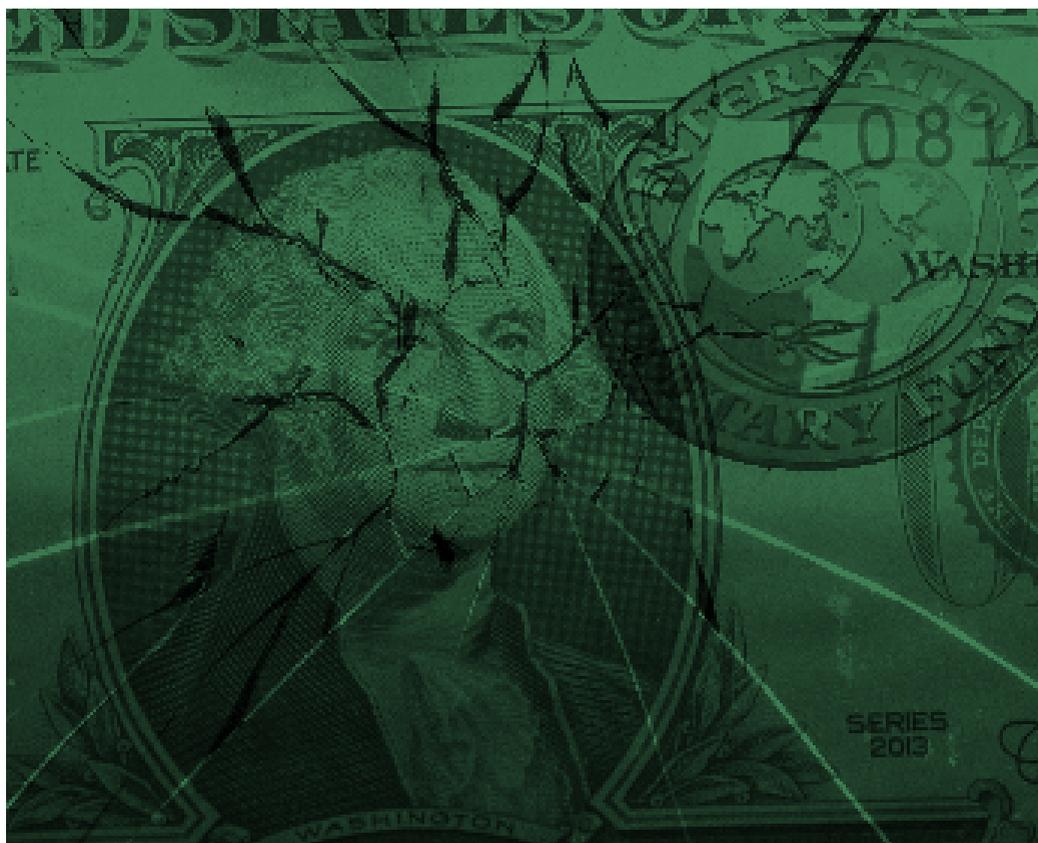


Crónica de una crisis anunciada

Diputado nacional Itai Hagman

Informe sobre el proceso de endeudamiento público entre diciembre de 2015 y diciembre de 2019



Crónica de una crisis anunciada

Diputado nacional Itai Hagman

Crónica de una crisis anunciada

Informe sobre el proceso de endeudamiento público entre diciembre de 2015 y diciembre de 2019

Diputado nacional **Itai Hagman**, secretario de la *Comisión Bicameral Permanente de Seguimiento y Control de la Gestión de Contratación y de Pago de la Deuda Exterior de la Nación*, y equipo de asesores

Diciembre de 2022

ÍNDICE

Palabras introductorias, por Itai Hagman	7
Resumen	11
1. Introducción	15
2. Rasgos del proceso de endeudamiento público en el período 2015-2019	
2.1. El diagnóstico económico del gobierno entrante, las medidas tomadas y su impacto en el endeudamiento público	21
2.2. La evolución del endeudamiento bruto y su composición	27
2.3. La evolución del endeudamiento en moneda extranjera	34
2.3.1. Primera etapa: el endeudamiento en moneda extranjera entre diciembre de 2015 y abril de 2018	36
2.3.2. Segunda etapa: del acuerdo con el FMI al final del mandato	39
2.4. Un endeudamiento insostenible	58
3. Finalidades y destinos del endeudamiento	
3.1. La relación entre el endeudamiento en moneda extranjera y el déficit fiscal	65
3.2. La relación entre la deuda en moneda extranjera y la fuga de capitales	70
4. Irregularidades detectadas y denunciadas en el proceso de endeudamiento	79
5. Conclusiones	87

Palabras introductorias

Por Itai Hagman

Cuando mis compañeros y compañeras del bloque del Frente de Todos me propusieron como integrante —y luego como autoridad— de la Comisión Bicameral Permanente de Seguimiento y Control de la Gestión de Contratación y de Pago de la Deuda Exterior de la Nación, lo asumí como uno de los principales desafíos de mi mandato como diputado nacional. Es mi convicción que entre todos los problemas y desafíos que nuestra Patria enfrenta, el del endeudamiento externo constituye el más complejo de todos.

La historia argentina nos enseña que la deuda externa no ha sido una palanca sustancial para el desarrollo nacional sino que, por el contrario, principalmente se convirtió en la fuente de numerosos problemas económicos, entre ellos algunos que se han tornado estructurales, como la inestabilidad de nuestra moneda y el funcionamiento bimonetario al que nos hemos acostumbrado desde hace algunas décadas, al que permanentemente hace referencia la vicepresidenta Cristina Fernández de Kirchner. La cuestión del endeudamiento externo no es por tanto un asunto meramente económico, y mucho menos se puede reducir a una cuestión técnica. No casualmente un rasgo compartido por las tres grandes crisis económicas que vivimos en los últimos tiempos —en los años 1989, 2001 y 2018— fueron precedidas por intensos ciclos de endeudamiento y fuga de capitales.

Por eso, desde el limitado espacio que una comisión del Congreso de la Nación nos permite, me propuse intentar recabar información y ordenarla de manera tal de brindar al público interesado un estudio pormenorizado del proceso de endeudamiento público —y en particular del endeudamiento externo— que se llevó adelante entre 2016 y 2019 en nuestro país. El objetivo es que este informe sirva para ayudar a la comprensión del ciclo de endeudamiento más intenso de la

historia argentina, así como de sus consecuencias económicas y sociales, que pesan fuertemente hasta el día de hoy y lamentablemente lo seguirán haciendo en los años por venir. Consecuentemente, este trabajo aspira también a convertirse en una herramienta útil para evitar volver a tropezar con esta misma piedra en el futuro.

Por otra parte, si bien se ha discutido mucho sobre el proceso de endeudamiento externo, la publicación de este trabajo es sumamente necesaria. En los últimos años desde sectores de la dirigencia política, pero también desde influyentes medios de comunicación, se ha intentado oscurecer y/o tergiversar los rasgos más relevantes de la política económica aplicada durante los cuatro años que analizamos en este trabajo, con el objetivo de diluir responsabilidades políticas. Creo que la claridad y suficiencia de la evidencia que fundamenta este informe puede aportar a la formación de una opinión más clara en el debate público, que permita a la ciudadanía tomar decisiones con un mayor grado de conocimiento del tema.

Sin embargo, la satisfacción con la tarea realizada es parcial. En efecto, todavía resta completar este estudio con una investigación pormenorizada sobre el proceso de fuga de capitales que ocurrió en el mismo período, cuyos principales beneficiarios aún no fueron puestos a la luz para conocimiento de la sociedad, que sin embargo es la que afronta las consecuencias de su accionar. Esa era otra misión importante que, al menos en lo personal, me había autoimpuesto, en la que hasta el momento no encontré el suficiente acompañamiento político e institucional para llevarla adelante, por lo que los avances han sido extremadamente escasos. Queda pendiente también un diagnóstico certero respecto de los problemas y desafíos actuales, vinculados a los compromisos externos que tiene nuestro país luego de los procesos de renegociación concluidos tanto con los acreedores privados como con el Fondo Monetario Internacional. Son tareas que ojalá podamos encarar en el futuro cercano.

Finalmente, para mí es muy importante agradecer y reconocer al equipo de asesores que participó de la elaboración de este trabajo. Estuvo integrado por el doctor Pablo Wahren, el licenciado Andrés Cappa, el licenciado Matías Wasserman y el magister Ulises Bosia.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, diciembre de 2022

RESUMEN

La República Argentina vivió tres grandes crisis de deuda en los casi cuarenta años ininterrumpidos de democracia que nos separan desde 1983. En los tres casos las consecuencias económicas y sociales de cada una de ellas fueron dramáticas. Sin embargo, en el caso de la crisis desatada en 2018 aún está abierto un debate público en la dirigencia política y en la opinión pública acerca de sus causas más profundas. La continuidad de esta discusión a cielo abierto permite imaginar la posibilidad de que en el futuro se produzcan las condiciones apropiadas que permitan que la Argentina reincida en un comportamiento que solo puede traer nuevas crisis. Por esa razón, este informe se propone fundamentar una mirada que permita esclarecer los rasgos principales del proceso de endeudamiento público vivido entre diciembre de 2015 y diciembre de 2019, al que consideramos de carácter insustentable. Desde este punto de vista, la crisis no fue un accidente ni un episodio anecdótico, sino una consecuencia previsible de la combinación entre un conjunto de políticas públicas que ya había dado los mismos resultados en el pasado, y el desarme de una serie de medidas macroprudenciales elementales con la que el país parecía haber realizado un aprendizaje después del estallido del régimen de convertibilidad en diciembre de 2001.

El informe demuestra que no solamente se produjo un incremento significativo del endeudamiento bruto, sino sobre todo una modificación sustancial en la composición de la deuda pública. Nos referimos al aumento de la proporción de títulos públicos emitidos en moneda extranjera, por sobre aquellos emitidos en moneda local; al incremento de la deuda en manos de acreedores privados y organismos multilaterales, por encima de la que estaba en manos de organismos públicos; y a la ampliación del endeudamiento dependiente de jurisdicciones legales extra fronterizas, fundamentalmente en Nueva York, a pesar de la negativa experiencia reciente vivida tras los litigios de los “fondos

buitre”. Estos tres cambios dieron lugar a que la vulnerabilidad de la deuda pública aumentara de manera vertiginosa, en abierta contradicción con lo que estaba sucediendo en otros países de la región y en otros países emergentes.

Por otra parte, el informe deja en evidencia que el proceso de endeudamiento puede ser dividido en dos grandes etapas. Aquella primera que se produjo entre diciembre de 2015 y abril de 2018, la cual estuvo caracterizada por el endeudamiento con acreedores privados, tanto mediante emisiones de títulos públicos en dólares como por inversiones de portafolio. Se trata de la etapa signada por el *carry trade*, o como se conoce localmente, “bicicleta financiera”, aquella donde se impone la dinámica de la valorización financiera que nuestro país ya había conocido durante la última dictadura cívico-militar y en los años noventa. En este punto, se desmonta el argumento repetidamente utilizado que busca justificar el endeudamiento en moneda extranjera sobre la base de la necesidad de financiar el déficit fiscal. Luego se pasó a una segunda etapa, iniciada en abril de 2018 y continuada hasta diciembre de 2019, donde estos capitales se retiraron masiva y vertiginosamente del país, en busca de mejores condiciones en otros destinos, y el gobierno argentino tomó la decisión de recurrir al Fondo Monetario Internacional (FMI) con carácter de prestamista de última instancia, de forma tal de financiar la salida de estos capitales a un tipo de cambio favorable para la realización de la valorización financiera. Se trata de la etapa signada por el retorno de los condicionamientos del FMI al país, doce años después haber concluido el último programa que había estado vigente, en tiempos del presidente Néstor Kirchner. El informe demuestra con claridad que el endeudamiento en moneda extranjera y la “fuga de capitales” se encuentran íntimamente entrelazados, a lo largo de las dos etapas.

A continuación, se analiza el contenido del programa convenido con el FMI en el marco del acuerdo *stand by* suscrito en junio de 2018 y reformulado en octubre de ese mismo año. El informe explica por qué se trataba de un programa destinado al fracaso, tanto debido a fallas en su diseño original como también por el perfil de vencimientos que establecía. Sin embargo, el repaso por las cuatro revisiones aprobadas por el FMI permite afirmar que las razones del apoyo al programa por parte del Directorio del organismo multilateral no obe-

decía a motivos técnicos sino a un interés político manifiesto. Asimismo, también se recurre al Convenio Constitutivo del organismo para dejar en evidencia la responsabilidad del Directorio del FMI en la continuación de los desembolsos previstos a pesar de que las condiciones para continuar ejecutándolos ya habían perdido plena vigencia.

Finalmente, el informe se detiene en una serie de elaboraciones provenientes de distintos organismos públicos —el Banco Central de la República Argentina, la Sindicatura General de la Nación, la Oficina Anticorrupción y la Procuraduría General del Tesoro—, que le permitieron al Poder Ejecutivo Nacional fundamentar su participación como parte querellante en una denuncia realizada contra el presidente Mauricio Macri a causa de posibles delitos de defraudación por administración fraudulenta y defraudación contra la administración pública.

1. INTRODUCCIÓN

La Comisión Bicameral Permanente de Seguimiento y Control de la Gestión de Contratación y de Pago de la Deuda Exterior de la Nación fue creada con el propósito de, como su nombre lo indica, efectuar un seguimiento de la evolución, gestión y pagos de la deuda externa de la República Argentina. Es a través de sus facultades establecidas por ley que la Comisión se convierte en una herramienta para la investigación exhaustiva del proceso de endeudamiento público más vertiginoso de la historia, es decir, el que fue emprendido por el gobierno nacional entre 2015 y 2019, en tiempos en que el Poder Ejecutivo se encontraba en manos de la alianza Cambiemos. Todo ello con la finalidad última de evitar que el pueblo argentino sea nuevamente víctima de procesos de deuda insostenible, que a lo largo de la historia han llevado a grandes crisis económicas con su consiguiente impacto negativo en el aparato productivo y en la calidad de vida de la población. Cabe celebrar que el actual gobierno nacional también ha contribuido a crear un marco de políticas públicas que acompañen esta ardua tarea, tal como lo fue la redacción de la Ley de Fortalecimiento de la Sostenibilidad de la Deuda Pública, sancionada por el Honorable Congreso de la Nación en febrero de 2021.

En ese marco, la autoría de este informe, así como la responsabilidad sobre las afirmaciones vertidas en él, corresponde al diputado nacional Itai Hagman, secretario de la mencionada Comisión Bicameral desde finales de 2019 hasta la actualidad, junto con el equipo de colaboradores a quienes instruyó para llevar adelante este trabajo, como aporte al conocimiento del cuerpo legislativo al que pertenece y de cara al conjunto de la opinión pública.

Nuestro país se encuentra atravesando una compleja situación económica y social. A partir de fines de 2015, se vivieron cuatro años en los que el poder adquisitivo de los salarios e ingresos de la población se redujo drásticamente y la política económica del gobierno

nacional estuvo signada por una apelación indiscriminada al endeudamiento externo, cuyos recursos lejos de ser utilizados para ampliar la capacidad productiva nacional, fueron condición necesaria para financiar una proporcional fuga de capitales. Cuando parecía posible poder iniciar un camino de recuperación, la pandemia sumió al mundo entero en una parálisis sin precedentes. Afrontar esa realidad inédita supuso un fortísimo esfuerzo para el Estado argentino, que adoptó como objetivos principales proteger a la población, fortalecer el sistema de salud y sostener el tejido productivo. Múltiples iniciativas se sucedieron para lograrlo: desde inversión pública en todo tipo de equipamiento médico y hospitalario hasta novedosas políticas como el programa de Asistencia al Trabajo y la Producción o el Ingreso Familiar de Emergencia. Particularmente los esfuerzos debieron ser redoblados en el terreno fiscal para hacer frente a las necesidades que emergieron, con el agravante de que las posibilidades de acceso al crédito estaban virtualmente cerradas en marzo de 2020, tanto respecto de eventuales capitales privados interesados en adquirir títulos de deuda pública argentina, como también en el caso de los organismos multilaterales de crédito, a partir del acuerdo insostenible firmado con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en 2018. Haber debido administrar el Estado en el marco de una pandemia global, en medio de una crisis de deuda que condujo a una situación de default, significó una situación verdaderamente difícil para el gobierno nacional. Las consecuencias de esa etapa, caracterizada por profundos condicionamientos fiscales, aún pesan muy duramente sobre el presente del país.

Tal como analizamos minuciosamente en este informe, el problema del endeudamiento no fue solo su magnitud sino, fundamentalmente, el cambio en su composición y su uso. Es por ello que en este documento se realiza una radiografía del endeudamiento público del período 2016-2019. Se analiza tanto la evolución de la deuda bruta total como los cambios en sus características. Fundamentalmente, se distingue la deuda según moneda, acreedor y residencia. A su vez, se presentan las ratios utilizadas globalmente en la literatura y en las finanzas internacionales para analizar la sostenibilidad de la deuda. Luego, se analiza el uso al que se destinaron las divisas ingresadas al país mediante el proceso de endeudamiento. A continuación, se estudian las características de los acuerdos firmados con el FMI en el año 2018 y,

finalmente, se recogen también las diversas irregularidades detectadas en el período. En suma, se presenta un análisis de las causas y las consecuencias de este endeudamiento y se intenta responder algunos interrogantes centrales para la comprensión del período: ¿era inevitable que el país se embarcara en el proceso de endeudamiento más acelerado de su historia?, ¿la deuda fue consecuencia del déficit fiscal heredado?, ¿para qué se usaron los dólares de la deuda? El balance de este proceso no es unánime en la dirigencia política ni en la opinión pública. Al contrario, aún es materia de arduos debates, que dejan abierta la posibilidad de que en los años venideros la Argentina reincida en la misma conducta que aquí es analizada, con los resultados nocivos que ineluctablemente tendría. De ahí la importancia de que en el marco de esta Comisión Bicameral se elaborara este informe, de forma tal de esclarecer la experiencia vivida y aportar elementos contundentes al debate público.

