

# Argentina: Camino del desendeudamiento (1991-2011)\*

Argentina: Road to debt reduction. 1991-2011

Pablo Nemiña\*\*

## Resumen

El presente artículo analiza las transformaciones de la política financiera en la Argentina durante el período 1991-2011. Para ello, se estudian las principales acciones del Estado orientadas a enfrentar la problemática de la deuda pública y el financiamiento, así como las relaciones establecidas con el sector financiero y el FMI. La evolución de la política financiera argentina resalta uno de los contrapuntos más sobresalientes entre el período de la convertibilidad vigente hasta 2001 y la etapa posterior. El régimen de convertibilidad implicó el sostenimiento de una moneda nacional sobrevaluada, la cual determinó el progresivo incremento de la deuda pública y alentó el proceso de financiarización de la economía. En cambio, el régimen de la posconvertibilidad, apoyado en el mantenimiento de un tipo de cambio competitivo junto al superávit fiscal y comercial, ha contribuido a promover la actividad productiva por sobre la financiera. Esto, junto a la reestructuración de la deuda, ha permitido sostener un proceso de reducción gradual del endeudamiento público en términos relativos, liberando recursos para fomentar el mercado interno. Consecuentemente, con posterioridad a 2002 se observa una erosión de la capacidad de condicionamiento estructural sobre la dinámica del crecimiento de los acreedores, el FMI, y el sector financiero en general, en simultáneo con la obtención de mayores grados de autonomía financiera por parte del Gobierno Nacional. Finalmente, se analizan los desafíos que impone la crisis internacional a la continuación de este sendero.

**Palabras clave:** Dependencia; financiarización; convertibilidad.

---

\* Se agradecen los valiosos comentarios de Ana Castellani, Martín Schorr, Luciana Strauss y Diana Tussie. Naturalmente, se los exime de toda responsabilidad en cuanto a los errores u omisiones existentes.

\*\* Sociólogo y Doctor en Ciencias Sociales, en ambos casos por la Universidad de Buenos Aires. Becario del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas, con sede en el Instituto de Altos Estudios Sociales de la Universidad Nacional de San Martín. Investigador Asociado del Área de Relaciones Internacionales de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales – Argentina. E-mail: [pablonemina@yahoo.com.ar](mailto:pablonemina@yahoo.com.ar).

### Abstract

This article analyzes the transformation in Argentina's financial policies during the period of 1991-2011, examining the principal actions of the State oriented towards confronting the various problems of the public debt burden and its financing, as well as the relationships established with the financial sector and the IMF. The evolution of the country's financial policies highlights one of the most notable differences between the period of convertibility, which ended in 2001, and the posterior period. The convertibility regime brought with it an overvalued currency, which determined the progressive increase in public debt and amplified the process of the financialization of the Argentine economy. On the other hand, the post-convertibility regime, supported by the maintenance of a competitive exchange rate together with fiscal and trade surpluses, has contributed to the promotion of productive over financial activity. Together with the debt restructuring, a process of gradual reduction in the relative weight of public debt has taken hold, freeing up resources to stimulate the domestic market. Consequently, after 2002 there is a clear erosion in the capacity of creditors, the IMF, and the financial sector in general to structurally condition growth dynamics; simultaneously, the national government gained greater degrees of financial autonomy. Finally, the article analyzes the challenges that the international crisis imposes on this evolution.

**Key words:** Dependency; financialization; convertibility

### Introducción

Al cumplirse diez años del estallido de la crisis de la convertibilidad a finales del año 2001, la economía argentina muestra un contraste notable entre aquel contexto y el actual. Por entonces, la actividad cerraba el tercer año consecutivo de caída del producto, más de un tercio de la población económicamente activa (PEA) afrontaba dificultades de empleo y la deuda pública, cuyos vencimientos en ese año equivalían al 20.2% de los ingresos<sup>1</sup>, establecía una profunda restricción estructural para reestablecer la senda del crecimiento. Diez años después, la economía ostenta un crecimiento acumulado del 60% desde 2001<sup>2</sup>, la población con

---

<sup>1</sup> Datos del Ministerio de Economía (MECON).

<sup>2</sup> *Ibíd.*

problemas de empleo disminuyó al 15.2%<sup>3</sup>, y luego de la reestructuración de deuda con acreedores privados y la cancelación anticipada de los vencimientos con el Fondo Monetario Internacional (FMI), los vencimientos de deuda pública han caído hasta afectar el 8.2% de los ingresos<sup>4</sup>.

En este marco, la evolución de la política financiera argentina durante este período resalta uno de los contrapuntos más sobresalientes. El régimen de convertibilidad vigente entre 1991 y 2001 implicó el sostenimiento de una moneda nacional sobrevaluada, la cual determinó el progresivo incremento de la deuda pública que hizo posible su continuidad. En cambio, el régimen económico de la posconvertibilidad se apoya en el mantenimiento de un tipo de cambio competitivo, el ingreso de dólares “genuinos” mediante una balanza comercial superavitaria, y la disminución del endeudamiento público en términos relativos.

