en su poder el 75,9% y el 50,8% del total de la deuda externa y la fuga de divisas respectivamente. Adicionalmente, al vincular las firmas privatizadas que contrajeron deuda externa y fuga de capitales se constata también en este caso que si bien la cantidad de empresas privatizadas con presencia en ambos procesos es relativamente modesta (29 firmas), su participación en los respectivos montos es significativa, al reunir el 39,5% de la deuda externa total y el 19,9% de la transferencia global de divisas al exterior.

Por tanto, es posible concluir que, más allá del mayor o menor grado de dispersión que exhiben estos fenómenos, se trata de procesos fuertemente determinados por un conjunto sumamente acotado de sociedades que, en ambas variables, dan cuenta de más de la mitad de los montos totales involucrados y donde las firmas privatizadas ejercen una influencia significativa.

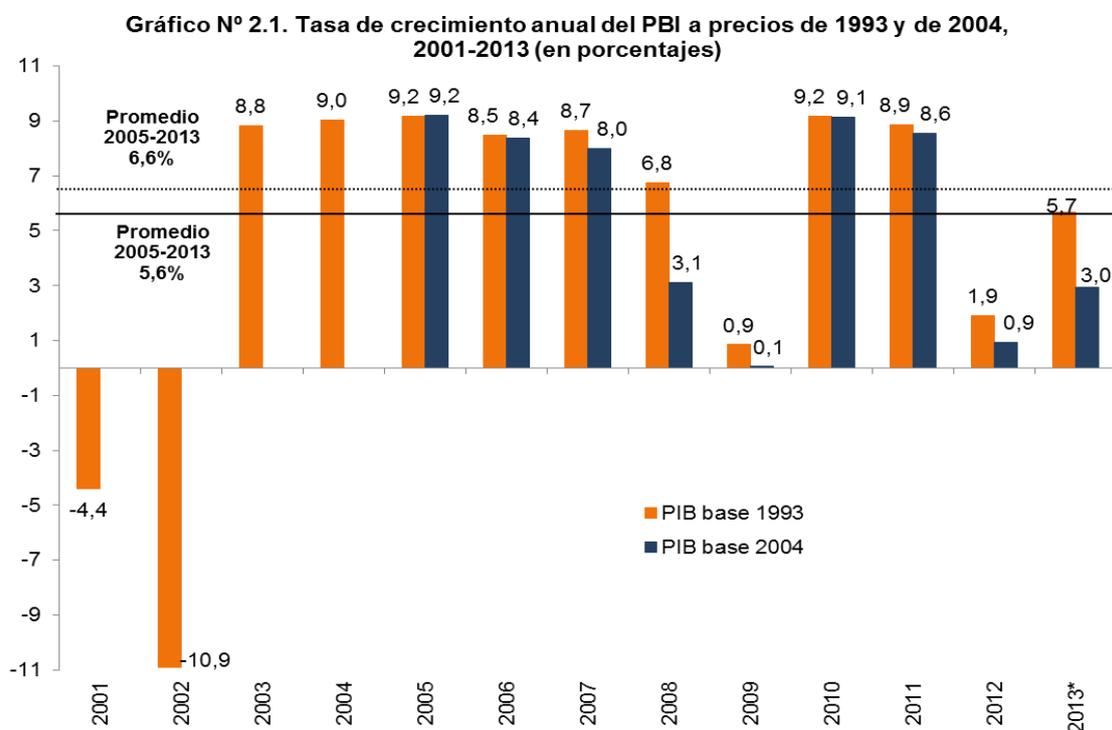
## CAPITULO 2

### EL NUEVO PATRÓN DE CRECIMIENTO Y EL PROCESO DE RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA: LOS CANJES 2005 Y 2010

#### 2.1 El comportamiento económico durante el ciclo de gobiernos kirchneristas

El agotamiento definitivo del patrón de acumulación sustentado en la valorización financiera -que se produjo en el contexto de la profunda crisis que se desplegó a partir de 1998 y dio lugar a la mayor devaluación del tipo de cambio real de la historia argentina en 2002-, trajo aparejado un giro copernicano en términos de la política económica e impulsó cambios igualmente significativos en el comportamiento económico, político y social. Los enfoques monetaristas fueron reemplazados por políticas económicas heterodoxas que, en el contexto de las modificaciones que se expresaban en la economía mundial y mediante una drástica alteración de los precios relativos, impulsaron la actividad económica dando lugar a un largo ciclo de crecimiento.

Como se constata en el Gráfico N° 2.1, a partir de 2003, coincidente con el recambio gubernamental de Eduardo Duhalde por Néstor Kirchner en mayo de ese año, se inició una década de crecimiento que constituyó la expansión ininterrumpida del PBI más elevada de la historia argentina (6,5% anual acumulativa entre 2003 y 2013); superior incluso a la que se registró durante la segunda etapa de sustitución de importaciones que alcanzó entre 1964 y 1974 el 5,2% anual.



\* Corresponde a los primeros tres trimestres del año.

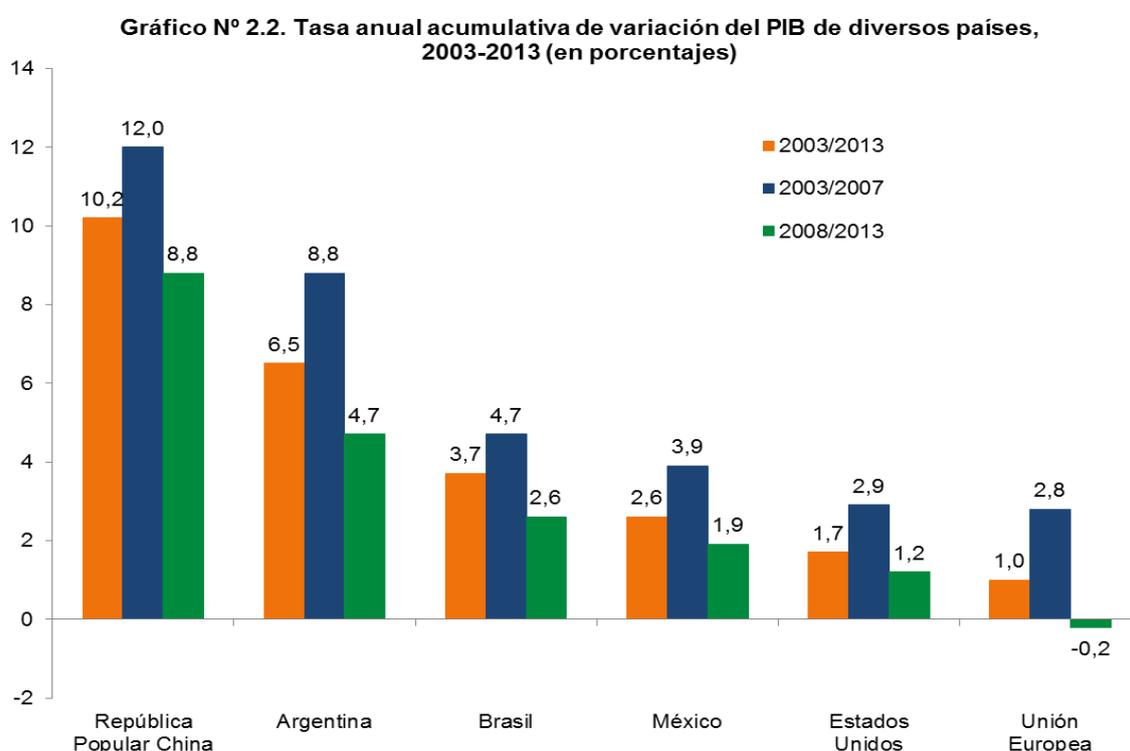
Fuente: Elaboración propia en base a información del INDEC.

Ciertamente, se trata de una década que si bien reconoce altibajos en las tasas anuales de crecimiento registró variaciones positivas en toda la serie, a pesar de haber sido afectadas, entre otros factores, por una crisis mundial desde fines del 2008 en adelante que tuvo, y lo

sigue haciendo, suma importancia porque su epicentro se encuentra en los países centrales, con el consiguiente efecto de propagación a nivel mundial. Sus consecuencias fueron profundas en 2009 (el PBI prácticamente se mantuvo estancado) para luego retornar a elevadas tasas de crecimiento (del orden del 8,6 a 9,2% en 2010 y 2011) pero volver a descender en 2012, debido al efecto de la crisis en el principal socio comercial de la Argentina, Brasil.

Los datos disponibles indican que el crecimiento económico inédito e ininterrumpido de esa década se constata tanto en el PBI a precios de 1993 como en base a la estimación más reciente que se realizó teniendo en cuenta los precios de 2004. No obstante, el cambio del año base trajo aparejado, como lo indican las evidencias empíricas, una tasa de crecimiento menor pero que sigue siendo superior a la registrada durante la sustitución de importaciones (6,6% y 5,6% respectivamente para el período 2005-2013).

El crecimiento económico de la década analizada no sólo fue el más elevado históricamente de la Argentina, sino que fue uno de los mayores dentro de las economías latinoamericanas e, incluso, en el ámbito internacional. Al respecto, en el Gráfico N° 2.2 se constata, primero, que en los casos seleccionados la tasa de crecimiento de la Argentina sólo fue superada por la República Popular de China, y, segundo, que esa posición privilegiada de la Argentina no sólo se registró en el conjunto de la década sino que también se replicó tanto en las etapas de alto crecimiento (2003/07) como en los años en que fueron más moderadas (2008/13).



Fuente: Elaboración propia sobre la base de la información de UNCTAD y Eurostat.

La significativa diferencia que exhibió el crecimiento argentino entre las dos etapas que se pueden diferenciar dentro del “ciclo de gobiernos kirchneristas” (8,8% versus 4,7% anual) constituye un hecho que por su significación debe ser analizado. Tanto las características

de cada una de esas etapas, como los factores y procesos que determinaron sus diferencias a nivel económico, se pueden aprehender mediante el análisis de las variables que integran la demanda agregada (Gráfico N° 2.3).

Una primera aproximación a dicha problemática indica que las diferencias en términos del PBI se replicaron en el mismo sentido, pero obviamente con sus más y sus menos, en todas las variables de la demanda agregada. No obstante, existe una excepción que rompió esa uniformidad: el gasto público, ya que tuvo una tasa de crecimiento significativamente mayor en la segunda etapa que en la primera (7,9% entre 2008-2013 vs. 4,6% entre 2003-2007), debido a las políticas anticíclicas encaradas por el gobierno ante la irrupción de la crisis mundial a fines de 2008.

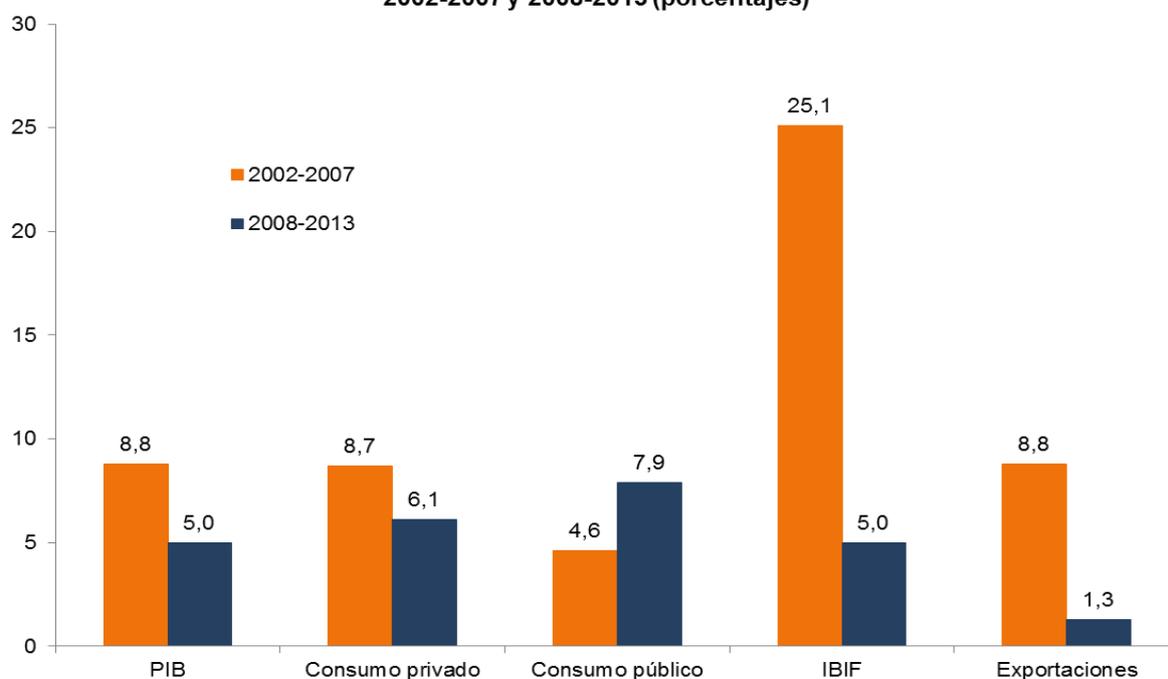
El realmente acelerado crecimiento de la primera etapa del ciclo kirchnerista estuvo vinculado a un conjunto de factores de distinta naturaleza que es conveniente mencionar. Por una parte, la profunda crisis que se desplegó en la economía interna entre 1998-2002 produjo en su momento culminante una acentuada capacidad productiva ociosa, la cual permitió encarar una rápida reactivación de la economía real cuando, tras la profunda caída del salario real y la consiguiente recomposición de la tasa de ganancia, se retomó gradualmente el proceso de inversión que prácticamente se había paralizado durante la crisis. De hecho el crecimiento de la inversión bruta fija fue en la etapa inicial notablemente elevado (25,1% anual). Por otra parte, desde 2002 en adelante se puso en marcha la reversión de los términos de intercambio adversos que habían caracterizado la situación de América Latina en general y de la Argentina en particular durante el proceso de sustitución de importaciones. Sin duda, este fue uno de los factores que impulsó la expansión de las exportaciones cuyo crecimiento igualó al alcanzado por el PBI (8,8% anual).

La mejora en los términos de intercambio favorables fue el principal elemento que forma parte de lo que se denominó o interpretó como “el viento de cola” de esa primera etapa. Sin embargo, hubo otro factor que fue igualmente relevante pero en este caso tuvo un carácter interno y consistió en la política económica adoptada por el gobierno, la cual, como fue señalado, implicó un giro copernicano respecto al anterior enfoque ortodoxo y monetarista adoptado durante la valorización financiera. Mediante el sostenimiento de un tipo de cambio elevado se produjo una drástica modificación de los precios relativos que involucró marcados sesgos a favor de la producción de bienes (en especial de bienes transables), y mediante políticas de ingreso expansivas a partir de 2003 comenzaron a recuperarse los salarios reales que habían caído significativamente tras la megadevaluación de 2002. En efecto, ambas cuestiones acarrearón una acentuada expansión del consumo privado y las exportaciones.

Asimismo, como un elemento trascendente del nuevo enfoque de la política macroeconómica, cabe mencionar que, tras el *default*, se puso en marcha durante esos años una política de desendeudamiento externo que se materializó mediante la renegociación de la deuda externa con una quita significativa a los acreedores externos, al mismo tiempo que se saldó la deuda contraída durante la década anterior con el FMI y otros acreedores multilaterales. En conjunto, ambas políticas permitieron mitigar las restricciones fiscales y externas y, asimismo, darle sustentabilidad al proceso económico por la drástica

reducción del peso de la deuda externa estatal y la remoción de las restricciones que implicaban los condicionamientos a la política económica por parte de ese organismo internacional. Debido a su importancia, es que el análisis de este relevante y acentuado proceso de desendeudamiento a partir de la renegociación de 2005 constituye un tema central de este capítulo que se abordará en la próxima sección.

**Gráfico N° 2.3. Tasa anual acumulativa del PIB y de la demanda agregada, 2002-2007 y 2008-2013 (porcentajes)**



Nota: El dato de 2013 corresponde al promedio de los primeros tres trimestres.

Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas del INDEC.

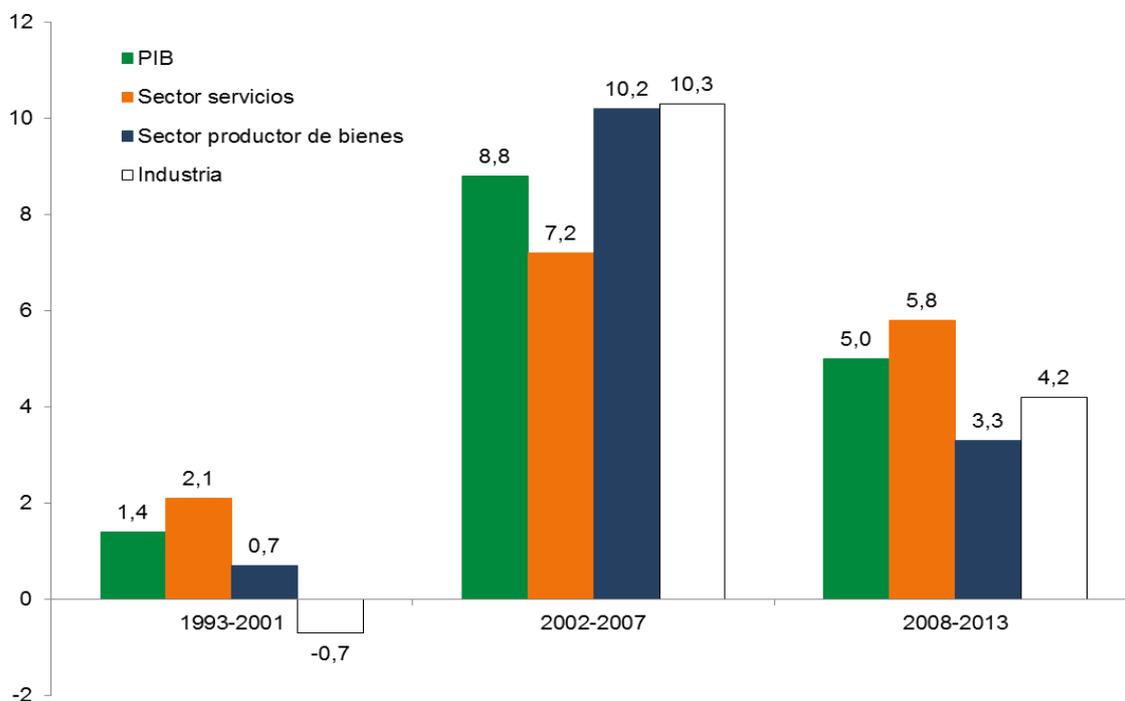
En suma, la conjunción de todos los factores mencionados garantizaron las elevadas tasas de crecimiento que caracterizaron esta etapa inicial del kirchnerismo que luego, a partir de la crisis mundial que se inició a fines de 2008 y la tendencia a la apreciación cambiaria, se vieron alterados y en consecuencia exigieron profundizar las reformas estructurales con el propósito de garantizar la política distributiva y el crecimiento económico.

En primer lugar, cabe destacar que el acelerado proceso de formación de capital se vio morigerado en el marco de la crisis internacional. Cabe suponer que se trató de la causa de la elevada fuga de capitales locales al exterior registrada en esa etapa, porque no afecta el consumo de los sectores de mayores ingresos sino fundamentalmente la reproducción del capital. Durante estos años la fuga modificó su naturaleza porque ya no funcionó, como ocurrió durante la valorización financiera, vinculada al endeudamiento externo sino sobre el nivel de reservas que se habían constituido sobre la base del superávit comercial logrado a partir del nuevo enfoque de la política económica.

Sin embargo, la fuga de capitales de esos años, que por su relevancia será analizada con mayor detalle en el próximo capítulo, no sólo incidió en el nivel de reservas sino que, en el marco de la crisis mundial, tuvo repercusiones significativas en la evolución relativa que exhibieron las actividades económicas entre ambas etapas del ciclo de los gobiernos kirchneristas. Al respecto, en el Gráfico N° 2.4 consta la evolución de los servicios y la

producción de bienes entre 1993 y 2013, diferenciando la etapa de la convertibilidad (1993-2001) y las que le siguieron (2002-2007 y 2008-2013).

**Grafico N° 2.4. Tasa anual acumulativa de los principales sectores económicos, períodos 1993-2001, 2002-2007 y 2008-2013 (porcentajes)**



Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas del INDEC.

Estas evidencias empíricas permiten comprobar, ahora desde el punto de vista de las grandes actividades de la economía real, el cambio observado en el patrón de acumulación al producirse el abandono de la valorización financiera, en la que imperaban tasas de crecimiento sumamente reducidas cuando no negativas, como fue el caso de la producción industrial. No se produjo únicamente una substancial modificación cuantitativa a partir del 2002, y específicamente del 2003, sino también cualitativa ya que el liderazgo sectorial lo asumió la producción de bienes y dentro de ellos la producción industrial.

Las diferencias en el crecimiento sectorial que exhibieron las dos etapas dentro del ciclo de gobiernos analizados fueron sumamente significativas, tanto por las reducciones cuantitativas en el crecimiento de todas las actividades como porque nuevamente los servicios encabezaron el aumento, superando en ese sentido a la producción de bienes y especialmente a la construcción y la producción agropecuaria.

El conjunto de características que adoptó la trayectoria económica constituye un aspecto del proceso que comenzó a partir del agotamiento del patrón de acumulación sustentado en la valorización financiera del capital, pero resulta insuficiente para explicar acabadamente la naturaleza del proceso social, e incluso económico, en tanto sobre el mismo influyen no sólo factores económicos sino también otros de contenido político y social que es necesario tener en cuenta.

Respecto a la importancia de los aspectos sociales, el destacado economista argentino Julio H. G. Olivera en uno de sus trabajos sostiene: "Establecer el sentido de una acción

implica interpretarla. El estudio de la actividad económica envuelve así ineludiblemente una labor interpretativa. La ciencia que trata de la actividad económica, la ciencia económica, es por consiguiente una ciencia de interpretación, una hermeneútica; y en virtud de la naturaleza de su objeto, una hermeneútica social". Tras lo cual agrega en una nota a pie de página: "El filósofo Paul Ricoeur describe la interpretación como un trabajo de pensamiento que consiste en descifrar el sentido escondido en el sentido aparente" (Olivera, 1994). Con la misma orientación, el economista sueco Gunnar Myrdal sostuvo: "Rara vez o nunca, el desarrollo de la economía ha iluminado con su propia fuerza, el camino de las nuevas perspectivas. La clave para la reorientación continua de nuestra labor ha llegado normalmente de la esfera de la política" (Myrdal, 1975).

En términos políticos, la presidencia de Néstor Kirchner continuó con la concepción de que el capital financiero internacional había sido el responsable de las políticas económicas y sociales que había puesto en marcha la dictadura militar y que se consolidaron durante la década de 1990 con las reformas estructurales y la Convertibilidad. Se trató entonces de una decidida reivindicación nacional que se expresó en medidas trascendentes como la renegociación de la deuda externa, el pago de los pasivos con el FMI, el congelamiento de las tarifas de los servicios públicos que estaban en manos de capitales extranjeros, etc. Desde esa perspectiva, no sólo se excluía como parte de los sectores dominantes que se debía enfrentar a la que había sido la fracción del capital que había ejercido la hegemonía en ese patrón de acumulación, los grupos económicos locales, sino que se los consideraba como el núcleo de la burguesía nacional que había que promover<sup>18</sup>.

Si bien durante esa administración no se cuestionó a esa fracción del capital, sí modificó el tipo de hegemonía que la misma había desplegado a partir del inicio de los gobiernos constitucionales que le sucedieron a la dictadura militar. Se trató de una variante respecto de esa forma de hegemonía que Antonio Gramsci denominó el "transformismo" (y que tuvo plena vigencia durante la década de 1990) que cobra forma cuando los sectores de poder integran a su área de influencia a los dirigentes de los sectores subalternos pero sin hacerles ninguna concesión a sus respectivas bases sociales. Pues bien, el primer período del kirchnerismo reemplazó esa forma de hegemonía, retornando al planteo clásico en el cual se efectúan concesiones efectivas a los sectores populares, en lo que puede interpretarse como un tipo especial de *revolución pasiva*, que alude, en términos gramscianos, a ciertos procesos políticos de transición en Europa Occidental durante el siglo XIX encabezados por las burguesías de países como Alemania o Italia donde el control del Estado por parte de las fracciones dominantes requería de ciertas concesiones a los sectores subalternos para consolidar el funcionamiento capitalista. Salvando las distancias, en esa línea se inscriben políticas del primer gobierno kirchnerista, tales como el retorno a las negociaciones salariales mediante paritarias, la actualización del salario mínimo, la recomposición del sistema de jubilaciones y pensiones que dio lugar a la aprobación de la Ley de prestación Provisional Anticipada y la Ley de traspaso a reparto, entre otras.

---

<sup>18</sup> Al respecto, consultar Basualdo (2011).

La segunda etapa de este ciclo de gobiernos (2008 hasta la actualidad) coincide con el recambio presidencial e implica, desde la perspectiva de los sectores sociales subalternos, un avance cualitativo respecto a esa primera gestión, ya que durante esos años se despliega una forma de Estado específico denominado “nacional y popular”. Esta forma de Estado tiene una larga tradición en América Latina ya que comenzó con los que fueron los “padres fundadores”: Getulio Vargas en Brasil (1930-1945 y 1951-1954), Lázaro Cárdenas en México (1934-1940) y Juan Domingo Perón en la Argentina (1946-1955). Fueron seguidos durante la década de 1960 y 1970 por gobiernos que enfrentaron con posturas nacionales y populares o socialistas a la expansión transnacional de posguerra. Entre ellos, se encontraron: Velasco Alvarado en Perú y Torrijos en Panamá (1968); Torres en Bolivia (1970); Allende en Chile (1970); Rodríguez Jara en Ecuador (1972), Cámpora y Perón en la Argentina (1973). Todas ellas fueron administraciones que de distinta manera e intensidad asumieron como el eje central de sus formulaciones de política económica profundizar la industrialización pero intentando neutralizar la influencia decisiva del capital extranjero y potenciando la expansión de las empresas nacionales públicas y privadas, como medio para lograr crecimiento económico, desarrollo tecnológico y distribución equitativa del ingreso en sus sociedades.

Los regímenes “nacionales y populares” constituyen una variante particular de Estado dentro del orden capitalista. Guillermo O’Donnell (1984) realizó un aporte revelador al respecto cuando, entre otras consideraciones, sostuvo: “Lo popular es una mediación menos digerible para el Estado capitalista, y para la dominación en la que está imbricado, que la ciudadanía y la nación. Lo popular no es la mediación abstracta de la ciudadanía ni la mediación concreta pero indiferenciada de la nación. Sus contenidos son más concretos que los de ésta. También menos genéricos, ya que el arco que cubre al pueblo es más estrecho que el de la nación, pretensión de solidaridad abarcativas del conjunto de la población. Pero, por otro lado, los contenidos de lo popular son más genéricos y menos concretos que los derivados de la posición de clase”.

En el caso del kirchnerismo, el punto de inflexión entre ambas formas de gobierno lo señaló el histórico e inédito, tanto por su duración como por su amplitud geográfica, conflicto con el agro pampeano de 2008, que se desató a raíz de la Resolución N° 125 del Ministerio de Economía que intentó modificar la modalidad que adoptaba el sistema de derechos de exportación. Durante ese conflicto, el gobierno se enfrentó no solamente con los grandes terratenientes pampeanos sino también con los grupos económicos locales. Específicamente, allí comenzó otra contradicción del gobierno con el poder establecido que se expresó en la disputa con el grupo económico Clarín, pero que en realidad involucraba al conjunto de los integrantes de esa fracción del capital, aquel que había ejercido la hegemonía durante el patrón de acumulación basado en la valorización financiera.