Por otro lado, es preciso tener en cuenta que si bien el endeudamiento público es una constante a lo largo de casi toda la historia argentina, sus características y sus funciones son diferentes de acuerdo al marco general de políticas públicas que imperan en cada etapa y a las principales dinámicas de la estructura económica en cada momento de la historia. En ese sentido, el período analizado en este trabajo sucede a una etapa previa en la que se había producido un sostenido proceso de desendeudamiento, de forma tal que la ratio de la deuda bruta sobre el PIB había pasado de representar un 118,1% en 2004 a un 52,6% en 2015, mientras que la deuda nominada en moneda extranjera había disminuido desde un 89,4% a un 36,5% del PIB en el mismo período. Además de la magnitud del endeudamiento, también se había destacado en este período una orientación prudente respecto de la composición de la deuda: la proporción de títulos de deuda emitidos en moneda extranjera sobre el total de instrumentos crediticios, que había comenzado en 75,7% en 2004, llegó al 69,3% en 2015. En tercer lugar, también es imprescindible remitir a la decisión política mediante la que se saldó el total de la deuda con el FMI en enero del año 2006, de forma tal de permitir el cese de los condicionamientos y las auditorías sobre nuestra economía por parte de este organismo. Hay que recordar que este proceso virtuoso para el país surgió como resultado de la anterior crisis de deuda que se había

desatado a finales del año 2001 —a la que nuestro país fue arrojado producto de las políticas aplicadas en los años noventa y por las recomendaciones del FMI—, cuando se dispuso la cesación de pagos y el fin del régimen de convertibilidad, en medio de la peor crisis social de la que se tenga memoria, con índices de pobreza que superaron el 50% de la población.

El endeudamiento público, en las magnitudes y rasgos apropiados, puede tener un papel favorable a los intereses nacionales en el marco de un proyecto de país caracterizado por el impulso del crecimiento económico, por la ampliación de la capacidad productiva, por la apuesta a la generación de valor agregado a través de la industrialización, por el crecimiento del empleo y del salario y por la integración del territorio nacional a través de diversas obras de infraestructura. Distintos instrumentos crediticios pueden ser útiles para solventar políticas públicas que permitan concretar esos objetivos y ampliar la capacidad productiva de la Argentina, de forma tal de asegurar la devolución o el refinanciamiento de las deudas. Como veremos a lo largo de este informe, totalmente diferente fue el sentido y los beneficios del ciclo de endeudamiento público y fuga de capitales que se desarrolló entre los años 2016 al 2019. La disposición de tasas de interés internas que permitieran la reanudación del *carry trade* y la emisión de gran cantidad de títulos en moneda extranjera, tanto a nivel nacional como de diversas provincias argentinas, dieron lugar a un rápido agotamiento del crédito privado en abril de 2018. La decisión de permitir la realización de las ganancias de los inversores financieros a costa del endeudamiento del país con el FMI —en una magnitud inédita para cualquier país del mundo y para el propio organismo multilateral—, demostró la nocividad del esquema económico aplicado en el marco de un conjunto de políticas neoliberales.

Por otro lado, haber recaído tan rápidamente en una nueva crisis de deuda resulta particularmente llamativo, dado que entre 2002 y 2015 la Argentina realizó una trabajosa experiencia para poder llevar adelante la renegociación de la deuda en default, que requirió la apertura de dos procesos de canje, tras los cuales se arribó a un acuerdo con el 92,7% de aceptación entre los acreedores. Sin embargo, como es sabido, el obstáculo más importante para la normalización de la situación financiera en ese período fue la convalidación

por parte del Poder Judicial de los Estados Unidos de América del reclamo de un grupo minoritario de acreedores que permanecieron por fuera de ambos canjes —una parte de los cuales es conocido como “fondos buitres” por su sistemático accionar predatorio contra distintos países—. Ante el revés en el tribunal de Nueva York —sede judicial ante la que el país había cedido su soberanía al momento de emisión de esos bonos—, la Argentina logró que la gran mayoría de los países del mundo aprobara en septiembre de 2015, en el marco de la Asamblea General de la Organización de Naciones Unidas, la Declaración sobre Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana, posteriormente declarada de orden público nacional por el Honorable Congreso de la Nación mediante la ley N° 27.207, del 4 de noviembre de 2015.

Sin embargo, desde su mismo comienzo, el gobierno asumido en diciembre de 2015 dejó en claro que su política respecto del endeudamiento externo no supondría una continuidad de la exitosa experiencia anterior de desendeudamiento, sino una reformulación completa. Como primer elemento, se destaca el acuerdo y posterior pago a los “fondos buitres” en abril de 2016, con el acuerdo mayoritario del Poder Legislativo para la derogación de las leyes Cerrojo y de Pago Soberano, aceptando sin discusión la imposición arbitraria de la Justicia norteamericana y tirando por la borda más de una década de esfuerzos del país para arribar a una solución justa. Tal como fue pronosticado en ese mismo momento por diputados, diputadas, senadoras y senadores que se opusieron a habilitar al Poder Ejecutivo para llevar adelante el acuerdo en esos términos, ese tipo de decisión política preanunció el inicio de un nuevo ciclo de endeudamiento externo, similar a los experimentados durante la última dictadura cívico-militar y durante los años noventa. No se trataba solamente de normalizar la situación externa del país, objetivo compartido por el conjunto de la dirigencia política, sino de emitir una señal contundente hacia los mercados financieros globales de que a partir de ese momento los intereses de los inversores financieros serían priorizados por sobre la defensa del interés nacional. No sorprende, por eso mismo, que el resultado haya sido una nueva crisis de deuda, la tercera en estos casi cuarenta años de democracia.

2. RASGOS DEL PROCESO DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EN EL PERÍODO 2015-2019

2.1. El diagnóstico económico del gobierno entrante, las medidas tomadas y su impacto en el endeudamiento público

La alianza Cambiemos arribó al gobierno nacional con un diagnóstico implícito relativamente difundido sobre los problemas que acechaban a la economía argentina en 2015 y, en ese mismo sentido, desplegó una serie de medidas destinadas a solucionar cada uno de ellos. Podemos sintetizar este diagnóstico y las consiguientes políticas públicas adoptadas en los siguientes tres elementos expresados por el propio presidente Mauricio Macri en su primer discurso ante la Asamblea Legislativa, el 1º de marzo del año 2016.

En primer lugar, el presidente aseveró su convicción de que “la inflación irá bajando con el correr de los meses porque la principal medida para eso fue ir reduciendo la emisión monetaria descontrolada de estos años e ir bajando el déficit fiscal”.¹ De esta forma, puede sostenerse que las causas de la inflación eran atribuidas centralmente a la monetización del déficit fiscal. De allí que su resolución pasara por la reducción del rojo fiscal y el cese del financiamiento con emisión monetaria. En todo caso, durante el proceso de convergencia el equipo a cargo de la gestión económica del gobierno nacional se valdría del endeudamiento público para cubrir los desequilibrios fiscales existentes.

En segundo lugar, respecto de la desaceleración del crecimiento económico que el país había registrado a partir del año 2012, el nuevo gobierno adjudicaba la principal responsabilidad a la falta de

¹Mensaje del señor presidente de la Nación ante la Asamblea Legislativa. Versión taquigráfica (1º/3/2016). Disponible en: https://www.hcdn.gob.ar/secparl/dgral_info_parlamentaria/dip/archivos/2016-03-01_Asamblea_Legislativa-Macri.pdf

inversión privada, y a su vez atribuía dicha ausencia a la alta presión tributaria y a la inseguridad jurídica que presuntamente enfrentaban las empresas radicadas en el país. En el mismo discurso mencionado arriba, de carácter fundacional, el presidente destacaba que el país afrontaba “uno de los momentos de mayor presión tributaria de la historia”,² para más tarde manifestar la necesidad de una profunda reforma. De ahí que desde el comienzo su gobierno emprendiera una serie de políticas promercado, tales como la baja de diversos impuestos y tributos, como los casos de los derechos de exportación para la producción agroindustrial o el impuesto a los bienes personales, junto a un discurso orientado a la generación de un “buen clima de negocios”.

En tercer lugar, y posiblemente el más importante a los fines del presente informe, se ubica el problema de la escasez de divisas. En el mismo discurso citado previamente, la cabeza del ejecutivo afirmó: “calculamos que el no acceso al crédito le costó a la Argentina 100 mil millones de dólares y más de 2 millones de puestos de trabajo que no se crearon”.³ Así, la explicación principal de la insuficiencia de dólares radicaba en el presunto aislamiento del país con el resto del mundo y en la falta de acceso a los mercados financieros internacionales. En otros términos, la brecha externa también sería cubierta con endeudamiento externo, aunque en ese momento no se explicitaba que esto era posible por el resultado del proceso de desendeudamiento emprendido algunos años atrás. En efecto, la política de desendeudamiento de las gestiones anteriores no fue reconocida, tampoco reivindicada ni mucho menos concebida como un valor fruto de una decisión de soberanía económica, sino interpretada como la manifestación indeseada de un sesgo ideológico mal visto por los principales actores de los mercados financieros internacionales. Sin embargo, pese al intento de invisibilización de la herencia positiva recibida en ese terreno, perduró un texto escrito de indudable valor que deja en claro el auténtico pensamiento de los funcionarios de aquel gobierno nacional. Se trata del documento “Argentina: tierra de oportunidades”, elaborado para atraer inversiones norteamericanas, que daba cuenta del bajo nivel de apalancamiento de la economía argentina, para lo cual se apelaba, entre otras cosas, a un ratio de

²Ibídem.

³Ibídem.

deuda pública sobre el PIB que era notablemente inferior al promedio de la región (diario *Página/12*, 17/04/2006).⁴ También quedaron para el registro histórico las declaraciones del luego ministro de Hacienda Nicolás Dujovne, quien ante un evento con empresarios en el año 2016 explicó que para ese entonces la Argentina tenía “una deuda realmente muy baja” (diario *Ámbito Financiero*, 3/07/2022),⁵ no solamente desde el punto de vista del sector público, sino también en el sector privado e incluso a nivel de la economía familiar.

Sin embargo, para reiniciar un nuevo ciclo de endeudamiento público, el nuevo gobierno debió implementar una serie de medidas que signaron sus primeros meses de gestión. Entre ellas se inscribe, por un lado, el levantamiento inmediato de las restricciones a la compra de moneda extranjera —conocidas popularmente como “cepo cambiario”—, el 16 de diciembre de 2015, medida que derivó en un aumento inmediato del 40% del tipo de cambio nominal. Y por otro lado, tres meses más tarde, el 31 de marzo de 2016, el impulso a la derogación de las leyes “cerrojo” y de Pago Soberano por parte del Congreso Nacional, junto a la convalidación de los acuerdos realizados por el gobierno nacional con diversos grupos de acreedores que habían permanecido fuera de los dos canjes de deuda —mayormente denominados “fondos buitres” por su actitud predatoria—. Esta decisión, que dio lugar al pago de aproximadamente 9.300 millones de dólares a los bonistas *holdout*, actuaría como señal inconfundible hacia los principales operadores de los mercados financieros globales de que la política de endeudamiento argentina había dado un giro de 180°. Además, es preciso mencionarlo, fue en este momento en que se creó la conformación de la Comisión Bicameral en la que se enmarca la realización de este informe.

La liberalización financiera continuaría y se profundizaría a través de diversas medidas compiladas en el cuadro 1, entre las que se destaca la eliminación de restricciones al giro de dividendos de las empresas extranjeras, la reducción inicial (de 360 a 120 días) y luego la eliminación total del límite de permanencia de capitales financieros en el país y la supresión de todo límite a la compra de divisas (incluido

⁴Disponible en: <https://www.pagina12.com.ar/diario/elpais/1-297167-2016-04-17.html>.

⁵Disponible en: <https://www.ambito.com/gobierno/que-dijo-dujovne-el-nivel-endeudamiento-el-video-que-mostro-cristina-n5455062>.

el límite mensual de dos millones de dólares establecido en el año 2002). Se trató del desarme completo de un conjunto de medidas macroprudenciales que habían sido establecidas mayoritariamente en el año 2002 para prevenir crisis financieras como la que marcó el fin de la convertibilidad.

Cuadro 1. Medidas de liberalización cambiaria y de la cuenta capital

Fecha	Medida
18/12/2015	Reducción de 365 días a 120 del límite de permanencia de capitales financieros en el país.
5/05/2016	Aumento del límite mensual a la compra de dólares, de USD 2 M a USD 5 M.
5/05/2016	En caso de debitar una compra en el exterior, el cliente puede elegir si los fondos se extraen de su cuenta en moneda local o extranjera. Con anterioridad, automáticamente se debitaban de la segunda.
10/05/2016	Ampliación del plazo a 365 días para la liquidación de exportaciones de todos los rubros.
9/08/2016	Se elimina el límite mensual a la compra de dólares de USD 5 M.
9/08/2016	Incremento del monto de compra permitido en efectivo, de USD 500 a USD 2.500.
30/12/2016	Eliminación de la obligación de liquidar exportaciones en el mercado local a los exportadores de servicios.
5/01/2017	Eliminación del plazo mínimo de permanencia de capitales especulativos.
02/11/2017	Eliminación del plazo para la liquidación de divisas de todas las exportaciones.

BOX I: Breve historia del conflicto con los “fondos buitres”

En enero del año 2010, el juez del Tribunal de Distrito de los Estados Unidos para el Distrito Sur de Nueva York, Thomas Griesa, ordenó el embargo de más de 1,8 millones de dólares que el BCRA poseía en una cuenta de la Reserva Federal. Lo hizo en respuesta a la denuncia presentada en 2005 por los fondos de inversión NML Capital Ltd. y EM Ltd. que habían adquirido bonos argentinos cuyo valor se había desplomado en 2001 y luego no ingresaron al primer canje de deuda ese mismo año, esperando en cambio litigar judicialmente para cobrar el valor nominal total de los bonos “defaulteados”. Si bien la medida judicial fue revertida, un año más tarde el fondo de inversión Elliot Associates demandó al país ante la Corte de Nueva York. En febrero de 2012, Griesa falló nuevamente a favor de los “fondos buitres” determinando que la Argentina no podría seguir cumpliendo con sus obligaciones con sus acreedores —que sí habían ingresado en alguno de los dos canjes de deuda realizados— mientras no se resolviera la situación de los fondos litigantes. Desde su punto de vista, cada vez que la Argentina cancelaba vencimientos con sus acreedores, violaba la cláusula *pari passu* inscripta en algunas series de bonos en default, que establecía igualdad de condiciones de pago para todos los bonistas. Meses después, Griesa también estableció que su sentencia exigía el pago del 100% del valor nominal adeudado por los viejos bonos de los denunciantes (equivalente a aproximadamente 1.300 millones de dólares), lo que era extensible no solo al conjunto de acreedores *holdouts* (el valor nominal de cuyos bonos multiplicaba aproximadamente por diez el de los fondos de inversión demandantes), sino también al total de los deudores privados debido a la vigencia de la cláusula RUFO (por Rights Upon Future Offers) —que caducaba el 1º de enero de 2015—, incluyendo por tanto a quienes habían ingresado voluntariamente a los canjes de 2005 y 2010. Es decir que, de cumplirse, la sentencia judicial revertiría todo el proceso realizado a través de los dos canjes de deuda, y multiplicaría exponencialmente el valor bruto del endeudamiento nacional. Por supuesto, el fallo fue apelado por el gobierno argentino, dado que se desconocía el proceso de reestructuración por el cual el 92,7% de los acreedores habían aceptado las nuevas condiciones propuestas, entre las que se destacaban importantes quitas y alargamientos de los plazos de pago. El propio gobierno de los Estados Unidos, en un primer momento, había presentado un escrito ante el juzgado de Griesa en calidad de *amicus curiae*, alertando sobre los riesgos sistémicos y los precedentes que establecería que una minoría de tenedores de deuda bloqueara un proceso de reestructuración aceptado por la enorme mayoría de los acreedores. Ante la negativa sistemática de los *holdouts* a la propuesta argentina de reabrir el proceso de negociaciones, y ante un revés en la segunda instancia judicial, el gobierno nacional debió recurrir como última instancia a la Corte Suprema de los Estados Unidos para que revisara el fallo de Griesa. Sin embargo, a pesar del amplio consenso de la comunidad internacional respecto de los argumentos del gobierno argentino, el máximo tribunal norteamericano no tomó el caso, dejando firme la sentencia del juez Griesa y procediendo al congelamiento de los fondos que el país poseía en su cuenta del Bank of New York Mellon, entidad pagadora

en los Estados Unidos. De esa manera, el 1° de julio de 2014 el país ingresaría en una suerte de “default técnico”, mientras continuaba expresando su voluntad de pago mediante la sanción de la ley 26.984, de pago soberano, y la continuación del depósito de los vencimientos comprometidos al grueso de los bonistas que habían ingresado al canje.

En ese momento, el gobierno nacional se dio una política de difusión y búsqueda de respaldo global, y logró colocar al conflicto en las más altas esferas de la comunidad internacional. En septiembre de 2014, la Argentina logró que la Asamblea General de la ONU aprobara por 124 votos favorables, 11 rechazos y 31 abstenciones la resolución que en su inciso 5 señala como prioridad: “aprobar y elaborar, mediante un proceso de negociaciones intergubernamentales (...) 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”.⁶ Un año después, este mismo organismo finalmente aprobó la Declaración sobre Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana, que fue posteriormente declarada de orden público nacional por el Honorable Congreso de la Nación, mediante la ley 27.207 del 4 de noviembre de 2015.