Estas diferencias se reflejan en las actividades económicas privilegiadas y en los actores beneficiados por cada régimen. Mientras que en la convertibilidad se alentó el desarrollo del sector financiero, la devaluación dio un impulso a la actividad productiva, al tiempo que la reestructuración de la deuda y una posición fiscal más holgada contribuyeron a reducir el peso de los intereses sobre el presupuesto nacional, liberando recursos para promover el mercado interno. En este sentido, con posterioridad a 2002 se observa una progresiva erosión de la capacidad de condicionamiento estructural sobre la dinámica del crecimiento de los acreedores, las instituciones que alentaron sus intereses como el FMI, y el sector financiero en general, en simultáneo con la obtención de mayores grados de autonomía financiera por parte del Gobierno Nacional.

El presente artículo analiza las principales transformaciones acontecidas en la economía argentina durante el período 1991-2011, enfatizando lo sucedido en la esfera financiera. Para ello, se

---

<sup>3</sup> Desocupados más subocupados al 4º trimestre de 2011 (datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos INDEC).

<sup>4</sup> Datos del MECON, a fin de 2011.

estudian las principales acciones del Estado orientadas a enfrentar la problemática de la deuda pública y el financiamiento, así como las relaciones establecidas con el sector financiero y el FMI. La presentación, articulada según un orden cronológico, se divide en tres subperíodos: a) la década de los '90, donde se repasan las características y limitaciones principales del régimen de convertibilidad; b) los años comprendidos entre 2002 y 2005, en donde se presentan las implicancias de la depreciación cambiaria, la cesación de pagos y la posterior renegociación de la deuda con el sector privado sobre la economía; c) los años posteriores a 2006, en los cuales la reducción de la deuda se consolida –junto al establecimiento de un tipo de cambio competitivo y el mantenimiento de superávits fiscales y de la balanza comercial- como un objetivo central del programa económico. Finalmente, se hace una breve referencia a los desafíos que impone la crisis internacional actual al régimen económico.

### **Los años noventa: deuda, dependencia y financiarización de la economía**

Atendiendo al reclamo extendido por resolver *de raíz* el problema de la inflación, el Gobierno de C. Menem implementó un programa de reformas estructurales inspirado en el Consenso de Washington (CW) que incluyó un extenso programa de privatizaciones y desregulaciones, una mayor apertura financiera y comercial y, en general, la transformación radical del papel del sector público. Poco después se sancionó en 1991 la ley de convertibilidad, la cual estableció la conversión de la moneda nacional a un tipo de cambio fijo de 1 peso por dólar, obligó a respaldar la base monetaria con divisas y prohibió cubrir el déficit fiscal a través de la emisión sin respaldo. La combinación de apertura financiera y comercial junto a la restricción monetaria en un marco de tipo de cambio bajo logró controlar la inflación, pero a costa del deterioro del entramado productivo local, profundamente afectado por la

competencia externa y el incentivo a la especulación financiera (Schorr, 2004).

Por otra parte, Argentina ingresó al Plan *Brady*, mediante el cual canjeó la mayor parte de los créditos contraídos con bancos comerciales (unos 30.000 millones de dólares entre capital e intereses adeudados) por títulos de deuda soberanos a treinta años, respaldados por dos bonos cupón cero del Tesoro de EE.UU. (Basualdo, 2006: 348-350). Esto permitió salir del *default* vigente desde 1988 y la atomización de los acreedores, eliminando el riesgo que pesaba sobre el sistema bancario estadounidense. Asimismo, determinó una transformación sustancial en la composición de la deuda y los actores implicados en la misma. Desde entonces, la deuda pública estuvo compuesta en su mayoría por títulos que cotizaban en los mercados de capital y podían ser negociados libremente por inversores individuales o institucionales (en especial fondos mutuales o de pensión). Estos, a su vez, toman sus decisiones de compra-venta siguiendo las recomendaciones de las agencias calificadoras de riesgo, las cuales se basan en una serie de indicadores que procuran determinar la solvencia del país en función de las posibilidades reales de repago.

Así, la inserción del país en los mercados internacionales de capital alentó la financiarización de la economía; ésta se define como el proceso a través del cual los actores, los mercados y los criterios de decisión de carácter financiero cobran primacía sobre el conjunto de la economía, con el consiguiente aumento de la inestabilidad y volatilidad inherentes a la forma financiera de acumulación (Chesnais, 2001: 15-16). La financiarización es el resultado de tres cambios, relacionados entre sí: a) el aumento del tamaño relativo de la actividad financiera; b) la mayor capacidad de condicionamiento estructural de los actores financieros y/o la afinidad de intereses entre éstos y los actores no financieros; c) el mayor dominio sobre la dinámica de crecimiento a través del manejo de los resortes que impulsan las sucesivas fases de auge y recesión (Palazuelos, 2011: 13).