Es decir, que a través de la práctica política el kirchnerismo reconfiguró el bloque de poder de la valorización financiera que aparecía fragmentado, tras la crisis final de ese patrón de acumulación, bajo la propuesta devaluacionista (asociada a los grupos económicos locales y el capital extranjero industrial) y la que proponía la dolarización de la economía (vinculada a los acreedores externos y el capital extranjero ligado a los servicios públicos privatizados). En ese marco, durante la primera gestión kirchnerista se tendió a considerar a los

acreedores externos y a las privatizadas como principales responsables de lo actuado durante la década de 1990 y se encuadró a los grupos económicos locales como la burguesía nacional agredida por esas fracciones del capital. Sobre esta base, a partir de 2008 se produce un quiebre en este proceso, cuando el gobierno intensifica el tutelaje estatal sobre los sectores populares -mediante medidas que buscan incrementar la participación de los asalariados en el ingreso y también a través de institucionalizar reivindicaciones de minorías diversas-, redoblando al mismo tiempo sus esfuerzos encaminados para disciplinar a las diferentes fracciones del capital dominante que formaban parte del bloque de poder de la valorización financiera, incluyendo también a los grupos económicos locales.

El contenido “nacional y popular” que asume el segundo gobierno kirchnerista se expresó cabalmente en la evolución de los indicadores sociales en esos años. A pesar del menor ritmo de crecimiento global y con sus más y sus menos de las variables que integran la demanda agregada y de los grandes sectores de actividad, durante esta etapa se evidenció un mejoramiento de los indicadores que expresan las condiciones de vida de los sectores populares. En otras palabras, la disminución del crecimiento no dio lugar a la aplicación de políticas ortodoxas destinadas a garantizar una creciente rentabilidad del capital oligopólico, sino que por el contrario se intentó seguir mejorando las condiciones de vida de los sectores populares.

Al respecto, en el Cuadro N° 2.1 se constata que tanto la desocupación (en relación a la población económicamente activa) como la pobreza y la indigencia (ambas respecto a la población total) exhiben una notable disminución entre 2003 y 2007 que prosigue a un ritmo menor entre 2008 y 2013. Ello se replicó en términos de los salarios y la participación de los asalariados en el ingreso, pero con sus propias peculiaridades que estuvieron vinculadas a la significativa heterogeneidad que persistió entre los asalariados y al creciente conflicto que estas políticas despertaron en las fracciones dominantes del capital, especialmente durante el transcurso de la consolidación de la segunda etapa del kirchnerismo. En este sentido, las evidencias empíricas indican que el salario real promedio de la economía argentina creció significativamente, como resultado de la expansión que experimentaron los trabajadores registrados y, especialmente, los no registrados (en este último caso, favorecidos por la dinámica recuperación del salario mínimo).

Como a lo largo de la década analizada mejoró el nivel de ocupación y también el salario real, se registró un incremento de la participación de los asalariados en el ingreso pero, a diferencia de todos los otros indicadores de las condiciones de vida de los trabajadores, con peculiaridades que es necesario indagar. Un análisis más detenido del comportamiento de esta variable indica que hubo una recuperación de la participación de los asalariados hasta el año 2009, cuando llega al 40,4%, pero a partir de ese momento se estancó en alrededor del 39-40% del ingreso nacional. Se trata de una paradoja porque, como fue mencionado, aumentaron la ocupación y los salarios pero la participación de los trabajadores no se incrementó, sino que se estabilizó. Sin embargo, esa paradoja es sólo aparente, porque si bien el nivel de la ocupación y del salario son variables fundamentales para determinar la participación de los asalariados en el ingreso, hay otra que es igualmente trascendente y consiste en el ritmo del crecimiento económico y específicamente de la evolución de la

productividad. De allí que la evolución de la relación entre la productividad y el nivel general de los salarios exprese la trayectoria de la participación de los asalariados.

**Cuadro N° 2.1. Evolución de los salarios reales, la productividad, la participación de los asalariados en el ingreso, la pobreza, la indigencia y la desocupación, 2003-2013 (2003 = 100 y porcentajes)**

	Salarios reales			Productividad	Participación de los asalariados en el ingreso*	Productividad/Salario*	Pobreza	Indigencia	Desocupación
	Total	Registados	No registrados						
2003	100,0	100,0	100,0	100,0	31,3	100	49,7	22,8	17,3
2004	106,4	109,2	109,4	101,3	33,7	95	41,6	15,6	13,6
2005	111,4	117,4	110,4	105,5	35,4	95	35,4	12,7	11,6
2006	118,4	127,8	118,3	108,6	38,3	92	28,2	9,6	10,2
2007	121,1	128,8	122,7	113,5	39,5	94	27,2	8,4	8,5
2008	119,4	124,7	128,4	118,8	39,1	99	25,5	7,8	7,9
2009	124,4	129,0	143,5	118,7	40,4	95	24,9	7,3	8,7
2010	124,0	130,9	140,6	127,7	37,8	103	22,5	6,2	7,8
2011	128,4	140,1	147,8	134,6	37,7	105	20,1	5,0	7,2
2012	131,5	147,6	156,3	136,3	39,0	104	18,8	4,5	7,2
2013	131,0	146,6	161,0				17,8	4,2	7,1
<b>Promedio</b>									
2003-2007	111,5	116,6	112,2	105,8	35,6	95,1	36,4	13,8	12,2
2008-2013	126,4	136,5	146,3	127,2	38,8	101,3	21,6	5,8	7,6

\*Los salarios reales fueron deflactados por el IPC 9 provincias, la productividad fue calculada como el ratio entre el PBI a precios constantes y la cantidad total de ocupados. En cambio, para estimar la participación de los asalariados en el ingreso se calculó la masa salarial total y su gravitación en el PBI en precios corrientes (consultar metodología en CIFRA, 2011).

Fuente: Elaboración propia en base al Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (CIFRA).

Se puede afirmar entonces, que el estancamiento de la participación de los asalariados en el producto estuvo estrechamente vinculado con el veto que impusieron los sectores oligopólicos al avance de la misma mediante la imposición de un proceso de creciente inflación, que fue posible debido al inédito nivel de concentración económica y extranjerización de la economía que comenzó durante la valorización financiera y que, si bien descendió ligeramente a partir de 2003 -tras el abrupto salto en 2002-, no fue suficiente para revertir la situación imperante<sup>19</sup>.

## **2.2 El proceso de renegociación de la deuda pública: el canje del 2005**

Inmediatamente después de la declaración de la moratoria de una parte de la deuda externa, en especial durante los primeros años de la administración de Néstor Kirchner, comenzaron las negociaciones entre el gobierno y los acreedores externos para salir del *default*<sup>20</sup>.

Se trataba de reestructurar la deuda externa pública que, cabe mencionar, había crecido aún más durante los primeros años de la posconvertibilidad en razón del salvataje del sistema financiero, lo cual demandó la emisión de títulos públicos por 2.400 millones de dólares a fin de revertir las pérdidas ocasionadas por el desfase de monedas entre los activos y los

<sup>19</sup> Al respecto, se recomienda consultar a: Manzanelli y Schorr (2013) y Azpiazu, Manzanelli y Schorr (2011).

<sup>20</sup> El *default* declarado a fines de 2001 no incluyó los pagos a los organismos multilaterales de crédito, los cuales -con mayor o menor nivel de conflicto- se siguieron realizando regularmente

pasivos que se habían constituido durante la convertibilidad<sup>21</sup>. El costo fiscal aproximado de la resolución de la crisis financiera generada por la devaluación ascendió a alrededor de 14.390 millones de dólares, lo que reflejó un incremento del 10% con respecto al endeudamiento vigente al 31 de diciembre de 2001.

**Cuadro Nº 2.2. Cambios en la deuda pública entre el 31/12/2001 y el 31/12/2003 (millones de dólares)**

	En millones de dólares
I. Variación del endeudamiento del sector público nacional como resultado del colapso del régimen de convertibilidad	28.185
- Resolución de la crisis financiera	14.390
- Asistencia a las provincias (traspaso de deuda y rescate de cuasi monedas)	12.108
- Cancelación de pasivos con empleados públicos, jubilados y proveedores	2.028
- Efectos de la pesificación y del ajuste por inflación	-14.284
- Atrasos de intereses al 31 de diciembre de 2003	13.943
II. Amortizaciones, efectos de variaciones de tipo de cambio y otros	6.183
III. Incremento total de la deuda entre el 31/12/01 y el 31/12/03	34.368

Fuente: Elaboración propia en base a Damill, Frenkel y Rapetti (2005).

De todos modos, tal como se puede verificar en el Cuadro Nº 2.2, si bien el nuevo endeudamiento del sector público en los inicios de la posconvertibilidad estuvo principalmente destinado a resolver la crisis financiera (la mitad tuvo esa finalidad), se advierten otros factores que lo profundizaron en una medida para nada desdeñable (se trata del 50% restante). Entre ellos vale mencionar: 1) el traspaso de la deuda pública provincial al Estado Nacional y el rescate de las cuasi monedas emitidas a lo largo de la crisis (incremento de 12 mil millones de dólares del endeudamiento público nacional); 2) la declaración de inconstitucionalidad por parte de la Corte Suprema de Justicia del recorte del 13% a los salarios de los empleados públicos y los haberes jubilatorios aplicado durante el gobierno de la Alianza (873 millones adicionales); 3) la emisión de títulos públicos para cancelar la deuda con los proveedores del Estado que se mantenía desde antes del *default* (1.155 millones dólares); 4) los atrasos en los intereses de la deuda no pagados o capitalizados (13.943 millones); 5) el efecto neto de las amortizaciones, los efectos de la variación del tipo de cambio, el endeudamiento con el BCRA y el pago de intereses y capital de la deuda que permaneció en forma regular (6.183 millones). Por su parte, la pesificación y la aplicación de tasas de interés fijas -de entre el 2% y el 5,5%- de toda la deuda en moneda extranjera bajo legislación argentina permitieron atenuar levemente la deuda externa del sector público (-14.284 millones de dólares, entre lo que se contabiliza la reconversión de los préstamos garantizados por bonos originales de las AFJP).

El análisis del proceso de renegociación de la deuda pública externa no puede prescindir, aun en forma aproximada, de la identificación y composición del amplio y heterogéneo universo de acreedores externos. Al respecto, no caben dudas de que el papel preponderante lo ejercía el Fondo Monetario Internacional, pero no por su incidencia cuantitativa en la deuda externa, sino por constituirse como la representación política de los

<sup>21</sup> En contrapartida los bancos contrajeron un pasivo con el Estado por el valor nominal del capital de dichos bonos.

acreedores ante el gobierno argentino. Sin embargo, además de los otros organismos multilaterales de crédito (como el Banco Interamericano de Desarrollo y Banco Mundial), el denominado “Club de París”<sup>22</sup> y, en menor medida, los bancos comerciales privados, cualquier intento de renegociar la deuda externa debía tener en cuenta, conforme a los cambios en el sistema financiero internacional en las últimas tres décadas, al creciente y decisivo peso de los tenedores de bonos “minoristas” y “mayoristas”.

Tales tenedores de bonos se diferenciaban principalmente por el país de origen y por el monto de capital invertido en los mismos. Si bien en general no tenían contacto con otros inversores, ya que actuaban a través de los agentes financieros intermediarios (bancos, fondos de inversión, administradoras de fondos de pensión, etc.), luego de verse damnificados por el *default* argentino tendieron a asociarse en agrupaciones de bonistas. Así, en pleno proceso de renegociación se contabilizaban alrededor de 22 agrupaciones de bonistas de diversos países damnificados por el *default* argentino, principalmente de Italia, Estados Unidos, Alemania, Japón, Suiza, Austria, Holanda y la Argentina.

A simple título ilustrativo, el Cuadro N° 2.3 proporciona información sobre 14 agrupaciones de bonistas y -en los casos más relevantes- datos aproximados sobre la cantidad de tenedores y el valor de los bonos, cuya gravitación cuantitativa es por demás elocuente.

**Cuadro N° 2.3. Agrupaciones de tenedores de bonos damnificados por el default argentino, por país de origen, cantidad de bonistas, valor de los bonos y principal referente institucional, 2004 (en cantidad y millones de dólares o euros)**

Agrupación de acreedores	País de origen	Bonistas	Valor de los bonos (mill.)	Referente principal
Task Force Argentina	Italia	420.000	14.500	Nicola Stock
Comitato Creditori Argentina	Italia	s/d	s/d	Mauro Sandri
Sindacato Italiano Tutela Investimento e Risparmio	Italia	s/d	s/d	Domenico Bacci
Comisión de Finanzas de Italia	Italia	s/d	s/d	Giorgio La Malfa
Assotutela Consumatori e Risparmiatori de Italia	Italia	s/d	s/d	Paolo Alazraki
Argentine Bond Restructuring Agency (ABRA)	Alemania*	35.000	1.200	Adam Lerrick
First German Bondholders' Society **	Alemania	s/d	200 (€)	Stefan Engelsberger
Deutsche Bank & DZ Bank	Alemania	s/d	4.000	Deutsche Bank
Swiss bankers Association	Suiza	50.000	10.000	Pierre Mirabaud
Bank of Tokyo Mitsubishi	Japón	40.000	1.800	Makoto Aratake
Shinsei Bank	Japón	s/d	s/d	Shinsei Bank
Argentine Bondholders Committee (ABC)	EE.UU.	90***	9.000	Hans Humes
Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default	Argentina	500.000	40.000	Horacio Vazquez
Asociación de Ahorristas de la República Argentina (AARA)	Argentina	500	5	Marta Zurbarano

\* Incluye a bonistas de Austria y Luxemburgo.

\*\* También es conocida como Comunidad de Intereses en la Argentina (IGA en alemán).

\*\*\* Inversores Institucionales.

Fuente: Elaboración propia en base a medios periodísticos e información ofrecida por las asociaciones de bonistas.

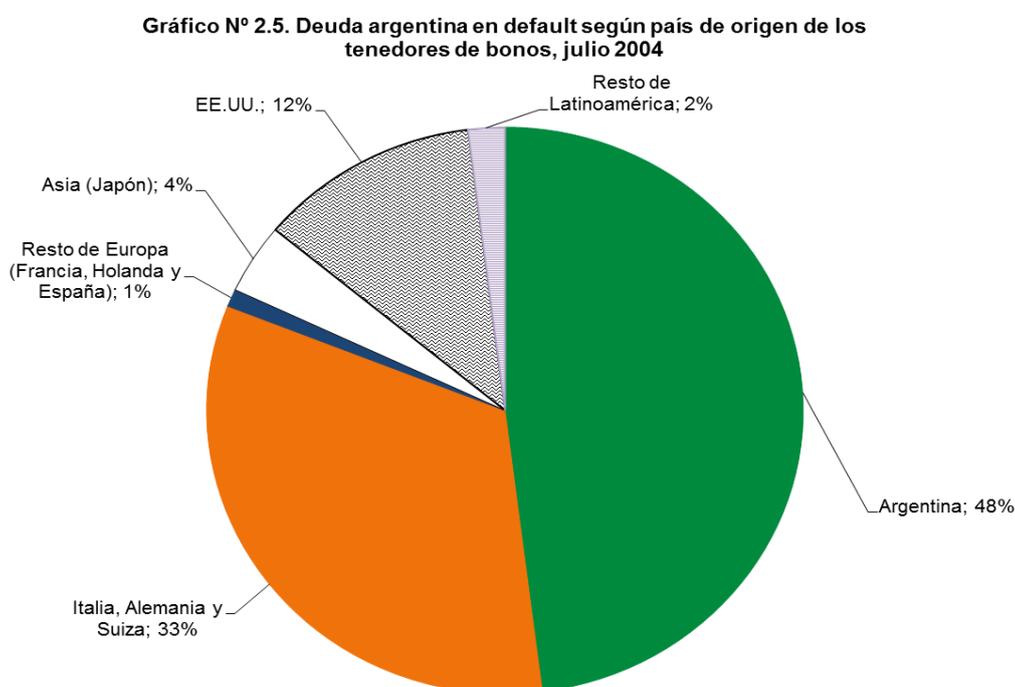
Aun cuando en varios de los casos no hay precisiones sobre la cantidad de bonistas y/o el valor de los bonos, la información disponible es suficientemente contundente al indicar que apenas nueve de dichas asociaciones representaban más del 99% de los 81.200 millones de dólares que entraron en *default*<sup>23</sup>. Se trataba de la Task Force Argentina, la Argentine

<sup>22</sup> Se trata de un “foro informal” integrado de forma permanente por los gobiernos de Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, EE.UU., España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Rusia, Países Bajos, Reino Unido, Suecia, y Suiza.

<sup>23</sup> El monto en *default* había ascendido a esa cifra por efectos de los intereses devengados desde 2001.

Bond Restructuring Agency, la First German Bondholders' Society (IGA), el Deutsche Bank & DZ Bank, la Swiss Bankers Association, el Bank of Tokyo Mitsubishi, el Argentine Bondholders Committee y la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default. Los bonistas de Italia constituían la primera minoría en importancia (en cantidad y valor de los bonos), seguidos por sus pares de Suiza, Alemania y los Estados Unidos<sup>24</sup>. Sin embargo, la mayor agrupación de acreedores no era extranjera sino que expresaba el interés de los tenedores argentinos: la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default (con una importante presencia de las AFJP).

En términos agregados, tal como se advierte en el Gráfico N° 2.5, la gravitación de los tenedores de bonos se concentraba en la Argentina (48% del total) y unos pocos países centrales, especialmente en Italia, Alemania, Suiza y los EEUU, quienes explicaban el 45% de la deuda en cesación de pagos (que, a su vez, era equivalente al 87% de la deuda en manos de residentes extranjeros). Entre estos cinco países concentraban el 93% de toda la deuda externa argentina *defaulteada* en 2001.



Fuente: Elaboración propia en base a Global Committee of Argentina Bondholders.

Las asociaciones de bonistas de estos países conformaron el Global Committee of Argentina Bondholders (Comité Global de Poseedores de Bonos), impulsada por la Task Force Argentina y el Argentine Bondholders Committee (ABC), a los cuales se sumaron el Bank of Tokyo-Mitsubishi y el Shinsei Bank de Japón y, en calidad de “observadores”, la Argentine Bond Restructuring Agency (ABRA) de Alemania y la Swiss Bankers Association de Suiza. Todos ellos representaban a más de 500 mil inversores individuales y unas 100

<sup>24</sup> Cabe aclarar que, si bien la correspondencia entre país de origen de la agrupación y los bonistas nunca es inequívoca, los tenedores de bonos representados por la *Swiss Bankers Association* no necesariamente eran residentes suizos ya que, como se sabe, los bancos de dicho país son grandes receptores de dinero de todo el mundo y, por lo tanto, suelen representar a bonistas de muy diversos orígenes, incluidos residentes argentinos.

instituciones (bancos, comités, asociaciones, etc.) con bonos por un valor aproximado de 39.000 millones dólares (casi el 75% de los bonos en poder de residentes extranjeros).

A partir de estas consideraciones preliminares, vale ahora sí adentrarse en los primeros pasos del arduo proceso de reestructuración y canje de la deuda externa<sup>25</sup>. Así, la primera propuesta oficial, que data de septiembre de 2003, fue la que se denominó como la “**oferta de Dubai**”, que consistió 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*. Para ello se emitirían tres nuevos bonos: *Par*, *Discount* y *cuasipar* (Cuadro N° 2.4). Aun con matices, el conjunto de los acreedores externos rechazó la oferta. Entre los reclamos más relevantes de los bonistas del Comité Global, la Comunidad de Intereses de la Argentina en Alemania (IGA) y la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default, se encontraban: que los bonos Par (sin quita nominal) satisficieran el 100% de lo reclamado; que se reconociera la totalidad de los intereses vencidos; que se mantuviera la moneda y la legislación de los bonos originales; que se explicitaran garantías de pago; etc.

Por su parte, los acreedores que exploraron la vía judicial solo encontraron buena recepción a sus demandas por parte del juez neoyorquino Thomas Griesa. El primer antecedente contra la Argentina data de inicios de 2003, cuando falló a favor de tres fondos de inversión norteamericanos por 8 millones de dólares. Posteriormente le dio curso a otro juicio colectivo a principios de 2004. Esas serían las primeras irrupciones del juez de primera instancia del distrito sur de Nueva York, magistrado que asumirá, como se sabe, una importancia central a lo largo de las negociaciones sobre el proceso de reestructuración de la deuda y en el actual conflicto con los “fondos buitres” que se analizará en el próximo capítulo.

**Cuadro N° 2.4. Nuevos serie de bonos ofertados en Dubai  
(años y porcentajes)**

Tipo de Bono	Quita	Tasa	Rango Tasas	Vida Promedio
Bono Descuento	75%	Incremental	1-5%	8-32 años
Bono a la Par	0%	Fija	0,5-1,5%	20-42 años
Bono Cuasipar	30%	Fija	1-2%	20-42 años

Fuente: Elaboración en base a EGES (2004).

Es interesante advertir que el gobierno de los Estados Unidos no adoptó una posición en contra de la reestructuración propuesta por la Argentina, lo que obedeció a diversos factores. A modo de hipótesis, podría haber incidido la intención de preservar su política exterior desvinculando el caso argentino de las consecuencias que tuvieron las políticas del “Consenso de Washington” (es decir, por su co-responsabilidad con el proceso de endeudamiento latinoamericano) e intentando evitar que la crisis argentina se expandiera por “efecto contagio” a otros países como Brasil y Turquía, lo que afectaría de manera más significativa a las finanzas mundiales<sup>26</sup>. Asimismo, los realineamientos del bloque en el

<sup>25</sup> . Sobre la temática del desendeudamiento externo de la última década se puede consultar a: De Lucchi (2014).

<sup>26</sup> Cabe aclarar que el FMI tenía, en 2003, más del 85% de su cartera de créditos (56.042 millones de dólares) concentrada en cinco países con una importante inestabilidad financiera: Brasil, Turquía, Argentina, Indonesia y Rusia.

poder en los EEUU en el marco del cambio de la administración de Bill Clinton por la de George W. Bush (h) y, con ello, el reemplazo de Robert Rubin como secretario del Tesoro por Paul O'Neill, también pueden haber incidido en la postura del gobierno norteamericano.

Al respecto, si bien la hegemonía continuó en manos del capital financiero, en el interior del mismo ganaron presencia aquellos posicionados en títulos de propiedad (acciones) respecto a los defensores de capital de préstamo (Dumenil y Levy, 2002), y de esa manera lograron una mayor incidencia ciertos sectores industriales tradicionales como la industria del acero, el petróleo, etc. Debe destacarse que los intereses de estas dos fracciones del capital financiero eran contrapuestos. El capital de préstamo requiere una alta tasa de interés y eso reduce las ganancias del capital productivo y, por ende, los ingresos (dividendos) de quienes detentan su propiedad. En este sentido, Anne Kruger y el propio Paul O'Neill expresaron las dos posiciones mencionadas (el capital de préstamo y el accionario, respectivamente). La titular del FMI quería crear, a través del Fondo, un proceso de quiebra para los países en *default* que daría a los acreedores un poder decisivo a fin de asegurar el máximo cobro posible. Desde esta lógica, la cesación de pagos, a veces inevitable, es un problema para el mercado mundial de capitales y, por lo tanto, el propio Estado debe ser auditado. En cambio, para Paul O'Neill el *default* debía ser tratado como un asunto entre privados y no estaba dispuesto a aportar dinero de los "contribuyentes norteamericanos" para salvar la inversión de los "especuladores".

Otro hecho significativo para el avance del proceso de renegociación fue el acuerdo, a fines de 2004, con las AFJP, mediante el cual se plasmó una reconversión de las Letes -que fueron suscriptas obligatoriamente a partir de un decreto del gobierno de De La Rúa- por papeles de corto plazo y un bono en pesos específicamente diseñado para las mismas (Cuasi Par) que conllevaba una quita nominal del 30%. La relevancia de la deuda en poder de las AFJP (16 mil millones de dólares) generó que este acuerdo constituyera un hito sustantivo en el proceso de reestructuración, fortaleciendo la postura argentina.

En ese marco, la "**oferta de Buenos Aires**", que se efectuó en enero de 2005, proponía una quita del 75% sobre el valor nominal de la deuda, emitiéndose nuevos instrumentos por 41.800 millones de dólares. Al respecto, se presentaron tres nuevos títulos públicos (Discount, Par y Cuasi-Par) cuya emisión se haría con fecha 31 de diciembre de 2003. Los dos primeros bonos serían emitidos en la moneda de origen del instrumento a canjear (en pesos ajustados por CER, dólares, euros o yenes), en tanto el último sería emitido en pesos ajustados por CER. La intención era reestructurar el conjunto de la deuda, reconociendo los intereses devengados y no pagados hasta el 31 de diciembre de 2001, es decir, sin considerar los intereses acumulados tras la cesación de pagos.

En el proceso de renegociación se especificó que se emitirían 10.000 millones de dólares en Bono Par si el nivel de aceptación del canje no superaba el 70%, en tanto si lo superaba se emitirían hasta 15.000 millones. Este bono no implicaba una reducción en el valor nominal del título original a ser canjeado y se especificaba un plazo de maduración de 35 años y tasas de interés fijas en dólares. Estas últimas se ubicarían al 1,33% durante los primeros cinco años para después incrementarse hasta el 5,25% en los últimos 10 años. En cambio, en el caso del Discount se consideraba una quita del 66,3% sobre el valor nominal

del bono original en *default*. Este bono tendría un plazo de maduración de 30 años y se capitalizarían parte de los intereses<sup>27</sup> durante los primeros 10 años. La emisión de este bono sería de 20.170 millones de dólares en caso de un nivel de aceptación superior al 70% y de 19.870 millones en caso contrario. Por último, el Cuasi-Par fue diseñado principalmente para los tenedores institucionales locales, previéndose una emisión -independientemente del monto de aceptación- de 8.333 millones de dólares. La emisión de este título sería en pesos ajustados por CER con un plazo de maduración de 42 años y a una tasa de interés fija en pesos del 3,31%, la cual se capitalizaría durante los primeros 10 años.

Adicionalmente el gobierno argentino se comprometió a emitir unidades ligadas al crecimiento del producto bruto interno. Las mismas significarían un pago extra a los tenedores de títulos argentinos en el caso de que se cumplieran tres condiciones. En primer lugar, que el producto bruto interno -a precios constantes- fuera mayor que el del período base (año 2004); en segundo lugar, que la tasa de crecimiento del producto bruto interno fuera superior a la considerada como base (tasa de crecimiento del 3% anual, aunque varía según los años considerados); y por último, que no se hubiese alcanzado el tope de pagos definido en 0,48 dólares por unidad emitida. En el caso de cumplirse estas tres condiciones, los tenedores de las unidades ligadas al crecimiento del producto percibirían el 5% del excedente entre el PBI efectivo y el proyectado, el cual resulta de calcular una tasa de crecimiento promedio del producto bruto interno del 3% anual a partir del año base (2004). Las unidades emitidas serían equivalentes al monto de capital efectivamente canjeado y podrían cotizar separadamente a los bonos después de seis meses de transcurrido el canje.

A su vez, el gobierno argentino se comprometía a mantener un superávit primario de 2,7% del PBI durante los primeros años para poder hacer frente a los vencimientos de capital e intereses de la deuda renegociada.

Probablemente, la creciente liquidez en los mercados financieros internacionales, la sanción de la Ley N° 26.017 (que impedía la reapertura de dicho proceso) y la fijación por parte del gobierno argentino de una meta del 50% en el nivel de aceptación coadyuvieron, en el marco del *default*, al éxito del proceso de renegociación, que tuvo una aceptación masiva.