Durante más de diez años, las distintas instancias del conflicto con este tipo de acreedores implicaron todo tipo de acciones de hostigamiento al país, particularmente centradas en el patrimonio público: embargos del avión presidencial y de activos de organismos públicos en Berlín, Estados Unidos, Francia y Suiza; la célebre retención de la Fragata Libertad en Ghana, y limitaciones para operar con las reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

Luego del vencimiento de la cláusula RUFO, a comienzos de 2015 el gobierno argentino intentó reanudar las negociaciones con los “fondos buitres”, con el objetivo de arribar a una solución que finalmente dejara atrás el diferendo y concluyera el proceso de reestructuración de la deuda pública. Sin embargo esa negociación fue imposible ante la inminencia de las elecciones presidenciales, en las que uno de los candidatos con probabilidades de imponerse, Mauricio Macri, había dejado en claro públicamente en más de una ocasión su voluntad de aceptar sin miramientos la sentencia del juez Griesa.

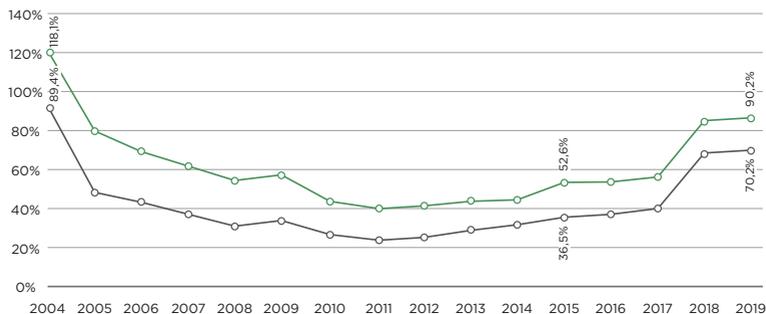
El conflicto llegó a su fin en marzo de 2016, cuando el nuevo gobierno impulsó la derogación de la Ley Cerrojo y de la Ley de Pago Soberano, satisfaciendo la totalidad de la deuda demandada por los fondos buitres. Fue precisamente esta discusión parlamentaria la que dio lugar a la creación de la Comisión Bicameral Permanente de Seguimiento y Control de la Gestión de Contratación y de Pago de la Deuda Exterior de la Nación.

⁶ONU (9/9/2014). 107° sesión plenaria de Naciones Unidas.

2.2. La evolución del endeudamiento bruto y su composición

Entre diciembre de 2015 y diciembre de 2019 la Argentina sufrió un acelerado proceso de endeudamiento público, en particular del nominado en moneda extranjera. De esta manera se revirtió la dinámica de desendeudamiento posterior a la caída de la convertibilidad. La evolución de la ratio de deuda sobre PIB —el indicador más utilizado para calcular la magnitud y la evolución de la deuda, ya que pondera su proporción sobre los bienes y servicios totales producidos anualmente en un país— permite advertir un abrupto cambio de tendencia a partir del cambio de administración nacional en diciembre de 2015. El gráfico 1 permite observar cómo la deuda bruta de la administración total pasó de representar el 118,1% del PIB en 2004 al 52,6% en 2015, para luego elevarse hasta el 90,2% en 2019. En cuanto a la deuda pública nominada en moneda extranjera, el peso se redujo de 89,4% en 2004 a 36,5% en 2015, para luego subir a 70,2% en 2019. Se trata de un quiebre en la política económica, que implicó un nuevo esquema de financiamiento del sector público y de las cuentas externas de la economía, mediante deuda nominada mayoritariamente en moneda extranjera.

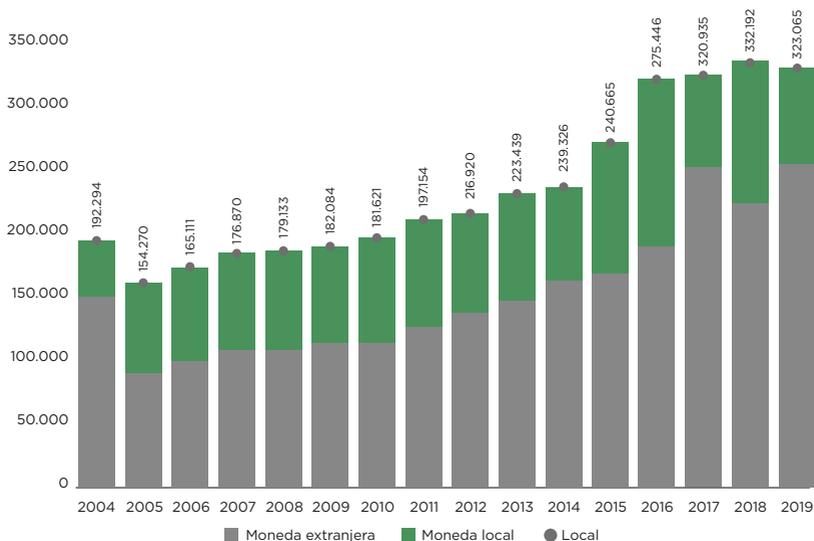
Gráfico 1. Evolución de la deuda bruta de la administración central total y en moneda extranjera. En % del PIB



Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas de la Nación

Al analizar las cifras en valores absolutos, los datos provistos por la Secretaría de Finanzas de la Nación ilustrados en el gráfico 2 dan cuenta de que en 2015 la deuda pública ascendía a u\$s 240.665 millones, mientras que al finalizar la gestión presidencial de Mauricio Macri esta se ubicaba en u\$s 323.065 millones. En conclusión, se observa un crecimiento de u\$s 82.400 millones, lo que representa un incremento de más del 35%. De esta forma se echa por tierra la falacia hartamente repetida que asegura que en el período 2015-2019 se utilizó el endeudamiento únicamente para refinanciar pagos de deuda contraída previamente.

Gráfico 2. Evolución de la deuda bruta de la administración central. En millones de u\$s



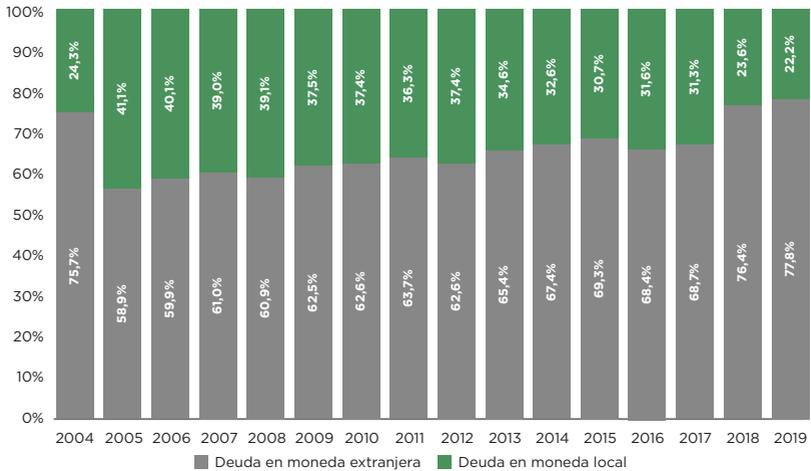
Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas de la Nación

Por otra parte, es preciso advertir que el alza del endeudamiento en términos absolutos hubiera sido sustancialmente mayor de no mediar el incremento del tipo de cambio de 195,9% acaecido entre abril de 2018 y diciembre de 2019. Esto se debe a que, para poder contabilizar variables que responden a distintos tipos de moneda, se realiza una conversión de forma tal de obtener todos los datos en una

misma unidad de medida, en este caso: dólares. Si parte de la deuda pública está nominada en pesos, tal como efectivamente ocurría, cada devaluación conlleva una licuación de esos pasivos y por ende una “caída” en los valores absolutos de la deuda. En otras palabras, la fuerte devaluación de la moneda local impactó a la baja en el nivel de endeudamiento total medido en dólares.

Producto de la estrategia de endeudamiento tomada y de la mencionada devaluación, el peso de la deuda en moneda extranjera sobre el total de la deuda se incrementó a los valores previos al primer canje de deuda del año 2005, tal como puede observarse en el gráfico 3. Así, además del fuerte crecimiento de la deuda en el período, también se registró un cambio relevante en la composición, con una preponderancia creciente de la deuda nominada en moneda extranjera.

Gráfico 3. Evolución de la deuda pública según moneda. En millones de u\$s



Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas

La decisión de financiar al Estado nacional mediante deuda nominada mayoritariamente en moneda extranjera no es inocua en sus consecuencias y se ubica a contramano de las tendencias de la región. Se trata de un fenómeno ampliamente abordado por la literatu-

ra internacional. Si bien América Latina ha sufrido sucesivas crisis de deuda a lo largo de su historia, uno de los mayores cambios que han acontecido en las últimas décadas refiere a la composición de la deuda según moneda. Tal es así que la deuda en moneda doméstica ha incrementado notablemente su participación en el total de la deuda pública, alejando el llamado “pecado original” en la literatura especializada.⁸ Se le llama así a la incapacidad de los Estados de financiarse en los mercados internacionales en moneda doméstica o, en otras palabras, a la preponderancia de la deuda en moneda extranjera en la colocación de deuda pública en los mercados privados de deuda. Entre las principales diferencias entre un tipo de endeudamiento y otro se destaca que

1) Las deudas en moneda local se pagan con crecimiento económico, mientras que el pago de la deuda en moneda extranjera, en países con estructuras productivas como la de Argentina, se ve comprometido con el crecimiento. Esto se debe a que cuando la economía se expande aumenta la recaudación tributaria y por ende la capacidad de realizar gastos en pesos. En cambio, desde el punto de vista externo, el incremento de la actividad económica aumenta los requerimientos de divisas para el pago de importaciones, entre otros rubros, por lo que reduce la capacidad del Estado de realizar gastos en dólares. La alternativa es orientar el uso de las divisas recibidas a la generación de capacidad de repago, por ejemplo mediante el impulso a las exportaciones. Sin embargo, como se desarrolla más adelante, las divisas ingresadas al país por este concepto en períodos como el analizado, tendieron a financiar salidas de capitales que no solo no redundaron en aumentar la capacidad de repago del país, sino que tampoco permitieron la acumulación de reservas internacionales en BCRA.

2) En el caso de la deuda doméstica, ante eventos de poco rollover (refinanciamiento) y/o de una exigencia de tasas muy elevadas por parte del mercado, es el Banco Central quien puede garantizar el nivel de tasa objetivo de la política monetaria y, a su vez, garantizar que la deuda quede performing, es decir, que no entre en default. De todos modos, cabe mencionar la paradoja del gobierno de Mauricio

⁸Ver Eichengreen, B., Hausmann, R., y Panizza, U. (2003). “Original sin: the road to redemption”. Berkeley: Universidad de California.

Macri de haber “defaultado” la deuda también en moneda doméstica, en agosto de 2019. Este evento trajo aparejadas consecuencias muy negativas y duraderas para la economía argentina, haciendo su contribución especial a la desconfianza de la ciudadanía en los instrumentos financieros en moneda local.

3) En el caso de la deuda en moneda extranjera, en eventos de bruscas devaluaciones de la moneda nacional, el peso de la deuda (medido en moneda doméstica) se ve fuertemente incrementado. Por el contrario, cuando la deuda está denominada en moneda doméstica, en caso de aumentos del tipo de cambio, el que enfrenta la pérdida en moneda dura es el inversor.

Por supuesto que aquí no se afirma que la deuda en moneda local no traiga riesgos aparejados, pero la literatura especializada ya ha alcanzado desde hace varios años algunos consensos de los cuales nuestro país aparentemente habría quedado exento: financiar gastos corrientes del sector público nacional en moneda doméstica, con deuda en moneda extranjera, aumenta sustantivamente la vulnerabilidad externa de la economía. Ante *shocks* exógenos negativos, por más pequeños que sean, como la depreciación de la lira turca en el período aquí analizado, se pueden generar turbulencias muy severas para la economía en su conjunto.

La referencia al consenso internacional respecto de esta cuestión no apunta a ciertas escuelas específicas de pensamiento sino, por el contrario, a los propios organismos internacionales que han escrito chorros de tinta al respecto. No solo ellos, incluso también instituciones como Bloomberg, Reuters o *The Economist* han sido contundentes en torno a esta cuestión. Así, por ejemplo, *The Economist* realizó un *ranking* de fortaleza financiera para los países emergentes en el año 2019 y ubicó a la Argentina en el puesto 57 sobre 66, solamente por encima de países como Omán, Mongolia, Túnez, Sri Lanka, Angola, Baréin, Zambia, Líbano y Venezuela. En dicho *ranking*, uno de los factores de mayor ponderación era el peso de la deuda en moneda extranjera sobre el PIB (*Infobae*, 2/05/20).⁹

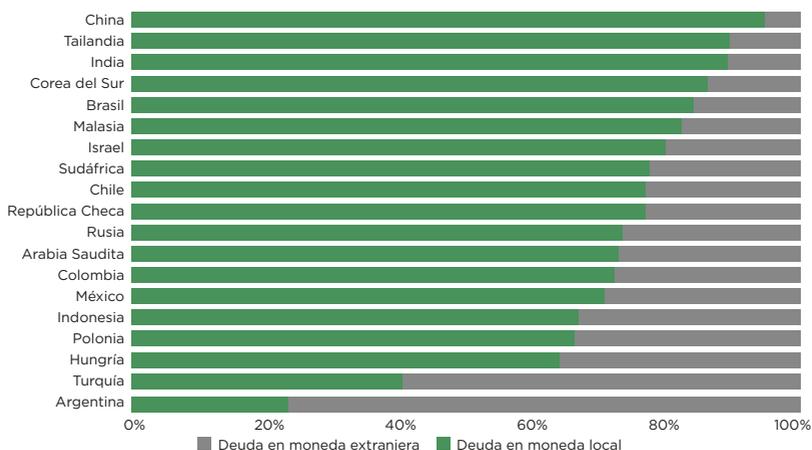
⁹Disponible en: <https://www.infobae.com/economia/2020/05/02/argentina-esta-junto-a-venezuela-zambia-y-angola-entre-los-mercados-emergentes-mas-riesgo-so-del-mundo-segun-the-economist/>

La agencia Bloomberg, por su parte, publicó una nota en 2019 donde afirma que

China realiza más de un 90% de sus colocaciones de deuda en moneda local, lo que de alguna manera limita el riesgo. Mientras tanto, prácticamente todos los mercados emergentes grandes ahora realizan más de la mitad de sus colocaciones en su propia moneda. Pero no todos los mercados emergentes han tenido un progreso uniforme en su conversión a la deuda en mercado local. Las dos mayores excepciones son Argentina y Turquía —y no es una coincidencia que estos dos países cayeran en crisis durante 2018 cuando un dólar fuerte puso presión en sus propias monedas—. [traducción propia].¹⁰

Este mismo artículo de prensa aporta el gráfico 4, que resulta contundente (incluimos gráficos de instituciones internacionalmente reconocidas —y no de muchas otras— para mostrar que las vulnerabilidades del “pecado original” alcanzaron un consenso tal que prácticamente no hay grietas al respecto):

Gráfico 4. Porcentaje de la deuda en moneda local y moneda extranjera en países emergentes (2019)



Fuente: Bloomberg en base al Instituto de Finanzas Internacionales

¹⁰Disponible en: <https://www.bloomberg.com/graphics/2019-emerging-markets-debt/>

La cita de Bloomberg es categórica: aquellos dos países emergentes cuyo peso de la deuda en moneda extranjera era claramente superior al resto fueron los que sufrieron crisis profundas de balance de pagos en 2018 y 2019. En la misma línea, el Bank for International Settlements (BIS) aporta datos muy interesantes para la comparación regional. Se puede ver cómo la Argentina era claramente un *outlier* en la composición de su deuda, con un peso de la deuda en moneda extranjera muy superior al del resto de los países emergentes. Incluso el propio Hyun Song Shin, jefe de Investigaciones del BIS, afirmó en una conferencia que

Hay algunos países donde el descalce de monedas es todavía importante, (...) Argentina, por ejemplo, es un caso donde la deuda soberana está fundamentalmente en moneda extranjera [traducción propia].¹

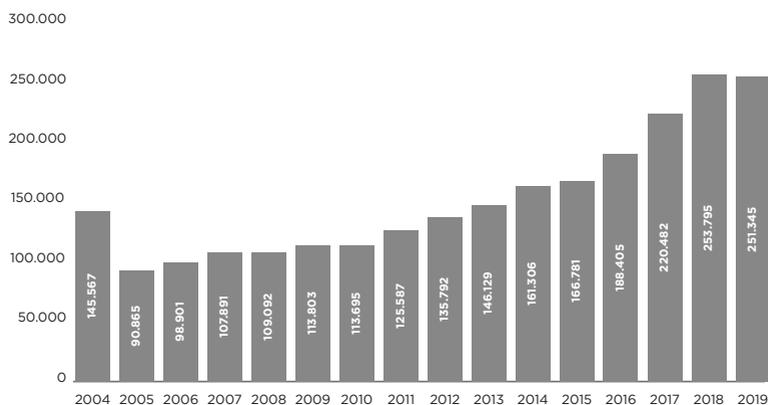
Por lo expuesto acerca de la prevalencia y las consecuencias negativas del endeudamiento en moneda extranjera, así como por la centralidad que adquirió el ingreso de divisas por parte del endeudamiento público en la dinámica de la economía argentina en el período analizado, los siguientes apartados se concentrarán en explicar las condiciones y la evolución de este tipo de deuda.