Cada uno de ellos –con mayor o menor grado- tuvo lugar en la economía argentina durante la década del '90. En primer lugar, la estabilidad y la expansión de la economía pasaron a depender muy estrechamente de la posición externa del país, ya que el ingreso de divisas constituía el principal mecanismo que permitía aumentar la base monetaria y, con él, la demanda (Vitelli, 2001). La sobrevaluación de la moneda nacional alentaba las importaciones, lo cual redundó en una balanza comercial deficitaria; la inversión extranjera directa tenía su contrapartida en la salida de divisas en la forma de remisión de utilidades, y el flujo de capitales especulativos era altamente volátil. Así, el endeudamiento externo se consolidó como la fuente principal de entrada de divisas. Ello requirió establecer una tasa de interés real positiva y superior a la internacional, lo cual alentó la actividad financiera en detrimento de la producción. En efecto, la tasa de interés real promedio entre 1994 y 2001 ascendió a 13.28% anual, mientras que la correspondiente a 2002-2010 disminuyó a 1.51%<sup>5</sup>. Por otra parte, en el (gráfico1) se observa el incremento de la deuda pública (en términos nominales y relativos) entre 1993 y 2001 respectivamente, y se resalta el contraste con lo sucedido en el período posterior.<sup>6</sup>

En segundo lugar, la centralidad de la deuda para el sostenimiento del modelo de acumulación ubicó a los inversores externos y al sector financiero en general como un actor dominante, ya proveían las divisas necesarias para sostener el régimen convertible y financiar los déficits públicos. En tercer lugar, el carácter “deuda dependiente” del régimen de la convertibilidad expuso al ciclo de la economía a la inestabilidad del mercado internacional de capitales: ascendente en coyunturas de alta liquidez y recesivo

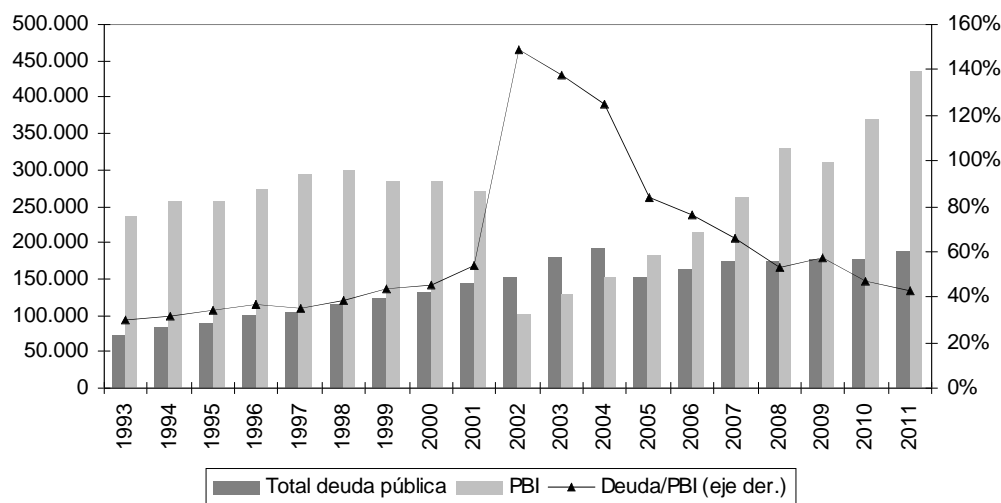
---

<sup>5</sup> Tasa de interés activa deflactada por el índice de precios implícito del PBI (datos del INDEC y el Banco Mundial).

<sup>6</sup> Más adelante se desarrolla el análisis de las principales transformaciones acontecidas en la posconvertibilidad.

**Gráfico 1**

Argentina: PBI, total de deuda pública del Gobierno Nacional y ratio deuda/PBI, 1993-2011. En millones de dólares corrientes al final de cada período.



Cifras del 2011 basadas en estimaciones del Ministerio de Economía y el FMI.  
Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y FMI.

durante las crisis externas (Kulfas y Schorr, 2003). En este marco, el FMI jugó un rol fundamental como garante ante el sector financiero del repago de la deuda, alentando la implementación de medidas ortodoxas que contribuían a mantener el ciclo de endeudamiento, y luego concediendo créditos durante las coyunturas de crisis a fin de garantizar el servicio de la deuda (Brenta y Rapoport, 2003; Nemiña, 2012). Este comportamiento permitió realizar cuantiosas ganancias a los acreedores, en tanto se garantizaban el cobro de los intereses que acompañaban a sus créditos; y adicionalmente a los grandes conglomerados locales y a las empresas transnacionales, que contaron con las divisas para financiar la remisión de utilidades al exterior.

Los impactos provenientes desde la esfera financiera –en especial, la suba de la tasa de interés como resultado de las crisis financieras del Sudeste Asiático y de Rusia- y real -la mayor presión externa como resultado de la devaluación brasileña, el principal socio comercial argentino- contribuyeron a que la

economía entrara en recesión a mediados de 1998. Asimismo, el creciente peso del servicio de la deuda sobre el presupuesto aumentó la desconfianza de los inversores sobre la capacidad de repago, lo cual dificultó el acceso a los créditos privados y ubicó al FMI como la única fuente de financiamiento. La decisión del Gobierno de la Alianza<sup>7</sup> de sostener la convertibilidad obligó a aceptar los sucesivos recortes exigidos por el organismo para entregar sus créditos. Finalmente, el estallido de una crisis económica y social sin precedentes marcó el límite político a la capacidad de profundizar el ajuste, determinando la renuncia anticipada del presidente De la Rúa. Sin crédito externo y sin el apoyo de los organismos financieros ni de los países centrales, la Argentina declaró la suspensión parcial de los pagos de la deuda pública, y días después abandonó el régimen de convertibilidad. De un *stock* de deuda pública a fin de 2001 de 144.500 millones de dólares, se declararon en *default* 94.300 millones, un 65% del total, constituidos por 87.000 millones en títulos públicos y 7.300 millones de deuda con otros acreedores, en especial, el Club de París (Kulfas, 2004).