A pesar del *lobby* del Comité Global, para hacer fracasar la oferta, el canje de deuda culminó en marzo de 2005 con un nivel de aceptación del 76,15%. En definitiva, sobre un total de 81.836 millones de dólares de deuda elegible se canjearon 62.318 millones en títulos -e intereses impagos al 31 de diciembre de 2001- en *default* por 35.261 millones de nueva deuda, implicando el canje de deuda propiamente dicho una reducción en el endeudamiento externo de 27.057 millones de dólares. De todas formas, la disminución del endeudamiento externo fue aún mayor por dos factores. En primer lugar, no se reconocieron los intereses atrasados tras el *default* de la deuda, que acumulaban al 31 de diciembre de 2003 unos 20.730 millones. En segundo lugar, la deuda externa se redujo adicionalmente en 19.518 millones de dólares por el sólo hecho de no haberse presentado sus tenedores al proceso de renegociación. Tomando en consideración estos elementos, la

---

<sup>27</sup> La tasa de estos bonos se estableció en 8,28% anual, aunque durante los primeros 5 años el 4,31% de dicha tasa se capitalizaría, para reducirse la capitalización a un 2,51% en el siguiente lustro y desaparecer tras los diez primeros años.

reducción del endeudamiento alcanzó los 67.305 millones de dólares, implicando una quita del 46,6% sobre la deuda pública total al 31 de diciembre de 2001.

El 24% de los tenedores de bonos que quedaron afuera del canje continuaron actuando por la vía judicial, solicitando el embargo de activos del Estado argentino en el exterior y ejerciendo presión -por intermedio del FMI- para que la Argentina presente una solución para la deuda no reestructurada.

Un último comentario, de suma relevancia en términos políticos, se vincula con el hecho de que a fines de 2005, tan sólo unos días después de que hiciera lo propio Brasil<sup>28</sup>, el gobierno argentino canceló anticipadamente la totalidad de la deuda con el FMI (9.800 millones de dólares) con las reservas de libre disponibilidad del Banco Central<sup>29</sup>. Ello coincidió con la estrategia del Fondo de reducir su elevada exposición crediticia y constituyó un aspecto trascendente en términos económicos y políticos para el país puesto que a partir de allí se reorientó la relación con el organismo eliminando los condicionamientos a la política económica y poniendo en tela de juicio el papel que asumía el FMI a nivel mundial.

### **2.3 La reapertura del canje de la deuda pública en 2010**

La cancelación de los compromisos con el FMI, el éxito en el canje 2005, el bajo nivel de las tasas de interés internacionales en un escenario de elevada liquidez por el auge de los precios de los *commodities* (que tornaban atractivos los bonos argentinos), el crecimiento económico y la reducción del riesgo país fueron, entre otros, elementos que mejoraron la posición financiera para el lanzamiento de nuevas emisiones de bonos, como fue el caso en 2006 y 2007 de las colocaciones que ascendieron a cerca de 8 mil millones de dólares (BONAR V, BONAR VII, BONAR X). Además, como resultado de los altos niveles de crecimiento económico, se tuvieron que afrontar los pagos de los cupones PBI.

La irrupción de la crisis mundial alteró el escenario financiero internacional. Si bien en ese marco se colocó el BODEN 2015 por aproximadamente 2 mil millones de dólares, esto fue posible por la presencia decisiva de Venezuela como acreedor en tanto la tasa pagada fue elevada a nivel internacional (15% anual), todo lo cual puso de manifiesto las dificultades que enfrentaba el país para acceder al financiamiento externo. Después del intento fallido por “normalizar” los compromisos externos para acceder al mercado de capitales a fines de 2008 (de allí el anuncio, no concretado, de la cancelación de los pasivos pendientes con el Club de París y la reapertura del canje), se llevó a cabo con éxito la reconversión de los préstamos garantizados por nuevos bonos prácticamente a la par y con mayor horizonte de

---

<sup>28</sup> Cabe recordar que Rusia y Brasil también habían cancelado anticipadamente su deuda con el FMI, a la vez que Turquía pagó buena parte de ella, con lo cual el Fondo perdió en poco tiempo su influencia en la política económica de países relevantes en la economía internacional. A ello, se le sumó el hecho de que en los últimos años de la década del noventa y a comienzos de la del 2000 fueron electos en Latinoamérica varios gobiernos con programas anti-neoliberales y, particularmente, contrarios a buena parte de la prédica del FMI. Venezuela, Bolivia y Ecuador fueron ejemplos de ello.

<sup>29</sup> Las reservas de libre disponibilidad eran aquellas que superaban el 100% de la base monetaria y que sólo podían ser utilizadas para cancelar deuda con organismos internacionales. Cabe mencionar, que como contrapartida a la utilización de las reservas, el Ministerio de Economía le entregó al Banco Central un bono en dólares a diez años.

vencimiento (5 años) y el canje de los bonos ajustables por CER por el BODEN 2014 y el BONAR.

Bajo estas circunstancias, el entonces Ministro de Economía Amado Boudou, como fiel expresión de una línea interna dentro del oficialismo que pugnaba por retornar al ciclo de endeudamiento externo, persiguió el restablecimiento de las relaciones con el FMI mediante la “normalización” de las estadísticas del INDEC y, fundamentalmente, el ofrecimiento de un nuevo canje para los *holdouts*, que era a su vez impulsado por los futuros operadores del canje: el Citibank, Barclays Inc. y Deutsche Bank (en cuya cartera de inversiones constaban, de allí su interés por la apertura, bonos *defaulteados*). La legislatura trató en tiempo récord la suspensión de la “ley cerrojo”, que inhabilitaba la reapertura del canje 2005, lo que demuestra la amplia aceptación de esa iniciativa dentro del sistema político argentino.

Posteriormente, a finales de 2009 se creó el Fondo del Bicentenario que habilitaba el pago de intereses de la deuda externa pública por 6.569 millones de dólares con reservas internacionales de libre disponibilidad del Banco Central, lo que suscitó una inmediata puja entre el gobierno y el presidente de esa entidad, Hernán M. Pérez Redrado, reeditando la polémica en torno a la independencia del Banco Central (y que, de hecho, finalizó con su destitución y la asunción de Mercedes Marcó del Pont, alineada con una concepción heterodoxa respecto al accionar del organismo).

En forma contemporánea, el juez Griesa había hecho lugar a un reclamo de los “fondos buitres” por 105 millones de dólares del BCRA que estaban depositados en Nueva York, embargando ese monto ante la posibilidad de que se usaran para cancelar deuda externa. Como ocurrió en casos anteriores, el embargo fracasó y ello no fue un impedimento para que prosperara la reapertura del canje.

En el heterogéneo espectro de tenedores de la deuda en *default*, los bonistas argentinos y los tenedores institucionales (principalmente bancos extranjeros) se mostraron sumamente favorables a la reapertura. En cambio, los pequeños ahorristas extranjeros tenían posiciones ambivalentes. La ATFA de EEUU y Task Force de Italia, amparados en los fallos del Juez de primera instancia Thomas Griesa y el avance de las demandas ante el tribunal arbitral del Banco Mundial (CIADI), descartaban cualquier tipo de canje que supusiera una quita. Sin embargo, otros pequeños ahorristas, relevantes en términos cuantitativos, asumían posiciones menos confrontativas, y después de un largo período de litigios, estaban dispuestos a evaluar la oferta argentina.

En efecto, la propuesta de nuevo canje se planteó en abril de 2010. El monto elegible en este caso fue de 18.300 millones de dólares, correspondientes a 17.600 millones por capital y el resto a intereses devengados e impagos. El mínimo de aceptación previsto por el gobierno era el 60%, lo que equivalía a unos 12.000 millones de dólares. La oferta incluía la colocación de dos tipos de bonos: Discount (bono con descuento dirigido a acreedores institucionales) y Par (sin descuento pero con una tasa de interés inferior a la del Discount, dirigidos a ahorristas italianos, alemanes, japoneses, estadounidenses, etc.). Al bono Discount se le agregaba el Global 2017, que reconocía los intereses devengados desde 2004. Como en el caso del canje 2005, se volvían a entregar cupones PBI, pagaderos con

las mismas condiciones que en el caso precedente, sin considerar los montos devengados por ese cupón desde 2005 a la fecha.

El proceso se desarrolló en tres etapas. La primera estaba destinada a que adhirieran los grandes acreedores, que ingresaron en su totalidad, canjeando tenencias por unos 9.300 millones de dólares. En la segunda etapa se difundió la oferta en diversas rondas con los ahorristas, principalmente italianos, mayoritarios entre los pequeños tenedores. La amplia acogida de los ahorristas italianos llevó a que el titular de Task Force Argentina, Nicola Stock, otorgase libertad de acción a sus representados a pesar de la desestimación institucional de la oferta. En efecto, en esta etapa ingresaron tenencias minoristas que ascendían a 3.567 millones de dólares. Finalmente, la tercera etapa se completó cuando el gobierno nacional emitió la Resolución N° 809/2010 que establecía la apertura al canje exclusivamente para los bonos Brady. Se trataba de tenencias por 330 millones de dólares que no habían podido ingresar al canje en las etapas anteriores dado que el juez de primera instancia Thomas Griesa lo impedía en virtud a la afectación de las garantías por medidas cautelares. Aquí se incorporaron tenencias por 267 millones de dólares que fueron reemplazadas por bonos Discount 2033 y Global 2017. Tal como se advierte en el Cuadro N° 2.5, los nuevos bonos fueron emitidos con las mismas tasas que las del canje 2005.

**Cuadro N° 2.5. Bonos emitidos en el canje 2010\***

Fecha de emisión	Bono	Tasa de interés	Vencimiento
31-dic-03	PAR en U\$. Decreto N° 563/10. Ley NY	2,50%	2038
31-dic-03	PAR en U\$. Decreto N° 563/10. Ley Arg.	2,50%	2038
31-dic-03	PAR en euros. Decreto N° 563/10	2,26%	2038
31-dic-03	PAR en yenES. Decreto N° 563/10	0,45%	2038
31-dic-03	DISCOUNT en U\$. Decreto N° 563/10. Ley NY	8,28%	2033
31-dic-03	DISCOUNT en U\$. Decreto N° 563/10. Ley Arg.	8,28%	2033
31-dic-03	DISCOUNT en euros. Decreto N° 563/10	7,82%	2033
31-dic-03	DISCOUNT en yenes. Decreto N° 563/10	4,33%	2033
02-jun-10	GLOBAL 2017 U\$. Decreto N° 563/10	8,75%	2017
31-dic-03	PAR en pesos. Decreto N° 563/10	1,18%	2038
31-dic-03	DISCOUNT en pesos. Decreto N° 563/10	5,83%	2033

\*Sin considerar los cupones PBI.

Fuente: Elaboración propia en base a la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Con excepción del Global 2017, el resto de los bonos tuvieron la misma fecha de emisión que en 2005 (diciembre de 2003) y las mismas tasas de interés. 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 fueron colocados en moneda extranjera. Por su parte, si bien se emitieron bonos tanto pares como discount bajo legislación argentina (en todas las monedas con excepción del euro), la enorme mayoría (96,3%) lo hicieron con legislación extranjera (sedes Nueva York e Inglaterra), incluso luego de que diversos fallos del juez Thomas

Grieta mostraban las desventajas de otorgar competencia a sedes con derecho anglosajón<sup>30</sup>.

En definitiva, el canje reemplazó tenencias por 13.100 millones sobre un total de 18.300 millones de dólares elegibles, arrojando un nivel de aceptación del 70,74%. El monto reconocido en este paquete fue de un 60% del monto elegible, 2.100 millones en bonos Par, 4.800 millones en Discount y 957 millones de dólares en Global 2017; constituyendo una quita del orden del 40% del valor nominal.

Completado el proceso de renegociación de la deuda en *default*, la dimensión total de la reestructuración implicada en ambos canjes indica que sobre el total de los 81.800 millones de dólares que estaban en *default* en 2005, el 92,2% (75.500 millones) regularizaron sus tenencias a través de las nuevas emisiones. Esos derechos fueron reemplazados por la emisión de bonos Par, Discount, Cuasipar y Global por 43.129 millones de dólares, lo que constituye una quita nominal de 42,8%. Los plazos de vencimiento (2033 y 2038) ampliaron significativamente el horizonte de pagos, por lo que el proceso argentino se constituye en uno de los de mayores dimensiones de la historia económica moderna<sup>31</sup>.

Si bien la quita en términos nominales superó el 40%, vale aclarar que no se consideraron en este cálculo la emisión de unidades vinculadas a los cupones atados al PBI, lo que tendería a disminuir el nivel de la quita<sup>32</sup>.

**Cuadro Nº 2.6. Montos de los canjes de deuda 2005 y 2010 y tipo de bonos (en millones de dólares y porcentajes)**

	Monto elegible	Monto canjeado	% ingresado	Tipo de bonos	Colocaciones del canje	% reconocido
Canje 2005	81.836	62.318	76,15%	Par	15.000	56,6%
				Discount	11.932	
				Cuasipar	8.329	
				Total	35.261	
Canje 2010	18.300	13.129	71,74%	Par	2.144	59,9%
				Discount	4.766	
				Global 17	957,5	
				Total	7.868	
<b>Total</b>	<b>81.836</b>	<b>75.447</b>	<b>92,2%</b>		<b>43.129</b>	<b>57,2%</b>

Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Economía y AGN.

<sup>30</sup> La legislación anglosajona tiene una contemplación mayor por los derechos de los acreedores, a diferencia de la latina, que prioriza los derechos del deudor.

<sup>31</sup> Sobre el particular se recomienda consultar Kupelian (2013).

<sup>32</sup> Al respecto, se pueden consultar los trabajos de Gogliormella y Malic (2013) y Müller (2013). Asimismo, cabe señalar que a partir de 2007 se efectuó una quita implícita como consecuencia de la subcotización de los bonos que se ajustaban al Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), medido a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC) del INDEC, cuya subestimación desde la intervención del organismo en 2007 es cosa pública. De allí que en los canjes de préstamos garantizados y bonos ajustables por CER de 2009, así como en el canje 2010, prácticamente no se hayan colocado bonos en pesos, cuando en 2005 representaron más de un cuarto de las emisiones. Lo cierto es que si bien aquella subestimación del indicador contribuyó a la quita efectiva, afectó la credibilidad de los datos oficiales (entre ellos indicadores sumamente relevantes para la planificación estatal y las negociaciones paritarias) y puede haber tendido a sobreestimar el PBI en precios constantes (el IPC es un deflactor importante en su estimación) aumentando los ingresos de los tenedores de cupones atados a la variación del producto.

## **2.4 Los efectos de los canjes en el nivel de endeudamiento**

En la búsqueda por evaluar el impacto de la exitosa restructuración de la deuda pública, lo primero que cabe señalar es el significativo proceso de desendeudamiento al que asistió la economía argentina en términos relativos al producto bruto interno. El incremento en el endeudamiento público que implicó el salvataje financiero tras la devaluación, la emisión de bonos entre 2006 y 2008 y la emisión de nuevos bonos después del canje de 2010<sup>33</sup>, no neutralizaron el impacto que tuvieron los resultados de los canjes de 2005 y 2010 en cuanto al volumen de la deuda y, especialmente, a la importancia relativa que asume la misma en la economía argentina.

Así, tras el intenso proceso de endeudamiento externo durante la valorización financiera, la deuda pública total alcanzó más de 144 mil millones de dólares en 2001, lo cual representaba el 53,7% del PBI. Se trataba de una deuda que en casi su totalidad estaba nominada en moneda extranjera (la cual alcanzaba el 51,9% del PBI en 2001) y con una elevada presencia de residentes extranjeros. En el marco de la cesación de pagos, la megadevaluación de la moneda local, la “pesificación asimétrica” y la aguda contracción del producto bruto, la gravitación de la deuda pública total trepó al 146,2% del PBI en 2002, y al 127,9% si se considera la deuda en divisas.

A partir de allí comenzó el proceso de “desendeudamiento”. La renegociación y el canje de la deuda pública en 2005 y 2010 y la cancelación del capital adeudado al FMI provocaron, en un contexto de franco crecimiento de la economía, una reducción sistemática del peso de la deuda sobre el producto bruto. La mayor reducción fue en 2005, cuando la gravitación de la deuda pública total se redujo al 70,9% del PBI y la que emana de considerar la deuda en moneda extranjera al 36,6% del mismo. Posteriormente, si bien a un menor ritmo, la deuda total y en divisas cayeron hasta reflejar el 40,7% y el 25,1% del PBI en 2013, respectivamente, con una presencia marginal de títulos en manos de agentes extranjeros: 12,2% del producto bruto (Gráfico N° 2.6).

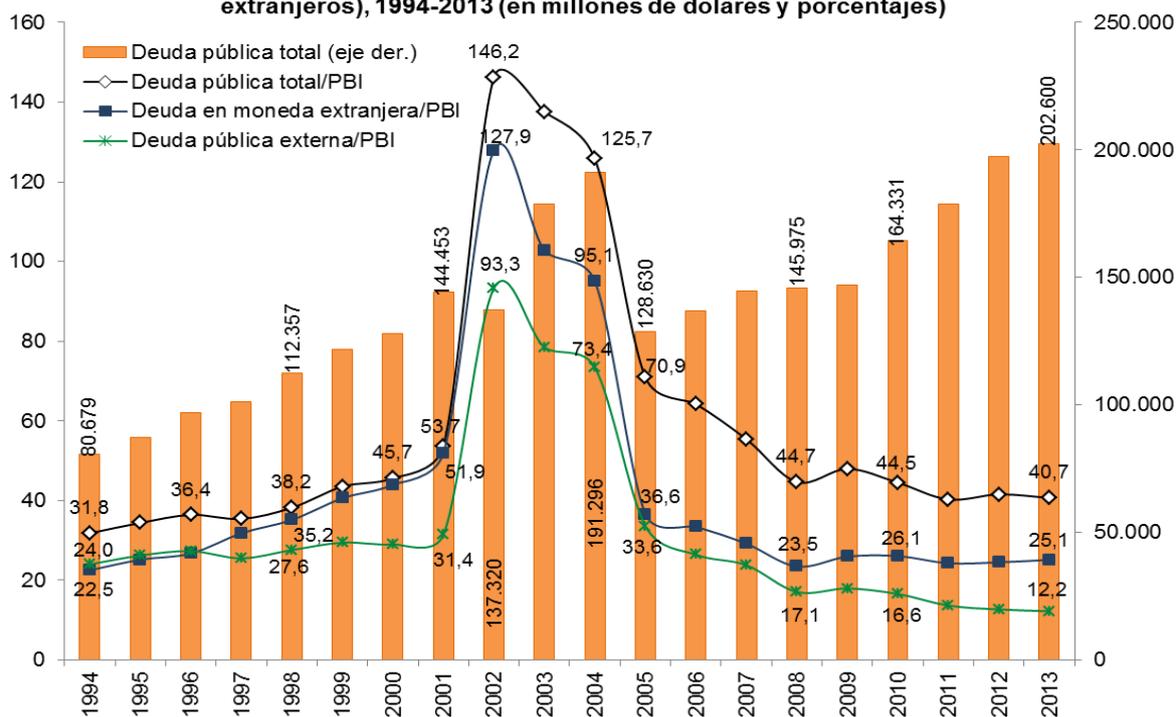
Cabe señalar que el aumento de la deuda pública en 2013 obedece a la emisión del BODEN 2015 y el BONAR X, aunque no se trató de emisiones de gran envergadura (alrededor de 560 millones de dólares) y, posteriormente, en 2014 por dos operaciones significativas en el marco de las negociaciones que llevó a cabo el Ministro de Economía Axel Kicillof. Se trató de la emisión en concepto de indemnización tras la expropiación de 51% del paquete accionario de YPF a Repsol (6.150 millones de dólares)<sup>34</sup> y el arreglo con el Club de París (9.690 millones de dólares).

---

<sup>33</sup> La Reserva Federal de EEUU adoptó, en 2010, una política monetaria fuertemente expansiva que significó un marcado estímulo para las plazas financieras latinoamericanas, ya que se comprometió a sostener tasas de interés prácticamente nulas a la vez que expandía la oferta monetaria. A su vez, se produjo un vigoroso sendero ascendente en el precio de los *commodities*, especialmente agrícolas. En este marco, un puñado no desdeñable de grandes empresas salieron a tomar deuda y el propio gobierno colocó bonos BODEN (2012, 2014 y 2015) aprovechando la baja en el riesgo país.

<sup>34</sup> Tales emisiones se distribuyeron de la siguiente manera: 800 millones de dólares en BONAR X, 1.250 millones en Discount 2033, 400 millones en BODEN 2015, 3.550 millones en BONAR 2024, más una letra a ser utilizada como contragarantía de la fianza solidaria para Repsol correspondiente a los tres primeros servicios de intereses de los Bonar 2024. Luego, Repsol vendió buena parte de esos bonos al JP Morgan Securities.

**Gráfico N° 2.6. Magnitud de la deuda pública total y participación en el PBI (Base 1993) de la deuda pública total, de la deuda en moneda extranjera y de la deuda externa (residentes extranjeros), 1994-2013 (en millones de dólares y porcentajes)**



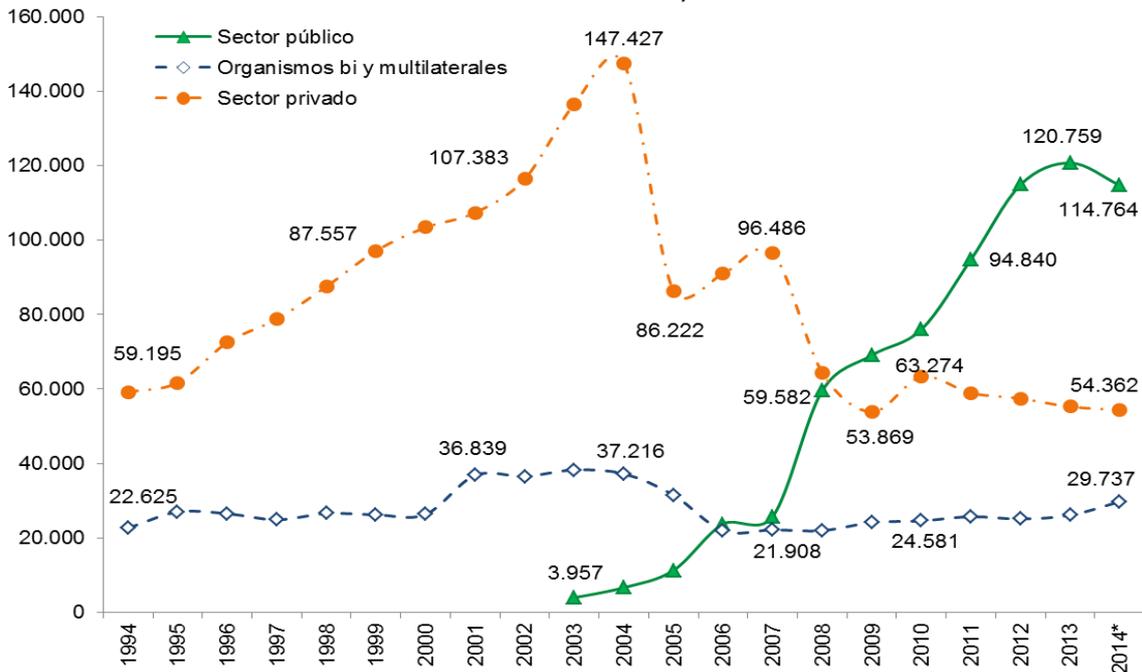
Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Economía.

Del análisis pormenorizado de los cambios en la deuda pública emerge otro elemento de suma relevancia, que tiene que ver con su composición. Al respecto, en primer lugar cabe destacar el crecimiento de la deuda intra sector público a partir del segundo ciclo de gobiernos kirchneristas. Ello está asociado a la reestatización del sistema previsional y el consiguiente traspaso de los títulos públicos en poder de las AFJP a la ANSES, los cuales trepaban a 30.000 millones de dólares. La gestión estatal de estos flujos habilitó el despliegue de políticas macroeconómicas expansivas de suma trascendencia, tales como la ley de movilidad jubilatoria, la Asignación Universal por Hijo y la nueva moratoria previsional, entre otras. El aumento de la deuda intra sector público estuvo vinculado también, posteriormente, a los financiamientos que el Banco Central, el Banco Nación y la propia ANSES le otorgaron al gobierno nacional<sup>35</sup>.

Así, tal como se constata en el Gráfico N° 2.7, a diferencia de lo ocurrido en la década de 1990 cuando el endeudamiento público se incrementó fundamentalmente por la deuda con el sector privado (y sobre el final del período con los organismos internacionales), en la posconvertibilidad el endeudamiento con el sector público fue el de mayor dinamismo. Por su parte, tendió a reducirse la deuda pública con el sector privado y a estabilizarse, después de la cancelación de los compromisos con el FMI, con los organismos multilaterales y bilaterales. El aumento de la deuda con los organismos internacionales que se observa en 2014 es consecuencia de los acuerdos celebrados con el Club de París.

<sup>35</sup> Vale aclarar que en el cálculo de deuda pública utilizado no se contabiliza la emisión de Letras y Notas del Banco Central, las cuales fueron utilizadas -con especial importancia durante 2013- para que la entidad monetaria obtenga pesos pasibles de ser prestados al Tesoro, evitando de esa manera la emisión de billetes que ampliarían la base monetaria.

**Gráfico 2.7. Evolución de la deuda pública por tipo de acreedor (sector público, organismos bilaterales y multilaterales y sector privado), 1994-2014 (en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Economía.

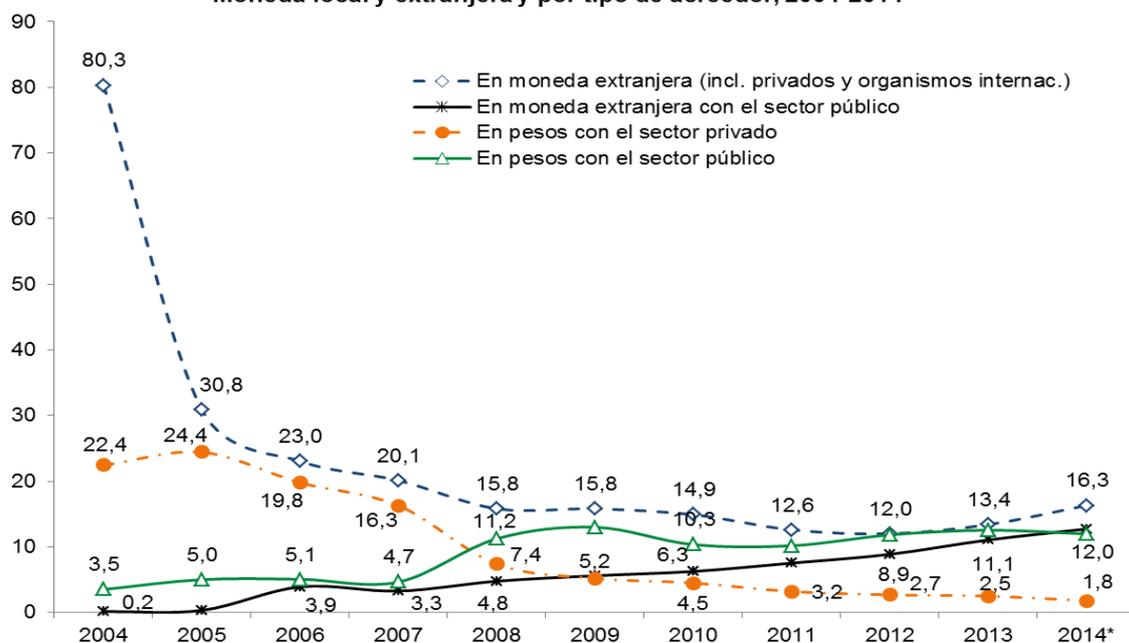
En segundo término, y como fue señalado previamente, el otro hecho estilizado sobre el que cabe hacer algunas presiones adicionales se vincula con el endeudamiento denominado en moneda extranjera o en moneda doméstica, máxime cuando en la economía argentina, como se analizará en el próximo capítulo, se asiste a la emergencia de la “restricción externa” (escasez de divisas). Al respecto, es interesante apuntar el significativo descenso que experimentó el peso de la deuda en moneda extranjera sobre el producto bruto.