¹¹Disponible en: https://www.youtube.com/watch?v=L0HzpwNh0Ro&t=3s&ab_channel=BankforInternationalSettlements

2.3. La evolución del endeudamiento en moneda extranjera

Al observar el endeudamiento en moneda extranjera, se observa un incremento del 51,8% en el período analizado, por encima del 35% de aumento de la deuda total. Así, la deuda en moneda extranjera pasó de 166.781 millones de dólares en 2015 a 251.345 millones de dólares en 2019, como ilustra el gráfico 5. Tal como se desarrollará en las siguientes secciones, durante 2016 y 2017 el incremento fundamentalmente se debió a deuda contraída con acreedores privados. Los montos fueron tales que la Argentina se convirtió en el principal país tomador de deuda entre las naciones emergentes en esos años. En cambio, en 2018 y 2019 el país fue excluido de los mercados financieros internacionales, por lo que el crecimiento de las obligaciones del país está asociado fundamentalmente al préstamo otorgado por el FMI, el más grande de la historia del organismo

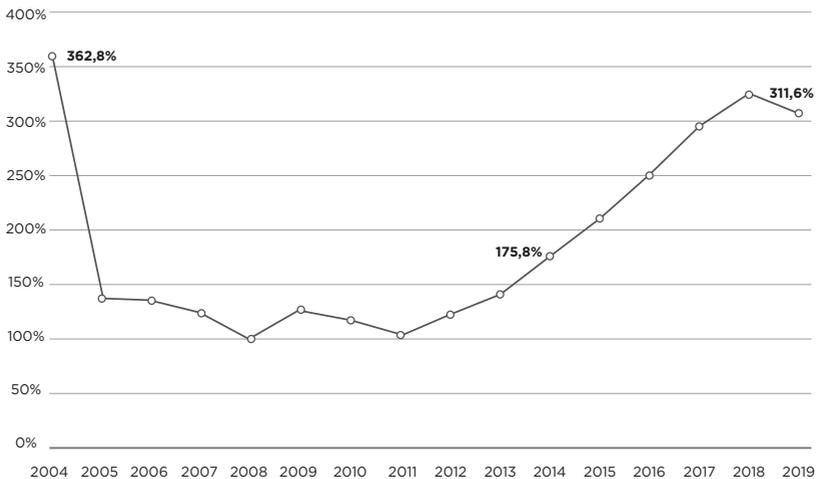
Gráfico 5. Evolución de la deuda pública nominada en moneda extranjera. En millones de u\$s



Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas de la Nación

En el mismo sentido, un indicador útil para conocer la sustentabilidad de la deuda en moneda extranjera es el que mide la relación entre las obligaciones en dicha moneda y las exportaciones anuales del país. Resulta un cociente particularmente relevante para aquellos países que presentan crisis recurrentes de balanza de pagos, al mostrar la capacidad de obtener los dólares genuinos necesarios para la cancelación de los préstamos tomados. También en este caso es notable el crecimiento acelerado: para 2019 el *stock* de deuda más que triplicaba las exportaciones anuales, habiendo crecido 112 puntos porcentuales respecto de 2015, como puede observarse en el gráfico 6.

Gráfico 6. Evolución de la deuda en moneda extranjera como porcentaje de las exportaciones. En %

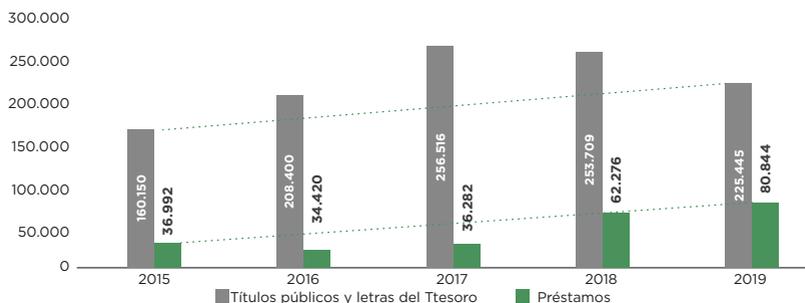


Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas de la Nación

2.3.1. Primera etapa: el endeudamiento en moneda extranjera entre diciembre de 2015 y abril de 2018

Los dos principales instrumentos utilizados para el endeudamiento en moneda extranjera fueron, por un lado, la emisión de títulos públicos y letras del Tesoro y, por otro lado, los préstamos. Como se aprecia en el gráfico 7, ambos crecieron fuertemente en el período analizado. Sin embargo, el crecimiento de los primeros se dio entre 2016 y 2018, con emisiones y ampliaciones de bonos y letras por 45.309 millones de dólares. Mientras que los segundos, si bien crecieron en todo el período, lo hicieron principalmente entre 2018 y 2019 cuando esta partida se incrementó en 44.562 millones de dólares, a causa del préstamo con el FMI. Esta dinámica se debe a que en el año 2018 el país perdió el acceso a los mercados financieros internacionales, a causa del endeudamiento acelerado y la crisis cambiaria en curso, por lo que recurrió al FMI en calidad de prestamista de última instancia para permitir una salida de la Argentina sumamente rentable para gran cantidad de capitales especulativos que habían arribado al país atraídos por las altas tasas de interés interna.

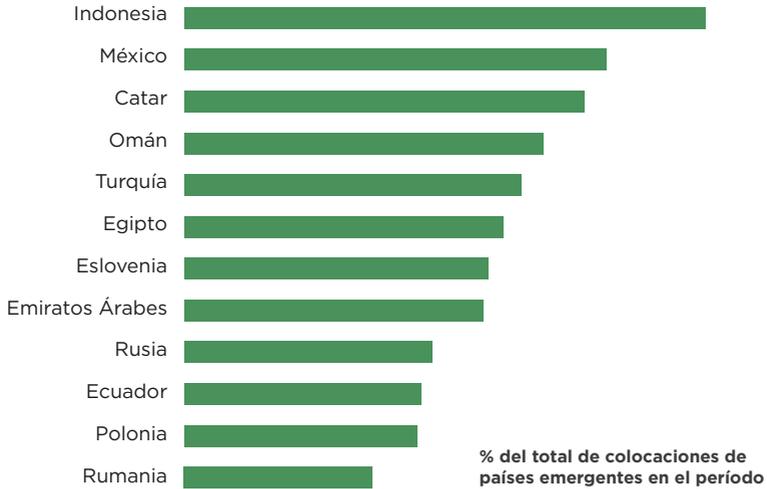
Gráfico 7. Títulos públicos y letras del Tesoro y préstamos.
En millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas de la Nación

Lo cierto es que la Argentina fue el país emergente que más deuda soberana colocó en los mercados internacionales entre enero de 2016 y abril de 2018, tal como ilustra el gráfico 8.

Gráfico 8. Principales colocadores de bonos soberanos en los mercados internacionales. Ene-16—abr-18



Fuente: BCRA (2020). "Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos". 2015-2019

En el cuadro 2 se observan las ampliaciones y emisiones de bonos en moneda extranjera realizadas durante el gobierno de Mauricio Macri. Da cuenta de la magnitud de los montos colocados. Refleja cómo las colocaciones comenzaron en el primer mes de gestión, dejando a las claras que se trataba de una estrategia de política económica premeditada y se extendieron hasta 2018, cuando abruptamente se detuvieron a causa de la crisis cambiaria y la pérdida de confianza de los mercados internacionales hacia el país. Los cupones de las emisiones tendieron a bajar entre 2016 y 2017, para luego incrementarse en 2018.

Cuadro 2. Emisiones de bonos durante el período diciembre 2015-diciembre 2019

Fecha de emisión	Bonos	Cupón	Año de vencimiento	Valor nominal original en circulación
Ampliación*	BONAR/u\$s/8,75%/07-05-2024	8,7500%	2024	1.600.840
Ampliación*	BONAR/u\$s/8,00%/08-10-2020	8,0000%	2020	1.142.000
30/12/2015	BONAR/u\$s/7,75%/30-12-2022	7,7500%	2022	4.497.753
30/12/2015	BONAR/u\$s/7,875%/30-12-2025	7,8750%	2025	4.510.463
30/12/2015	BONAR/u\$s/7,875%/30-12-2027	7,8750%	2027	4.690.500
22/04/2016	BIRAD/u\$s/6,875%/22-04-2021	6,8750%	2021	4.500.000
22/04/2016	BIRAD/u\$s/7,50%/22-04-2026	7,5000%	2026	6.500.000
22/04/2016	BIRAD/u\$s/7,625%/22-04-2046	7,6250%	2046	2.750.000
6/07/2016	BIRAD/u\$s/6,625%/06-07-2028	6,6250%	2028	1.000.000
6/07/2016	BIRAD/u\$s/7,125%/06-07-2036	7,1250%	2036	1.750.000
5/08/2016	BONAR/u\$s/1,00%/05-08-2023	1,0000%	2023	694.687
12/10/2016	BIRAE/EUR/3,875%/15-10-2022	3,8800%	2022	1.401.188
12/10/2016	BIRAE/EUR/5,00%/15-01-2027	5,0000%	2027	1.401.188
26/01/2017	BIRAD/u\$s/5,625%/26-01-2022	5,6250%	2022	3.250.000
26/01/2017	BIRAD/u\$s/6,875%/26-01-2027	6,8750%	2027	3.750.000
12/04/2017	BIRAF/CHF/3,375%/12-10-2020	3,3750%	2020	413.309
18/04/2017	BONAR/US\$/5,75%/18-04-2025	5,7500%	2025	1.535.814
18/04/2017	BONAR/US\$/7,625%/18-04-2037	7,6250%	2037	2.720.782
28/06/2017	BIRAD/US\$/7,125%/28-06-2117	7,1250%	2117	2.750.000
9/11/2017	BIRAE/EUR/3,375%/15-01-2023	3,3750%	2023	1.120.951
9/11/2017	BIRAE/EUR/5,250%/15-01-2028	5,2500%	2028	1.120.951
9/11/2017	BIRAE/EUR/6,250%/09-11-2047	6,2500%	2047	840.713
11/01/2018	BIRAD/u\$s/4,625%/11-01-2023	4,6250%	2023	1.750.000
11/01/2018	BIRAD/u\$s/5,875%/11-01-2028	5,8750%	2028	4.250.000
11/01/2018	BIRAD/u\$s/6,875%/11-01-2048	6,8750%	2048	3.000.000
29/11/2018	BONAR/u\$s/8,00%/29-05-2020	8,0000%	2020	2.120.285

*Ampliación de bonos ya existentes

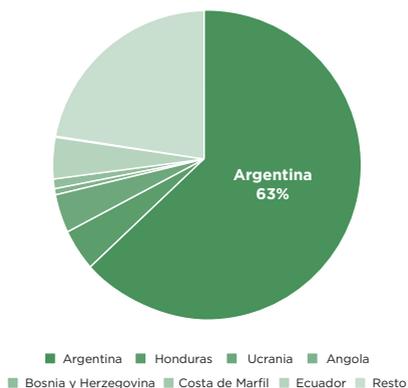
Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas de la Nación

Con el cierre de los mercados financieros internacionales, en abril de 2018 se inicia una segunda etapa en el endeudamiento público en moneda extranjera de este período, signada por el acuerdo con el FMI, que analizamos a continuación.

2.3.2. Segunda etapa: del acuerdo con el FMI al final del mandato

El comienzo de la salida masiva de capitales especulativos se produjo en abril de 2018. El dato que grafica esta situación fue que entre el 25 de abril y el 11 de mayo la posesión de LEBAC (instrumento financiero en pesos) en manos de extranjeros se redujo de 4.904 a 1.600 millones de dólares. Es decir, los tenedores no residentes vendieron masivamente sus títulos en pesos en el mercado e incrementaron la demanda de dólares para sacarlos del país. La reacción del BCRA consistió en vender la cifra récord de 4.463 millones de dólares de reservas internacionales en el plazo de cinco días hábiles (del 25 de abril al 3 de mayo) a fin de sostener el tipo de cambio en torno a los 20 pesos por dólar. Sin embargo, para el 14 de mayo el tipo de cambio se encontraba en 24,8 pesos. En el ínterin, la autoridad monetaria había intervenido en el mercado de cambios con ventas por 6.312 millones de dólares. Además, subió las tasas de interés locales a niveles récord internacionales para atraer inversiones en pesos y desestimular la demanda de dólares. En ese contexto, el gobierno concretó un acuerdo *stand by* con el FMI en junio de 2018 por un monto de DEG 35.379 millones, equivalente a 50 mil millones de dólares, monto que representaba el 1.110% de la cuota argentina en el organismo. De esa manera, la Argentina se convirtió en el mayor acreedor del organismo multilateral, a muchísima distancia del siguiente país, tal como se observa en el gráfico 9, donde para el año del préstamo, la porción correspondiente a nuestro país de la cartera crediticia del FMI alcanzaba el 63% del total.

Gráfico 9. Participación de los deudores en la cartera del FMI en el año 2018



Fuente: elaboración propia en base a FMI

El programa acordado estipulaba trece desembolsos: el primero, de DEG 10.614 millones (aproximadamente 15 mil millones de dólares) al momento de la aprobación del acuerdo, y, posteriormente, doce desembolsos trimestrales sujetos a la revisión de los criterios de ejecución cuantitativos, tal como se detalla a continuación en el cuadro 3.

Cuadro 3. Programa de revisiones y desembolsos acordado en junio de 2018 entre la Argentina y el FMI

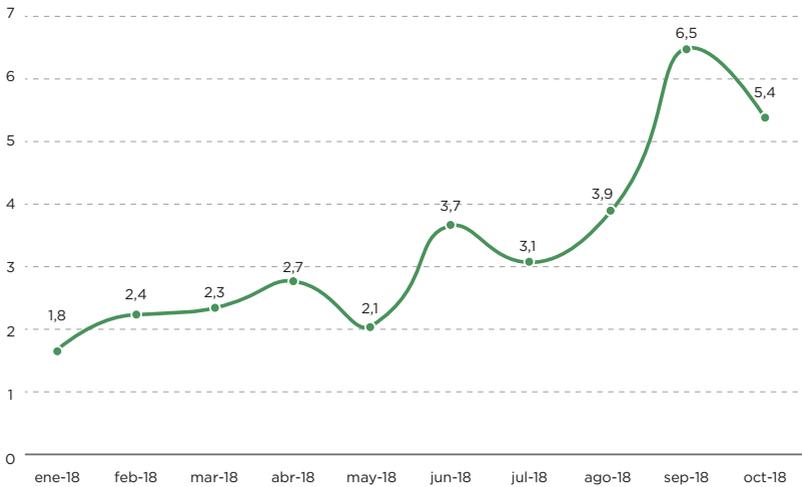
Disponible a partir de	Monto del desembolso		Condiciones (1)
	Millones de DEG	% Cuota	
20 de jun. 2018	10.613,71	333%	Aprobación del acuerdo
15 de sep. 2018	2.063,78	65%	Primera revisión y criterios de fines de jun. de 2018
15 de dic. 2018	2.063,78	65%	Segunda revisión y criterios de fines de sep. de 2018
15 de mar. 2019	2.063,78	65%	Tercera revisión y criterios de fines de dic. de 2018
15 de junio 2019	2.063,78	65%	Cuarta revisión y criterios de fines de mar. de 2019
15 de sep. 2019	2.063,78	65%	Quinta revisión y criterios de fines de jun. de 2019
15 de dic. 2019	2.063,78	65%	Sexta revisión y criterios de fines de sep. de 2019
15 de mar. 2020	2.063,78	65%	Séptima revisión y criterios de fines de dic. de 2019
15 de jun. 2020	2.063,78	65%	Octava revisión y criterios de fines de mar. de 2020
15 de sep. 2020	2.063,78	65%	Novena revisión y criterios de fines de jun. de 2020
15 de dic. 2020	2.063,78	65%	Décima revisión y criterios de fines de sep. de 2020
15 de mar. 2021	2.063,78	65%	Onceava revisión y criterios de fines de dic. de 2020
15 de jun. 2021	2.063,71	65%	Doceava revisión y criterios de fines de mar. de 2021
Total	35.379	1110%	

(1) Además de criterios de evaluación periódicos, las condiciones incluyen criterios continuos de evaluación

Fuente: Memorándum de Políticas Económicas y Financieras del acuerdo stand by con el FMI del 12 de junio de 2018

Sin embargo, transcurridos solo cuatro meses desde la entrada en vigencia del acuerdo, y frente al constante deterioro económico —plasmado en la aceleración de la inflación (gráfico 10) y en la continua pérdida de reservas internacionales del BCRA (gráfico 11)—, en octubre de 2018 se firmó un nuevo acuerdo que implicó incrementar el préstamo total en DEG 5.335 millones (equivalentes aproximadamente a 7 mil millones de dólares) y adelantar el cronograma de desembolsos.

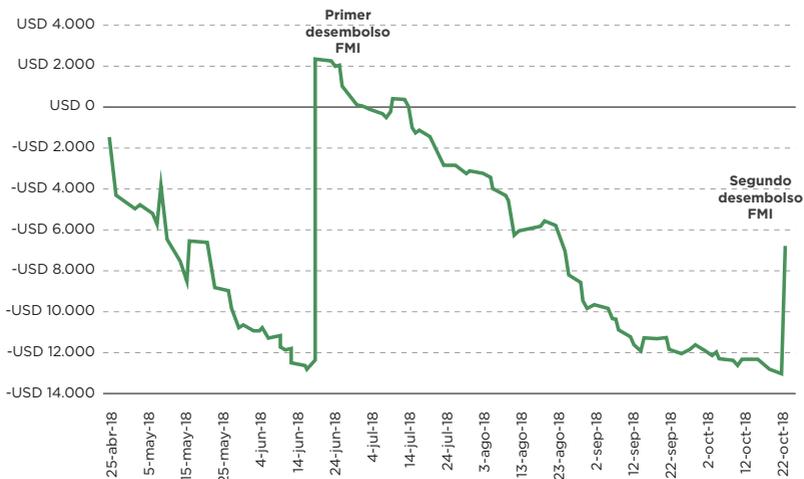
Gráfico 10. Índice mensual de precios al consumidor en la Argentina en %. Ene-18 - Oct-18



Fuente: INDEC

Como se aprecia a continuación en el gráfico 11, desde el inicio de la corrida cambiaria el 25 de abril de 2018 hasta el día previo al ingreso del primer desembolso (registrado el 22 de junio de ese año), la caída acumulada de las reservas internacionales en poder del BCRA fue de 12.317 millones de dólares. Luego, entre el 23 de junio y el día previo al segundo desembolso (registrado el 30 de octubre de 2018), la pérdida de reservas internacionales fue de 15.407 millones de dólares. De esta forma, descontando los dos desembolsos del FMI, la pérdida acumulada de reservas internacionales entre el 25 de abril y el 30 de octubre de 2018 ascendió a 27.724 millones de dólares.