### **Devaluación y *default***

En medio de una crisis sin precedentes, en la que se sucedieron cinco presidentes en una semana, asumió la presidencia el justicialista Duhalde. La devaluación disparó un conflicto entre deudores y acreedores en dólares. Los primeros, empresas y particulares, manifestaron la imposibilidad de respetar la moneda original de sus pasivos; los segundos, entidades financieras, señalaron que de aceptarse ese planteo no podrían devolver los depósitos en dólares a sus ahorristas. El Gobierno propuso pesificar asimétricamente esas obligaciones otorgando compensaciones a los ahorristas y pequeños deudores, pero debido a la

---

<sup>7</sup> En diciembre de 1999 asumió la presidencia De la Rúa, en representación de una Alianza conformada por la Unión Cívica Radical, el centenario y tradicional partido representante de los sectores medios urbanos, y el Frepaso, esta última una joven fuerza política progresista surgida en la década del '90.



presión conjunta de los bancos y las grandes empresas, extendió las compensaciones en todos los casos sin distinción de la magnitud de la deuda o el tamaño del acreedor. Esto implicó la emisión de títulos por unos 8.500 millones de dólares (Cobe, 2009: 88-107).

Por otra parte, aislado internacionalmente y debilitado en el plano local, el Gobierno buscó un acuerdo con el FMI que permitiera acceder al financiamiento externo para contener las expectativas de devaluación, y resolver con mayor margen los conflictos derivados de la pesificación. Pero chocó con la intransigencia del Fondo, que buscando evitar asumir su corresponsabilidad ante la crisis y asegurar las menores pérdidas posibles a los acreedores y al sector financiero, condicionó su asistencia a la implementación de una serie de medidas de neto corte ortodoxo. Entre otras, se destacan liberalizar el tipo de cambio (que en pocos meses de disparó en un 300%), congelar el gasto en el marco de una economía con 25% de desocupados y casi 60% de pobres, y derogar la ley de subversión económica, que podría haber permitido sancionar el accionar de los banqueros durante la crisis (Nemiña, 2011).

El impacto negativo de las medidas debilitó aún más políticamente al Gobierno; sin embargo, la estabilización del precio del dólar y la reactivación productiva por la sustitución de importaciones y las exportaciones dieron mayor certidumbre a la economía a partir de la segunda mitad de 2002. Finalmente, el FMI aprobó un acuerdo transitorio hasta el recambio presidencial, cuyo financiamiento sólo compensaba los pagos por capital, debiendo el país cancelar con sus reservas los intereses.

### **Renegociación de la deuda**

Al asumir la presidencia en 2003, Kirchner encontró una economía en proceso de recuperación, motorizada por el consumo privado, la inversión y las exportaciones (Frenkel y Rapetti, 2006: 12). Asimismo, comenzaban a consolidarse los tres ejes sobre los que se apoyaría el régimen de la posconvertibilidad (cuadro 1): tipo de

cambio competitivo para alentar la actividad productiva (de representar el 31.5% del PBI en promedio entre 1993 y 2001, la producción de bienes significó el 40% del PBI en promedio entre 2002 y 2010 <sup>8</sup>); superávit comercial, como resultado de la combinación del aumento del precio de las materias primas y la restricción a las importaciones, el cual disminuía la vulnerabilidad externa; y superávit fiscal, efecto del aumento de los ingresos y la disminución del gasto real y del servicio de la deuda, que otorgaba margen para controlar el tipo de cambio y evitaba recurrir al endeudamiento como fuente de financiamiento (Cenda, 2010).

### Cuadro 1

Argentina. Evolución de los principales indicadores macroeconómicos, 1998 y 2005.

|   | 1998    | 2005   |
|---|---------|--------|
| Tipo de cambio (\$ por USD)                             | 1       | 2.93   |
| Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (dic-01=100) | 114.7   | 232.1  |
| Saldo de Cuenta Corriente (en M. de USD)                | -14.465 | 5.275  |
| Balanza Comercial (ídem)                                | -4.944  | 11.700 |
| Resultado Primario del Gob. Nacional (en M. de pesos)   | 2.587   | 19.661 |
| Resultado Financiero del Gob. Nacional (en M. de pesos) | -4.074  | 9.418  |

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y el BCRA.

No obstante, aún restaba enfrentar la renovación del vínculo con el FMI y encarar la restructuración de la deuda, entre otros desafíos. En este sentido, por efecto de la devaluación y la emisión de títulos para compensar a los ahorristas, deudores y bancos, la deuda pública ascendía a fines de 2003 a casi 180.000 millones de dólares (mdd) (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005: 217).

<sup>8</sup> Datos del MECON.