La reducción de la deuda pública derivada del canje 2005 estuvo explicada esencialmente por la caída de la deuda en moneda extranjera con el sector privado tanto en términos absolutos como en términos relativos al producto bruto interno. Así, tal como surge de las evidencias proporcionadas por el Gráfico N° 2.8 la deuda externa con privados nominada en moneda extranjera se redujo del 80,3% al 30,8% del PBI entre 2004 y 2005. El aumento de los pasivos en moneda doméstica en 2005 obedeció a las emisiones de bonos Par, Discount y, fundamentalmente, Cuasipar colocados en pesos. El otro hito significativo en la reducción de la deuda pública en moneda extranjera se asocia con la cancelación de la deuda con el FMI, que se concretó en 2006. Es un dato por demás significativo, especialmente en un escenario de “restricción externa”, que el peso de la deuda pública en manos privadas denominada en moneda extranjera represente en la actualidad apenas el 16,3% del PBI (datos correspondientes, arreglo con Respol y Club de París mediante, a 2014)<sup>36</sup>. Ello, a pesar de que el canje 2010 aumente los pasivos en dólares, euros y yenes.

<sup>36</sup> Asimismo, vale mencionar que los canjes permitieron una prolongación de los plazos, elevando el promedio de vencimientos de manera significativa, de forma que pasaron de 6,1 años a 10,7 entre 2002 y 2011, nuevamente como resultado de los canjes de 2005 y 2010.

Paralelamente, se advierten dos fenómenos relevantes que interesa observar: 1) que se incrementó sistemáticamente el peso del endeudamiento intra sector público en moneda extranjera a partir de 2005, alcanzando en 2014 el 12,7% del PBI; y, 2) que se alteró la relevancia de la deuda pública en pesos con el sector privado a partir de 2008 por efecto de la estatización del sistema previsional.

**Gráfico N° 2.8. Participación de la deuda pública en el PBI (base 2004), en moneda local y extranjera y por tipo de acreedor, 2004-2014**



\* Datos correspondientes al segundo semestre. Al tratarse de los datos del PBI con base 2004, no coinciden exactamente con los presentados anteriormente con base 1993.

Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Economía y De Lucchi (2013).

Recapitulando, entre las múltiples transformaciones que se registraron en la economía argentina durante la última década se encuentra la política desplegada en materia de endeudamiento externo, claramente divergente con las políticas ortodoxas de la etapa neoliberal. Así, desde 2003 en adelante no sólo se avanzó en un inédito proceso de desendeudamiento sino también en modificaciones significativas en la composición de la deuda pública tornando más solvente a la economía argentina. Los hitos fundamentales de este proceso fueron las renegociaciones con quita de 2005 y 2010 así como la cancelación en efectivo de la deuda con el FMI que permitió recuperar la autonomía en términos de la política económica. En los últimos años esa política se complementó con el acuerdo con el Club de París y al mismo tiempo se vio cuestionada por el fallo de los tribunales norteamericanos en el conflicto con los “fondos buitres”, cuyo análisis se encarará en el próximo capítulo.

## **CAPITULO 3**

### **EL SALDO COMERCIAL, LA FUGA DE CAPITALES Y EL CONFLICTO ABIERTO CON LOS FONDOS BUITRE**

#### **3.1 Introducción: la problemática actual de la “restricción externa”**

La política de desendeudamiento externo analizada anteriormente no impidió que volviera a irrumpir un fenómeno de larga data en la historia económica del país: la “restricción externa”. En un entorno internacional caracterizado por una acentuada crisis mundial de largo plazo que reconoció como su epicentro a los países centrales, recrudecieron las pugnas sociales y políticas tanto internas como externas. Ambos procesos se expresaron en el sector externo tanto en alteraciones relevantes de la balanza comercial como en significativos episodios de fuga de capitales locales al exterior vinculados a las modificaciones a las que asistieron los actores económicos durante la valorización financiera. Esta situación se agravó tras el rechazo de la Corte Suprema de EEUU a mediados de 2014 de tomar el caso del litigio ganado por “fondos buitre” contra la Argentina en el juzgado de Thomas Griesa en Nueva York.

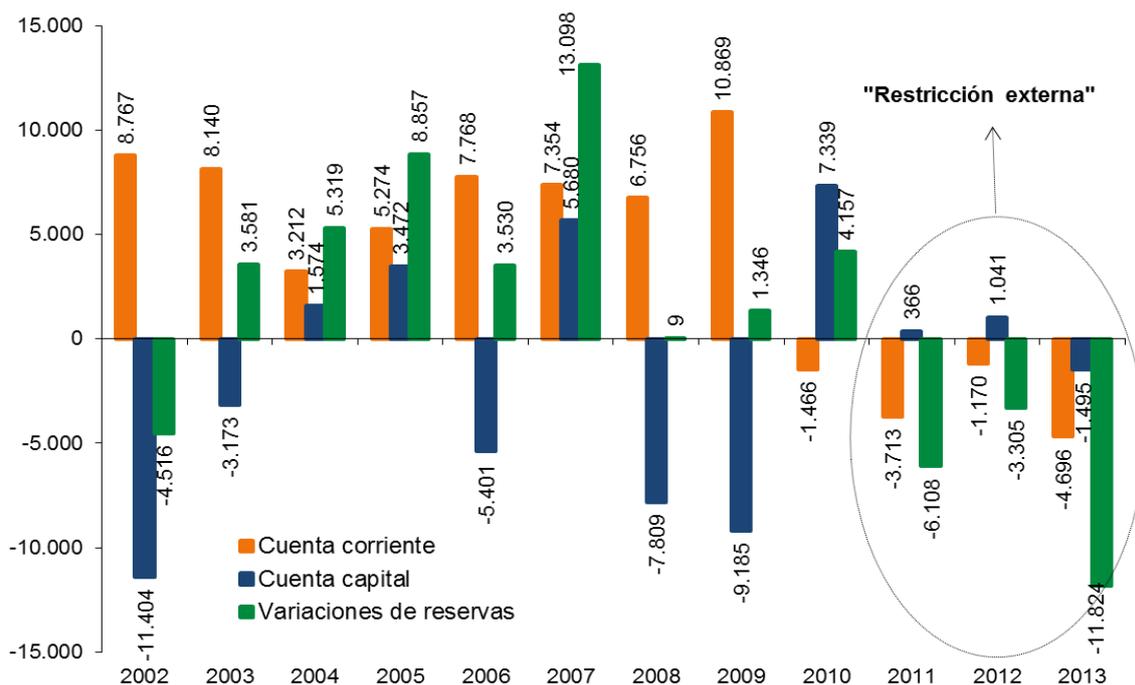
La nueva situación del sector externo comenzó verse reflejada en los grandes componentes de la balanza de pagos a partir de 2008 cuando irrumpieron por primera vez desde 2003 saldos negativos en la cuenta capital influidos por la fuga de capitales al exterior -la reducción de esta cuenta en 2006 se vinculó con la cancelación de la deuda con el FMI- y una abrupta reducción del saldo positivo en las reservas de divisas. Tras una leve recuperación en 2010, en los años posteriores se consolidó sustancialmente el fenómeno de la “restricción externa”, en tanto que los tres agregados fundamentales de la balanza de pagos (cuenta corriente, cuenta capital y reservas de internacionales) exhibieron resultados negativos, siendo el caso de las reservas de divisas sumamente significativo y creciente (Gráfico N° 3.1).

Ciertamente, no se trata únicamente de una crisis tradicional en la balanza de pagos vinculada a una “estructura productiva desequilibrada” como la que tuvo la economía argentina durante la vigencia de la sustitución de importaciones<sup>37</sup>. Tampoco de una crisis del sector externo que sólo reconoce como núcleo crítico el endeudamiento externo y la fuga de capitales, como si ocurrió durante la valorización financiera y específicamente en las crisis hiperinflacionaria de los años ochenta, la del “tequila” en 1995 o, también, en la que -tras largos años de endeudamiento externo y fuga de divisas- irrumpió en 2001.

---

<sup>37</sup> Respecto a las características de la sustitución de importaciones, consultar, entre otros, los trabajos de Braun (1970), Braun y Joy (1968), Cimillo y otros (1972), Brodersohn (1973), Diamand (1973), De Pablo (1975), O'Donnell (1977), Portantiero (1977) y Sourrouille (1976).

**Gráfico Nº 3.1. Principales resultados del balance de pagos: cuenta corriente, cuenta capital y financiera y variaciones de reservas internacionales, 2002-2013 (en millones de dólares)**



Fuente: elaboración propia en base a información del INDEC

Ello no quiere decir que los mencionados factores -el desarrollo industrial trunco, el peso de la deuda externa y la recurrencia a la fuga de capitales- no tengan vigencia en la actualidad y que no constituyan aspectos críticos de suma relevancia. Sino que el núcleo de la cuestión, es decir, el rasgo específico de la lógica de acumulación de capital -que anteriormente se expresaba en el estrangulamiento externo y luego, en la valorización interna del endeudamiento externo y su fuga al exterior (1976-2001)-, en la actualidad exhibe una combinación de elementos tanto estructurales como coyunturales que ejercen, en un escenario global crítico, un papel importante en las características de la “restricción externa” en la actualidad y, más aún, en la irrupción de la devaluación de enero de 2014<sup>38</sup>. En síntesis, se trata de un fenómeno que comprende la articulación de una nueva problemática en la balanza comercial con una elevada fuga de capitales al exterior, lo cual se ve agravado por las nuevas formas de condicionamiento que impone el capital financiero, cuya manifestación más elocuente es el conflicto abierto con los “fondos buitres”.

Desde una aproximación general, para abordar el análisis de la situación de la balanza comercial y la fuga de capitales, tanto desde un punto de vista estructural como coyuntural, resulta útil recuperar las nociones de “insolvencia” o “iliquidez” que se utilizaron durante la década de 1980<sup>39</sup>. En efecto, la introducción de tales acepciones en el marco del debate acerca de los “cuellos de botella” en el sector externo no es nueva. No se trataron de

<sup>38</sup> Entre los trabajos actuales que abordan, con otras perspectivas, la problemática de la “restricción externa” actual vale citar a Abeles, Lavarello y Montagu (2012), Amico, Fiorito y Zelada (2012), Belloni y Wainer (2012), Bernat (2011).

<sup>39</sup> Al respecto, se puede consultar el estudio de Machinea y Sommer (1990). Recientemente, a estos conceptos recurrió el economista Alfredo Zaiat para analizar la situación por la que transita el sector externo del país (“La cuestión financiera”, Diario Página 12, edición del 10/1/2014).

debates teóricos sino, más bien, de planteos económicos que emergieron a partir de la moratoria mexicana de agosto de 1982 y de la comprometida situación externa de varios países de la región, entre los que se encontraba la Argentina. Por entonces el Fondo Monetario Internacional se desempeñaba como el representante político y técnico de los acreedores externos, encargado de elaborar los programas de ajuste y controlar su evolución. De modo tal que el refinanciamiento o el nuevo financiamiento de los bancos privados acreedores sólo se concedía una vez que dicho organismo aprobaba el programa de ajuste.

El diagnóstico básico que respaldaba los planes de ajuste ortodoxo de ese organismo internacional consistía en asumir que los países deudores exhibían notorios problemas de iliquidez que sólo podían ser superados mediante la contracción de la demanda agregada interna, es decir, a través de la reducción del gasto estatal y especialmente del consumo de los sectores populares mediante la disminución del salario real y la ocupación, para, de esta forma, aumentar el superávit en la balanza comercial y pagar los intereses devengados por la deuda externa.

Al diagnóstico de la iliquidez transitoria se le agregó, a partir del *Plan Baker* de mediados de los años ochenta, la problemática de la insolvencia que implicaba la necesidad de introducir reformas estructurales en las economías de los países deudores. Si bien a partir de la incorporación de este nuevo diagnóstico se desataron pugnas entre el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial para determinar la importancia relativa de cada uno de estos factores en las políticas imperiales, los acontecimientos posteriores indicaron que para los acreedores externos ambos conceptos fueron complementarios e innegociables, porque el argumento de la iliquidez estaba dirigido a garantizar el pago de los intereses adeudados y el de la insolvencia a hacer lo propio respecto a la amortización del capital adeudado por los países de la región mediante la privatización de las empresas públicas.

Ciertamente, la utilización de las nociones de “insolvencia” o “iliquidez” no tiene la intención de comparar la situación actual con aquella vigente en la década de 1980, las cuales tienen escasos puntos en común, sino como marco conceptual para indagar la naturaleza de los diferentes tipos de problemas que se expresaron en la balanza de pagos durante los últimos años.

Desde esta perspectiva, la existencia de iliquidez estaría indicando problemas de corto plazo en la disponibilidad de las divisas provistas por el saldo de la balanza comercial de tipo coyuntural o circunstancial, vinculados al comportamiento de los mercados internacionales o de las empresas oligopólicas que controlan la producción interna. Un ejemplo reciente al respecto, fue la retención de las exportaciones y el adelanto de las importaciones a fines de 2013, cuando el tipo de cambio oficial comenzó a superar la evolución de los precios internos.

Por su parte, la insolvencia estaría señalando la existencia de restricciones estructurales de largo plazo relacionadas con las características de la economía interna y el contexto internacional. Es decir, los problemas del desarrollo económico local y el consiguiente déficit del comercio exterior de ciertos sectores críticos (como la industria y el sector energético), la

concentración y extranjerización de la economía y sus implicancias en diversas variables como, entre otras, la remisión de utilidades y la fuga de divisas.

Al respecto, el análisis de la fuga de capitales al exterior durante la posconvertibilidad - elemento que refleja factores de insolvencia en la emergencia de la “restricción externa”- no puede omitir un fenómeno de suma relevancia que se asocia con los cambios que experimentó el poder económico durante la valorización financiera. Esto es, la internacionalización financiera de la burguesía local, y específicamente de los grupos económicos locales, que se desplegó en el período 1976-2001 y que tendió a homogeneizar su comportamiento con el de las firmas transnacionales<sup>40</sup>.

En ese marco, el conflicto con los “fondos buitres” expresa nuevas formas o intentos de subordinación a los estados nacionales a la lógica del capital financiero internacional. Décadas atrás el condicionamiento inicial fue el propio endeudamiento externo no sólo por el pago de intereses notablemente elevados sino porque fue clave para concretar una fuga de capitales inédita que lideraron tanto el capital financiero internacional como sus socios nacionales (los grupos económicos locales). Posteriormente, los denominados “golpes de mercado” -de los cuales las crisis hiperinflacionarias de 1989 y 1990 constituyen una fiel expresión- estuvieron destinados a apropiarse de las empresas públicas y con ellas garantizar el pago de la deuda externa pública y privada. Más recientemente, los juicios entablados por las firmas transnacionales -especialmente las de servicios públicos privatizados- ante el CIADI, organismo dependiente del Banco Mundial, fueron posibles por la firma en la década de 1990 de los Tratados Bilaterales de Promoción y Protección de Inversiones Extranjeras (TBI), que en la actualidad deberían ser denunciados como lo realizaron otros países de la región. Ahora, el condicionamiento proviene ya no del Banco Mundial sino del sistema judicial norteamericano que no sólo convalida una extorsión a un país soberano que busca compatibilizar la reestructuración de su deuda externa con el desarrollo económico sino que internacionaliza las propias pugnas de poder dentro del imperio.

---

<sup>40</sup> Tal como se examinó en el primer capítulo, la fuga de capitales en dicho período estuvo directamente relacionada con el comportamiento del ciclo básico de la valorización financiera ya que, en el contexto de la apertura del mercado de capitales, fueron sus actores predominantes no sólo en el endeudamiento externo sino también en la fuga de capitales locales al exterior. Proceso que se exacerbó durante la década de 1990, cuando a ese ciclo de valorización financiera se le sumaron las transferencias de los activos fijos al capital extranjero - que en ese contexto devinieron en activos financieros-. En esas circunstancias, los grupos económicos tuvieron un papel decisivo puesto que fueron los que vendieron sus porciones accionarias de las empresas privatizadas al capital extranjero, habiendo girado el excedente apropiado también al exterior. Sobre esta problemática consultar, entre otros, los siguientes trabajos: Basualdo (1987), Basualdo, Nahón y Nochteff (2007), Basualdo y Kulfas (2000), Kulfas y Schorr (2003) y Basualdo (2010).

### **3.2 La emergencia de los problemas en la cuenta corriente de la balanza de pagos en el marco de la crisis mundial**

La identificación, desde el punto de vista de la iliquidez o la insolvencia, de los factores que determinan la problemática del sector externo constituye, entonces, un instrumento analítico apropiado para comprender las características actuales de la “restricción externa”. En este sentido, un primer aspecto a revisar es el desempeño del intercambio comercial, prestando atención a la evolución del saldo comercial y a un conjunto de sectores de la actividad económica interna que exhiben una cuantiosa y creciente demanda de divisas.

Efectivamente, desde mediados del siglo pasado una de las principales preocupaciones en términos de la política económica estuvo centrada en lograr un saldo positivo en la balanza comercial. Se trataba de una pieza clave durante la segunda etapa de sustitución de importaciones para poder garantizar un crecimiento económico sostenido en el mediano plazo, dado que su funcionamiento estaba basado en el denominado “modelo de dos sectores”, en el cual la producción industrial era la actividad dinámica (pero importadora, dada su menor productividad relativa) y la actividad agropecuaria la que proveía las divisas a través de sus ventas al exterior. Igualmente, durante la “valorización financiera” (1976-2001) la preocupación persistió no ya para garantizar el crecimiento económico por medio de la expansión industrial sino para poder enfrentar los pagos al exterior derivados del notable endeudamiento externo que caracterizó ese patrón de acumulación de capital.

El tipo de cambio “alto”, la tendencia favorable en los términos del intercambio y la renegociación de la deuda externa luego de la cesación de pagos aminoraron la preocupación por esta problemática durante la primera etapa de la posconvertibilidad. El saldo comercial devino en un sustento clave no sólo para garantizar el resultado positivo de las cuentas externas, sino también para cumplir con el pago de la deuda externa y engrosar las reservas internacionales en las arcas del Banco Central.

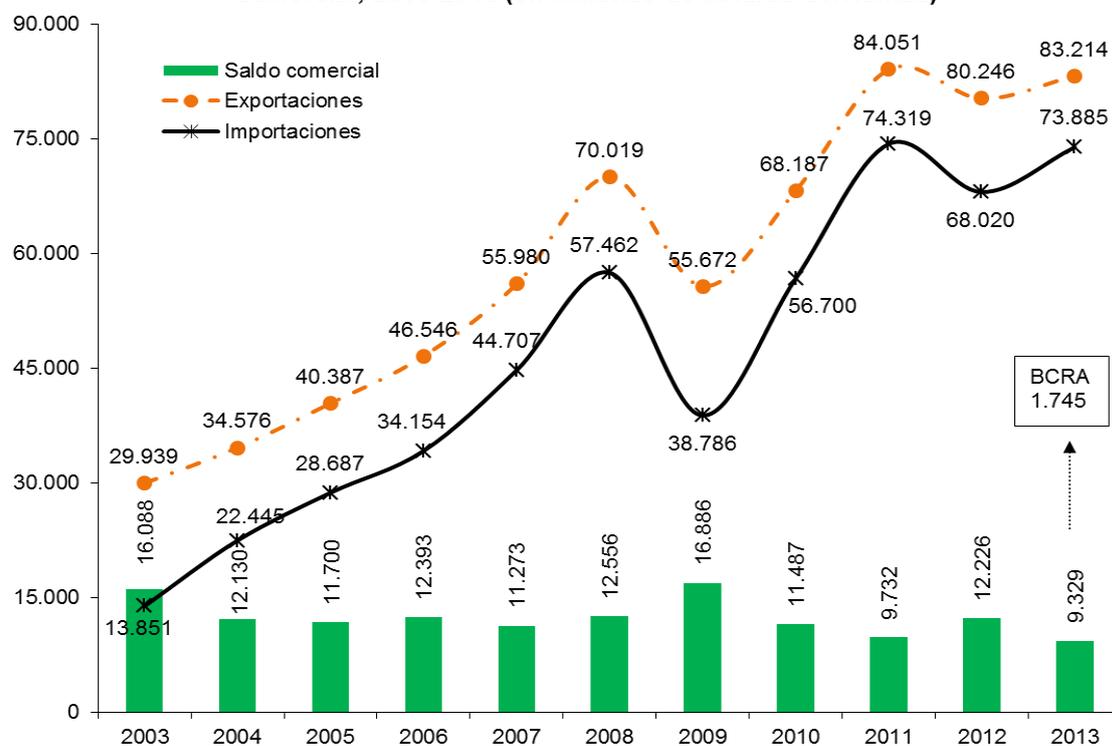
Según datos del INDEC, luego del crítico 2001 y la devaluación de la moneda local en 2002 se puso de manifiesto un acentuado crecimiento de las exportaciones y de las importaciones, que se elevaron al 10,8% y 18,2% anual acumulativo, respectivamente, en el período 2003-2013, con sistemáticos -y, por momentos, abultados- superávits del saldo comercial del conjunto de la economía.

No obstante, a partir de 2008 se desacelera marcadamente el ritmo de expansión de las exportaciones (3,5% anual acumulativo entre 2008 y 2013). Ello obedeció, principalmente en 2009 y 2012, al estancamiento del comercio bilateral con Brasil, la desaceleración de China y, también, a la sequía que afectó al agro pampeano en ambos años. En esos momentos las importaciones también se redujeron significativamente (5,2% anual) por la desaceleración y/o estancamiento de la actividad interna y por la mayor intervención estatal en el control de las compras externas. No obstante, en los años de alto crecimiento las importaciones se elevaron por encima de las exportaciones, lo que refleja la elevada elasticidad de las importaciones para compatibilizar los niveles de crecimiento económico e industrial con el elevado y creciente nivel de consumo interno.

De resultados de ello, el superávit de la balanza comercial, que se había constituido en la principal herramienta de provisión de divisas durante la última década, comenzó a

descender considerablemente a partir de 2009. Según la información proporcionada por el INDEC, el saldo positivo del excedente comercial se redujo de 16.866 a 8.004 millones de dólares entre 2009 y 2013, es decir, una caída de más del 50% vinculado a un crecimiento notablemente elevado de las importaciones y uno ciertamente modesto de las exportaciones. Igualmente importante fue la caída respecto a 2008: 36,3%.

**Gráfico N° 3.2. Evolución de las exportaciones, importaciones y el saldo comercial, 2003-2013 (en millones de dólares corrientes)**



Fuente: elaboración propia en base a información del INDEC.

Este crítico cuadro de situación general fue aún más acuciante en 2013 si se consideran otras fuentes de información alternativas al INDEC pero que también son oficiales. El Banco Central publica, en su estimación del balance cambiario, el relevamiento de los cobros por exportaciones y el pago por importaciones. Se trata de las divisas efectivamente liquidadas en ese año en concepto de exportaciones e importaciones.

Con algunas importantes diferencias en el nivel de las importaciones, la tendencia de las exportaciones ha sido similar a la que publica el INDEC durante la última década, salvo en 2013 cuando el INDEC afirma que hubo un leve incremento de las exportaciones y el Banco Central una caída de las mismas. La divergencia es sustancial: para el INDEC las exportaciones totalizaron 81.660 millones, mientras que para el Banco Central el cobro por exportaciones fue de 75.250 millones de dólares. El dato del Banco Central es consistente con otras fuentes, como las que provienen de la Aduana, según la cual las exportaciones alcanzaron a 74 mil millones de dólares en 2013. En efecto, en el caso de considerar las exportaciones (y las importaciones) del Banco Central, el superávit comercial en 2013 fue de tan solo 1.745 millones de dólares, lo que pone de manifiesto la dimensión del problema que atravesaba el país en materia del sector externo durante ese momento.

En una medida considerable este comportamiento estuvo vinculado a los límites que exhibió el proceso de sustitución de importaciones industriales<sup>41</sup> y a la estrategia predatoria del capital privado en el campo de los hidrocarburos, que llevó a que ambas actividades productivas se tornaran altamente deficitarias. De hecho, entre los rubros que más contribuyeron a la caída del intercambio comercial de la economía argentina se encontraron los bienes de capital, el sector automotriz, el complejo electrónico de Tierra del Fuego y el sector energético.

El primero de ellos está vinculado a la significativa acumulación de capital y expansión del consumo en el marco de la posconvertibilidad y, en la última etapa, al abaratamiento de los bienes de capital por la apreciación cambiaria y la fuerte irrupción de las maquinarias y equipos provenientes de China en las compras argentinas<sup>42</sup>. Ello, en un período en el que a pesar de los problemas que exhibía el sector externo la economía continuó creciendo aunque, tal como se mencionó en el capítulo anterior, a tasas significativamente menores que durante los primeros años del kirchnerismo.

Por su parte, la industria automotriz atravesaba, y lo sigue haciendo, una profunda desintegración vertical de su producción doméstica asociada, en parte, a los legados críticos -y no revertidos- del neoliberalismo, en parte, al lugar que le asignan a las filiales locales en la nueva división internacional y/o regional del trabajo sectorial (especialmente en el marco del MERCOSUR), y, en parte, a las escasas iniciativas por parte de las terminales automotrices o de la política sectorial para impulsar el desarrollo de proveedores locales de autopartes. Ello generó que la fuerte expansión de la *armaduría* automotriz durante la posconvertibilidad no haya sido contemporánea a un crecimiento proporcional, ni mucho menos, de la producción interna de autopartes y de la elaboración local de neumáticos<sup>43</sup>. Tan es así, que el grado de integración local de la industria automotriz se estima que oscila entre, apenas, el 17% y el 20% del valor de producción sectorial, lo cual implica un deterioro significativo de su saldo comercial en momentos de expansión.

El caso paradigmático en términos de la (des)integración nacional es la industria electrónica de consumo en Tierra del Fuego, ya que desde hace muchos años se la caracteriza como la “tecnología del destornillador” debido a su prácticamente nulo grado de integración local<sup>44</sup>. En ese marco operativo, en la medida en que el fuerte impulso de los bienes elaborados en los últimos años (celulares, notebooks y netbooks, aparatos de televisión, aire acondicionado, etc.) se inscriben en una matriz de especialización de carácter “ensamblador y mercado-internista”, la expansión sectorial reciente tendió a sustentarse en una notable suba de las importaciones (Schorr y Porcelli, 2014).

---

<sup>41</sup> Sobre el comportamiento de la industria manufacturera durante la posconvertibilidad se recomienda consultar Azpiazu y Schorr (2010), Fernández Bugna y Porta (2011) y Schorr (2013).