Gráfico 11. Variación acumulada de reservas internacionales del BCRA. Desde el 25 de abril hasta el 30 de octubre de 2018. En millones de dólares

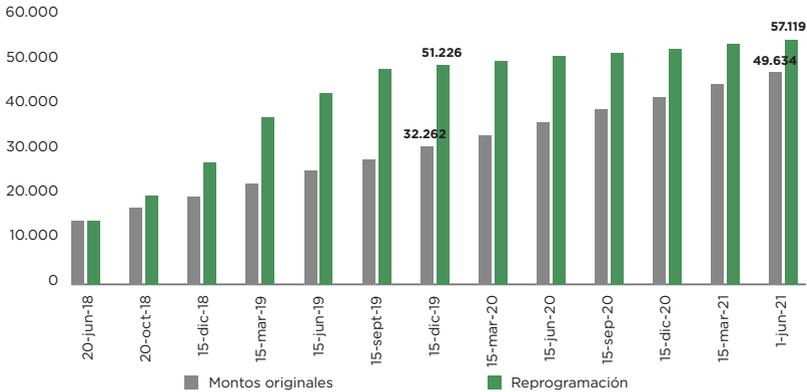


Fuente: BCRA

En este marco, el FMI le otorgó a la Argentina el mayor préstamo en la historia del organismo: DEG 40.714 millones, equivalentes a 57 mil millones de dólares, lo que representaba el 1.277% de la cuota de la Argentina en el organismo. De esta forma, el monto del crédito otorgado triplicaba el límite máximo en condiciones normales para esta clase de préstamos (fijado en 435%).

En el gráfico 12 y en el cuadro 4 se presentan los montos de los desembolsos establecidos en el acuerdo de junio de 2018 y la reprogramación y aumento de los desembolsos establecida en octubre de ese mismo año. Se observa que, además del incremento en el monto total del préstamo, los desembolsos previstos se adelantaron, aumentando la concentración hasta el mes de septiembre de 2019, mes previo a la realización de la primera vuelta de las elecciones presidenciales argentinas. Así, mientras en el acuerdo original el 59% del monto total del préstamo estaba programado para otorgarse entre junio de 2018 y septiembre de 2019, este porcentaje se aumentó a 88% en el nuevo acuerdo.

Gráfico 12. Desembolsos acumulados. Montos originales (acuerdo junio de 2018) y reprogramación (octubre de 2018). En millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base al Memorándum de Políticas Económicas y Financieras del acuerdo stand by con el FMI del 17 de octubre de 2018

Cuadro 4. Programa de revisiones y desembolsos del acuerdo stand by. Montos originales (junio de 2018) y reprogramación (octubre de 2018)

Disponible a partir de	Montos originales		Aumento propuesto y reprogramación		Condiciones (1)
	Millones de DEG	% Cuota	Millones de DEG	% Cuota	
20-jun-18	10.613,71	333%	10.613,71	333%	Aprobación del acuerdo
26-oct-2018	2.063,78	65%	4.100,00	129%	1° revisión y criterios de fines de jun. de 2018
15-dic-2018	2.063,78	65%	5.500,00	173%	2° revisión y criterios de fines de sep. de 2018
15-mar-2019	2.063,78	65%	7.800,00	245%	3° revisión y criterios de fines de dic. de 2018
15-junio-2019	2.063,78	65%	3.900,00	122%	4° revisión y criterios de fines de mar. de 2019
15-sep-2019	2.063,78	65%	3.900,00	122%	5° revisión y criterios de fines de jun. de 2019
15-dic-2019	2.063,78	65%	700,04	22%	6° revisión y criterios de fines de sep. de 2019
15-mar-2020	2.063,78	65%	700,04	22%	7° revisión y criterios de fines de dic. de 2019
15-jun-2020	2.063,78	65%	700,04	22%	8° revisión y criterios de fines de mar. de 2020
15-sep-2020	2.063,78	65%	700,04	22%	9° revisión y criterios de fines de jun. de 2020
15-dic-2020	2.063,78	65%	700,04	22%	10° revisión y criterios de fines de sep. de 2020
15-mar-2021	2.063,78	65%	700,04	22%	11° revisión y criterios de fines de dic. de 2020
1-jun-2021	2.063,71	65%	700,05	22%	12° revisión y criterios de fines de mar. de 2021
Total	35.379	1110%	40.714	1277%	

(1) Además de criterios de ejecución periódicos, las condiciones incluyen criterios continuos de ejecución

Fuente: Memorándum de Políticas Económicas y Financieras del acuerdo stand by con el FMI del 17 de octubre de 2018

Una de las consecuencias más importantes de este retorno del país al crédito del FMI fue la imposición de fuertes condicionamientos en la política económica argentina. En efecto, el último antecedente al respecto se remonta al mes de enero de 2006, cuando el gobierno del entonces presidente Néstor Kirchner saldó el total de la deuda existente en aquel momento con el organismo, por un monto total de 9.810 millones de dólares. Esta decisión, tomada de común acuerdo con el gobierno de Brasil conducido en aquellos años por el presidente Luiz Inácio Lula da Silva, fue argumentada al momento de su anuncio público por Kirchner en los siguientes términos, que precisamente ponen por delante la cuestión de la autonomía para tomar decisiones de política económica y, en consecuencia, ponen en valor la recuperación de la soberanía nacional:

Concretamos, con esta medida, nuestra estrategia de reducción de deuda, a un nivel compatible con nuestras posibilidades de crecimiento y pago, ganando, además, grados de libertad para la decisión nacional. La deuda que cancelamos con el Fondo Monetario Internacional, similar a la suma que ese organismo prestó para sostener un régimen de convertibilidad, condenado al fracaso, ha resultado lejos la más condicionante, aun cuando a diferencias de otros países que experimentaron situaciones críticas no recibimos ayuda del Fondo para superar la difícil situación que enfrentamos. Esta deuda ha sido constante vehículo de intromisiones, porque está sujeta a revisiones periódicas y ha sido fuente de exigencias y más exigencias, que resultan contradictorias entre sí y opuestas al objetivo del crecimiento sustentable.¹¹

Precisamente, como veremos a continuación, la decisión del gobierno nacional en 2018 de volver a acudir al FMI revirtió los beneficios adquiridos doce años antes e introdujo nuevamente al país en la dinámica de injerencia externa y cesión de soberanía que había conocido hasta entonces.

Las metas establecidas en el acuerdo se agrupan en objetivos fiscales y objetivos monetarios (ver cuadro 5 para junio y septiembre de 2018, cuadro 6 para octubre y diciembre de 2018 y marzo de 2019). Estas metas son definidas como una variación en términos nominales

¹¹El discurso completo puede leerse en: <https://www.casarosada.gob.ar/informacion/archivo/24862-blank-41184041>.

(en moneda local o en dólares, según se aclara en cada caso) respecto de un punto de referencia en el tiempo. Por ejemplo, en el caso del déficit fiscal primario se establece una meta (“criterio de ejecución”) acumulada anual de \$ 155,1 mil millones de pesos para finales de junio de 2018 (ajustado respecto de la meta original de 148 mil millones de pesos) y una meta de \$ 257 mil millones de pesos para finales de septiembre de 2018 (cuadro 5).

Asimismo, en esta segunda instancia de acuerdo se solicitó la exención del cumplimiento de los criterios de ejecución de fines de septiembre en lo que respecta a reservas internacionales netas, crédito neto al gobierno y futuros no entregables, los cuales no habían sido cumplidos “debido al deterioro de las condiciones del mercado, lo que generó una depreciación considerable del peso argentino,¹² tasas de *rollover* menores a las esperadas y difíciles condiciones de financiamiento”.¹³

Tal como se aprecia en el cuadro 5, el resultado observado implicó un incumplimiento de las metas mencionadas. La variación observada de las reservas internacionales netas a fines de septiembre respecto del *stock* al 4 de junio de 2018 (criterio de ejecución número 6 marcó una caída de 8,7 mil millones de dólares, cuando la meta original era de un aumento de 5,5 mil millones de dólares y la meta ajustada (también incumplida) establecía una caída de 2,2 mil millones de dólares. Luego, la meta de crédito del BCRA al gobierno (criterio de ejecución número 8) era de una reducción de \$ 78 mil millones de pesos respecto del valor de fines de mayo y el resultado observado fue una disminución de \$ 39,4 mil millones. Por último, el cambio en el *stock* de futuros no entregables registrado a fin de septiembre respecto de fines de mayo de 2018 (criterio de ejecución número 7, establecía una meta de variación nula y el resultado observado fue un aumento de \$ 1,3 mil millones de pesos.

¹²Entre el 7 de junio de 2018 (fecha del anuncio formal del acuerdo *stand by*) y el 17 de octubre (fecha en que se enviaba la Carta de Intención para el nuevo acuerdo) el tipo de cambio oficial se había incrementado 45,4% (de \$ 24,97 a \$ 36,30 pesos por dólar). De esta forma, el peso acumulaba una devaluación del 79,2% desde el inicio de la corrida cambiaria el 25 de abril de 2018.

¹³Carta de Intención del 17 de octubre de 2018 firmada por el ministro de Economía Nicolás Dujovne y el presidente del BCRA Guido Sandleris, correspondiente al pedido de ampliación del acuerdo *stand by* firmado en junio de 2018, disponible en: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/sba_-_loi_mtu_espanol.pdf.

Cuadro 5. Criterios de ejecución cuantitativos, metas indicativas y cláusulas de consulta (en miles de millones de pesos a menos que sea mencionado)

	2018					
	Fin-jun			Fin-sep		
	CE	CE ajustado	Observado	CE	CE ajustado	Observado
Objetivos fiscales						
Criterios de ejecución						
1. Balance fiscal primario del gobierno nacional (piso) 3/ 5/	-148,0	-155,1	-122,6	-256,0	n.a.	n.a.
2. Acumulación de deuda flotante por pagos de deuda externa del gobierno nacional (techo) 4/	0,0		0,0	0,0		0,0
3. Acumulación de deuda flotante doméstica por parte del gobierno nacional (techo) 5/	8,2		-1,9	14,9		n.a.
4. Gasto en asistencia social (piso) 3/	87,7		87,7	131,1		n.a.
Metas indicativas						
5. Balance primario del gobierno general (piso) 3/ 9/	-185,0		-47,9	-272,0		n.a.
Objetivos monetarios						
Criterios de ejecución						
6. Cambio en las reservas internacionales netas (piso) 6/ 9/	5,5	2,0	2,7	5,5	-2,0	-8,7
7. Cambio en el stock de futuros no entregables de tipo de cambio (techo) 4/ 6/	1,0		0,4	0,0		1,3
8. Cambio en el crédito del Banco Central al gobierno (techo) 7/	0,0		0,0	-78,0		-39,4
9. Financiamiento del gobierno por parte del Banco Central (techo) 4/	0,0		0,0	0,0		0,0
Cláusulas de consulta - Inflación						
10. Rendas de inflación (en porcentaje, i.a.)						
Cota externa (superior)	32			32		
Cota interna (superior)	29			29		
Meta central de inflación	27		23,5	27		n.a.
Cota interna (inferior)	25			25		
Cota externa (inferior)	22			22		
11. Cambios en los activos domésticos netos del Banco Central (techo) 8/ 9/	15,0	40,0	-38,0	64,0	251,2	441,7
1/	Objetivos definidos en el Memorándum de Entendimiento Técnico (MET) del 12 de junio de 2018					
2/	Basado en los tipo de cambio del programa definidos en el MET del 12 de junio de 2018					
3/	Flujos acumulados desde 1ro de Enero hasta 31 de Diciembre.					
4/	Criterio de ejecución continuo.					
5/	La acumulación se mide con respecto al promedio durante el cuarto trimestre de 2017, que alcanzó los 45.600 millones de pesos.					
6/	En miles de millones de dólares. La variación se mide con respecto al 4 de Junio de 2018.					
7/	La variación se mide con respecto al valor de fines de mayo de 2018, que alcanzó 2.204,4 miles de millones de pesos.					
8/	La variación se mide con respecto al valor de fines de mayo de 2018, que alcanzó 432,9 miles de millones de pesos.					
9/	Objetivos sujetos a los ajustadores definidos en el MET.					

Fuente: Memorándum de Políticas Económicas y Financieras del acuerdo stand by con el FMI del 17 de octubre de 2018

Cuadro 6. Criterios de ejecución cuantitativos y metas indicativas (en miles de millones de pesos a menos que sea mencionado)

	2018				2019		
	Fin-oct	Fin-nov	Fin-dic	Fin-ene	Fin-feb	Fin-mar	
	CE propuesto	MI	CE	CE propuesto revisado	MI	MI	CE propuesto
Objetivos fiscales							
Criterios de ejecución							
1. Balance fiscal primario del gobierno nacional (piso) 3/ 9/	-290,0	n.a.	-367,5	-370,0	n.a.	n.a.	6,0
2. Acumulación de deuda flotante por pagos de deuda externa del gobierno nacional (techo) 4/	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3. Acumulación de deuda flotante doméstica por parte del gobierno nacional (techo) 5/	17,0	n.a.	21,6	24,4	n.a.	n.a.	30,0
4. Gasto en asistencia social (piso) 3/	144,0	n.a.	177,5	173,0	n.a.	n.a.	90,0
Metas indicativas							
5. Balance primario del gobierno general (piso) 3/ 9/	n.a.	n.a.	-382,4	-370,0	n.a.	n.a.	-34,0
Objetivos monetarios							
Criterios de ejecución							
6. Cambio en las reservas internacionales netas propias (piso) 6/ 9/ 10/	3,7	7,1	5,5	7,1	5,3	3,5	12,5
7. Cambio en el stock de futuros no entregables de tipo de cambio (techo) 6/ 9/ 11/	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	-0,7	-1,0
8. Cambio en el crédito del Banco Central al gobierno (techo) 7/	0,0	0,0	-156,0	0,0	0,0	0,0	0,0
9. Financiamiento del gobierno por parte del Banco Central (techo) 4/	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
10. Cambios en los activos domésticos netos del Banco Central (techo) 8/ 9/	87,7	-55,7	166,0	-46,2	-112,1	-36,0	-185,4
1/	Objetivos definidos en el Memorándum de Entendimiento Técnico (MET).						
2/	Basado en los tipo de cambio del programa definidos en el MET.						
3/	Flujos acumulados desde 1ro de Enero hasta 31 de Diciembre.						
4/	Criterio de ejecución continuo.						
5/	La acumulación se mide con respecto al promedio durante el cuarto trimestre de 2017, que alcanzó los 45.600 millones de pesos.						
6/	En miles de millones de dólares. La variación se mide con respecto al valor del 28 de septiembre de 2018.						
7/	La variación se mide con respecto al valor del 28 de septiembre de 2018, que alcanzó 2.582,86 miles de millones de pesos.						
8/	La variación se mide con respecto al valor promedio de septiembre de 2018, que alcanzó 357 miles de millones de pesos.						
9/	Objetivos sujetos a los ajustadores definidos en el MET.						
10/	Los aumentos reflejan los desembolsos de apoyo presupuestario del FMI, los cuales incrementan las reservas internacionales netas.						
11/	El techo continuo en el cambio se mantendrá en cero hasta el 31 de enero de 2019. Esto bajará a -0,7 el 1 de febrero de 2019 y bajará a -1 el 1 de marzo de 2019.						

Fuente: Memorándum de Políticas Económicas y Financieras del acuerdo stand by con el FMI del 17 de octubre de 2018

A pesar de que en su Carta de Intención del 17 de octubre de 2018 el gobierno manifestaba haber “tomado acciones correctivas para recalibrar la política monetaria y acelerar el proceso de convergencia fiscal en el marco del programa recientemente reformulado”,¹⁴ el deterioro macroeconómico era tan profundo que en la misma carta se justificaba el aumento de la asistencia a partir de la imposibilidad de tratar el acuerdo como precautorio. Además, el gobierno manifestaba haber realizado “acciones correctivas para recalibrar la política monetaria y acelerar el proceso de convergencia fiscal en el marco del programa recientemente reformulado”.¹⁵ Por tal motivo, en acuerdo con el FMI, se concretó el aumento en la asistencia financiera, su adelantamiento y se autorizó a que sus tramos puedan ser utilizados como apoyo presupuestario.

En su primera revisión del programa original, en forma simultánea a la reprogramación de metas y el incremento de la asistencia financiera, el FMI destacó el contexto de condiciones de mercado turbulentas y un descenso de la actividad mayor de lo esperado. En efecto, el escenario “adverso” del acuerdo de junio preveía una variación negativa anual del PIB de 1,3%, mientras que el escenario de base de la primera revisión establecía una caída de 2,8% anual y luego el año cerraría con una recesión de 2,6% anual. También se señalaba la incapacidad del BCRA para anclar las expectativas de inflación. Así, el informe del FMI daba cuenta de una inflación observada mayor a la meta indicativa: 32% interanual previsto como cota superior tanto para septiembre como para diciembre, en comparación a la tasa observada de 41% interanual en septiembre, que luego ascendería a 48% interanual en diciembre de 2018.

Además, se había producido el incumplimiento de los criterios de ejecución (metas que definen la aprobación u obligan al otorgamiento de un *waiver*) mencionados anteriormente: una variación de reservas internacionales netas por debajo de la meta prevista para septiembre, una variación del monto de contratos de dólar a futuro no ejecutables por encima de dicha meta, y un incumplimiento en la meta de reducción del financiamiento neto del BCRA al gobierno.

Sin embargo, frente a este escenario, y en un contexto de acelerada formación de activos externos financiada por el propio crédito otorgado por el organismo, la respuesta del FMI fue aceptar todos los pedidos de ex-

¹⁴dem.