Apoyado en una estrategia de confrontación, Kirchner renovó el acuerdo con el FMI por tres años evitando aceptar las condiciones más exigentes. Mientras que el Fondo reclamaba un superávit primario del 5% del PBI y condicionar su uso para garantizar una oferta beneficiosa a los acreedores, el Gobierno logró imponer un techo del 3% y plantear una propuesta de reestructuración que no estableciera una carga tan gravosa sobre el presupuesto y el crecimiento. Así, sobre un *stock* de deuda impaga de 87.000 millones de dólares (monto que dejaba afuera a los intereses vencidos y no pagados desde el *default*), propuso una quita del 75% sobre el valor nominal (Ibíd.: 219). A pesar de contar con la simpatía de estados Unidos (US), que buscaba mostrar al mundo financiero un ejemplo aleccionador para limitar los comportamientos especulativos en el futuro, debido a la oposición de los acreedores, gran parte del G7, y el FMI, el Gobierno planteó una segunda oferta con una quita de entre el 65 y el 70%, de todas formas una propuesta considerada agresiva por los acreedores.

Poco después el FMI condicionó la revisión del acuerdo a que el Gobierno mejorara una vez más los términos de la oferta; asimismo, reclamó aumentar el ahorro fiscal y las tarifas de los servicios públicos, y bajar el tipo de cambio, para facilitar la adquisición de dólares y aumentar la capacidad de repago de la deuda. En este marco, apoyado por gran parte del arco político y las principales agrupaciones de empresarios y trabajadores, y una posición externa relativamente estable, el Gobierno suspendió el acuerdo. Desde entonces, Argentina dejó de recibir desembolsos del FMI y debió afrontar los vencimientos de capital con sus propios recursos, pero a cambio evitó mejorar nuevamente la oferta a los acreedores y modificar la orientación del programa económico.

### **Desendeudamiento**

El 76.15% del total de la deuda en *default* ingresó al primer canje, lo cual permitió disminuir el *stock* de deuda pública en unos

67.000 mdd, cayendo del 139% al 73% del PBI, y reducir la exposición al riesgo cambiario, ya que un 44% de los nuevos títulos fue emitido en moneda nacional (Ibíd.: 225).

En el marco de los avances logrados en relación a la resolución de la cesación de pagos, la no emisión de nueva deuda en los mercados internacionales de capital <sup>9</sup>, y la continua cancelación de vencimientos con el Fondo, el Gobierno postuló hacia finales de 2004 la llamada estrategia de desendeudamiento, definida por el propio presidente Kirchner como una política de estado (*Clarín*, 16/12/04). Aunque de importancia decisiva para la obtención de mayores grados de autonomía financiera, la política de desendeudamiento parece menos la expresión de una decisión planificada que el resultado colateral de dos situaciones: primero, la abstención a emitir deuda en los mercados internacionales ante el riesgo de sufrir un embargo por parte de los acreedores que habían optado por la vía judicial para recuperar la totalidad de sus activos (llamados *holdouts*); segundo, la suspensión del acuerdo con el FMI, que obligó a cancelar créditos sin recibir desembolsos. El desendeudamiento también convenía al propio Fondo, en tanto continuaba la reducción de su elevada exposición crediticia con un país poco dispuesto a aceptar sus exigencias (Bembi y Nemiña, 2007: 90).

Finalmente, el Gobierno canceló por anticipado la deuda de 9.800 mdd que mantenía con el FMI a finales de 2005. Para ello se tomaron prestadas las reservas del Banco Central a cambio de un bono en dólares a diez años, por lo cual algunos autores señalan que en términos netos no hubo desendeudamiento, ya que el Tesoro cambió su deuda con el FMI por otra equivalente con el Banco Central de la República de Argentina (BCRA) (Cibils, 8/1/06). Pero el cambio no fue neutral, ya que permitió al Gobierno sostener el crecimiento basado en la promoción del mercado

---

<sup>9</sup> El Gobierno de Venezuela realizó sucesivas suscripciones directas de títulos por 3.590 millones de dólares entre 2005 y 2006. Aunque incrementaron el endeudamiento, evitaron emitir en los volátiles mercados privados internacionales.

interno, con su correlato en el aumento del empleo y la producción, y evitar conceder mayores concesiones a los acreedores. Por otra parte, la sintonía con Brasil, que días antes canceló su deuda con el organismo por 15.500 mdd, fue vista como un avance en vista a una mayor coordinación económica sudamericana, en línea con el rechazo al ALCA en la Cumbre de las Américas de ese año en Mar del Plata.

Algunos observadores entendieron que el pago se trató menos de un ejercicio de soberanía económica que del cumplimiento de la principal demanda que poseía el FMI: cobrar íntegramente sus acreencias (Lo Vuolo, 2005; Varesi, 2008). Al respecto, caben tres comentarios. Primero, la extensa lista de demandas del organismo sobre la política económica del Gobierno evidencia que el cobro de los créditos era sólo *una* de sus diversas exigencias. Segundo, dado que conllevan un fuerte enfrentamiento con las potencias centrales, las reestructuraciones de deuda con el FMI son muy infrecuentes y suelen darse en países que atraviesan profundos conflictos internos o están poco integrados al mercado internacional<sup>10</sup>. Así, el respeto del *status quo* en el sistema multilateral constituye una de las condiciones que permitieron sostener una posición de confrontación frente a los acreedores. Tercero, el pago adelantado afectó las finanzas del Fondo al profundizar su déficit operativo, ya que su principal ingreso deriva del interés que cobra sobre sus créditos. La decisión implicó erosionar su capacidad de injerencia sobre la política económica de los países deudores, lo cual puso de relieve su desgaste y deslegitimación. Desde entonces, al salir de su rol de deudores, los países en desarrollo han reclamado una redistribución de los votos dentro del organismo a fin de adecuarla a la nueva estructura de poder en la economía internacional.