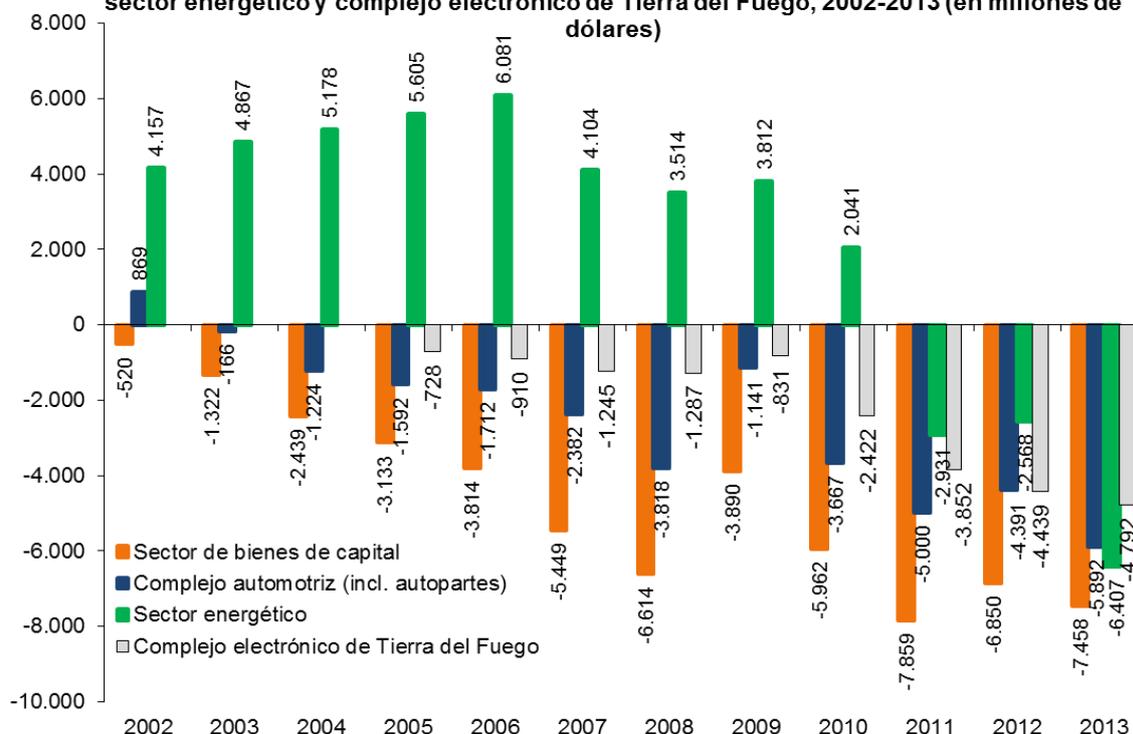
<sup>42</sup> No obstante ello, existen rubros del sector de bienes de capital en donde hay “masa crítica” para encarar la sustitución de algunos productos importados por fabricación nacional. Al respecto, consultar Castells y Schorr (2013).

<sup>43</sup> Sobre el particular puede consultarse Arza y López (2008) y Manzanelli y González (2012).

<sup>44</sup> Al respecto, consultar el estudio de Nochteff (1984), Azpiazu, Basualdo y Nochteff (1988).

Finalmente, la emergencia de la crisis del sector energético tiene sus raíces en la desregulación sectorial, y principalmente del sector hidrocarburífero, durante el decenio de 1990, que convalidó el despliegue de una estrategia empresarial vinculada a la sobreexplotación de los yacimientos; esto es, a la combinación de la subexploración del territorio (necesarios para descubrir nuevas reservas) y la sobreproducción de los yacimientos existentes, cuyos recursos extraídos tenían como finalidad los mercados del exterior<sup>45</sup>. Asimismo, el agudo proceso de integración vertical del capital privado luego de la reestructuración del complejo energético conllevó una fuerte dependencia hacia los recursos escasos y no renovables, como es el caso de los fósiles (especialmente, gas natural), puesto que la formación de capital en materia de generación eléctrica se orientó a centrales que denotan un elevado consumo de estos combustibles. Una vez madurado los yacimientos de petróleo y gas natural, y en el marco de la consiguiente caída de la producción de hidrocarburos en un contexto de elevado crecimiento económico, en los últimos años la estrategia del gobierno giró en torno de cubrir la insuficiente oferta energética con importaciones. La persistencia en la caída de la producción de hidrocarburos, el crecimiento de la capacidad instalada para generar electricidad sobre la base de combustibles fósiles y el aumento del consumo energético del país propiciaron un incremento sumamente significativo de las importaciones de combustibles que deterioraron notablemente el saldo sectorial del comercio exterior, convirtiéndose en negativo a partir de 2011 (Barrera, 2013a y b).

**Gráfico N° 3.3. Saldo comercial en el sector de bienes de capital, el complejo automotriz, el sector energético y complejo electrónico de Tierra del Fuego, 2002-2013 (en millones de dólares)**



Nota: Consultar metodología de bienes de capital en Schorr y Castells (2012) y del sector automotriz en Castells y Manzanelli (2013). Fuente: elaboración propia en base a Schorr y Castells (2012), Castells y Manzanelli (2013), Schorr y Porcelli (2014) Comtrade e INDEC.

<sup>45</sup> Sobre el caso específico de YPF bajo el control de Repsol, se puede consultar Informe Mosconi (2012).

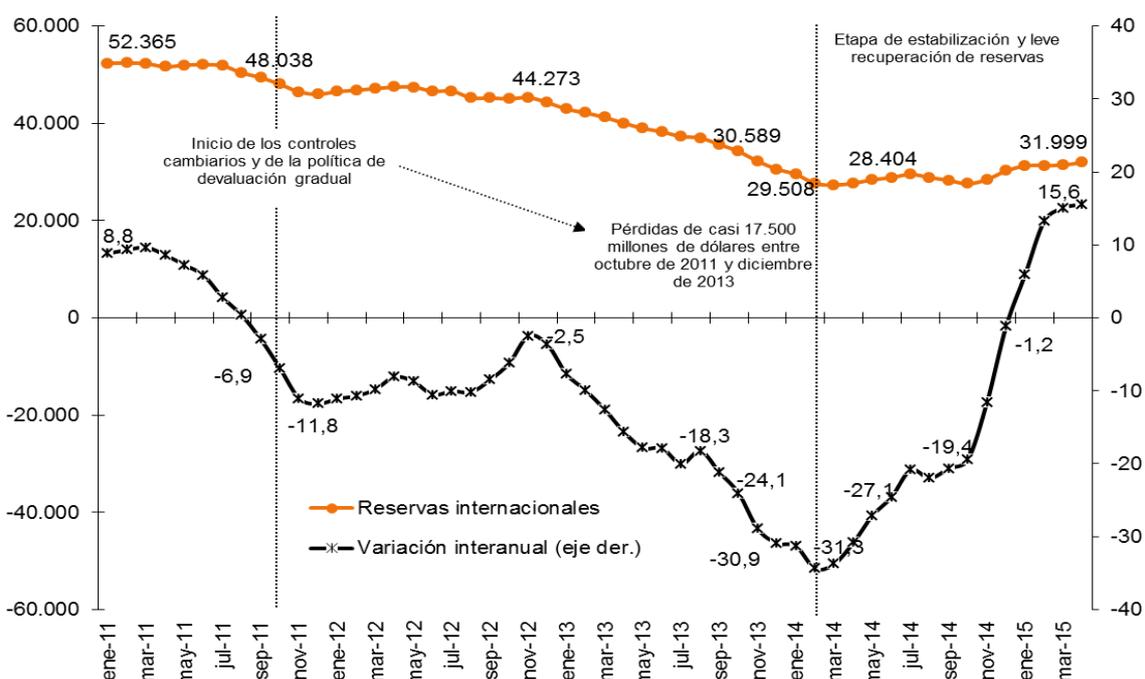
Las evidencias disponibles en el Gráfico N° 3.3 permiten verificar el resultado de estas tendencias sectoriales. El primer hecho a destacar es que el déficit energético alcanzó en 2012 a 2.568 millones de dólares y en 2013 trepó a 6.407 millones. Por su parte, el déficit del sector automotriz fue de 4.391 millones y 5.892 millones de dólares en 2012 y 2013, respectivamente. En tanto que la demanda de divisas del enclave importador de Tierra del Fuego ascendió a más de 4 mil millones de dólares en ambos años. Por último, el del sector de bienes de capital registró un déficit de 6.850 millones en 2012 y de 7.458 millones de dólares en 2013.

El segundo aspecto relevante es que tales desbalances comerciales son el resultado de una tendencia al deterioro en el intercambio que fue sistemática a lo largo de los últimos años. El caso más elocuente es el del sector energético que registró saldos superavitarios hasta el 2010 y en el trienio 2011-2013 abultados déficit en su balanza comercial. También es muy relevante el caso de la industria automotriz y el del complejo de Tierra del Fuego, los cuales registran un déficit estructural asociados a diversas causas, que expresa lo acuciante que es la problemática de la “insolvencia” en tanto se ha profundizado notablemente en los últimos años.

En conjunto, la cuantificación de los déficit comerciales de estas actividades permite evaluar la importancia que alcanza su contribución a la irrupción de la “restricción externa” en la economía argentina. Así, la suma de los déficit registrados en 2012 por los cuatro componentes analizados arroja como resultado un egreso de divisas por 18.248 millones de dólares, que arribó a casi 25.000 millones de dólares en 2013.

En estas circunstancias, el flujo de divisas de la economía argentina dejó de alcanzar para cubrir su abultada demanda, derivada en buena medida de las crecientes importaciones industriales y energéticas (y el consiguiente deterioro del saldo comercial) pero no solo de ellas. El pago de amortizaciones de capital y de intereses del endeudamiento externo, el giro de utilidades al exterior por parte de las filiales extranjeras a sus casas matrices, la fuga de divisas por diversas vías (que por su relevancia será analizado más adelante) y la crecientemente deficitaria cuenta de turismo -en 2012 superó los 4 mil millones de dólares y en 2013 ascendió a más de 8 mil millones de la misma moneda- también ejercieron presión sobre las reservas del Banco Central.

**Gráfico N° 3.4. Evolución de las reservas y de la tasa interanual de variación de reservas, enero 2011-abril 2015 (en millones de dólares y porcentaje)**



Fuente: elaboración propia en base a información del BCRA.

Tal como consta en las evidencias empíricas del Gráfico N° 3.4 desde los primeros meses de 2011, cuando las reservas alcanzaban los 52 mil millones dólares, comenzó un descenso que tuvo diferente intensidad a lo largo de los años, sobre todo al final del período, pero con una clara tendencia a la baja. A tal punto que las reservas cayeron hasta los 28 mil millones de dólares en los inicios de 2014.

En ese marco, la política económica intentó detener la reducción de reservas mediante la implementación de un estricto control y fiscalización de las operaciones de compra de divisas, que derivó, en la mayor parte del período, en la restricción total o casi total para la compra de dólares en concepto de tenencia o ahorro, y en una limitación para las importaciones (ello por los fuertes y generalizados controles a las compras del exterior) y para el giro de utilidades por parte de las firmas transnacionales (habida cuenta de la permisiva y laxa legislación vigente, ello se implementó a partir de negociaciones de *facto* con el capital extranjero). A su vez, se procuró, con escaso éxito, atraer capitales a través del lanzamiento de los Certificados de Depósitos de Inversión (CEDIN) y el Bono Argentino de Ahorro para el Desarrollo Económico (BAADE).

Estas medidas confluyeron con una política de devaluaciones graduales insuficiente respecto a la evolución del proceso inflacionario y que, por lo tanto, no lograron revertir la apreciación del tipo de cambio real<sup>46</sup>. Si bien la implementación de la política de devaluación gradualista del tipo de cambio nominal no logró revertir esta tendencia, sí la atenuó. Ello, debido a que si bien la pauta implícita de devaluación gradual del tipo de cambio nominal -

<sup>46</sup> Para cobrar una dimensión del nivel de apreciación cabe señalar que respecto a enero de 1999 -cuando estaba en vigencia el régimen de convertibilidad- el tipo de cambio real respecto al dólar fue en diciembre de 2013 apenas 11,4% superior. Es decir, una apreciación significativa del tipo de cambio, que se había iniciado en 2008 con la aceleración del proceso inflacionario (CIFRA, 2014).

que comenzó a fines de 2011- se ubicó sistemáticamente por debajo de la tasa interanual de los precios al consumidor, tales brechas se fueron acortando, principalmente a mediados de 2013 cuando se aceleró el proceso de devaluación gradual de la moneda (Gráfico N° 3.5).

Por su parte, también cabe mencionar que la tasa de interés nominal registró, en todo el período, rendimientos inferiores a los de la tasa de inflación. El establecimiento de la tasa de interés real negativa y la imposición de las restricciones en la plaza cambiaria indujeron, ante la ausencia de alternativas de inversión en pesos, la conformación de un mercado ilegal de cambios, que igualmente no tuvo grandes dimensiones.

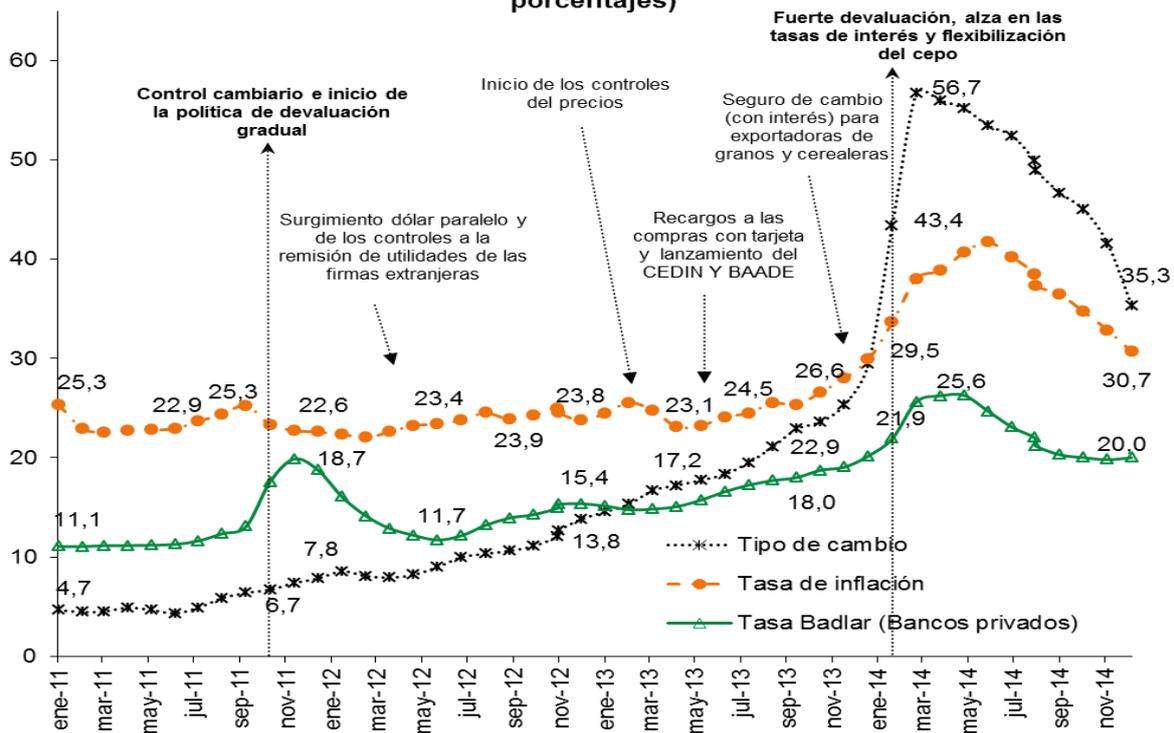
En estas circunstancias, aumentaron las presiones cambiarias derivadas de la carencia de divisas por la vía del comercio exterior. Los exportadores paralizaron sus ventas al exterior y los importadores adelantaron sus compras<sup>47</sup> (en ambos casos, endeudándose en el sistema financiero local) en busca de maximizar ganancias futuras, dadas las expectativas creadas en torno a la modificación gradual del tipo de cambio<sup>48</sup>. Es decir, las consecuencias de la política de devaluación gradual fueron muy significativas y negativas sobre el sector externo, puesto que los exportadores al percibir que la devaluación del tipo de cambio superaba los niveles de inflación redujeron de una manera relevante sus ventas al exterior mientras que los importadores adelantaron sus compras de bienes, produciéndose entonces una fuerte reducción del superávit comercial. Ciertamente, ello no obedeció únicamente a los efectos no deseados de la política cambiaria sino también a maniobras de desestabilización asociadas a la retención de la cosecha de los productos del agro. Ambas cuestiones se combinaron para reducir la fuente de divisas en este período.

---

<sup>47</sup> Los productores pampeanos y los exportadores de granos retuvieron parte de su producción a pesar de que los pronósticos sobre los precios de la soja indicaban una muy probable reducción de los mismos -que de hecho ocurrió- debido a la cosecha récord en EE.UU. y la desaceleración del consumo en China, lo cual pone de manifiesto el alto contenido político de ese comportamiento (CIFRA, 2014).

<sup>48</sup> La política gubernamental procuró mitigar la retención de las ventas al exterior por parte -principalmente, aunque no exclusivamente- de productores y exportadores que integran la cadena productiva del agro pampeano a través de la implementación de un seguro de cambio con tasa de interés para los exportadores del complejo agrario (Letras del BCRA en pesos ajustados por la evolución del tipo de cambio oficial más una tasa de interés del 3,65 por ciento anual). Pero las grandes cerealeras no hicieron uso de este instrumento financiero.

**Gráfico N° 3.5. Tasas de variación interanual del IPC-9 provincias y del peso respecto del dólar y tasa de interés anual Badlar, enero 2011-diciembre 2014 (en porcentajes)**



Fuente: elaboración propia en base a información de CIFRA y BCRA.

Adicionalmente, en el marco de la política de devaluación gradual se reactivó una dinámica financiera a partir de diversos mecanismos, como el denominado “dólar bolsa” o el contado con liquidación. Si bien ello no implicó pérdidas de reservas, tendió a incrementar la dimensión del mercado informal de cambios. Se trata de bonos que, comprados en pesos en el mercado local, se liquidaban en el exterior en dólares, y en algunos casos luego retornaban para ser vendidos en el mercado informal dado que el crecimiento gradual del tipo de cambio le aseguraba una renta extraordinaria.

En suma, la escasez de divisas en un contexto de franco deterioro de las reservas internacionales (pérdida de casi 17.500 millones de dólares entre octubre de 2011 y diciembre de 2013), la aceleración de los precios, la apreciación del tipo de cambio real y las presiones cambiarias del poder económico, derivaron en una modificación de la política cambiaria en enero de 2014, cuando se produjo una fuerte devaluación de la moneda y un significativo aumento de las tasas de interés.

Ello invita a reflexionar acerca de la expresión de la liquidez y la insolvencia en la situación de la balanza comercial. Con lo expuesto hasta aquí es indiscutible que el fenómeno de la retención de las ventas al exterior por parte de los productores y exportadores del agro en el segundo semestre de 2013 constituyó la emergencia de problemas de iliquidez que afectaron el acceso de divisas en el corto plazo.

Las nuevas y tradicionales formas de almacenamiento de granos permitieron retener varios millones de toneladas de granos con el objeto de obtener, en el marco de las expectativas creadas por la política de devaluación gradual y de un eventual mayor margen de ganancia a partir de las diferencias en el tipo de cambio presente y futuro. No obstante ello, es

pertinente señalar también que las exportaciones argentinas han modificado fuertemente su composición ya que los productos pampeanos no sólo no ejercen el predominio abrumador que exhibían durante la segunda etapa de sustitución de importaciones sino que son superadas en magnitud por las ventas externas de productos industriales y más aún por aquellas manufacturas de origen industrial<sup>49</sup>. Esto abre la posibilidad cierta de que no sólo el agro pampeano haya retenido sus exportaciones sino también los productores y comercializadores de los bienes industriales exportables atento las expectativas creadas por la política cambiaria (más aún cuando la devaluación gradual corría por detrás de los precios internos).

Entonces, el fenómeno de la iliquidez y su influencia en la escasez de divisas guarda estrecha asociación con el menor ritmo de expansión de las exportaciones durante 2013. Sin embargo, si bien este fenómeno mantiene alguna relación con la dinámica que experimentaron las importaciones (especialmente en los últimos meses de 2013 cuando la devaluación gradualista indujo su adelanto), en realidad el acelerado crecimiento de las importaciones expresa un fenómeno de otra naturaleza -sumamente trascendente en los alcances que alcanza la “restricción externa”- que tiene un carácter estructural: la insolvencia.

En tal sentido, el significativo aumento de las compras al exterior estuvo vinculado al tipo de crecimiento industrial que se registró en el marco de la expansión económica de la última década, en donde las actividades que lideraron el crecimiento manufacturero fueron las que exhibieron los mayores déficits de la balanza comercial argentina. Tal el caso de la industria automotriz y el complejo electrónico de Tierra del Fuego, cuyas actividades denotan una fuerte desintegración vertical y, por ende, una creciente demanda de productos e insumos del exterior. A los acentuados desbalances comerciales de estos rubros fabriles se les adicionó las abultadas importaciones energéticas, especialmente de gas natural. Si bien este factor reconoce raíces históricas asociadas a la “estructura productiva desequilibrada” de la economía argentina, muestra también las escasas capacidades sustitutivas desarrolladas en esta etapa y el escaso interés del gran capital para diversificar sus inversiones en el marco de la globalización.

En línea con esto último, y tal como se mencionó previamente, otro elemento a tener en cuenta a la hora de evaluar la “restricción externa” desde el punto de vista de la insolvencia fue la elevada y sistemática salida de divisas al exterior a través de la fuga de capitales y la remisión de las utilidades del capital extranjero, que tuvieron como telón de fondo la elevada concentración y extranjerización que tiene la economía argentina actual. De allí que en el próximo apartado se estudiarán los rasgos específicos que adopta la fuga de capitales en el marco de la posconvertibilidad.

---

<sup>49</sup> Sobre el particular consultar CIFRA (2012).

### **3.3 Las nuevas características de la fuga de capitales al exterior durante las gestiones kirchneristas**

La fuga de capitales alude a la remisión de fondos al exterior por parte de los residentes de una economía con la finalidad de realizar inversiones directas en activos fijos o financieras (títulos, acciones, depósitos, etc.). No se trata, por ende, de una operatoria necesariamente ilegal, aunque presumiblemente una parte significativa de la misma podría considerarse como tal. A título ilustrativo cabe mencionar que es una práctica habitual del capital extranjero (y también del nacional transnacionalizado) la manipulación de los “precios de transferencia” y/o de los “préstamos intra-firma” con el objeto de remitir utilidades eludiendo o directamente evadiendo las obligaciones tributarias del país de radicación<sup>50</sup>.

Existen diversos métodos para estimar la fuga de capitales, los cuales, dada la complejidad del fenómeno, tienen ventajas y desventajas<sup>51</sup>. Uno de ellos es el “**método de stocks**” que se basa en información que provee el INDEC acerca de los activos declarados y estimados que los residentes locales mantienen en el exterior, en lo que concierne a activos inmobiliarios, inversiones directas, inversiones de cartera (depósitos bancarios, dinero en efectivo, bonos y títulos), etc. La ventaja de esta estimación se vincula con el hecho de que es un cálculo directo y sustentado en fuentes oficiales; sin embargo, esta medición desatiende la posibilidad cierta -y, como se mencionó, sumamente difundida- de la manipulación de “precios de transferencia” y/o de “préstamos intrafirma” y/o de otras combinaciones económicas, subestimando el volumen de la fuga de divisas. Además, las estimaciones varían con las fluctuaciones de las cotizaciones de los activos externos así como del tipo de cambio, generando distorsiones en el monto de la fuga original.

Otra aproximación a la cuantificación de la fuga de capitales se puede alcanzar recurriendo a diversas metodologías indirectas, la más importante y tradicional de ellas es el “**método residual de balanza de pagos**”. Se trata de una medición más amplia que considera todas las divisas que ingresan al país (vía endeudamiento externo, inversión extranjera, saldos de la cuenta corriente) que no se transforman en reservas del Banco Central. El resultado de esta ecuación refleja la salida de capitales locales (cuando es positivo) o, por lo contrario, la repatriación de capital local (cuando es negativo). En otras palabras, todos los ingresos de capitales que no sean aplicados al financiamiento del incremento de las reservas oficiales o del pago neto del intercambio de bienes y servicios (incluidos los del endeudamiento) son considerados aquí como capitales fugados.

Al igual que en la metodología anterior, el método residual también puede distorsionar el stock y el flujo de los capitales locales radicados en el exterior. Un peligro potencial que acarrea es que el residuo incluya montos no asignables a formación de activos en el exterior sino a errores y omisiones en el registro en algunas de las variables de la balanza de pagos. De allí entonces que el principal riesgo de esta metodología sea la sobrestimación de la

---

<sup>50</sup> Sobre la problemática de los precios de transferencia se puede consultar el siguiente trabajo: Grondona, V. (2014), “Fuga de capitales IV. La manipulación de los precios de transferencias”, CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 58, Buenos Aires.

<sup>51</sup> Al respecto, puede consultarse: Basualdo y Kulfas (2000), Gaggero, Casparrino y Libman (2007), Kulfas (2005), Sbattella y otros (2012).

fuga de capitales<sup>52</sup>. Sin embargo, este método también incurre en la misma falencia del método de stocks en tanto excluye la transferencia de recursos al exterior vía los precios de transferencia, lo que genera, en este caso, el efecto potencial contrario: la subestimación de la fuga.

En la última década se incorporó una nueva forma de medir la fuga de capitales a través de las estadísticas del mercado único y libre de cambios que proporciona el Banco Central, el que se denominada como “**método del balance cambiario**”. A partir del relevamiento de todas las transferencias operadas en el mercado formal de divisas se obtiene la formación de activos externos del sector privado no financiero, a las cuales se le deben sustraer el monto de las divisas que regresan a dicho mercado en forma de depósitos que contabiliza el Banco Central en sus pasivos. A pesar de alcanzar un elevado grado de precisión, su principal desventaja radica en que este método no registra las operaciones que no se efectúan en el mercado único y libre de cambios, tales como ciertas exportaciones que cuentan con régimen especial hasta 2012 (minerías y algunas petroleras), además de desatender el mercado informal de cambios y diversas operaciones como el “dólar bolsa” o el contado con liquidación, que cobraron trascendencia en las postrimerías de 2011<sup>53</sup>.

A partir de estas breves consideraciones metodológicas, en el Cuadro N° 3.1 se pueden advertir los resultados de la fuga de capitales durante la posconvertibilidad a partir de los tres métodos mencionados.

Al respecto, lo primero que cabe señalar es la persistencia que tuvo la fuga de capitales tras la disolución de la valorización financiera. A tal punto que el stock de la fuga de capitales en el período 2002-2013 fue de 142.569 millones de dólares en el caso del método residual, de 115.630 millones en la estimación de stocks y de 93.689 millones de dólares si se considera el método del balance cambiario. Vale aclarar que en este último caso el menor stock acumulado obedece a la no captación de la salida de capitales en el bienio 2012-2013, cuando la fuga de divisas se canalizó por el mercado informal. Más allá de las diferencias de cada una de las estimaciones es un hecho a destacar el abultado monto de la fuga de capitales durante las gestiones kirchneristas, a pesar de la franca y acelerada reactivación de la economía argentina en ese período<sup>54</sup>.

---

<sup>52</sup> Entre otros, cuenta con el problema de sobreestimar la repatriación de capitales en caso de quita de la deuda externa por default, escenario especialmente importante para el análisis de este trabajo.

<sup>53</sup> Es pertinente mencionar que los métodos analizados previamente incorporan, dentro de la fuga de capitales, al total de la tenencia de divisas (mayoritariamente dólares), las cuales no siempre se encuentran fuera del país. En efecto, en ninguno de los métodos se pueden diferenciar las tenencias de divisas que se encuentran fuera del país de aquellas que permanecen dentro de las fronteras como reserva de valor o para efectuar determinadas transacciones que así lo exigen.

<sup>54</sup> Con algunas diferencias, estas mediciones resultan consistentes con las estimaciones elaboradas por Kar y Freitas (2012) y Gaggero, Rua y Gaggero (2013).