¹⁵dem.

cepción (*waivers*) por las metas no cumplidas y conceder el incremento en el monto del crédito total, así como el adelantamiento de los desembolsos.

De esta forma, se adoptaban nuevas metas en el marco del programa stand by ajustado, las cuales implicaban un endurecimiento del ajuste fiscal: eliminación del déficit fiscal primario en 2019, limitación de la emisión monetaria de modo que actúe como “ancla nominal”, y mantenimiento de un tipo de cambio flexible, minimizando la intervención del BCRA en el mercado cambiario. A su vez, el nuevo cronograma de desembolsos serviría para cubrir la caída del financiamiento del Estado en el mercado de deuda, tanto en moneda extranjera como en moneda local.

Unos meses más tarde, la segunda revisión efectuada en diciembre de 2018 incluía una evaluación llamativamente positiva de la marcha del programa macroeconómico, sobre el que el primer subdirector gerente del organismo, David Lipton, afirmaba que

Hay primeros indicios de que el programa de reforma económica rediseñado de las autoridades argentinas, incluyendo el nuevo marco de política monetaria, está dando resultados. El peso se ha estabilizado y, a pesar de que continúa siendo elevada, la inflación ha empezado a bajar, a medida que se desvanecen los efectos de la depreciación del peso. Con todo, la economía argentina aún se está contrayendo y continúa siendo vulnerable a los giros de la actitud de los mercados. Se prevé que la actividad económica comenzará a recuperarse en el segundo trimestre de 2019.¹⁶

Finalmente, antes de la interrupción del programa en 2019 se realizaron dos revisiones adicionales, en abril y julio, alcanzando cuatro versiones en total, sobre el total de doce planificadas.

En junio de 2019 la inflación interanual casi se había duplicado respecto del ritmo que llevaba doce meses antes (de 29,5% en junio de 2018 a 55,8% en junio de 2019), el PIB mostraba una caída de 3,5% interanual en el primer semestre de 2019, la pobreza había aumentado 8 puntos porcentuales (de 27,3% en el primer semestre de 2018 a 35,2%

¹⁶FMI, 2018. Comunicado de prensa No 18/485: “El Directorio Ejecutivo del FMI concluye la segunda revisión en el marco del acuerdo stand by a favor de Argentina, aprueba desembolso de USD 7.600 millones”. Disponible en: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2018/12/19/pr18485-argentina-imf-executive-board-completes-second-review-under-stand-by-arrangement>

en el primer semestre de 2019) y el país no había logrado ni recuperar el financiamiento privado ni una acumulación de reservas internacionales que otorgue perspectivas de sustentabilidad a corto plazo.

A pesar del marcado deterioro macroeconómico y social, en todas las revisiones del FMI, incluida la realizada en julio de 2019,¹⁷ se sostuvo que la Argentina continuaba cumpliendo los cuatro criterios que justificaban el acceso excepcional al endeudamiento con el propio organismo:

Criterio 1. El miembro está experimentando o tiene el potencial de experimentar presiones excepcionales de la balanza de pagos en la cuenta corriente o en la cuenta de capital que den lugar a una necesidad de financiación del Fondo que no puede ser satisfecha dentro de los límites normales.

Criterio 2. Un análisis riguroso y sistemático indica que la deuda es sostenible pero no con una alta probabilidad; el acceso excepcional se justifica porque la financiación de fuentes distintas del Fondo mejora la sostenibilidad de la deuda y refuerza suficientemente las salvaguardias de los recursos del Fondo.

Criterio 3. El staff considera que el país miembro tiene perspectivas de obtener o recuperar el acceso a los mercados de capital privado en un plazo y a una escala que le permitan cumplir sus obligaciones con el Fondo.

Criterio 4. El staff juzga que el programa de políticas ofrece una perspectiva razonablemente sólida de éxito, incluyendo no solo los planes de ajuste del país miembro sino también su capacidad institucional y política para llevar a cabo dicho ajuste.

¹⁷IMF, 2019. Fourth review under the Stand-By Arrangement and request for Waivers of Applicability and modification of performance criteria and financing assurances review. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/07/15/Argentina-Fourth-Review-under-the-Stand-By-Arrangement-Request-for-Waivers-of-Applicability-47116>

En el mismo sentido, la “evaluación general” realizada por el FMI en sus revisiones se mantuvo inalterada. Así, en la revisión de julio de 2019 citada arriba se destacan dos puntos centrales, en continuidad respecto de las revisiones anteriores.

Por un lado, se afirmaba que “la dinámica de la deuda en la situación de referencia sigue siendo benigna”,¹⁸ destacando que la continuidad del ajuste fiscal contribuiría a “mantener la relación entre la deuda pública y el PIB en una trayectoria descendente constante a partir de 2019”.¹⁹

Por otro lado, en directa contradicción con el punto anterior, el FMI destacaba la existencia de “importantes riesgos para la sostenibilidad de la deuda”, vinculados a “la magnitud de las necesidades brutas de financiación en un escenario de tensión”, (...) la gran proporción de deuda en moneda extranjera (que hace que la dinámica de la deuda argentina sea sensible a los movimientos del tipo de cambio real); y las grandes necesidades de financiación externa de la economía, que en anteriores crisis de los mercados emergentes han demostrado ser un fuerte factor de predicción de una crisis de deuda”.²⁰

El monto total desembolsado entre junio de 2018 y julio de 2019 ascendió a DEG 31.914 millones (equivalentes a aproximadamente 44.500 millones de dólares), lo que continúa representando el préstamo más grande en la historia otorgado por el FMI a un solo país.

Luego de haberse producido el cambio de gobierno argentino el 10 de diciembre de 2019, las nuevas autoridades dispusieron la suspensión de los desembolsos del acuerdo stand by. Posteriormente, ya en diciembre de 2021 —dos años y medio después de haberse concretado el último desembolso— el FMI publicó una “evaluación ex post” del programa llevado a cabo durante 2018-2019.

En dicha evaluación, el organismo concluyó que los objetivos centrales del programa —restaurar la confianza, reducir los desequilibrios fiscales y de balanza de pagos y bajar la inflación— no fueron cumplidos. El FMI reconoció que la estrategia adoptada había fracasado. La caracterizó de la siguiente manera

¹⁸Ídem.

¹⁹Ídem.

²⁰Ídem.

La estrategia, respaldada por el gran apoyo financiero del Fondo, se centró en el endurecimiento fiscal y monetario, combinado con reformas estructurales específicas, para catalizar nuevas entradas de capital [traducción propia].²¹

Además, el propio informe da cuenta de la utilización del préstamo para financiar la formación de activos externos, al señalar que las autoridades intervinieron en el mercado de cambios más allá de lo previsto por el programa. Por el contrario, los resultados fueron los opuestos a los objetivos enunciados. En palabras del propio FMI:

A pesar de las intervenciones cambiarias más allá de las disposiciones del programa, el tipo de cambio continuó depreciándose, aumentando la inflación y el valor en pesos de la deuda pública, y debilitando los ingresos reales, especialmente de los pobres [traducción propia].²²

El informe repasa la evolución observada de las principales variables macroeconómicas, contrastándola con la evolución esperada en el programa *stand by* (gráfico 13). Cabe destacar que el fracaso en los resultados macroeconómicos del programa se produjo habiendo cumplido una meta central del mismo, identificada como una herramienta clave para lograr los equilibrios (que no fueron alcanzados): el resultado fiscal primario del sector público nacional. A continuación, se plasman los comentarios realizados en este informe sobre cada variable:

- **Crecimiento económico (Real GDP Growth):** el programa inicial preveía una desaceleración relativamente leve del crecimiento, de 2,9% en 2017 a 0,4% en 2018, seguido de una rápida recuperación a partir de 2019. Sin embargo, el resultado observado fue una caída del PIB de 2,6% en 2018 y 2,1% en 2019.

²¹IMF Country Report N° 21/279, “Argentina ex post-evaluation of exceptional access under the 2018 stand by arrangement”, diciembre de 2021, pág. 1, disponible en: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/1argea2021001_eng.pdf

²²Idem, pág. 2.

- **Desempleo (Unemployment Rate):** se mantuvo constantemente por encima del 9% (nivel esperado) durante todo el programa, alcanzando un máximo de 10,5% en el segundo cuatrimestre de 2019.
- **Inflación (CPI Inflation):** a pesar de un endurecimiento general de la política monetaria, la inflación no fue controlada. Cuando el programa terminó efectivamente, los precios al consumidor estaban aumentando a un ritmo de 54% anual, tres veces la tasa de inflación prevista en el programa inicial y el doble de la tasa revisada prevista en la primera revisión.
- **Resultado de la Cuenta Corriente (Balance on Current Account):** la cuenta corriente tuvo un desempeño inferior al previsto en 2018, pero se ajustó rápidamente en 2019, superando el ajuste en las proyecciones del programa original. Sin embargo, el ajuste se concentró en importaciones (especialmente de bienes de inversión), que se redujeron en más de una cuarta parte entre 2017 y 2019. A pesar de la sustancial depreciación real del tipo de cambio, los volúmenes de exportación permanecieron estables.
- **Tipo de cambio real efectivo (REER):** impulsada por los flujos de capital, la depreciación del peso se aceleró tras el anuncio de la solicitud del acuerdo en mayo de 2018 y continuó hasta que se anunció la renovación del programa a finales de septiembre del mismo año. El tipo de cambio se mantuvo más estable durante el cuarto trimestre de 2018, pero la depreciación se reanudó a principios de 2019 y continuó hasta las modificaciones al marco monetario y cambiario en abril-mayo. La volatilidad de agosto de 2019 trajo consigo otra caída significativa en el valor de la moneda, que para entonces cotizaba a un tercio de su valor en el momento de la solicitud del acuerdo. En contraste con este resultado, el escenario de base subyacente al marco del programa original, basado en la restauración de la confianza del mercado, había previsto una estabilización del tipo de cambio nominal (Nominal Exchange Rate), correspondiente a una apreciación del tipo de cambio real del 9%, durante el período del programa (en el escenario adverso, se asumió que el tipo de cambio real se depreciaría levemente).

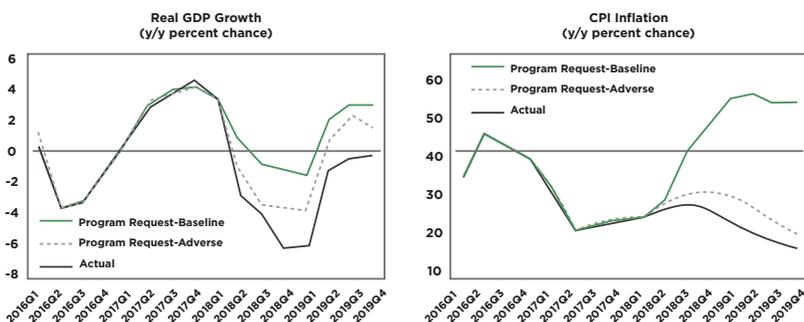
- **Resultado Fiscal Primario (Primary Fiscal Balance):** las metas de balance primario se cumplieron, principalmente mediante la reducción del gasto, aunque las medidas fueron generalmente de calidad baja y decreciente a lo largo del programa. A pesar de los primeros esfuerzos para reducir el gasto salarial y los subsidios a la energía, la mayoría de las medidas de gasto tomadas durante el período del programa fueron temporales y relativamente fáciles de revertir, lo que socavó la credibilidad del esfuerzo de consolidación; además, las medidas de ingresos eran limitadas y de baja calidad. Esta última se deterioró con el tiempo mientras que las autoridades buscaban cumplir los objetivos en un entorno macroeconómico que empeoraba.
- **Deuda pública (Public Debt):** los objetivos fiscales del programa se formularon como metas para el balance fiscal primario. Estos objetivos se cumplieron, a pesar de los decepcionantes resultados de crecimiento. Sin embargo, los coeficientes de deuda pública superaron con creces las proyecciones, principalmente debido a los efectos de valoración, ya que casi el 70% de la deuda del gobierno estaba denominada en dólares estadounidenses o vinculada a ellos. Además, los vencimientos cortos acentuaron la dinámica de la deuda: los plazos en los que la Argentina renovaba su deuda se volvieron menos favorables a medida que pasaba el tiempo, con tasas de interés más altas y vencimientos más cortos que afectaron negativamente a ratios de deuda y su sostenibilidad.

De esta forma, el staff del FMI finalmente resume la evaluación general del programa de la siguiente manera:

En suma, la mayoría de los resultados fueron peores que los establecidos en el escenario adverso presentado con la solicitud del acuerdo stand by (SBA). El crecimiento estuvo muy por debajo de los objetivos del programa y la inflación superó con creces. Dado que el SBA se trató inicialmente como precaución, se desarrolló un escenario adverso para la solicitud del SBA de estimar las necesidades potenciales de la balanza de pagos como base para determinar el acceso propuesto. La contracción proyectada del 1,3 por ciento del PIB en 2018 y el regreso al crecimiento en 2019 en el

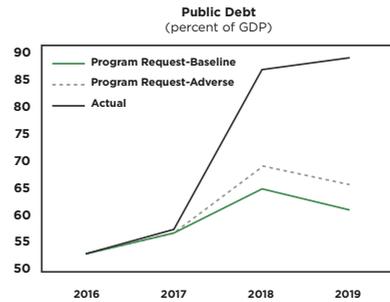
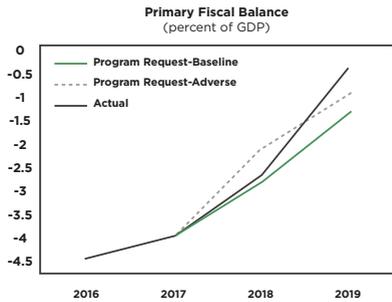
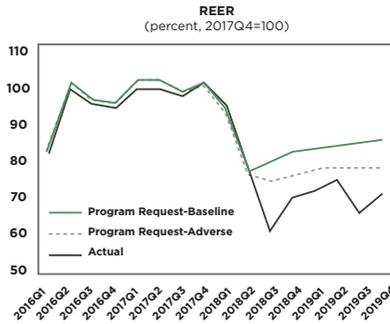
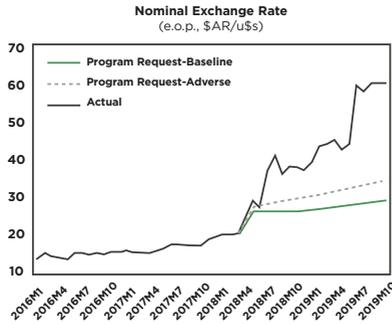
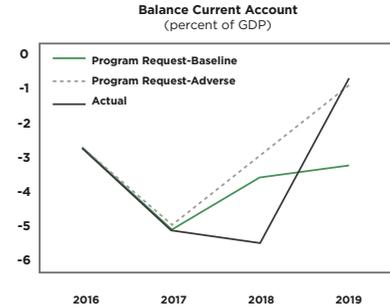
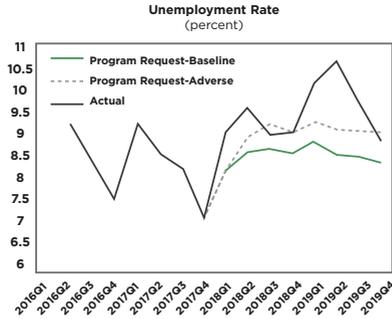
escenario adverso resultaron ser optimistas en comparación con el crecimiento real. Del mismo modo, los resultados de la inflación y el tipo de cambio fueron considerablemente peores que los supuestos en el escenario adverso. La deuda aumentó considerablemente con la depreciación del tipo de cambio. El déficit de cuenta corriente fue mucho peor en 2018 de lo que se proyectó en la solicitud del programa, pero menor en 2019; a lo largo de 2018 y 2019, las necesidades de financiación externa acumuladas se mantuvieron prácticamente constantes. Sin embargo, las necesidades de financiamiento fiscal aumentaron a medida que se depreciaba la moneda. Las tasas de renovación de los títulos de deuda pública fueron cercanas a las supuestas en el escenario adverso (y en otros acuerdos de precaución), pero Argentina no logró recaudar fondos externos significativos durante el período del programa; en cambio, se basó en la emisión de deuda en los mercados internos hasta el final de facto del programa. El perfil de la deuda se deterioró significativamente, con un aumento en los rendimientos y la concentración en vencimientos más cortos en el período previo a las elecciones primarias de agosto de 2019 [traducción propia].²³

Gráfico 13. Escenarios de referencia, escenarios adversos y evolución observada



²³dem, pág. 25.

Diputado nacional Itai Hagman



Fuente: Evaluación ex post del acceso excepcional bajo el acuerdo stand by de 2018. informe del staff del FMI

Luego, el Directorio Ejecutivo del FMI, en su análisis de la “Evaluación ex post del acceso excepcional de Argentina en el marco del acuerdo stand by de 2018”, se lamentaría por el fracaso del programa establecido en 2018 en los siguientes términos:

Los directores lamentaron que el programa de 2018 no alcanzara los objetivos de restablecer la confianza del mercado, aminorar los desequilibrios externo y fiscal, reducir la inflación y proteger a los segmentos más vulnerables de la población. Consideraron que la estrategia y la condicionalidad del programa no fueron suficientemente sólidas como para abordar los problemas estructurales tan arraigados de Argentina, como la fragilidad de las finanzas públicas, la dolarización, la fuerte inflación, la escasa transmisión de la política monetaria, el reducido tamaño del sector financiero interno y la estrecha base de exportaciones.