Las siguientes decisiones en materia financiera afianzaron el rumbo en dos sentidos: reducir la dependencia sobre el endeudamiento, y, en caso de emitir deuda, evitar recurrir a los mercados

---

<sup>10</sup> En 1997 los países con atrasos con el FMI eran Afganistán, Irak, Liberia, Somalia, Sudán, y la República Democrática del Congo [Aylward y Thorne, 1998: 596].

internacionales de capital. Respecto del primer punto, la nacionalización de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensión (AFJP) en 2008 implicó el traspaso al Estado de unos 25.000 millones de dólares en activos que eran administrados por las AFJP, más la apropiación de un flujo anual de unos 4.000 mdd, entre aportes de los trabajadores y contribuciones patronales, que incrementaron los recursos fiscales (Cifra, 2009: 26). Asimismo, la reapertura del canje de deuda en 2010 permitió ingresar unos 17.500 mdd en títulos que permanecían en *default*. Así, además de los 6.500 mdd correspondientes al Club de París, sin contar intereses ni punitivos, que están en proceso de negociación, quedan en situación de mora 11.217 mdd (equivalente al 6% del total de la deuda pública<sup>11</sup>). La mayor parte de ese monto está en manos de fondos especulativos, quienes buscan cobrar mediante litigios judiciales la totalidad de sus acreencias, aunque hasta el momento de manera infructuosa. Respecto del segundo punto, entre 2010 y 2011 el Gobierno tomó prestados 11.886 mdd de las denominadas reservas de libre disponibilidad del Banco Central<sup>12</sup>, mientras planea hacer lo propio en este año.

### **Logros y desafíos para el futuro**

Aunque sin eliminarla, Argentina ha reducido progresivamente la restricción que impone el peso de la deuda en la economía. El *stock* de deuda pública alcanza el 42.8% del PBI y continua su tendencia descendente, mientras que el pago de intereses oscila entre el 1.5% y el 2% del PBI, luego de alcanzar casi 4 puntos al final de la convertibilidad (Gráfico 2). Asimismo, en contraste con lo sucedido en la década de los años noventa, el servicio de la deuda se cubre en gran parte con los excedentes fiscales, y poco más de la mitad del total de deuda pública está en manos de otros organismos

---

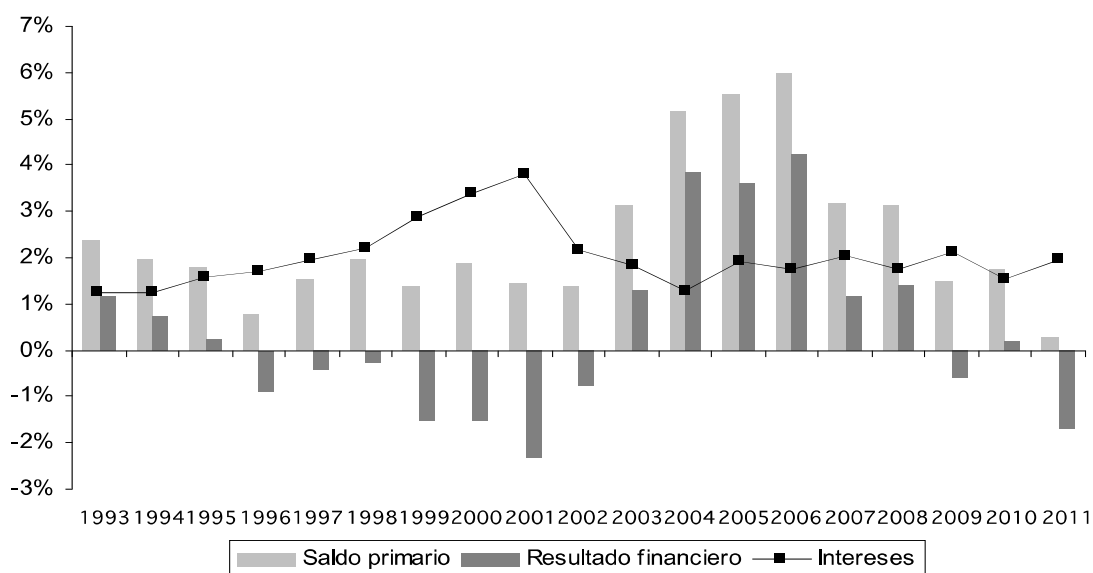
<sup>11</sup> La diferencia en relación al primer canje se debe a la disminución nominal de la deuda que ingresa al canje.

<sup>12</sup> Se trata de las reservas que exceden el 100% de la base monetaria (ver Decreto 2010/09). Datos del BCRA.

públicos, lo cual facilita su refinanciación (Oficina Nacional de Crédito Público, 2011: 3).