**Cuadro Nº 3.1. Evolución de la fuga de capitales en base a tres metodologías distintas, 2002-2013 (en millones de dólares)**

	<b>Método del Balance cambiario</b>	<b>Método residual del Balance de Pagos</b>	<b>Método de stocks</b>
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	2.358	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
<b>Acum. 2002-2013</b>	<b>93.689</b>	<b>142.569</b>	<b>115.630</b>
<b>Prom. anual 02-13</b>	<b>7.807</b>	<b>11.881</b>	<b>9.636</b>
<b>Prom. anual 02-07</b>	<b>4.597</b>	<b>7.438</b>	<b>7.495</b>
<b>Prom. anual 08-13</b>	<b>11.018</b>	<b>16.323</b>	<b>11.776</b>

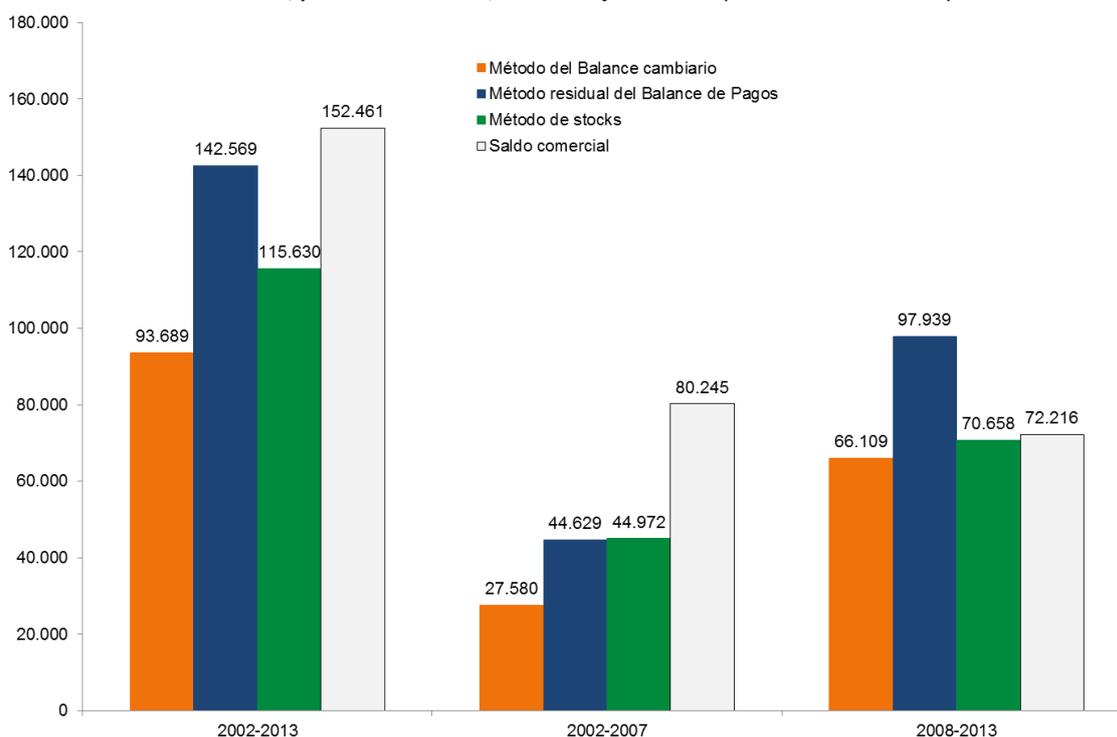
Fuente: Elaboración propia en base al CEI, Banco Central e INDEC.

Un segundo aspecto que se desprende de las evidencias empíricas es que si bien la fuga de capitales persistió a lo largo de todo el período analizado, se acentuó en la segunda etapa de la posconvertibilidad. Así, en el sexenio 2002-2007 la fuga de capitales promedió 7.495 millones de dólares anuales según el método de stocks, 7.438 millones anuales en el caso del método residual y 4.597 millones de dólares anuales de considerar el método del balance cambiario<sup>55</sup>. La excepción en esta primera etapa fue en 2005 donde se observa una repatriación de capitales en todas las estimaciones, coincidente con el éxito del primer canje de la deuda externa. La excepcionalidad de este fenómeno quedó de manifiesto en 2006, dado que allí la colocación de activos externos retornó a los niveles de los años anteriores.

Posteriormente, en el marco de la crisis mundial y -conflicto agrario mediante- de la intensificación de la puja distributiva durante el segundo ciclo de gobiernos kirchneristas el ritmo de crecimiento de la fuga de capitales se aceleró significativamente, promediando 11.776 millones anuales en el período 2008-2013 según el método de stocks, 16.323 millones de dólares anuales considerando el método residual y, teniendo en cuenta las limitaciones para captar la fuga en 2012 y 2013, 11.018 millones de dólares anuales de acuerdo al método del balance cambiario. A diferencia de la valorización financiera y atento a los cambios producidos en el régimen económico de la posconvertibilidad, la fuga de capitales no se financió en términos de divisas vía endeudamiento externo sino, fundamentalmente, a través del excedente comercial.

<sup>55</sup> Los menores registros de la salida de divisas calculadas por el método del balance cambiario respecto a las demás estimaciones, podría estar sugiriendo el despliegue de operatorias al margen del mercado formal.

**Gráfico 3.6. Magnitud de la fuga de capitales en base a tres metodologías y del saldo comercial, períodos 2002-2013, 2002-2007 y 2008-2013 (en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia en base a información del CEI, Banco Central e INDEC.

De acuerdo a las evidencias proporcionadas por el Gráfico N° 3.6 el volumen de capitales fugados fluctuó, según las distintas aproximaciones metodológicas, entre 94 y 142 mil millones de dólares, en tanto que el superávit de comercio exterior ascendió a 152.461 millones de dólares. En el período 2002-2007 el saldo comercial casi duplicó la demanda de divisas para la formación de activos externos, lo que permitió acumular reservas internacionales en el Banco Central y afrontar posteriormente los compromisos de la deuda. Sin embargo, en el período 2008-2013 los menores saldos en divisas provenientes del comercio exterior (72 mil millones versus 80 mil millones de dólares de la etapa anterior) no alcanzaron a cubrir la intensa fuga de capitales si se considera la estimación del método residual de la balanza de pagos (casi 98 mil millones de dólares), y lo hicieron muy ajustadamente si se adoptan como válidos los otros dos métodos de estimación.

En efecto, y retomando el debate sobre las causas de la “restricción externa”, cabe señalar que la sumamente relevante fuga de capitales es un fenómeno estructural (o de insolvencia) que incide significativamente en la escasez de divisas de la economía argentina, puesto que se encuentra estrechamente asociada a la elevada concentración y extranjerización de la cúpula empresaria. A lo que se agrega la internacionalización financiera de la burguesía local que fue mencionada anteriormente y que coincide con las evidencias recientes acerca de los depósitos de residentes locales en el exterior<sup>56</sup>.

<sup>56</sup> Al respecto, la elevada participación de los integrantes de la burguesía local en la fuga de capitales de 2001 ya sea mediante sus empresas o en forma individual. Rasgo que se repite en las evidencias parciales sobre los tenedores de depósitos en el Banco Nacional de París entre 2004 y 2007, así como en la denuncia realizada por Hernán Arbizu (ex vicepresidente del J.P. Morgan de Nueva York). Lo propio ocurre con el listado de los compradores de divisas en 2011 que publicó Alfredo Zaiat (2012), y con el listado de depositantes en el sede del

La fuga de capitales no está dissociada de la escasa sustitución de importaciones industriales y de las crecientes compras energéticas al exterior, dado que la salida de capitales consiste en la fuga de un componente básico para llevar a cabo una modificación de la estructura productiva: la inversión bruta fija.

En la generalidad de los casos, el nivel de rentabilidad de las corporaciones de mayor tamaño del país -neurálgicas y decisivas en materia de crecimiento (de allí el aumento en el grado de la concentración económica)- fue elevada durante la vigencia del régimen económico de la posconvertibilidad; sin embargo, su desempeño inversor -en especial, en el sector manufacturero- fue acotado en función de las potencialidades que exhibieron las ganancias apropiadas en el marco de la expansión que registró el mercado interno<sup>57</sup>. Si bien la fuga de capitales tiene múltiples fuentes, es indiscutible que su trayectoria está fuertemente relacionada con el comportamiento de las grandes firmas, como lo fue, aunque con distintas modalidades, durante la valorización financiera.

Al respecto, las evidencias empíricas disponibles muestran una sugerente asociación de la fuga de capitales con las ganancias que no fueron reinvertidas por las grandes empresas. Tal como se aprecia en el Gráfico N° 3.7, en el marco de la posconvertibilidad, y con mayor intensidad durante las administraciones de Cristina Fernández de Kirchner, se advierte un significativo aumento de las ganancias no reinvertidas por parte de las 500 firmas de mayor tamaño del país que tienen su correlato en materia de la salida de divisas al exterior. Considerando el período 2002-2012, las ganancias no reinvertidas<sup>58</sup> en el selecto grupo de grandes empresas totalizaron más de 161 mil millones de dólares, mientras que la salida de capitales al exterior del conjunto de la economía osciló, como fue expuesto previamente, entre 94 y 142 mil millones de acuerdo a las distintas estimaciones.

Si bien en el período 2002-2007 las ganancias no reinvertidas acumularon 73 mil millones de dólares (con salida de capitales cercanos a los 45 mil millones), es a partir de 2008 cuando se acentúa la asociación entre la fuga de divisas y la “retención inversora”, dado que se elevaron tanto el volumen de las ganancias no reinvertidas como la fuga de divisas al exterior. A tal punto que en apenas un lustro las 500 compañías de mayor tamaño del país no reinvirtieron utilidades por casi 88 mil millones de dólares, en tanto que la salida de capitales del conjunto de la economía alcanzó, según las distintas estimaciones, entre 66 y 98 mil millones de dólares.

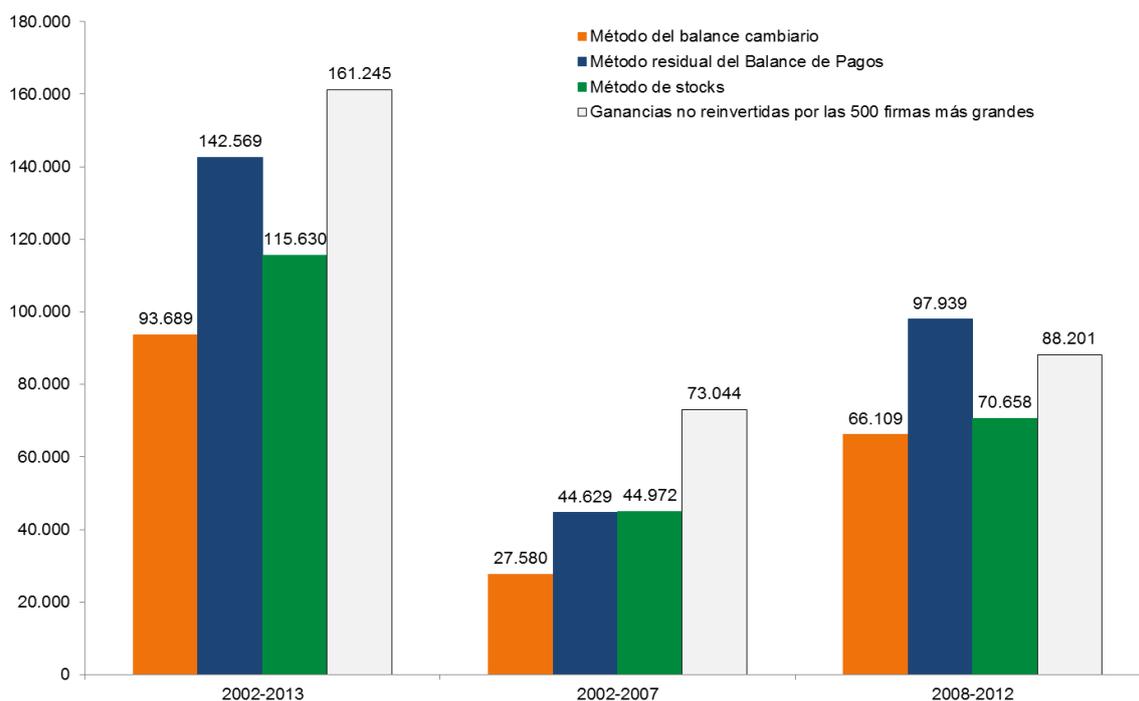
---

HSBC en Suiza, facilitado por el gobierno francés al gobierno argentino, el cual dio lugar a una investigación del Congreso Nacional actualmente en curso (Comisión Bicameral Investigadora de instrumentos bancarios y financieros destinados a facilitar la evasión de tributos y la consecuente salida de divisas del país -Ley N° 27.094-)

<sup>57</sup> Sobre la hipótesis de la “retención inversora” en las grandes empresas durante la posconvertibilidad ver Azpiazu y Manzanelli (2011) y Manzanelli (2014). En estas investigaciones se demuestra, entre otras cuestiones, que tales estrategias de inversión constituyen un fenómeno específicamente industrial en el seno de las grandes empresas.

<sup>58</sup> Las ganancias no reinvertidas de las 500 empresas de mayor tamaño fueron calculadas a partir de sustraerles a las utilidades netas de amortizaciones las inversiones netas que realizaron tales compañías en el período considerado. Ello a partir de tabulados especiales proporcionados por la Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE) del INDEC hasta 2009 y de la cuenta de 500 Sociedades No Financieras de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, cuya información básica es la propia ENGE, para el período 2010-2012.

**Gráfico 3.7. Magnitud de la fuga de capitales en base a tres metodologías y de las ganancias no reinvertidas por las 500 empresas de mayor tamaño, períodos 2002-2013, 2002-2007 y 2008-2012 (en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia en base a información del CEI, Banco Central, ENGE e INDEC.

Para cobrar dimensión de la magnitud de la salida de divisas cabe apuntar que, como fue analizado en el primer capítulo, la fuga de capitales entre 1975 y 2001 alcanzó a 138 mil millones de dólares, estrechamente vinculado a la evolución de la deuda externa cuya magnitud había trepado, en ese período, a 146 mil millones de dólares. La diferencia más relevante en el marco de la posconvertibilidad no se vincula con la mayor fuga de divisas (de hecho ello vale en términos absolutos pero no en términos relativos al PBI), sino, y fundamentalmente, con que el origen de las ganancias fugadas se desvió, atento a la disolución del patrón de acumulación anterior, del ámbito especulativo (deuda) al productivo (ganancias corrientes). Lo que no se modificó fue la recurrencia a la fuga de capitales, que parece tener como protagonista estelar a la cúpula empresaria en ambos períodos, principalmente a través de sus sociedades pero también en forma personal.

En efecto, a partir de 2008 se inicia un período de aceleración de la fuga de capitales y de los giros de utilidades y dividendos al exterior, afectando el balance de pagos de la economía argentina y contribuyendo significativamente a conformar un escenario de “restricción externa”. En el marco de la incertidumbre inducida por la crisis mundial y la elevada concentración y extranjerización de la estructura productiva doméstica, la estrategia de los sectores dominantes se orientó, en la generalidad de los casos, a ajustar por precios en lugar de cantidades y, junto a un intenso comercio *intra-firma* con sus casas matrices y/o filiales radicadas en otros países, responder al activo mercado interno. De allí la escasa propensión inversora que mostraron las grandes empresas en el marco de la posconvertibilidad.

A su vez, dada la internacionalización financiera del capital en el marco del proceso de la globalización, su estrategia de acumulación tendió a dolarizar sus portafolios y a fugarlos

crecientemente al exterior. Es decir, el predominio a nivel mundial de las ganancias financieras, incluso en los capitales con una fuerte impronta productiva, desplazó a los grandes poseedores de capital de las inversiones de riesgo y ni bien su rentabilidad local medida en dólares dejó, producto de la modificación en el tipo de cambio, de alcanzar el nivel deseado tendió a reubicar sus inversiones en otros activos en el exterior, ya sea para aumentar sus tenencias en activos financieros, sea para financiar sus déficits en las casas matrices por efecto de la crisis mundial, y/o sea, entre otras opciones, para encarar inversiones productivas en aquellas economías cuyos costos laborales absolutos sean inferiores.

Por consiguiente, el resultado del predominio del componente financiero en las diferentes fracciones del capital y la internacionalización de los procesos productivos a plano mundial fue una elevada remisión al exterior de las ganancias corrientes obtenidas en el nivel local, que constituyeron, también, un factor de suma relevancia para interpretar la crisis expresada en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

### **3.4 Fondos buitres: antecedentes, litigio argentino y el conflicto abierto**<sup>59</sup>

Si bien el conflicto con los denominados “fondos buitres” cobró una notable importancia a partir de la resolución del juez neoyorkino de primera instancia Thomas Griesa a mediados de 2014, sus antecedentes en la deuda argentina tienen, tal como fue apuntado en el capítulo previo, larga data. A partir del lanzamiento del Plan Brady a fines de la década del ochenta y principios de los noventa, donde se canjearon préstamos de bancos comerciales por bonos y títulos públicos que podían ser comercializados libremente en el mercado bursátil, se diversificaron los tenedores de deuda pública. Ese fue el punto de irrupción de los “fondos buitres” en la Argentina -y en buena parte de los países latinoamericanos-, quienes, amparados en la permisiva regulación financiera internacional, basan su estrategia de acumulación en la especulación de bonos y títulos de Estados en situación de crisis y próximos a la cesación de pagos o directamente en *default*. Se trata de fondos de capital de alto riesgo, constituidos por capitales que contratan a las mejores compañías de abogados, que integran lo más alto de la pirámide de ingresos de los países centrales y se dedican a comprar deuda de países con alto riesgo de incobrabilidad -por ende a muy bajo precio- para después litigar por el cobro de la totalidad nominal de las tenencias adquiridas<sup>60</sup>.

El *modus operandi* desplegado por los “fondos buitres” se verificó en numerosos juicios contra países emergentes, tales los casos de Zambia, Camerún, la República Democrática

---

<sup>59</sup> Sobre este conflicto se pueden consultar los trabajos Kupelian y Rivas (2013) y CELS (2015).

<sup>60</sup> Tal como afirman Kupelian y Rivas (2004: 7): “La metáfora del buitre, se refiere a que su estrategia, cuando se trata de deudas soberanas, se basa en esperar a que la economía de algún país entre en crisis y no pueda afrontar sus deudas para, en ese momento, lanzarse en picada a atacar a su presa moribunda adquiriendo bonos públicos devaluados a bajísimo valor y luego, con demandas judiciales y mediante distintos métodos de presión -que van desde embargos, operaciones de lobby y campañas de prensa desprestigiando a los Estados deudores-, fuerzan a los gobiernos a pagarles el valor total de los instrumentos adquiridos más los intereses devengados. “Buitre” se le dice a “quien se ensaña en la desgracia del otro o se aprovecha de bienes ajenos”. Así fueron mundialmente bautizados estos fondos de alto riesgo, puesto que operan sobre la crisis de deuda que atraviesan los países y se aprovechan de la desesperación del resto de los acreedores que buscando recuperar una parte de lo invertido en sus tenencias salen a venderlas a precios de remate”.

del Congo, Nicaragua, Panamá, Perú y Brasil, entre otros. En la mayoría de ellos los “fondos buitres” obtuvieron sentencias favorables que les permitieron apropiarse de ganancias extraordinarias.

A simple título ilustrativo vale mencionar que uno de los principales referentes de los “fondos buitres” -Paul Singer, de NML Capital, público contribuyente de las campañas del Partido Republicano de EEUU- ganó un juicio contra el Estado panameño a mediados de la década de 1990 por más de 3 veces lo que había invertido. Posteriormente, más que quintuplicó su inversión en un litigio contra el Estado peruano en los inicios de la década del 2000<sup>61</sup>. De allí que en el marco de la declaración del *default* argentino en 2001 la extorsión implementada por los “fondos buitres” no fue un caso excepcional como sí lo fue la negativa del gobierno argentino a ceder a la misma. Los bonos adquiridos por NML, EM, Aurelius, ACP Master y, entre otros, Blue Angel, habían sido emitidos en 1994<sup>62</sup>, y cotizaban al 20% de su valor nominal. A partir de allí las demandas judiciales, operaciones de lobby y embargos contra la Argentina constituyeron una constante en la estrategia financiero-judicial de los “fondos buitres”.

Así, a fines de 2003 NML Capital trabó el primer embargo contra el Estado argentino en el juzgado del distrito de Nueva York ante el juez de primera instancia Thomas Griesa por el incumplimiento de pago de dos tipos de bonos globales, adquiridos en noviembre de 2001 y con vencimiento en 2020 y 2030, respectivamente. Posteriormente, en plena reestructuración de la deuda, el mismo fondo de inversión reclamó ante ese tribunal en febrero de 2005 por el incumplimiento del pago de FRANs (Floating Rate Accrual Notes). Estas dos operaciones, que interrumpieron la consecución del canje de 2005 por unos meses, se apoyaban en que dicho juzgado ya había intervenido en juicios iniciados por Lightwater Corp. Ltd, Old Castle Holdings Ltd. y Allan Applestein TFD, otorgando un *summary judgement*<sup>63</sup> a los demandantes. Esta solicitud de NML fue atendida y se dictaminó el embargo por 7.000 millones de dólares nominados en bonos depositados en el Banco de Nueva York el día 21 de marzo, sólo diez días antes de que concluyera la oferta del canje de 2005. La estrategia de NML era bloquear el pago a los acreedores que habían ingresado al canje, interrumpiendo la reestructuración en curso, para condicionar al país a negociar una solución para los denominados “fondos buitres”.

A la convocatoria judicial no sólo acudió NML Capital, sino varios de los fondos de capital que integraban los “fondos buitres”, algunos de los cuales habían obtenido medidas cautelares de “no innovar” que regían el procedimiento en el marco de las nuevas condiciones de la deuda reestructurada. El gobierno argentino defendió el proceso de reestructuración argumentando que existían derechos contractuales y esenciales del contrato de canje por la cancelación de bonos en *default*, y que por ello debía permitirse la

---

<sup>61</sup> En el caso peruano, paradójicamente contó con la colaboración el ex presidente Alberto Fujimori, quien en el marco de los juicios contra los delitos de lesa humanidad (por los que luego fue condenado) se fugó del país con una avioneta de Paul Singer no sin antes ejecutar el pago al fondo de inversión Elliott Associates LP, controlante de NML Capital.

<sup>62</sup> Demanda ante la Corte Internacional de Justicia de la Haya, Argentina versus EEUU (2014).

<sup>63</sup> Se trata de un tipo de juicio de prueba muy limitado en el cual el actor debe demostrar la evidencia claramente para obtener una sentencia favorable (Presentación argentina ante la Corte Internacional de La Haya, 2014).

cancelación de la operación y el levantamiento de los embargos. Esta posición fue la que prosperó y el juez neoyorkino tuvo que rectificar su decisión y levantar el embargo.

Esta resolución no sería más que la primera de una serie de batallas legales que sucedieron a lo largo del proceso de restructuración de la deuda, tal como puede apreciarse en el Cuadro N° 3.2. Si bien la mayoría de los embargos fueron desestimados ante las apelaciones argentinas en virtud de la protección a los bienes soberanos que rigen fuera de las fronteras nacionales, las presentaciones fueron llevadas a cabo por los “fondos buitres” para hostigar sistemáticamente el proceso de renegociación encarado por el gobierno nacional.

**Cuadro N° 3.2. Principales embargos trabados contra Argentina por tenedores de bonos en *default*, 2003-2014**

	<b>Embargos</b>
2003	Cuenta de la embajada argentina en Berlín
2004	12 propiedades del Estado argentino en EEUU (entre las que se contaban residencias de embajadores argentinos en ese país, agregadurías militares, edificios en la OEA, etc.)
2007	Avión presidencial Tango 01
2008	Activos del Banco Nación en Nueva York y Miami
2009	Cuentas de la embajada argentina en Francia, el museo del Gral San Martín en Boulogne Sur Mer, cuentas de la embajada argentina en Bélgica, un inmueble de la Fuerza Aérea Argentina en Francia, las reservas del Banco Central en el Bank of International Settlements en Suiza
2010	Cctivos del Banco Nación en Nueva York, cuentas de las Fundación Argentina, Fuerza Aérea y Comisión Naval en Francia, así como la cuenta del Consulado General de Frankfurt de la República Argentina
2011	Cuentas de la Consejería Agrícola en Bruselas, el satélite Acquarius SAC-D en EEUU, U\$ 1.168 millones sobre patentes y derechos de patentes registrados en el United States Patent and Trademark Office, reservas del BCRA depositadas en el Banco de Nueva York
2012	Fue retenida la Fragata Libertad en la costa de Ghana
2013	Fondos destinados al pago de acreedores de los títulos en Europa
2014	Nuevamente se bloquea el uso de las reservas del Banco Central

Fuente: elaboración propia.

Una vez que culminó la primera renegociación de la deuda en 2005 los “fondos buitres” continuaron con las demandas judiciales pero incorporaron una nueva estrategia basada en la creación de un órgano capaz de interpelar al gobierno de EEUU. A ello obedeció el lanzamiento de la American Task Force Argentina (ATFA) en octubre de 2006. Esta asociación -liderada por los “fondos buitres” denominados FH International Asset Management LLC y Montreux Partners (pertenecientes a Eric Hermann); Greylock Capital Management (de Hans Humes); Grantham, Mayo, Van Otterloo & Co. (Jeremy Grantham); y Elliott Associates LP (Paul Singer)- buscó incorporar a tenedores minoristas que no habían ingresado al canje de 2005.

De esta manera, los “fondos buitres” -mayoritarios entre los tenedores norteamericanos- incorporaron también a pequeños ahorristas damnificados por el *default* argentino. Desde el propio nombre, tomado de la Task Force italiana (que sí incluía a muchos grupos de

pequeños y medianos acreedores liderados por Nicola Stock), la ATFA se proponía dar una imagen menos corporativa y más sensible a los intereses de grupos de menor envergadura económica, apelando en sus reclamos a supuestos intereses de los trabajadores estadounidenses e, incluso desde su óptica, argentinos<sup>64</sup>. Sin embargo, la alianza que se cristalizaba en la ATFA se frustró cuando se lanzó el segundo canje de deuda por parte del gobierno argentino en 2010, ya que en esa oportunidad, la mayor parte de los pequeños tenedores estadounidenses aceptó la oferta de restructuración con quita.

En ese marco, en rigor poco tiempo antes del canje de 2010, el fondo NML Capital entabló un juicio contra la Argentina exigiendo el cumplimiento de la cláusula *pari-passu* (tratamiento igualitario), incluida en la emisión de los bonos de 1994 que habían adquirido buena parte de los “fondos buitres”. Su demanda exigía el cobro de 720 millones de dólares por bonos que habían comprado por 48 millones en 2008, pero la demanda ascendía a 1.330 millones de dólares porque detrás de ellos había fondos de inversión con acreencias por alrededor de 600 millones de dólares adicionales.

Al respecto, vale destacar que la cláusula *pari-passu* estaba consignada en el Fiscal Agency Agreement (FAA), un acuerdo suscripto en 1994 entre el gobierno de Carlos Menem y la corporación bancaria estadounidense Banker Trust Company, por el cual el país renunciaba a su inmunidad soberana, delegándola ante cualquier tribunal estatal o federal de Nueva York. Aun cuando ello se encontraba prohibido por la Constitución Nacional, la delegación de soberanía jurídica en el país data de abril de 1976 cuando, en el marco de la última dictadura militar, se sancionó la Ley N° 21.305.

Esta situación se agravó por la profusión, en la década de 1990, de los Tratados Bilaterales de Promoción y Protección de las Inversiones Extranjeras (TBIs) -de hecho, en el interregno menemista se celebraron nada menos que 56 TBIs (luego ratificados por ley y, por ende, con rango constitucional)- y de la adhesión del país al Centro internacional sobre arreglo de diferencias relativas a inversiones entre Estados y nacionales de otros Estados (CIADI), organismo dependiente del Banco Mundial, tribunal arbitral internacional donde se tramitan y resuelven los conflictos o controversias contra el Estado nacional que pudieran emerger de la firma y la aprobación por ley de los TBIs<sup>65</sup>.

De esta manera, se intentó legitimar que un agente privado (el inversor foráneo) fuera sujeto del derecho público internacional, sustrayéndoselo de la incumbencia de la jurisprudencia y los tribunales locales, lo cual se vio reflejado en las sucesivas emisiones de bonos de canje de deuda, incluso en las operaciones de 2005 y 2010, donde también se aplicaron cláusulas de renuncia a la inmunidad soberana en cortes extranjeras e internacionales (Kupelian y Rivas, 2014).