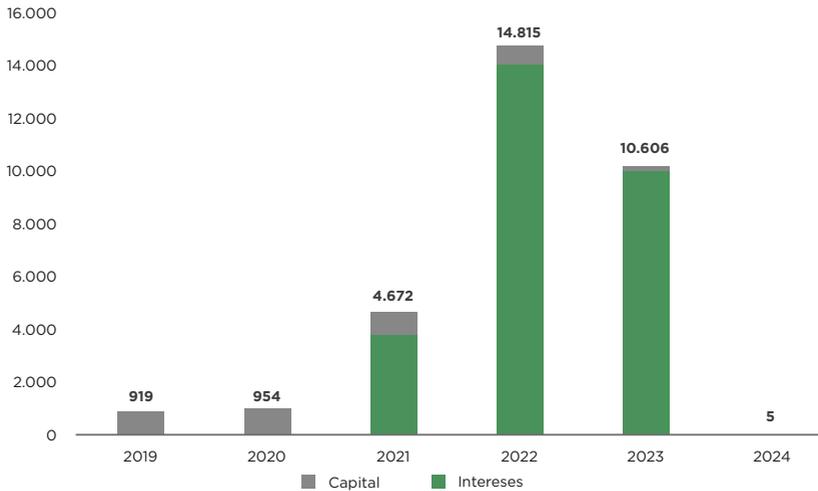
Los directores observaron que las líneas rojas trazadas por el entonces gobierno con respecto a ciertas políticas pueden haber descartado medidas que podrían haber sido críticas para el programa, tales como una operación de deuda y el uso de medidas de gestión de los flujos de capital. Sin embargo, varios directores cuestionaron la viabilidad de la adopción de tales medidas cuando uno de los principales objetivos del programa era restablecer la confianza en el mercado. Los directores reconocieron que el acento puesto en el compromiso del gobierno con el programa también puede haber conducido a pronósticos exageradamente optimistas, en menoscabo de la solidez del programa.²⁴

Por último, cabe resaltar que además del deterioro macroeconómico en términos de crecimiento, inflación y desempleo, el acuerdo dejó una “herencia” de vencimientos de deuda en moneda extranjera con el organismo insostenibles a corto plazo. Tal como se observa en el gráfico 14, luego del año 2020, cuando el programa establecía

²⁴Comunicado de Prensa del FMI N° 21/401, titulado: “El Directorio Ejecutivo del FMI analiza la evaluación ex post del acceso excepcional de Argentina en el marco del acuerdo stand by de 2018”, publicado el 22 de diciembre de 2021. Disponible en: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2021/12/22/pr21401-argentina>.

vencimientos de intereses por 954 millones de dólares, para el bienio 2021-2022 los vencimientos de capital e intereses ascendían a 19.487 millones de dólares, monto que se incrementaba a más de 30 mil millones de dólares para el período 2020-2023.

Gráfico 14. Vencimientos de capital e intereses del préstamo *stand by* del FMI a dic-2018. En millones de dólares



Fuente: Secretaría de Finanzas de la Nación

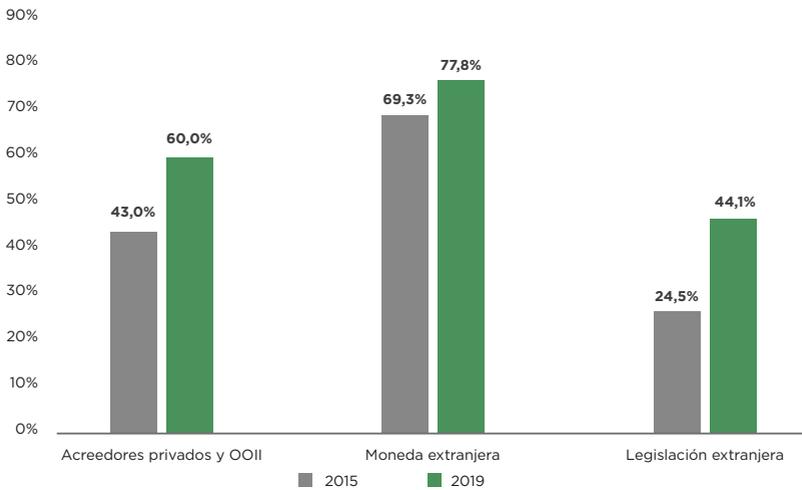
2.4. Un endeudamiento insostenible

Si recapitulamos lo dicho hasta aquí en los apartados anteriores, la gravedad de lo acontecido no se refleja solamente en el aumento del volumen bruto de deuda o en el empeoramiento de las diversas ratios analizadas, sino sobre todo en su composición y características. Esto se debe a que, tal como mencionamos, la deuda contraída por la administración anterior entre 2016 y el primer trimestre de 2018 —período en el que pudo acceder a los mercados de capitales—, fue predominantemente en moneda extranjera, con acreedores privados y organismos internacionales (OOII), y bajo legislación internacional. Las elevadas vulnerabilidades que conlleva el endeudamiento en moneda extranjera ya han sido analizadas. A su vez, las deudas con el sector privado y los OOII presentan un riesgo mucho mayor de no poder refinanciarse, dado que depende de decisiones ajenas al rango de control del sector público. A tal punto esto es así que incluso en los análisis más sofisticados de deuda se suele “netear” la deuda intra sector público por considerársela con *rollover* asegurado.

Tal como puede observarse en el gráfico 15: hacia 2019 el 77,8% de la deuda bruta estaba nominada en moneda extranjera, el 44,1% había sido emitida bajo legislación extranjera y el 60% había sido comprada por acreedores privados u organismos internacionales. En los tres casos, respecto de 2015 los porcentajes habían empeorado. Para aquel año los índices eran de 69,3%, 24,5% y 43%, respectivamente. De esta composición se desprende fácilmente la conclusión de que la deuda pública sufrió un proceso de transformación que le había impreso un alto grado de insustentabilidad y, además, una fisonomía incompatible con la posibilidad de que el país avanzara en un sendero de recuperación económica con inclusión social, dados los elevados vencimientos en moneda extranjera con acreedores privados, concentrados en el corto plazo. Así, para el período 2020-2024, estos últimos totalizaban más de 100 mil millones de dólares,

incluyendo títulos públicos (excluyendo tenencias públicas) y el crédito del FMI al que se había acudido en mayo de 2018 para permitir el financiamiento de la fuga de capitales. Es decir, entre 2016 y 2019 no solamente se incrementó notablemente el endeudamiento público sino que, a su vez, se lo hizo con una composición que dejaba a la Argentina como uno de los países más vulnerables a *shocks* externos.

Gráfico 15. Composición de la deuda pública total según acreedor, moneda y legislación

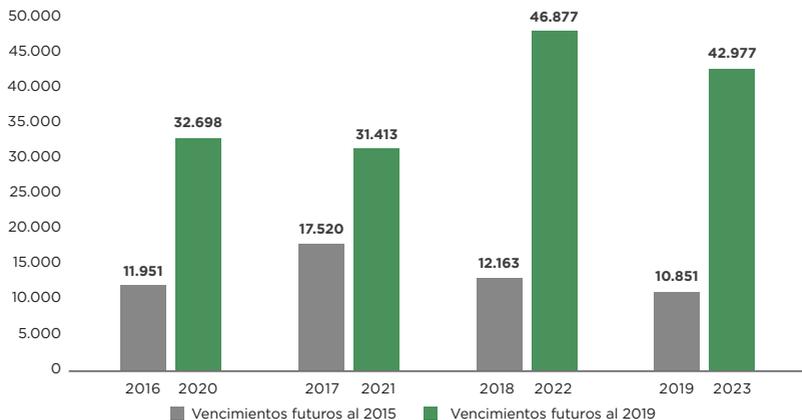


Fuente: elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Finanzas de la Nación

Por último, respecto de la sustentabilidad de la deuda pública, es elocuente observar los vencimientos de capital e intereses en moneda extranjera en 2016-2019, en comparación con los de 2020-2023. Tal como queda claro en el gráfico 16, mientras que el gobierno de Cambiemos debía afrontar en su mandato vencimientos por poco más de 52 mil millones de dólares,²⁵ para el inicio de la presidencia de Alberto Fernández estos mismos se aproximaban a los 154 mil millones de dólares.

²⁵Los vencimientos para la gestión macrista no incluyen la deuda judicializada con los "fondos buitres". De todas formas, aun sumándolos, la diferencia de magnitudes es sustantiva.

Gráfico 16. Vencimientos de capital e intereses de deuda en moneda extranjera para los cuatro años posteriores a la finalización del mandato presidencial. En millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Finanzas de la Nación

Cabe agregar, además, que tal como se observa en el cuadro 7, los vencimientos vigentes al término del mandato de Cristina Fernández de Kirchner incluían un mayor porcentaje de deuda intrasector público respecto de lo que ocurriría al finalizar el período de Mauricio Macri en la presidencia. En ese sentido, el peso de la herencia recibida por Cambiemos era aún más liviano. En cambio, para su sucesor reestructurar los títulos de deuda pública nominados en moneda extranjera resultaba una condición imprescindible.

Cuadro 7. Composición de la deuda pública (en %)

Tipo de deuda	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda total (en miles de millones de s\$s)	240,665	275,446	320,935	332,192	323,065
Privados y OOI	43,00%	42,80%	51,40%	62,00%	60,00%
Sector público	57,00%	57,20%	48,60%	38,00%	40,00%
Moneda Extranjera	69,30%	68,40%	68,70%	76,40%	77,80%
Moneda nacional	30,70%	31,60%	31,30%	23,60%	22,20%
Legislación extranjera	24,51%	30,45%	29,40%	39,30%	44,10%
Legislación local	75,49%	69,55%	70,60%	60,70%	55,90%

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Finanzas de la Nación

Es significativo tomar nota de que este conjunto de elementos analizados coincide con las principales conclusiones elaboradas en abril de 2022 por la “Auditoría especializada de deuda”, publicada por el Departamento de Control de Operaciones de Crédito Público y Sustentabilidad, dependiente de la Gerencia de Deuda Pública de la Auditoría General de la Nación. En efecto, entre las principales conclusiones de este documento,²⁶ que analiza lo ocurrido en el trienio 2016-2018, se detallan los siguientes puntos que citamos extensamente por la relevancia del organismo y la contundencia de las conclusiones a las que arriba:

En términos de financiamiento del Tesoro, las fuentes, instrumentos y mecanismos de financiamiento de corto plazo registrados por el Tesoro a lo largo del período 2016-2018 se caracterizaron por:

a) *Una creciente participación de los FIMF [Fuentes, Instrumentos y Mecanismos de Financiación] con costo financiero, motorizada principalmente por letras extraperiódicas, bonos de corto plazo y operaciones REPO [Operaciones de Venta Presente y Compra futura de títulos públicos].*

b) *Una reducción de la emisión de letras intraperiódicas del Tesoro, previstas en el art. 82 de la LAF [Ley de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional] correspondientes al 2018. En efecto, la emisión de este instrumento fue nula en el mencionado ejercicio financiero.*

c) *Una mayor utilización de letras intraperiódicas del Tesoro emitidas a través del ex-Ministerio de Finanzas en el marco del art. 33 de la Ley de Presupuesto 2018.*

d) *Aumento del financiamiento en moneda extranjera, tanto en términos absolutos como relativos al total de FIMF de cada ejercicio financiero, con porcentajes de participación máximos alcanzados en el período 2017.*

²⁶El informe completo está disponible en: <https://www.agn.gob.ar/sites/default/files/informes/2022-043-informe.pdf>. A su vez, una síntesis puede encontrarse en este video elaborado por la entidad para su difusión pública:

e) *Mayores tasas promedio ponderadas pactadas, tanto en pesos argentinos como en u\$s, con plazos ponderados decrecientes en moneda local, y crecientes en moneda extranjera (esto último debido en parte a la menor participación de instrumentos intra-periódicos en el total de financiamiento en moneda extranjera).*

f) *Mayor porcentaje de financiamiento a tasa fija en pesos argentinos, y menor porcentaje a tasa fija en u\$s.*

Dicho financiamiento de corto plazo definido para el período, tuvo consecuencias sobre la estructura de endeudamiento de corto plazo, provocando diversos efectos sobre la evolución de los riesgos financieros:

a) *Aumento del riesgo de liquidez generado principalmente por el aumento del stock de deuda de corto plazo en relación a los ingresos primarios, el cual se acentuó en el ejercicio financiero 2018. Este hallazgo se vio ratificado por el aumento a lo largo del trienio de la ratio de intereses de deuda de corto plazo (con un significativo crecimiento del componente de intereses resultantes de instrumentos a descuento) respecto de los ingresos primarios, y de la creciente relación entre vencimientos (capital más intereses de corto plazo) e ingresos primarios.*

b) *Aumento del riesgo de mercado como resultado de una mayor exposición al costo financiero del mercado (mayor porcentaje de FIMF con costo financiero), mayor endeudamiento en moneda extranjera, y un aumento en el valor porcentual de las tasas pactadas en u\$s y en pesos argentinos en términos reales. Este aumento fue contrarrestado de forma parcial con un mayor porcentaje de operaciones pactadas a tasas fijas, si bien esto fue resultado de una mayor concertación de operaciones a descuento, tasas pactadas a valores más altos, y concertación de operaciones de tasas fijas en dólares, las cuales se encuentran sujetas a la volatilidad del tipo de cambio.*

c) *Aumento del riesgo de renovación derivado de una disminución de los plazos promedio ponderados del stock de deuda de corto plazo, tanto en moneda local como extranjera, aumento de la relación*

entre deuda flotante y deuda fija a corto plazo, y un aumento significativo de la participación de acreedores privados en relación a las acreencias en poder del sector público, en el marco del stock de deuda de corto plazo.

d) *Aumento del riesgo crediticio de acuerdo a la evolución del índice Credit Default Swaps (CDS), que registró para el período auditado un aumento del 85% para Argentina, mientras que para el resto de los países de la región (Brasil, Chile, México, Perú y Colombia) el mismo evidenció una variación negativa. Esto implicó mayores costos de acceso al financiamiento.*

e) *Aumento del riesgo de reputación medido por la evolución del índice EMBI+ (riesgo país), que registró para el trienio un aumento del 59%, alcanzando en 2018 el valor más alto de la serie analizada, resultando en un deterioro de las condiciones crediticias y de acceso al mercado de crédito.*

3. Finalidades y destinos del endeudamiento

3.1. La relación entre el endeudamiento en moneda extranjera y el déficit fiscal

Al anunciar el acuerdo con el FMI, desde la gestión económica del gobierno nacional se asociaba la crisis cambiaria y el proceso de endeudamiento en general, y en moneda extranjera en particular, con el déficit fiscal del sector público.

En su exposición en la Comisión de Presupuesto y Hacienda del Senado, en el marco de la discusión del proyecto de presupuesto 2018, el 26 de diciembre de 2017, el ministro Nicolás Dujovne afirmaba que:

De todos los objetivos que estamos mencionando juega un rol clave la reducción del déficit fiscal, porque si no lo bajamos, nos exponemos a una crisis macroeconómica y si nos exponemos a ella, no podremos llevar adelante ninguno de los otros objetivos.²⁷

Por su parte, el comunicado de prensa del FMI N° 18/216, emitido el día 7 de junio de 2018, en el que se anunció el acuerdo *stand by* con la Argentina, afirmaba que

El plan económico del gobierno gira en torno a un reequilibrio de la posición fiscal. Avalamos plenamente esa prioridad y celebramos la intención de las autoridades de acelerar el ritmo de reducción del déficit del gobierno federal, restableciendo el balance primario para 2020. Esta medida tendrá en última instancia

²⁷Ver acta taquigráfica de la Comisión de Presupuesto y Hacienda del Honorable Senado de la Nación de fecha 26/12/17. Disponible en: <https://www.senado.gov.ar/prensa/15988/noticias>

*el efecto de reducir las necesidades de financiamiento del gobierno, encauzar la deuda pública por una trayectoria descendente y, como lo ha señalado el Presidente Macri, aliviar una carga que lleva a cuentas Argentina.*²⁸

En ese sentido, la hipótesis planteada por el gobierno argentino, y avalada por el Directorio del FMI, era que el aumento inusitado del endeudamiento en moneda extranjera —que llevaría luego a la reestructuración realizada en 2020—, era consecuencia directa de haber sostenido un nivel de gasto público sistemáticamente por encima de los ingresos fiscales. Sin embargo, dado que el déficit fiscal implica una necesidad de financiamiento en pesos y no en dólares, es necesario clarificar esa conexión entre el déficit fiscal y deuda en moneda extranjera.

En la Argentina, las distintas fuentes de demanda de dólares son abastecidas por una oferta que surge esquemáticamente de tres vías: las exportaciones, la inversión extranjera y el endeudamiento. Por su parte, la demanda de dólares (el “uso” de esa oferta) se compone principalmente de pagos de importaciones, pagos de deuda (intereses y capital), giros de utilidades al exterior y formación de activos externos (FAE).²⁹ A este último concepto se lo suele denominar “fuga de capitales”.³⁰ A su vez, el excedente de dólares que permanece luego de los usos mencionados va a engrosar las reservas internacionales del BCRA y equivale al resultado de la balanza de pagos.

En este sentido, debe distinguirse el origen contable del endeudamiento de sus causas económicas. Es un hecho que entre 2016 y 2018 se optó por financiar el déficit fiscal en pesos con endeudamiento en moneda extranjera. Ahora bien, ¿cuál es el circuito que atravesaron los dólares que pidió prestado el gobierno? Una porción se utilizó para pagar vencimientos de capital e intereses de deuda en dicha moneda y otra parte fue convertida a pesos para financiar gasto pú-

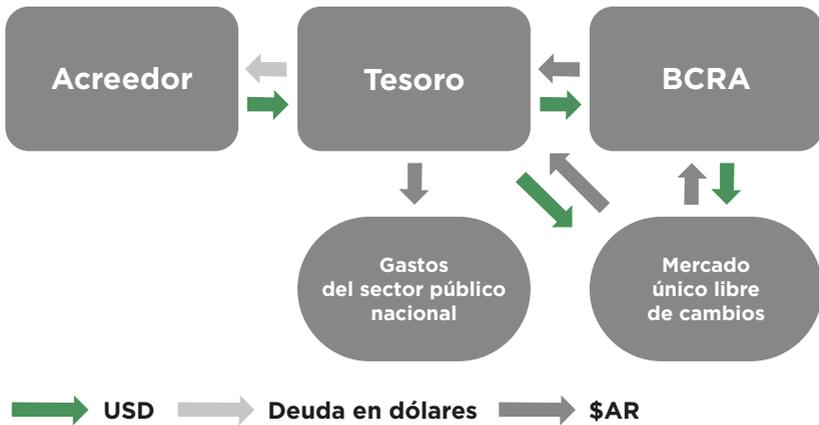
²⁸Comunicado de prensa del FMI N° 18/216: “El FMI anuncia un acuerdo a nivel del personal técnico con Argentina para un acuerdo stand by de tres años por USD 50.000 millones”. Disponible en: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2018/06/07/pr18216-argentina-imf-reaches-staff-level-agreement-with-argentina>.