**Gráfico 2**

Argentina. Saldo primario y financiero e intereses de la deuda del Gobierno Nacional sobre PBI. En millones de pesos corrientes.



PBI 2011: estimación propia en base a datos del Ministerio de Economía.  
 Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía.

En términos de economía política, la disminución relativa de la deuda erosionó considerablemente el poder de los acreedores externos, las instituciones que promueven sus intereses como el FMI, y el sector financiero en general, dentro de los sectores dominantes de la Argentina. Esto se refleja en tres aspectos, que en contraste con la década de los años noventa, evidencian un proceso de desfinanciarización: primero, la muy limitada importancia de la deuda como sostén del crecimiento (Gráfico 1); segundo, la pérdida de capacidad de veto del sector financiero sobre las decisiones de política económica local; tercero, la reducida exposición de la economía a los vaivenes de los mercados internacionales de capital. Esto constituye un paso trascendental en la obtención de mayores márgenes de autonomía que permitan consolidar un proceso de desarrollo nacional. Asimismo, la menor

dependencia del endeudamiento externo contribuyó –entre otros factores- a atravesar hasta el momento una de las crisis económicas más profundas desde el *crack* del '29 con relativa estabilidad.

Con todo, factores externos y domésticos plantean desafíos a la posibilidad de consolidar los mayores grados de autonomía alcanzados. Entre los primeros, se destaca una probable caída del comercio internacional que disminuya la recaudación y la actividad económica por efecto de la caída de los precios de las materias primas o los volúmenes exportados. Entre los factores domésticos, emergen dos. Primero, la erosión de la posición fiscal por un incremento del gasto que no sea acompañado de aumentos correspondientes en los ingresos. Al respecto, el Gobierno anunció una serie de medidas orientadas a evitar esta situación. Mientras procura sostener la tendencia creciente de la presión tributaria, que pasó de 17.3% del PBI en 2001 a 28.9% en 2010 (Gaggero y Rossignolo, 2011: 28), planteó la reducción gradual de los abultados subsidios al transporte y la provisión de energía.

Segundo, el incremento del servicio de la deuda como consecuencia de las obligaciones resultantes de la evolución cupón del PBI. Para alentar la aceptación del canje y promover la “asociación” de los acreedores con la evolución de la economía real, los bonos *post-default* incorporaron un cupón que reportaba una renta adicional en relación al crecimiento. Debido a que se subestimó la tasa de crecimiento futura para el cálculo de los pagos, este instrumento ha proporcionado una renta extraordinaria e “inesperada” para sus tenedores<sup>13</sup> (Campos, 2008). De hecho, el mercado déficit financiero de 2011 se explica en gran parte por el salto que dieron los pagos correspondientes al cupón, equivalentes al 25% del total del servicio de la deuda de ese año (*Cronista*, 17/2/12).

---

<sup>13</sup> Esto, a pesar de que la subestimación de la inflación en las estadísticas oficiales posibilitó un sustancial ahorro en el servicio de la deuda, ya que disminuyó los intereses a pagar sobre los títulos *post-default* indexados por los precios al consumidor. El Estudio Bein, una de las consultoras más reconocidas de la Argentina, calculó en 22.500 millones de dólares el ahorro sólo entre 2007 y 2009 [*Ámbito Financiero*, 8/2/10].



Finalmente, la capacidad de sostener el desendeudamiento se ve desafiada por el incipiente deterioro de la balanza de pagos, consecuencia de la persistente dolarización de los ahorros argentinos y/o remisión de utilidades de un sector industrial que aún muestra elevados niveles de extranjerización. No obstante, el Gobierno parece decidido a regular con énfasis la utilización de las divisas, un activo estratégico para el proceso de industrialización y desarrollo. En este sentido, la intensificación de los controles fiscales sobre la adquisición de divisas, las conversaciones en el ámbito de la UNASUR para la desdolarización paulatina del comercio intrarregional, y el reciente control de importaciones apuntan a reducir la vulnerabilidad externa. Con todo, sería deseable que fueran acompañadas de políticas que contribuyeran a revertir otros legados de la etapa neoliberal que establecen restricciones a la hora de consolidar el desendeudamiento y el desarrollo. Entre otros, una reforma tributaria progresiva que garantice el financiamiento del Estado a través de la imposición de tributos directos a los sectores más concentrados; y procurar un incremento de la inversión por parte del sector privado, que contribuya a ampliar la capacidad productiva y reduzca la fuga al exterior del ahorro local.

### **Bibliografía**

- *Ambito Financiero* [2010, 8 de febrero] “El dibujo de la inflación trajo ahorro por más de \$ 70.000 M”, disponible en <http://www.ambito.com/diario/noticia.asp?id=506730>
- Aylward, Lynn and Thorne, Rupert [1998] “Countries’ Repayment Performance Vis-à-Vis the IMF. An Empirical Analysis”, en *IMF Staff Papers*, vol. 45, no. 4, pp. 595-619.
- Basualdo, Eduardo [2006] *Estudios de historia económica argentina. Desde mediados del Siglo XX a la actualidad*, Siglo XXI Editores, Buenos Aires.
- Bembi, Mariela y Nemiña, Pablo [2007] *Neoliberalismo y desendeudamiento. La relación Argentina-FMI*, Capital Intelectual, Buenos Aires.