---

<sup>64</sup> Al respecto, en un video difundido por la ATFA en abril de 2008 plantean: “... La coalición exige a la Argentina que pague sus deudas por el bien de los trabajadores argentinos y estadounidenses, así como de los educadores de los Estados Unidos y obligacionistas o tenedores de bonos en todo el mundo. Es importante para los trabajadores de Argentina que el país tenga acceso al capital internacional para mejorar su competitividad en el mercado global y permitir que el país pueda crear los tan necesitados empleos (...) Si ustedes no pagan la deuda pendiente para reconstruir sus relaciones con países líderes, les pedimos que lo hagan por el bien de las familias trabajadoras de la Argentina”.

<sup>65</sup> Al respecto, consultar Azpiazu y Schorr (2003) y Azpiazu (2005).

El fallo del juez de primera instancia Thomas Griesa respecto de la demanda sobre el cumplimiento de la cláusula *pari-passu* en diciembre de 2011 constituyó un hito fundamental en la estrategia de los “fondos buitres”, aun cuando se rechazara en el fallo el cumplimiento efectivo de la demanda en ese momento. Así, en febrero de 2012 el nuevo dictamen del juez Griesa se basó en que era necesario “frenar la permanente violación de la cláusula *pari-passu* por parte de Argentina” y exigía una medida de “equidad” para los acreedores que no habían ingresado al proceso de renegociación.

De acuerdo al juez Griesa, cada vez que Argentina había depositado fondos a los acreedores que ingresaron a los canjes estaba cometiendo un ilícito, razón por la cual debía pagar simultánea o previamente en forma proporcional a los *holdouts*. La decisión fue apelada por la Argentina considerando que la interpretación de la cláusula *pari-passu* era arbitraria y errónea, y desconocía el proceso por el cual la mayoría de los bonistas habían ingresado voluntariamente a los canjes, dejando en suspenso la sentencia.

El riesgo potencial del fallo de Thomas Griesa era sumamente grave para el sistema financiero dado que no sólo ponía en cuestión la totalidad de la reestructuración de la deuda pública argentina, sino también la sede de Nueva York como jurisdicción financiera internacional. Bajo estas circunstancias, el gobierno de los EEUU presentó un escrito como *amicus curiae*<sup>66</sup> de Argentina, donde alertaba sobre el peligro que representaba que una porción minoritaria de tenedores de deuda soberana bloqueara un proceso de reestructuración acogido por la gran mayoría de los acreedores. Más que la defensa de la posición argentina, EEUU pretendía salvaguardar sus propios intereses involucrados en la operación: “Dado que la interpretación de la cláusula *pari passu* efectuada por la corte del distrito altera las expectativas en relación con el alcance y efecto del lenguaje estándar contenido en muchos instrumentos de deuda soberana, la misma es contraria a los intereses de política de los Estados Unidos. Adicionalmente, esa decisión podría dañar el interés estadounidense de promover que los emisores utilicen la Ley del Estado de Nueva York y de preservar a Nueva York como una jurisdicción financiera global. Esa decisión podría fomentar que los emisores emitan deuda en monedas distintas del dólar estadounidense a los efectos de evitar el sistema de pagos estadounidense, causando un efecto adverso en el rol sistémico del dólar”<sup>67</sup>.

En forma contemporánea se sucedieron dos episodios relevantes a fines de 2012. En primer lugar, la Fragata Libertad -nave insignia de la Argentina- fue detenida en el puerto de Ghana, atendiendo el embargo solicitado por NML Capital Ltd. En segundo término, el tribunal del segundo circuito ratificó la sentencia del juez Thomas Griesa, argumentando que antes de continuar pagando a los acreedores que habían ingresado a los canjes, Argentina debía cancelar sus obligaciones con los *holdouts*. La detención de la Fragata dio lugar a un endurecimiento de la posición argentina frente a los “fondos buitres”, en tanto que

---

<sup>66</sup> Se denomina *amicus curiae* (amigo del tribunal) a la presentación realizada ante un tribunal por terceros ajenos al litigio, brindando una opinión o punto de vista para colaborar con la resolución del conflicto.

<sup>67</sup> Presentación de los EEUU como *amicus curiae* ante la Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito, 4/4/2012. Por su parte, los propios agentes de pago de la deuda reestructurada (Bank of New York Mellon), así como otros referentes de las finanzas estadounidenses (el Banco de la Reserva Federal de Nueva York), además de fondos de inversión que tenían bonos de los canjes (Gramercy y Brevan Bank) también se manifestaron en apoyo a la posición argentina (MECON, 2014).

la sentencia de los magistrados de EEUU giraba el caso a primera instancia para que otra vez el juez Griesa definiera en qué consistía el pago “proporcional” que correspondía realizar.

Finalmente, el juez neoyorkino determinó que la Argentina debía pagar a los “fondos buitres” el 100% de lo adeudado, es decir, 1.330 millones de dólares<sup>68</sup>. Tras la apelación del gobierno argentino, en agosto de 2013 el tribunal de segunda instancia confirmó la sentencia del juez. El gobierno nacional decidió, en estas circunstancias, brindar una señal de “buena voluntad” hacia los acreedores litigantes a través de la propuesta de suspensión indefinida de la ley cerrojo<sup>69</sup>, lo que permitiría que los *holdouts* pudieran acceder a los nuevos bonos en las mismas condiciones otorgadas en los canjes precedentes.

Puesto que la estrategia de los “fondos buitres” no consiste en negociar (sino en el cobro pleno), la oferta derivada de la apertura de la ley cerrojo fue para ellos obviamente insuficiente. La Argentina acudió entonces a la Corte Suprema de EEUU, solicitando la revisión del fallo. Se trataba de la última opción para revisar el arbitrario dictamen de Thomas Griesa y evitar así la cesación de pagos de una fracción minoritaria de la deuda en *default*.

En ese marco, y ante las presiones internacionales de diverso tipo, el gobierno argentino - que al respecto ya contaba con un dictamen categórico de la Corte Suprema de Justicia de la Nación<sup>70</sup>-, inició acciones tendientes a mostrar la voluntad y capacidad de pago de la Argentina, entre las que se destacaron la indemnización a Repsol por la expropiación del 51% del paquete accionario de YPF y el arreglo con el Club de París.

No obstante, aun cuando existía un amplio consenso en el seno de la comunidad financiera internacional respecto a la postura de la Argentina<sup>71</sup>, el reclamo ante el máximo tribunal estadounidense fue denegado en junio, lo que dejó firme la sentencia del juez Thomas Griesa e inmovilizó los fondos -propiedad de los bonistas- depositados por Argentina en el

---

<sup>68</sup> Esta decisión motivó la reacción de un vasto abanico de sectores financieros e instituciones internacionales, interesados en que la reestructuración argentina no se desplomara y trabara las posibilidades futuras de renegociaciones de deudas soberanas. Incluso, el FMI consideraba nocivo el antecedente que dejaba el fallo: “Los juicios pendientes contra Argentina podrían tener implicancias perversas para las reestructuraciones de deuda soberana futuras al aumentar el poder relativo de los bonistas que no acepten la propuesta... las decisiones contra Argentina, de ser confirmadas, probablemente otorguen un gran poder relativo a los *holdouts* y hagan más difícil el proceso de reestructuración” (Comunicado del FMI, 26/4/2013). El establishment financiero internacional entendía que los “fondos buitres” ponían en riesgo todo un sistema de resolución de conflictos, así como las oportunidades de negocios de los agentes intervinientes (sedes y agencias de pago, distritos de resolución de conflictos, etc.).

<sup>69</sup> La Ley cerrojo impedía al gobierno abrir una nueva propuesta sobre las acreencias pendientes de renegociación. Se había implementado una vez en cada uno de los canjes (2005 y 2010) como señal de que no habría nuevas ofertas para los tenedores de deuda en *default*.

<sup>70</sup> Ya en abril de 2005 la Corte Suprema de Justicia de la Nación en su fallo sobre el caso Galli (Galli, Hugo Gabriel y otro c. PEN -Ley 25.561, decretos 1570/01 y 214/02 s. amparo sobre Ley 25.561) dictaminó: “En situaciones de extrema necesidad o crisis institucionales gravísimas, [las obligaciones de pago de deuda] no pueden ser cumplidas hasta el límite de suprimir servicios esenciales que afectarían derechos primarios de sus ciudadanos. Ello también ha sido plasmado en numerosos tratados internacionales, de rango constitucional, que obligan al Estado nacional a cumplir con un estándar mínimo de derechos humanos” (CELS, 2015).

<sup>71</sup> A los mencionados previamente se adicionaron, entre otros, la ex directora gerente del FMI Anne Krueger y el ex primer vicepresidente del Banco Mundial Joseph Stiglitz; los gobiernos de Brasil, Francia y México; y las agencias Jubilee USA Network, Euroclear Bank SA NV y Puente Hnos. Sociedad de Bolsa and Argentine American Chamber of Commerce.

Bank of New York Mellon. Además se sentenció el pago de los 1.330 millones de dólares a los “fondos buitres” antes de julio.

En rigor, esa suma no era el principal obstáculo para destrabar el bloqueo impuesto por el juez neoyorkino, sino que, de realizarse, abría la posibilidad de la cancelación de 15.000 millones de dólares a los demás *holdouts* que se encontraban en las mismas condiciones que los “fondos buitres”, 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, lo que elevaba la deuda externa en aproximadamente 120.000 millones dólares adicionales, clausurando el proceso de reestructuración y tornando insolvente el endeudamiento externo del país.

A pesar de los intentos de negociación que ensayó el Ministro de Economía Axel Kicillof en sus comitivas a Nueva York, los “fondos buitres” no aceptaron ninguna opción que no fuera el cobro de la suma definida por Thomas Griesa e incluso interpusieron demandas por las futuras rentas de la explotación de Vaca Muerta. Sólo hubo lugar para el esbozo de un “acuerdo entre privados” que impulsó un grupo de bancos locales, representados por ADEBA, que igualmente no prosperó por el rechazo del gabinete económico, dado que la misma involucraba los depósitos de los ahorristas -y no fondos propios de los bancos- como garantía de pago.

El gobierno argentino eludió la cesación de pagos al continuar depositando los pagos correspondientes a los bonistas que habían ingresado a los canjes los fondos comprometidos<sup>72</sup>. Sin embargo, había un vacío legal que era la resultante del impedimento arbitrario de un pago por orden judicial sin considerar la voluntad del deudor de cumplir con sus obligaciones. De allí que el gobierno argentino decidiera enviar al parlamento el proyecto de Ley de Pago Soberano, que estipulaba que la sede de pago a los bonistas pasara a ser Buenos Aires, evitando el bloqueo interpuesto por el juez de Nueva York.

Además de cosechar el apoyo de buena parte de los organismos de la región, el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner presentó un reclamo ante la Corte Internacional de La Haya exigiendo que el gobierno de los EEUU se ocupe de resolver los conflictos derivados de las interpretaciones arbitrarias de la Corte Suprema. Como era previsible, la Corte Internacional desestimó el pedido. Posteriormente, junto al G-77+China<sup>73</sup>, presentó una demanda ante Naciones Unidas para tratar el tema de las reestructuraciones de deuda soberana, con el propósito de establecer criterios que impidieran que una porción minoritaria de los acreedores bloquearan los procesos de renegociación. Así, en la Asamblea General de la ONU, Argentina logró una victoria diplomática al obtener 124 votos

---

<sup>72</sup> El 26 de junio Argentina depositó 832 millones de dólares a los bonistas, de los cuales 539 millones fueron emplazados en el Bank of New York Mellon. Posteriormente comenzó a cursar los depósitos en una cuenta *ad-hoc* del Banco Central y canceló fondos a través del Banco Nación.

<sup>73</sup> Este organismo también condenó las acciones de los fondos buitres contra los Estados Nacionales en su cumbre realizada en el Estado Plurinacional de Bolivia en junio de 2014.

favorables, 11 en contra y 41 abstenciones<sup>74</sup>. La resolución aprobada señalaba que era prioridad “aprobar y elaborar, mediante un proceso de negociaciones intergubernamentales y con carácter prioritario [...] un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de deuda soberana con miras a, entre otras cosas, aumentar la eficiencia, la estabilidad, y la previsibilidad del sistema financiero internacional”. El Consejo de Derechos Humanos de la ONU decidió elaborar un informe sobre las actividades de los “fondos buitres” en materia de derechos humanos, y se estableció la creación de un comité para la resolución de reestructuraciones de deudas soberanas<sup>75</sup>. A pesar del amplio apoyo recibido por la Argentina en el ámbito internacional, a fines de septiembre de 2014 el juez Griesa declaró que el país incurrió en desacato debido a que la “ilegalidad” de sus acciones violaba sus dictámenes.

En un escenario sumamente complejo en diversos frentes (aceleración de la inflación, presiones cambiarias y elevación de la brecha con el tipo de cambio informal<sup>76</sup>, fuerte reducción de las cotizaciones internacionales de los productos del agro y el petróleo, etc.), la gestión económica buscó mitigar el efecto de la “restricción externa” -por cierto, no solo económica sino también política- mediante diversos acuerdos comerciales y financieros con China y Rusia que fueron de suma importancia no solo en términos de ingresos potenciales de divisas sino también en lo que concierne a los realineamientos en el marco de un nuevo escenario geopolítico mundial.

En suma, la decisión del gobierno nacional de rechazar la extorsión de los “fondos buitres” y del poder judicial norteamericano -supuesto ente “técnico y neutral” que no sólo convalidó la extorsión a un país soberano sino que internacionalizó las propias pugnas internas del poder imperial- se constituyó como un hito decisivo para consolidar la soberanía y la viabilidad económica y social de la Nación. Se trató de resguardar lo avanzado en la renegociación y quita de la deuda externa de 2005 y 2010, así como el pago al FMI, que permitieron -junto a la expropiación de la mayoría accionaria de YPF- reafirmar la soberanía nacional y generar las condiciones para tender a mejorar el nivel de vida de los sectores populares en un estado constitucional de derecho.

---

<sup>74</sup> Vale destacar que entre quienes votaron en contra estuvo EEUU, en tanto todos los países latinoamericanos lo aprobaron (salvo México que se abstuvo).

<sup>75</sup> Al respecto, consultar CELS (2015).

<sup>76</sup> Asociado a ello la presidenta Cristina Fernández de Kirchner aceptó la renuncia de Carlos Fábrega al frente del Banco Central, señalando: "Hay más de 80.000 expedientes en el Banco Central por infracción a la Ley Penal Cambiaria, con multas multimillonarias, para bancos, para empresas exportadoras, para cerealeras [...] Va a tener que caer el peso de la autoridad regulatoria y monetaria [...] El fiscal cuenta que cuando fueron a hacer los allanamientos se encontraron con personal de seguridad retirado que estaba haciendo la seguridad de estos lugares y también con que desde el Banco Central algunos habían avisado que estaba todo tranquilo, que no iba a pasar nada. Estas son declaraciones del fiscal Gonella" (Discurso presidencial en Casa Rosada, 30/9/2014). La asunción de Alejandro Vanoli representaba un nuevo giro “heterodoxo” del organismo, más propenso ahora a confluir con las directivas de la cartera de economía. A partir de allí se intensificó el control de policía para impedir el funcionamiento del mercado ilegal de divisas, se estableció que no se llevaría adelante una nueva devaluación, se activaron los swaps con China, etc.

### **Notas finales**

Durante los últimos 40 años la deuda externa, ya sea por su inédita expansión o por su posterior y no menos relevante disminución, ocupó un lugar central en el comportamiento macroeconómico de la economía argentina.

Ciertamente, la dictadura militar en 1976 puso en marcha un patrón de acumulación de capital contrapuesto a la sustitución de importaciones que había predominado desde la década de 1930. En ese nuevo planteo económico, social y político que perduró hasta el 2001, el papel de la deuda externa estatal y privada, y la fuga de capitales locales al exterior que operó como su contracara, fueron insustituibles para plasmar el nuevo proceso de acumulación de capital.

No caben dudas que el sector privado fue decisivo en el nuevo funcionamiento económico al concretar el proceso de valorización financiera sustentado en el circuito conformado por diversos momentos sucesivos: el endeudamiento externo, la valorización financiera en el mercado financiero interno y la fuga de recursos al exterior. Sin embargo, no se trató de una creación que fue resultado únicamente de la dinámica del “mercado” sino de una imposición desde el Estado cuya naturaleza se modificó drásticamente por parte de una nueva alianza dominante, cuyo núcleo estuvo conformado por el capital financiero internacional y los grupos económicos locales.

La acción del Estado -tanto de la administración central como de las provinciales, las empresas públicas y el aparato represivo- fue determinante por varios motivos: a) produjo desde el mismo momento del golpe de Estado una inédita redistribución del ingreso en contra de los trabajadores que marcó una nueva matriz distributiva en el largo plazo y se perfeccionó durante la década de 1990 mediante la irrupción de un desempleo masivo; b) impuso como parte de su política económica la apertura en el mercado de bienes y de capitales; c) proveyó mediante su propio endeudamiento las divisas que hicieron posible la fuga de capitales al exterior; d) determinó a través de su endeudamiento en el mercado interno la existencia de un diferencial positivo entre la tasa de interés interna y la internacional que permitió la valorización financiera de los sectores oligopólicos; e) estatizó la deuda externa privada mediante los seguros de cambio durante la década de 1980; f) enajenó el patrimonio nacional mediante la transferencia de la propiedad de las empresas públicas a los grupos económicos locales y empresas extranjeras durante la década de 1990.

En este contexto, es ineludible señalar que todas estas transformaciones socialmente tan regresivas fueron inicialmente posibles por el inédito aniquilamiento de las organizaciones populares mediante la represión estatal y luego por una modificación del sistema de representaciones basado en el “transformismo gramsciano” que cobró forma durante los gobiernos constitucionales que le sucedieron, cuando los sectores de poder integraron a su área de influencia a los dirigentes de los sectores subalternos pero sin otorgarles ninguna concesión a sus respectivas bases sociales.

Desde el 2003 en adelante, 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 desendeudamiento y el cambio de la composición de la deuda pública. Estas

modificaciones tan relevantes se desplegaron en un contexto en el que la política económica privilegió la expansión de la economía real impulsando el consumo y la industrialización, logrando tasas de crecimiento desconocidas por sus altos registros.

Ciertamente, durante la primera gestión del kirchnerismo se constató en la economía internacional una reversión en los términos del intercambio que habían imperado a lo largo del largo ciclo de la industrialización sustitutiva, lo cual fue importante para expandir las exportaciones y el nivel de actividad. Sin embargo, todo parece indicar que lo decisivo para garantizar ese elevado crecimiento fue la expansión del consumo interno y de la inversión bruta fija.

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%. En cambio, en la modificación de la composición de la deuda externa fue decisiva la estatización de los fondos jubilatorios que pasaron a ser administrado por la ANSES, lo cual permitió incrementar la deuda externa en manos del propio sector público y disminuir, en consecuencia, la tenencia del sector privado.

Estas políticas que fueron complementarias entre sí, se desplegaron en dos etapas dentro del ciclo del kirchnerismo que mantuvieron diferencias que pueden entenderse como significativas en términos políticos y económicos. El primero de esos gobiernos tuvo una impronta decididamente nacional que se expresó en múltiples medidas (canje con quita de la deuda externa, pago al FMI para lograr autonomía en la política económica, mantenimiento del congelamiento de las tarifas de los servicios públicos, etc.). Si bien como parte de ese enfoque se consideró que los grupos económicos locales, que habían ejercido la hegemonía durante el patrón de acumulación anterior, formaban parte constitutiva y relevante de la burguesía nacional, es decir, del bloque social popular. Sin embargo, al mismo tiempo abandonó el “transformismo” y se retomó al planteo clásico en el cual se efectúan concesiones efectivas a los sectores populares tales como fueron el retorno a las negociaciones salariales mediante las paritarias o la notable recomposición del sistema de jubilaciones, etc.

La segunda etapa de este ciclo de gobiernos (2008 en adelante) implicó un cambio cualitativo porque en esos años se concretó una forma de Estado específico de carácter “nacional y popular”. El punto de inflexión entre una y otra etapa lo señaló el histórico conflicto de 2008 con el agro pampeano, a raíz de la Resolución N° 125 sobre las retenciones móviles, que le permitió al kirchnerismo reconfigurar el bloque de poder de la valorización financiera que aparecía fragmentado a fines de ese modelo bajo la propuesta devaluacionista (asociada a los grupos económicos locales y el capital extranjero industrial) y la que proponía la dolarización de la economía (vinculada a los acreedores externos, al capital extranjero ligado a los servicios públicos privatizados y al sector financiero). A partir de allí, el gobierno intensificó el tutelaje estatal sobre los sectores populares -mediante medidas que buscaron incrementar la participación de los asalariados en el ingreso y también a través de institucionalizar reivindicaciones de minorías diversas-, redoblando al mismo tiempo sus esfuerzos encaminados para disciplinar a las diferentes fracciones del

capital dominante que formaban parte del bloque de poder de la valorización financiera, incluyendo también a los grupos económicos locales.

Ambas etapas presentan además diferencias significativas en términos económicos y del contexto internacional en que se desarrollaron. Mientras que en la primera de ellas se registró un inédito crecimiento económico, en la siguiente la expansión fue considerablemente más reducida pero ese hecho no dio lugar a la aplicación de políticas ortodoxas destinadas a garantizar una creciente rentabilidad del capital oligopólico, sino que por el contrario se propuso seguir mejorando las condiciones de vida de los sectores populares.

Visto en perspectiva se puede asumir como hipótesis de trabajo que el gobierno, en el marco de la segunda etapa del kirchnerismo, entre el último trimestre de 2011 y diciembre de 2013, llevó a cabo su intento más profundo para “desdolarizar” la economía argentina. Más allá de los errores que puedan atribuírsele a la forma de implementar esa política, lo que sí permitió confirmar ese enfrentamiento con el poder económico y político establecido fue que la elevada dolarización de la economía tenía profundas raíces estructurales. En primer término, esa característica está estrechamente vinculada con el elevado grado de concentración y extranjerización de la estructura productiva, ya que obviamente esta importante fracción del capital define su rentabilidad en términos de divisas. Sin embargo, en este mismo sentido hay otro factor trascendente que consiste en la acentuada dolarización que actualmente exhibe la burguesía nativa.

El tema de la dolarización del portafolio por parte del capital extranjero es indiscutible porque se trata de un proceso de larga data sobre el cual hay múltiples diagnósticos e interpretaciones, pero no ocurre lo mismo con la expansión de ese fenómeno a la burguesía local y por lo tanto es necesario analizarlo brevemente.

Una de las consecuencias del patrón de acumulación que puso en marcha la dictadura militar fue que al impulsar la fuga de capitales locales al exterior mediante la apertura del mercado de capitales, instaló como rasgo estructural la internacionalización financiera no sólo del núcleo central de la burguesía local (los grupos económicos locales) sino también de los estratos sociales de altos ingresos en general. Esta internacionalización se expresó de una manera contundente en la composición de la fuga de 2001 y las evidencias parciales que sobre la misma se identificaron durante la última década (la composición de los depósitos en el BNP Paribas; el contenido de la denuncia de Hernán Arbizu que fue funcionario del J. P. Morgan en Nueva York y la composición de los depósitos en la sucursal suiza del HSBC que le transfirió el gobierno francés a las autoridades argentinas).

Este nuevo rasgo estructural tiene múltiples y relevantes consecuencias, entre las que se encuentra ser uno de los factores que caracteriza la actual restricción externa que afecta al funcionamiento de la economía argentina. Ello, por la vía de la fuga de capitales locales al exterior y la remisión de utilidades del capital extranjero. Junto a esta problemática converge la disminución del saldo comercial resultante de un conjunto de factores que es conveniente tener en cuenta. Un primer fenómeno es la crisis mundial que se inició a fines de 2008 y continúa en la actualidad. Si bien su importancia es indudable no se trata del único proceso que restringe los resultados de la balanza comercial ya que también en ese sentido inciden

algunas actividades que se constituyen como las más dinámicas de la producción industrial -automotriz y los aparatos eléctricos y electrónicos ensamblados en Tierra del Fuego- y que son, al mismo tiempo, las que generan un mayor déficit en el sector externo. A ellos se les suman las importaciones energéticas (fundamentalmente gas natural) que tuvieron un déficit relevante y creciente desde 2011 en adelante debido a la falta de inversión por parte del oligopolio sectorial.

Finalmente, cabe destacar que la situación del sector externo se vio agravada por el intento de extorsión de los “fondos buitres” que contaron con la complicidad no sólo del juez Griesa sino también del conjunto del sistema judicial norteamericano. Se trata de un conflicto internacional en el que la Argentina cuenta con el apoyo de un amplio espectro de organismos internacionales y que no es posible de ser negociado ya que no solamente están en juego ingentes recursos económicos y el resguardo de la equidad respecto a los acreedores que accedieron al canje, sino principalmente la soberanía nacional.

## BIBLIOGRAFÍA CITADA

- Abeles, M., Forcinito, K. y Schorr, M. (2001), *El oligopolio telefónico argentino frente a la liberalización del mercado*, UNQ-FLACSO-IDEP, Buenos Aires.
- Abeles, M., Lavarello, P y Montagu, A. (2012), "Heterogeneidad estructural y restricción externa en la economía argentina" en *Hacia un desarrollo inclusivo, el caso de Argentina*. CEPAL-OIT, Infante Gerstenfeld editores, Santiago de Chile.
- Amico, F., Fiorito, A. y Zelada, A. (2012), "Expansión económica y sector externo en la Argentina de los años 2000: balance y desafíos hacia el futuro", CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 45, Buenos Aires.
- Arceo, N. y Wainer, A. (2008). "La crisis de la deuda y el default. Los distintos intereses en torno a la renegociación de la deuda pública". Documento de Trabajo N° 20, Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, Buenos Aires.
- Arza, V. y López, A. (2008), "El caso argentino", en López, A. et.al: *La industria automotriz en el MERCOSUR*, Serie Red Mercosur N° 10.
- Azpiazu, D. (1995), "La industria argentina ante la privatización, la desregulación y la apertura asimétricas de la economía. La creciente polarización del poder económico", en Nochteff, H. J. y Azpiazu, D., *El desarrollo ausente. Restricciones al desarrollo, neoconservadorismo y elite económica en la Argentina. Ensayos de Economía política*, FLACSO/Tesis Norma, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. (2002), *Las privatizaciones en la Argentina. Diagnósticos y propuestas para una mayor competitividad y equidad social*, CIEPP/OSDE, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. (2005), *Las privatizadas. Ayer, hoy y mañana*. Colección Claves para Todos, Capital Intelectual, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. y Forcinito, K. (2004), "Historia de un fracaso: la privatización del sistema de agua y saneamiento en el Área Metropolitana de Buenos Aires" en Azpiazu, D., Catenazzi, A. y Forcinito, K., *Recursos públicos, negocios privados: agua potable y saneamiento en el Área Metropolitana de Buenos Aires*, Serie Informes de Investigación N° 19, Universidad Nacional de General Sarmiento, marzo.
- Azpiazu, D., Basualdo, E. M. y Khavisse, M. (1986), *El nuevo poder económico en la Argentina de los ochenta*, Legasa, Buenos Aires.
- Azpiazu, D., Basualdo, E. M. y Nochteff, H. J. (1988), *La revolución tecnológica y las políticas hegemónicas. El complejo electrónico en la Argentina*. Legasa, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. y Manzanelli, P. (2011), "Reinversión de utilidades y formación de capital en un grupo selecto de grandes firmas", *Realidad Económica* N° 257, Buenos Aires.
- Azpiazu, D.; Manzanelli, P. y Schorr, M. (2011), *Concentración y extranjerización: la argentina en la posconvertibilidad*. Claves para todos, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. y Schorr, M. (2003), *Crónica de una sumisión anunciada. La renegociación con las empresas privatizadas bajo la Administración Duhalde*. Siglo XXI Editores/FLACSO, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. y Schorr, M. (2010), *Hecho en Argentina: Industria y economía, 1976-2007*. Buenos Aires: Siglo veintiuno editores.
- Barrera, M. (2013a), "La "desregulación" del mercado de hidrocarburos y la privatización de YPF: orígenes y desenvolvimiento de la crisis energética argentina"; en Basualdo, F., Barrera, M. y Basualdo E., *Las producciones primarias en la Argentina reciente: Minería, petróleo y agro pampeano*. Editorial Cara o Ceca. Buenos Aires.
- Barrera, M. (2013b), Reformas estructurales y caída de reservas hidrocarburíferas: el caso argentino, en *Análisis Económico*; Distrito Federal, México.
- Basualdo, E. (2011), *Sistema político y modelo de acumulación. Tres ensayos sobre la Argentina actual*. Cara o Ceca, Buenos Aires.
- Basualdo, E. M. (1987), *Deuda Externa y poder económico en la Argentina*, Editorial Nueva América, Buenos Aires.
- Basualdo, E. M. (2000), *Acerca de la naturaleza de la deuda externa y la definición de una estrategia política*, FLACSO/Universidad Nacional de Quilmes/Página 12, Buenos Aires.
- Basualdo, E. (2010), *Estudios de historia económica argentina. Deuda externa y sectores dominantes desde mediados del siglo XX a la actualidad*. FLACSO/Siglo XXI Editores Argentina, Buenos Aires (segunda edición).
- Basualdo, E. M., Nahón, C. y Nochteff H. (2007), "La deuda externa privada en la Argentina (1991-2005). Trayectoria, naturaleza y protagonistas", *Revista Desarrollo Económico*, N°

186, Buenos Aires.