- Brenta, Noemí y Rapoport, Mario [2003] “El FMI y la Argentina en los años noventa: de la hiperinflación a la hiperdesocupación”, en Minsburg, N. [comp.] *Los guardianes del dinero. Las políticas del FMI en la Argentina*, Editorial Norma, Buenos Aires.
- Campos, Segundo [2008] “El bono vinculado al PIB: la desagradable progresión geométrica de una buena idea”, en *Lectura*, no. 33, Iniciativa para la Transparencia Financiera, disponible en <http://www.itf.org.ar/>.
- Centro de Estudios para el Desarrollo Argentino CENDA [2010] “La Macroeconomía después de la convertibilidad”, en CENDA, *La anatomía del nuevo patrón de crecimiento y la encrucijada actual. La economía argentina en la post-Convertibilidad (2002-2010)*, Cara o ceca, Buenos Aires, pp. 7-46.
- Centro de Investigación y Formación de la República Argentina CIFRA [2009] “La evolución del Sistema Previsional Argentino”, *Documento de Trabajo*, no. 2, disponible en <http://www.centrocifra.org.ar/docs/DT%20n2.doc>
- Chesnais, Francois [2001] *La mundialización financiera*, Losada, Buenos Aires.
- Cibils, Alan [2006, 8 de enero] “¿Desendeudaqué?”, Suplemento CASH, *Página/12*.
- *Clarín* [2004, 16 de diciembre] “Kirchner pidió poner fin al endeudamiento”, disponible en <http://www.clarin.com>
- Cobe, Lorena [2009] *La salida de la convertibilidad. Los bancos y la pesificación*, Capital Intelectual, Buenos Aires.
- *Cronista* [2012, 17 de febrero] “El 2011 cerró con una fuerte suba del déficit financiero”, disponible en <http://www.cronista.com>
- Damill, Mario, Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín [2005] “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”, en *Desarrollo Económico*, vol. 45, no. 178, IDES, Buenos Aires, pp. 187-233.
- Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín [2006] “Monetary and Exchange Rate Policies in Argentina after the Convertibility Regime Collapse”, en *Alternatives to Inflation Targeting*, N° 8, PERI, University of Massachusetts Amherst, disponible en <http://www.peri.umass.edu/atit/>
- Gaggero, Jorge y Rossignolo, Darío [2011] “Impacto del presupuesto sobre la equidad”, *Documento de Trabajo*, no. 40, CEFID-AR, Buenos Aires, disponible en <http://www.cefid-ar.org.ar/>

- Kulfas, Matías [2004] “La deuda externa argentina: reflexiones sobre su reestructuración y sostenibilidad”, en AA.VV., *Argentina: la crisis de la deuda. Recopilación de actos seminario erlassjahr.de / Misereor*, s/e, Berlín, pp. 31-78.
- Kulfas, Matías y Schorr, Martín [2003] *La deuda externa argentina. Diagnóstico y lineamientos propositivos para su reestructuración*, Fundación OSDE / CIEPP, Argentina.
- Lo Vuolo, Rubén [2005] “Pagos anticipados al FMI: Honrar las deudas con los más fuertes, descargar su costo en los más débiles”, *Serie Análisis de Coyuntura*, N° 10, CIEPP.
- Nemiña, Pablo [2012] “Del blindaje a la intransigencia. Comportamiento del FMI durante la crisis económica argentina (2000-2001)”, en *CICLOS en la historia, la economía y la sociedad*, no. 39, IIHES-UBA, Buenos Aires.
- Nemiña, Pablo [2011] *La relación entre el FMI y los Gobiernos tomadores de créditos. Los procesos de negociación con la Argentina durante el estallido y la salida de la crisis de la convertibilidad (1998-2006)*, Tesis de Doctorado en Ciencias Sociales, Universidad de Buenos Aires, mimeo.
- Oficina Nacional de Crédito Público [2011] “Informe de Deuda Pública al 30-09-11”, Ministerio de Economía, disponible en [http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/deuda\\_ultimo.htm](http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/deuda_ultimo.htm)
- Palazuelos, Enrique [2011] “Estados Unidos dominado por las finanzas: vendrán tiempos peores”, en *Olafinanciera*, año 4, no. 10, septiembre-diciembre, IIE-UNAM, México, pp. 1-53.
- Schorr, Martín [2004] *Industria y Nación. Poder económico, neoliberalismo y alternativas de reindustrialización en la Argentina contemporánea*, Edhasa, Buenos Aires.
- Varesi, Gastón [2008] “La actualidad de la deuda argentina. Resolución del default, actores y políticas en el modelo post-convertibilidad, 2002-2007”, en *Periferias. Revista de Ciencias Sociales*, año 12, no. 6, FISYP, Buenos Aires, pp. 111-134.
- Vitelli, Guillermo [2001] “La raíz de los males está en la política económica: una explicación de los resultados de la convertibilidad”, en *Realidad Económica*, no. 181, IADE, Buenos Aires.

Recibido 30/marzo/2012

Aceptado 14/abril/2012