- Basualdo, E. M. y Nahón C. (2004), “La presencia de las empresas privatizadas en el sector externo argentino durante la década de 1990. Análisis de sus efectos en el Balance de pagos”, FLACSO, Área de Economía y Tecnología, Documento de Trabajo N° 13, Buenos Aires.
- Basualdo, E. y Kulfas, M. (2000), “Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina”, en *Revista Realidad Económica*, Nro. 173, julio-agosto, Buenos Aires.
- Belloni, P. y Wainer, A. (2012), *La Argentina en la posconvertibilidad: ¿un nuevo modelo de desarrollo? Un análisis de los cambios y las continuidades en el intercambio comercial*. Documento de trabajo N° 23. Área de Economía y Tecnología de la FLACSO. Mayo.
- Bernat, G. (2011), “Crecimiento en la Argentina: del stop and go al go (slowly) non stop”, en *Boletín Informativo Techint*, N° 335, Buenos Aires.
- Braun, O (1970), “Desarrollo del capital monopolista en la Argentina”, en *El capitalismo argentino en crisis*, O. Braun (compilador). Siglo XXI, Buenos Aires.
- Braun, O. y Joy, L. (1968), “A model of economic stagnation. A case study of the Argentine economy”, en *The Economic Journal*, N° 312, Sussex, Inglaterra.
- Brodersohn, M. (1973), “Política económica de corto plazo, crecimiento e inflación en la Argentina, 1950-1972”, *Problemas económicos argentinos*, Ediciones Macchi, Buenos Aires
- Calcagno, E. (1987), “Los bancos transnacionales y el endeudamiento externo en la Argentina”, *Cuadernos de la CEPAL*, N° 56, Santiago de Chile.
- Castells, M. J. y Schorr, M. (2013), “¿Sustitución de importaciones en la posconvertibilidad? Una mirada desde la industria automotriz y la de bienes de capital”, en Schorr, M. (coord.): *Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarrollo o crecimiento industrial?* Estudios de economía política, Miño y Dávila, Buenos Aires.
- CELS (2015), *Derechos humanos en la Argentina*, Informe 2015, Capítulo XIII (Derechos humanos, desarrollo nacional y deudas soberanas). Siglo XXI. Buenos Aires.
- Chesnais, F (2001), “Introducción general”, Chesnais F. (compilador), *La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos*, Losada, Buenos Aires.
- CIFRA (2011), *El nuevo patrón de crecimiento y su impacto sobre la distribución del ingreso*, Documento de Trabajo N° 9, Buenos Aires.
- CIFRA (2012), *Informe de Coyuntura* N° 9, Buenos Aires.
- CIFRA (2014), *Informe de Coyuntura* N° 15. Buenos Aires.
- CIFRA (2014), *Informe de coyuntura* N° 16, Buenos Aires.
- Cimillo E. y otros (1973), “Un proceso de sustitución de importaciones con inversiones extranjeras: el caso argentino”, en *El desarrollo industrial en la Argentina: sustitución de importaciones, concentración económica y capital extranjero (1950-1970)*, CONADE, Buenos Aires.
- Comisión Especial Investigadora sobre la Fuga de Divisas de la Cámara de Diputados (2005), *La fuga de divisas en la Argentina*, Siglo XXI Editores Argentina, Buenos Aires.
- Damill, M. y Fanelli, J. M. (1988), “Decisiones de cartera y transferencias de riqueza en un período de inestabilidad macroeconómica”, Documento CEDES N° 12, Buenos Aires.
- Damill, M.; Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005), “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”, *Documento CEDES*, Buenos Aires.
- De Lucchi J. M. (2014), “Macroeconomía de la deuda pública. El desendeudamiento argentino (2003-2012) CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 53, Buenos Aires.
- De Pablo, J. (1975), “Precios relativos, distribución del ingreso y planes de estabilización: la experiencia de la Argentina durante 1957-70”, *Revista Desarrollo Económico*, N° 57, IDES, Buenos Aires.
- Diamand, M. (1973), *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia*. Editorial Paidós, Buenos Aires.
- Dumenil, G. y Levy, D. (2002), “The field of capital mobility and the gravitation of profit rates”, *Review of Radical Political Economics*, Vol. 34, N° 4.
- Equipo de Gestión Económica y Social (2004), *Reestructuración de la deuda pública argentina*; EGES ([www.eges.com.ar](http://www.eges.com.ar)), febrero, Buenos Aires.
- Fernández Bugna, C. y Porta, F. (2011), “La industria manufacturera: trayectoria reciente y cambios estructurales”, en PNUD: *La Argentina del largo plazo: crecimiento, fluctuaciones y cambio estructural*, Buenos Aires.

- FMI (2013), "Sovereign Debt Restructuring—Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework, International Monetary Fund. Traducción del Ministerio de Economía y FFPP de Argentina.
- Frenkel, R. (1980), "El desarrollo reciente del mercado de capitales en la Argentina", en *Revista Desarrollo Económico*, IDES, Buenos Aires.
- Gaggero, J.; C. Casparrino y E. Libman (2007), "La fuga de capitales. Historia, presente y perspectivas", CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 14, Buenos Aires.
- Gaggero, J.; Rúa, M.; Gaggero, A. (2013), "Fuga de Capitales III. Argentina (2002-2012). Magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes". CEFID-AR. Documento de Trabajo N° 52. Buenos Aires.
- Gogliormella, C. y Malic, E. (2013), "La deuda pública en Argentina: un análisis del canje del año 2005", *Revista del Centro Cultural de la Cooperación*, N° 18, Buenos Aires.
- Grondona, V. (2014), "Fuga de capitales IV. La manipulación de los precios de transferencias CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 58, Buenos Aires.
- Informe Mosconi (2012), "Informe Mosconi: Sobre la estrategia de depredación, desinversión y desabastecimiento de Repsol descubierta por el Equipo de Intervención de YPF S.A.". Buenos Aires.
- Kar, D. y Freitas, S. (2012), "Illicit Financial Flows From Developing Countries: 2002-2010". GLOBAL FINANCIAL INTEGRITY. Disponible en [http://iff.gfintegrity.org/documents/dec2012Update/Illicit\\_Financial\\_Flows\\_from\\_Developing\\_Countries\\_2001-2010-HighRes.pdf](http://iff.gfintegrity.org/documents/dec2012Update/Illicit_Financial_Flows_from_Developing_Countries_2001-2010-HighRes.pdf)
- Keifman, S. (1988), "Argentina bajo el Plan Baker", América Latina Internacional, FLACSO, abril-junio, Buenos Aires.
- Kulfas, M. (2005), "Internacionalización financiera y fuga de capitales. Argentina, Brasil, Chile y México en los años '90". Área de Economía y Tecnología de FLACSO, Documento de Trabajo N° 17, Buenos Aires.
- Kulfas, M., Schorr, M. (2003), *La deuda externa argentina. Diagnóstico y lineamientos propositivos para su reestructuración*. CIEPP/OSDE, Buenos Aires.
- Kupelian R. y Rivas M. (2014), Fondos buitres. El juicio contra Argentina y la dificultad que representan en la economía mundial. Documento de Trabajo N° 49. CEFID-AR. Febrero. Buenos Aires.
- Machinea J. L. y Sommer, J. (1990), "El manejo de la deuda externa en condiciones de crisis de balanza de pagos: la moratoria 1988-1989". Documento CEDES, N° 59, Buenos Aires.
- Maia, J. L. (1993), "El ingreso argentino al Plan Brady", en *Boletín Informativo Techint*, N° 274, abril-junio, Buenos Aires.
- Manzanelli, P. (2014): *¿Retención inversora? Grandes empresas y estrategias de acumulación durante la posconvertibilidad*, FLACSO, Tesis de Maestría, Buenos Aires.
- Manzanelli, P. y González, M. (2012), "La industria en la posconvertibilidad. El caso del complejo automotor", Área de Economía y Tecnología de FLACSO, Documento de Trabajo N° 25, Buenos Aires.
- Manzanelli, P. y Schorr, M. (2013), "Oligopolio y formación de precios. La industria argentina en la posconvertibilidad", en Schorr, M. (coord.). *Argentina en la posconvertibilidad: ¿Desarrollo o crecimiento industrial? Estudios de Economía Política*, Miño y Dávila, Buenos Aires.
- MECON (2014), Varios informes. Disponibles en <http://www.economia.gob.ar/DESENDEUDAR/es/index.htm>.
- Müller, A. (2013), "Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?", Documento de Trabajo N° 32, CESPFA-FCE-UBA, Buenos Aires.
- Myrdal, G. (1968), *Asian Drama*, Tomo I, Londres, 1968. Citado en Maurice Dobb (1975), *Teorías del valor y de la distribución desde Adam Smith*, Siglo XXI, México.
- Nochteff, H. (1984), *Desindustrialización y retroceso tecnológico en la Argentina, 1976-1982. La industria electrónica de consumo*, FLACSO-Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- O'Donnell, G. (1984), "Apuntes para una teoría del Estado", en "Teoría de la burocracia estatal", Oszlak, O. (comp.), Paidós, Buenos Aires.
- O'Donnell, G. (1977), "Estado y alianzas en la Argentina, 1956-1976", *Revista Desarrollo Económico*, N° 64, IDES, Buenos Aires.
- Olivera, G. (1994), "La ciencia económica como hermenéutica social", Separata del Volumen X de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba, "Estudios en Honor de Pedro J. Frías", junio.

- Portantiero J. (1977), "Economía y política en la crisis argentina: 1958-1973", *Revista Mexicana de Sociología* N° 2, México.
- Presentación argentina ante la Corte Internacional de La Haya (2014), Demanda de institución de procedimientos presentada ante la Secretaría de la Corte el 7 de agosto. "Disputa concerniente a las decisiones de la justicia de los EEUU relacionadas con la reestructuración de la deuda soberana argentina (Argentina vs. EEUU)". Disponible en <http://www.mecon.gov.ar/DESENDEUDAR/es/doc/documentacion-070814.pdf>.
- Sbattella, J., Chena, P., Palmieri, P. y Bona, L. (2012), *Origen, apropiación y destinos del excedente económico en la Argentina de la postconvertibilidad*. Editorial Coliheu, Buenos Aires.
- Schorr, M. (coord.) (2013): *Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarrollo o crecimiento industrial? Estudios de economía política*, Miño y Dávila, Buenos Aires
- Schorr M. y Porcelli, L. (2014), La industria electrónica de consumo en Tierra del Fuego. Régimen promocional, perfil de especialización y alternativas de desarrollo sectorial en la posconvertibilidad. Documentos de Investigación Social. N° 26. UNSAM/IDAES. Buenos Aires.
- Schvarzer, J. y Finkelstein H. (2004), "Renegociación de la deuda: un panorama confuso de montos, quitas, pagos y sustentabilidad futura", en: *Notas de Coyuntura N°16*, CESP, FCE-UBA, Buenos Aires.
- Sourrouille, J. (1976), "El impacto de las empresas transnacionales sobre el empleo y los ingresos: el caso de la Argentina", OIT, Buenos Aires.
- Zaiat, A. (2012), *Economía a contramano*. Planeta, Buenos Aires.
- Ziegler, J. (2014), "Los fondos buitres hacen el trabajo sucio". Entrevista publicada en Página/12, 5 de octubre de 2014, Buenos Aires.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL CEFID-AR:

Nº 1 – “METAS DE INFLACIÓN: IMPLICANCIAS PARA EL DESARROLLO”. Martín Abeles y Mariano Borzel. Junio 2004

Nº 2 – “ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL ROL DE LA BANCA PÚBLICA”. Daniel Kampel y Adrian Rojze. Noviembre 2004

Nº 3 – “REGULACIÓN BANCARIA EN ARGENTINA DURANTE LA DÉCADA DEL 90”. Guillermo Wierzba y Jorge Golla. Marzo 2005

Nº 4 – “BANCA COOPERATIVA EN FRANCIA. UN ESTUDIO DE CASO”. Mariano Borzel. Junio 2005

Nº 5 – “LA CUESTIÓN TRIBUTARIA EN ARGENTINA. LA HISTORIA, LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE Y UNA PROPUESTA DE REFORMA”. Jorge Gaggero y Federico Grasso. Julio 2005

Nº 6 – “SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCA. UNA HERRAMIENTA PARA EL DESARROLLO DEL CRÉDITO PYME”. Alejandro Banzas. Octubre 2005

Nº 7 – “EL MANEJO DE LA CUENTA CAPITAL: ENSEÑANZAS RECIENTES Y DESAFÍOS PARA ARGENTINA” Autor: Mariano Borzel, Colaborador: Emiliano Libman. Diciembre 2005

Nº 8 – “FINANCIAMIENTO A PYMES EN LA BANCA PÚBLICA. ESTUDIO DE CASO: DESARROLLO DE MODELOS DE SCORING DE RIESGO CREDITICIO EN EL BANCO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES”. César Marcelo Ciappa. Enero 2006

Nº 9 – “LA CRISIS ARGENTINA DE 2001. ALGUNOS TÓPICOS SOBRE SU IMPACTO EN EL PORTAFOLIO Y LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO”. Máximo Sangiácomo. Febrero 2006

Nº 10 – “DIMENSIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO” Autor: Jorge Golla Colaborador: Lorena E. Fernández. Mayo 2006

Nº 11 – “EL SPREAD BANCARIO EN LA ARGENTINA. UN ANÁLISIS DE SU COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN (1995-2005)”. Federico Grasso y Alejandro Banzas. Agosto 2006

Nº 12 – “LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LA POST-CONVERTIBILIDAD. PRINCIPALES TENDENCIAS EN UN NUEVO PATRÓN DE CRECIMIENTO” Ariana Sacroisky Octubre 2006

Nº 13 – “ESTRUCTURA PRODUCTIVA Y DETERMINACIÓN DE PRECIOS. UN ABORDAJE SECTORIAL (2002-2005)” Mariano Borzel y Esteban Kiper. Noviembre 2006

Nº 14 – “LA FUGA DE CAPITALES. HISTORIA, PRESENTE Y PERSPECTIVAS”. Jorge Gaggero, Claudio Casparrino y Emiliano Libman. Mayo 2007

Nº 15 – “LA INVERSIÓN Y SU PROMOCIÓN FISCAL ARGENTINA, 1974 – 2006” Jorge Gaggero y Emiliano Libman, Junio 2007

Nº 16 – “DESAFÍOS DE LA RECONFIGURACIÓN PRODUCTIVA EN ARGENTINA. APORTES PARA EL DEBATE ACTUAL”. María Agustina Briner, Ariana Sacroisky y Magdalena Bustos Zavala. Julio 2007

Nº 17 – “LA SOSTENIBILIDAD DE LA POLÍTICA DE ESTERILIZACIÓN”. Roberto Frenkel. Agosto 2007

Nº 18 – “EL FINANCIAMIENTO A LA VIVIENDA EN ARGENTINA. HISTORIA RECIENTE, SITUACIÓN ACTUAL Y DESAFÍOS”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Septiembre 2007

Nº 19 – “NUEVAS ARQUITECTURAS FINANCIERAS REGIONALES. SU INSTITUCIONALIDAD Y CARACTERÍSTICAS”. Guillermo Wierzba. Diciembre 2007

Nº 20 – “UN ESTUDIO DE CASOS SOBRE BANCA DE DESARROLLO Y AGENCIAS DE FOMENTO” Claudio Golonbek y Emiliano Sevilla. Mayo de 2008

Nº 21 – “BANCA DE DESARROLLO EN ARGENTINA. BREVE HISTORIA Y AGENDA PARA EL DEBATE” Claudio Golonbek, Septiembre 2008

Nº 22 - “LA REGULACIÓN FINANCIERA BASILEA II. LA CRISIS Y LOS DESAFÍOS PARA UN CAMBIO DE PARADIGMA” Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez, Romina Kupelian y Rodrigo López. Noviembre 2008

- N° 23 – “LA PROGRESIVIDAD TRIBUTARIA. SU ORIGEN, APOGEO Y EXTRAVÍO (Y LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE)” Jorge Gaggero. Diciembre 2008
- N° 24 – “LAS ESTRATEGIAS DE FOCALIZACIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA. LECCIONES PARA LA ARGENTINA DE LAS EXPERIENCIAS DE SINGAPUR, MALASIA Y LA REPÚBLICA CHECA” Ariana Sacroisky. Abril 2009
- N° 25 – “DESIGUALDAD Y CRECIMIENTO. LA LITERATURA, LOS DEBATES Y SU MEDICIÓN” Autor: Federico Grasso Colaboración: María José Castells. Mayo 2009.
- N° 26 – “CRISIS MUNDIAL. ELEMENTOS PARA SU ANÁLISIS”. Enrique Arceo, Claudio Golonbek y Romina Kupelian. Julio 2009
- N° 27 – “TITULIZACIÓN HIPOTECARIA EL INSTRUMENTO. RESEÑA DE EXPERIENCIAS. ENSEÑANZAS Y DESAFIOS POST-CRISIS PARA SU USO EN LA ARGENTINA”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Agosto 2009
- N°28 – “BANCA DE DESARROLLO UN ESTUDIO DE CASO: BNDES, DISEÑO INSTITUCIONAL Y ROL CONTRACICLICO”. Claudio Golonbek y Andrea Urturi. Marzo de 2010.
- N°29- “LA FUGA DE CAPITALES II. ARGENTINA EN EL ESCENARIO GLOBAL (2002-2009). Jorge Gaggero, Romina Kupelian y María Agustina Zelada. Julio de 2010.
- N°30- “CENTRO, PERIFERIA Y TRANSFORMACIONES EN LA ECONOMIA MUNDIAL”. Enrique Arceo y María Andrea Urturi. Agosto de 2010.
- N°31- “EL REGIMEN BAJO PRESION: LOS ESQUEMAS DE METAS DE INFLACION EN BRASIL, CHILE, COLOMBIA Y PERU DURANTE EL BOOM EN LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE MATERIA PRIMA”. Martin Abeles y Mariano Borzel. Septiembre de 2010.
- N°32- “LOS DESAFÍOS PARA SOSTENER EL CRECIMIENTO. EL BALANCE DE PAGOS A TRAVÉS DE LOS ENFOQUES DE RESTRICCIÓN EXTERNA”. Rodrigo López y Emiliano Sevilla. Octubre de 2010.
- N°33- “EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO. LA EVOLUCIÓN DE SU REGIMEN REGULATORIA DESDE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA. IMPACTOS RELEVANTES SOBRE EL CRÉDITO Y LA ECONOMÍA REAL”. Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez y Romina Kupelian. Noviembre de 2010
- N°34 - “AMERICA LATINA: EXPANSIÓN, CRISIS Y DESPUÉS. UN ESTUDIO DE CASO SOBRE LA POLÍTICA CONTRACÍCLICA EN ARGENTINA”. Guillermo Wierzba y Pablo Mareso. Diciembre 2010.
- N°35 - “PRODUCTO POTENCIAL Y DEMANDA EN EL LARGO PLAZO: HECHOS ESTILIZADOS Y REFLEXIONES SOBRE EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico, Alejandro Fiorito y Guillermo Hang. Enero 2011.
- N°36 - “SECTOR FINANCIERO ARGENTINO 2007/2010. NORMALIZACIÓN, EVOLUCIÓN RECIENTE Y PRINCIPALES TENDENCIAS”. Claudio Golonbek y Pablo Mareso. Marzo 2011.
- N°37 - “LA REGULACIÓN DE LA BANCA EN ARGENTINA (1810-2010). DEBTAES, LECCIONES Y PROPUESTAS”. Guillermo Wierzba y Rodrigo López. Junio 2011.
- N°38 - “PLANIFICAR EL DESARROLLO. APUNTES PARA RETOMAR EL DEBATE”. Claudio Casparrino, Agustina Briner y Cecilia Rossi. Julio 2011.
- N°39 - “MÁRGENES UNITARIOS FLEXIBLES, CICLO ECONÓMICO, E INFLACIÓN”. Gustavo A. Murga y María Agustina Zelada. Agosto 2011.
- N°40 - “IMPACTO DEL PRESUPUESTO SOBRE LA EQUIDAD. CUADRO DE SITUACIÓN (ARGENTINA 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2011.
- N°41 - “DIMENSIÓN Y REGULACIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO”. Romina Kupelian y María Sol Rivas. Diciembre 2011.
- N° 42 “Globalización financiera y crisis. Los límites que impone la OMC para la regulación estatal”. Ariana Sacroisky y María Sol Rivas. Abril 2012
- N° 43 – “Estrategias de desarrollo y regímenes legales para la inversión extranjera”. Enrique Arceo y Juan Matias De Lucchi. Mayo 2012.

- Nº 44 – “El enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena”. Juan Matías De Lucchi. Junio 2012.
- Nº 45 – “Expansión económica y sector externo en la Argentina de los años 2000”. Balance y desafíos hacia el futuro. Fabián Amico, Alejandro Fiorito y María Agustina Zelada. Julio 2012.
- Nº 46 – “Impacto sobre la equidad II. Simulación de los efectos distributivos de cambios en el gasto público y los impuestos. (Argentina, 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2012.
- Nº 47 – “Impacto sobre la equidad III. Fiscalidad y Equidad en la Argentina: un enfoque de equilibrio general”. María Priscila Ramos y Leandro Antonio Serino. Con el asesoramiento de Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Octubre 2012.
- Nº 48 “SECTOR EXTERNO Y POLÍTICA FISCAL EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO. LA EXPERIENCIA DE AMÉRICA LATINA ANTE LA CRISIS INTERNACIONAL DE 2008-2009. Martin Abeles, Juan Cuattromo, Pablo Mareso y Fernando Toledo. Marzo 2013.
- Nº 49 “FONDOS BUITRE. EL JUICIO CONTRA ARGENTINA Y LA DIFICULTAD QUE REPRESENTAN EN LA ECONOMÍA MUNDIAL” Romina Kupelian y Maria Sol Rivas. Septiembre 2013.
- Nº 50 “LA UNIDAD Y LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA DE AMÉRICA LATINA: SU HISTORIA, EL PRESENTE Y UN ENFOQUE SOBRE UNA OPORTUNIDAD INÉDITA”. Guillermo Wierzba, Jorge Marchini, Romina Kupelian y María Andrea Urturi. Octubre 2013.
- Nº 51 “LA POLÍTICA FISCAL EN EL ENFOQUE DE HAAVELMO Y KALECKI. EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico. Noviembre 2013.
- Nº 52 “LA FUGA DE CAPITALS III. ARGENTINA (2002-2012). MAGNITUDES, EVOLUCIÓN, POLÍTICAS PÚBLICAS Y CUESTIONES FISCALES RELEVANTES. Jorge Gaggero. Magdalena Rua, Alejandro Gaggero. Diciembre 2013.
- Nº 53 “MACROECONOMÍA DE LA DEUDA PÚBLICA. EL DESENDEUDAMIENTO ARGENTINO (2003-2012) Juan Matías De Lucchi. Enero 2014.
- Nº 54 “CRECIMIENTO Y BRECHA DE INFRAESTRUCTURA”. Norberto E. Crovetto, Guillermo Hang, Claudio Casparrino. Febrero 2014.
- Nº 55 “RACIONAMIENTO DE CREDITO EN UN MARCO DE DINERO PASIVO Y REFERNCIA POR LA LIQUIDEZ DE LOS BANCOS” Rodrigo López y Pablo Mareso. Marzo 2014.
- Nº 56 “ CRÉDITO Y COMUNIDAD. DEBATES, ESQUEMAS Y EXPERIENCIAS EN EL CAMPO DE LAS FINANZAS SOLIDARIAS” Ariana Sacroisky y Andrea Urturi. Abril 2014
- Nº 57 “SOSTENIBILIDAD E IMPLICANCIAS DEL DESACOPLE ENTRE EL CENTRO Y LA PERIFERIA EN EL CONTEXTO LATINOAMERICANO” Fabián Amico. Mayo 2014
- Nº58 “FUGA DE CAPITALS IV. ARGENTINA, 2014. LA MANIPULACIÓN DE LOS PRECIOS DE TRANSFERENCIA” Verónica Grondona con la supervisión de Jorge Gaggero.
- Nº 59 “EXCEDENTE Y DESARROLLO INDUSTRIAL EN ARGENTINA: SITUACIÓN Y DESAFÍOS” Autores: Fernando Porta, Juan Santarcangelo y Daniel Scheingart. Julio 2014
- Nº 60 “FUGA DE CAPITALS V. ARGENTINA, 2014. LOS “FACILITADORES” DE LA FUGA”. Autora: Magdalena Rua con la supervisión de Jorge Gaggero. Agosto 2014
- Nº 61 “POLÍTICA MONETARIA, BANCOS PÚBLICOS Y FLUJOS DE CAPITALS EN CHINA. UN MERCADO FINANCIERO LIDERADO POR EL ESTADO” Autor: Juan Matías De Lucchi. Septiembre 2014
- Nº 62 “UNA MIRADA CRITICA AL PARADIGMA DEL MULC” Autor: Estanislao Malic. Octubre 2014
- Nº 63 “LA SOJA EN ARGENTINA (1990-2013): CAMBIOS EN LA CADENA DE VALOR Y NUEVA ARTICULACIÓN DE LOS ACTORES SOCIALES” Autores: Martin Burgos, Ernesto Mattos y Andrea Medina. Noviembre 2014
- Nº 64 “Dinámica de la producción industrial y la sustitución de importaciones. Reflexiones históricas y balance del período 2003-2013” Autores: Matías Kulfas, Evelin Goldstein y Martín Burgos. Diciembre 2014

Nº65 “TÓPICOS SOBRE MERCADOS Y BANCA CENTRAL. REDISCUTIENDO LOS DESAFÍOS DE LA POLÍTICA ANTE LA CRISIS GLOBAL” Autor: Juan Matías De Lucchi. Enero 2015

Nº 66 “EL G20 Y LOS DEBATES PENDIENTES” Autores: Parte I: Guillermo Wierzba, con la colaboración de Verónica Grondona. Parte II: Jorge Gaggero, con la colaboración de Fabián Amico y Romina Kupelian. Febrero 2015

Nº 67 “LOS SALARIOS REALES EN EL LARGO PLAZO: SURGIMIENTO DE UN NUEVO PISO ESTRUCTURAL DE LAS REMUNERACIONES EN ARGENTINA”. Autor: Fabián Amico. Marzo 2015