²⁹Sobre este aspecto se profundizará en el siguiente apartado.

³⁰En rigor, la FAE es un concepto más amplio dado que incluye también la compra de dólares para atesoramiento pero que permanecen dentro del sistema financiero formal argentino.

blico y vencimientos de deuda en pesos. Por tal motivo, el endeudamiento neto en moneda extranjera, que surge de restar a los ingresos por toma de nueva deuda los egresos por pago de vencimientos de deuda ya existente, se incrementó por un total de u\$s 84.564 millones. Así, el Tesoro nacional aportó dólares al mercado cambiario, ya sea mediante ventas directas o mediante ventas al BCRA que luego se volcaban al mercado, y a cambio obtuvo pesos para sus gastos, tal como se ilustra en el esquema 1.

Esquema 1. Uso en pesos de financiamiento en moneda extranjera



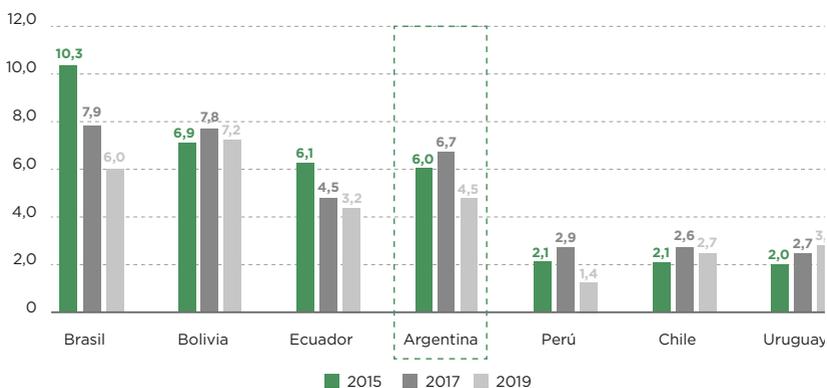
Fuente: elaboración propia

Al elegir financiar gastos fiscales en pesos con endeudamiento en dólares, el gobierno se convirtió en un gran oferente de divisas en el mercado. El endeudamiento público era la fuente de los dólares, pero el uso de las divisas era, en gran parte, la compra por parte del sector privado, es decir, la fuga de capitales. Esta cuestión se retoma y profundiza en el siguiente apartado. De esta forma, el endeudamiento en dólares del sector público superó largamente a las necesidades de pago de vencimientos de deuda en dólares. Una porción muy importante del endeudamiento en moneda extranjera no fue aplicado a vencimientos de deuda ni quedó acumulado en reservas internacionales, lo que se deja entrever por el aumento del *stock* de deuda del Estado nacional en dicha moneda y en el simultáneo drenaje de reservas del BCRA. En cambio, el endeudamiento sirvió para financiar la fuga de capitales que

operó como el cierre del círculo de la valorización financiera iniciado con la entrada de capitales especulativos durante 2016 y 2017.

Tal como se dijo previamente, en el diagnóstico compartido entre la gestión de gobierno de ese momento y el FMI, el déficit fiscal era el causal de la crisis cambiaria y de deuda. Sin embargo, esta evaluación es refutada por dos hechos empíricos, expuestos en el gráfico 17. En primer lugar, que si bien es cierto que, en comparación con la región, la Argentina cerró el año 2015 con un déficit financiero relativamente alto (de 6% del PIB), otros países de la región tuvieron un déficit mayor. Brasil tuvo un déficit de 10,3% del PIB y Bolivia, de 6,9%. En segundo lugar, que el déficit primario (que excluye el gasto en intereses de la deuda) tendió a reducirse en el período previo a la crisis desatada en 2018 y continuó la senda decreciente luego del acuerdo con el FMI, mientras que el déficit financiero³¹ se incrementó levemente en los primeros dos años para luego reducirse a la par del déficit primario en los últimos dos años. Como se mencionó anteriormente, el país cumplió la meta de resultado fiscal proyectada por el gobierno nacional y acordada con el FMI. Sin embargo, solo en la Argentina se produjo una crisis cambiaria y de deuda a partir de 2018, frente al mismo contexto externo de suba de la tasa de interés de los bonos del Tesoro estadounidense en abril de 2018. Este punto será abordado en el siguiente apartado.

Gráfico 17. Déficit financiero en % del PIB



Fuente: elaboración propia en base al monitor fiscal del FMI

³¹El déficit financiero equivale al déficit primario más el pago de intereses de la deuda.

El financiamiento del déficit fiscal en pesos mediante la emisión de deuda en dólares se justificó a partir de un supuesto ahorro para el país, como resultado de una menor tasa de interés. En efecto, el secretario de Finanzas Luis Caputo afirmó en 2017 que en Argentina se estaba financiando “a las tasas más bajas de nuestra historia” (Télam, 27/06/17).³² Sin embargo, el incremento de la vulnerabilidad frente a *shocks* externos generado por el endeudamiento en moneda extranjera derivó la devaluación del peso, resultando en un aumento significativo del costo de dicho endeudamiento. Pero además de la creciente dolarización de los pasivos del sector público, el sobreendeudamiento en dólares no generó un aumento de reservas internacionales del BCRA. Los dólares ingresados fueron vendidos al mercado por diversos mecanismos: directamente por el Tesoro nacional a través del Banco Nación, o mediante las ventas de las reservas por parte del propio BCRA.

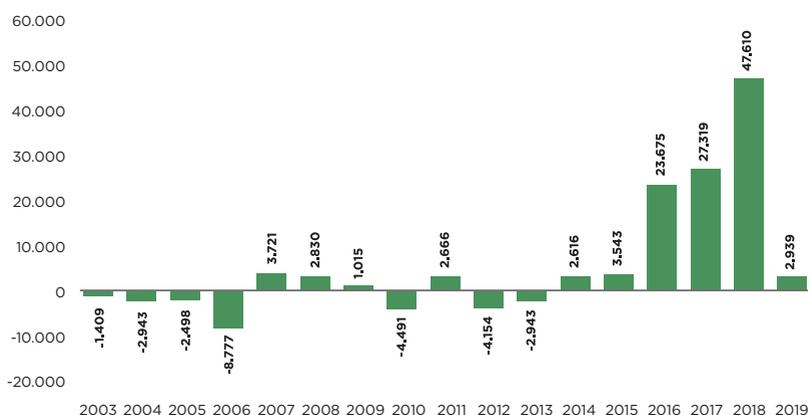
Así la política económica facilitó, mediante la desregulación de la cuenta financiera, que los dólares ingresados a través del endeudamiento hayan financiado la formación de activos externos. En una primera etapa, se permitió una conveniente apreciación cambiaria durante 2017, y, en una segunda etapa, se vendieron gran parte de las reservas internacionales para evitar recurrir a los controles cambiarios, que de todas maneras se terminaron aplicando en el segundo semestre de 2019. Este proceso de endeudamiento y fuga no es novedoso en nuestro país, solo que en el período analizado fue ejecutado en una magnitud y una velocidad sin precedentes. Esta cuestión será analizada en profundidad en la próxima sección.

³²Disponible en: <https://www.telam.com.ar/notas/201706/193693-luis-caputo-acusacion-cristina-fernandez-pago-1--interes-venezuela.html>.

3.2. La relación entre la deuda en moneda extranjera y la fuga de capitales

Como expusimos a lo largo del informe, durante el período de gobierno de la alianza Cambiemos creció fuertemente el endeudamiento en moneda extranjera. En términos netos, el ingreso de divisas por deuda pública del gobierno nacional entre diciembre de 2015 y noviembre de 2019 registrado por el BCRA, fue de u\$s 103.048³³ millones. Esto implicó un brusco quiebre en la dinámica de los ingresos netos de divisas por esta partida, la cual pasó de ser deficitaria en el período 2003-2015 a superavitaria en el período analizado, tal como se observa en el gráfico 18.³⁴ Si además tenemos en cuenta el endeudamiento que realizaron las provincias y el sector privado, al cual también nos podemos aproximar a través del balance cambiario del BCRA, observamos que el ingreso de dólares fue aún mayor: u\$s 118.046 millones.

Gráfico 18. Ingreso neto de divisas por deuda pública y otras colocaciones del gobierno nacional. En millones de dólares. De 2003 a 2019

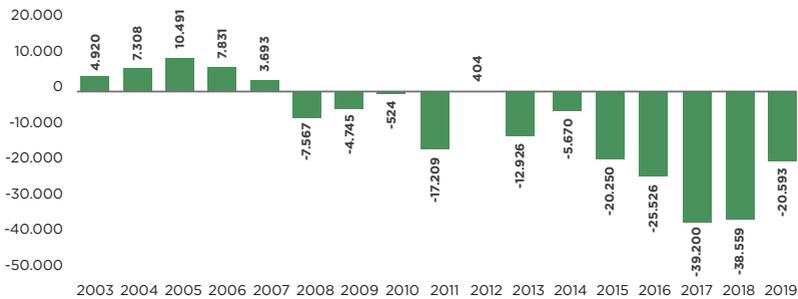


Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Ahora bien, si en estos años se produjo semejante ingreso de divisas, ¿por qué el país entró en una crisis de insuficiencia de dólares? Esta pregunta nos conduce a analizar el uso que tuvo la deuda en moneda extranjera. En el apartado anterior mencionamos que si bien la deuda se utilizó parcialmente para financiar el déficit fiscal, para ello no era necesario usar dólares porque los gastos del Estado se realizan en pesos. Las divisas, en cambio, abastecieron una demanda de dólares ajena a las necesidades del sector público.

Durante los primeros dos años del gobierno del presidente Macri, a la par que el país se convertía en el mayor tomador de deuda entre los países emergentes, la Argentina incrementó su déficit de cuenta corriente. Este déficit refleja salidas de dólares por partidas como déficit comercial, turismo, pago de intereses y remisión de utilidades, entre otras. Otra partida que comenzó a crecer exponencialmente tras la apertura de los controles cambiarios en diciembre de 2015 fue la formación de activos externos. En 2017, previo a la crisis, esta partida representó un 3,4% del PIB. El gráfico 19 ilustra el salto en la salida de divisas por estas partidas.

Gráfico 19. Ingresos netos de divisas por cuenta corriente y formación de activos externos del sector privado no financiero. En millones de dólares. De 2003 a 2019



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

³³La diferencia en montos entre el ingreso neto de divisas registrado por el BCRA y el endeudamiento neto medido por la Secretaría de Finanzas de la Nación se debe a que el BCRA incluye deuda pública y otras colocaciones del Tesoro nacional.

³⁴La diferencia entre el ingreso neto mencionado y la suma de los años 2016 a 2019 se debe a la inclusión del mes de diciembre de 2015 y a la exclusión de diciembre 2019, para ajustar el período al mandato presidencial.

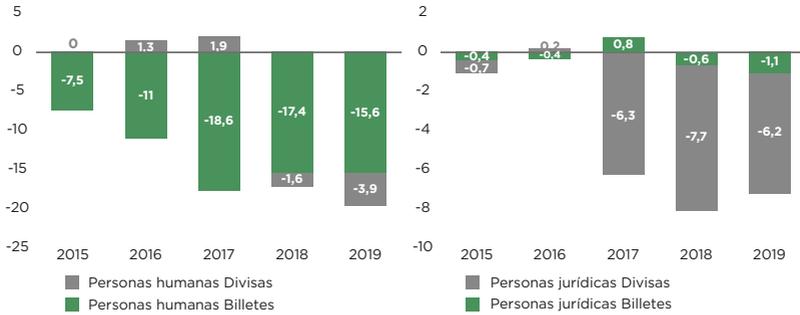
Esta dinámica se puede asociar al déficit de cuenta corriente preexistente, que fue profundizado, y principalmente a decisiones de política económica. En particular, se destaca el desarme de las medidas macroprudenciales adoptadas por la Argentina a partir del año 2002 que fueron mencionadas anteriormente, entre las que figuran el plazo de permanencia y encaje para capitales financieros de corto plazo y todo tipo de límite a la compra de divisas. Asimismo, se tendió a una política de apertura importadora, cuya expresión concreta fue la eliminación de las declaraciones juradas de importación. Esta política dio lugar a un esquema que en 2018 dejó expuesta su insustentabilidad, cuando en abril se revirtió el flujo de las inversiones de portafolio, dando lugar a un evento devaluatorio que fue sucedido por otros saltos del tipo de cambio a lo largo de la gestión presidencial. En efecto, al final del mandato el gobierno restableció diversas regulaciones de la cuenta capital, dando cuenta de las consecuencias que supuso su eliminación.

Un párrafo aparte merece la fuga de capitales. Cuando analizamos la magnitud de la misma nos encontramos con que se fueron por esta partida 88.376 millones de dólares, un monto equivalente al 86% del ingreso de dólares por deuda pública y otras colocaciones del gobierno nacional registradas en el balance cambiario. En términos de PIB, la fuga de capitales promedió los 4,1 puntos porcentuales por año. Es decir que el ahorro argentino en estos años, lejos de reinvertirse en la economía real, se dolarizó sin fines productivos. La fuente de financiamiento provino del Estado, mediante el acelerado proceso de endeudamiento en moneda extranjera. Como reflejan los datos, sin el ingreso masivo de deuda en moneda extranjera hubiera sido imposible financiar la fuga de capitales o, dicho de otra manera, sin esa oferta gigantesca de dólares fruto del endeudamiento, la demanda de dólares hubiera llevado el tipo de cambio a niveles mucho más elevados que los observados durante el proceso, algo a todas luces insostenible.

El informe del BCRA titulado “Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019” aportó claridad sobre las características que adoptó la formación de activos externos en el período. Se identificó que un 75,3% de las compras por formación de activos externos correspondió a personas humanas, mientras que el 24,7% restante se debió a operaciones realizadas por personas jurídicas. Entre las primeras, la mayor parte se explicó por compra de billetes (96,5%). En cambio, entre las segundas, la forma predilecta fueron las transferencias

al exterior, clasificadas como divisas (93,9%). Ambas cuestiones quedan expuestas en el gráfico 20.

Gráfico 20. Formación de activos externos del sector privado no financiero en billetes y divisas según persona humana o jurídica. En millones de dólares³⁶



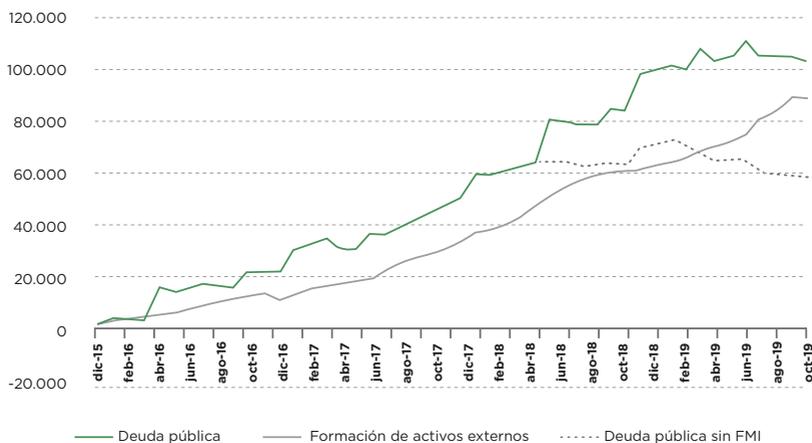
Fuente: elaboración propia en base a BCRA (2020). Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019

El informe del BCRA también dio cuenta del grado de concentración de la formación de activos externos. En el caso de las compras de personas humanas, el 10% de los mayores compradores netos explicaron el 63,8%, mientras que tan solo el 1% de los mayores compradores netos acumularon el 22%. En cuanto a las personas jurídicas, la concentración fue superior, ya que las operaciones del 10% y del 1% de los mayores compradores netos ascendieron a 92,8% y 73,8% respectivamente.

El gráfico 21 permite observar una clara correlación entre el crecimiento acumulado de la formación de activos externos y el del endeudamiento externo. Esta relación permite observar que la extraordinaria salida de divisas en concepto de fuga de capitales solamente pudo ser satisfecha por la ingente toma de deuda en moneda extranjera. Asimismo, se puede vislumbrar que a partir de 2018 esta dinámica se sostuvo a partir de los fondos desembolsados por el Fondo Monetario Internacional.

³⁶La sumatoria total difiere levemente de la FAE señalada en el apartado, a causa de que el período analizado por el BCRA es enero de 2016 a octubre de 2019.

Gráfico 21. Ingresos de divisas por deuda pública y formación de activos externos del sector privado no financiero acumulada. En millones de dólares. Diciembre 2015 a diciembre 2019



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Por lo tanto, es posible concluir que a partir de finales de 2015 la deuda fue fundamental tanto para financiar las partidas ociosas de la cuenta corriente, en el sentido de que ninguna de ellas contribuye a incrementar la capacidad generadora de divisas de la economía, como también la formación de activos externos. Así, el país consumió las divisas provenientes del endeudamiento sin fines productivos y por ende sin perspectiva de aumentar su capacidad de repago. Distintos indicadores permitían vislumbrar en tiempo real el incremento de la vulnerabilidad externa que finalmente terminaría eclosionando en 2018. Hasta llegar a ese escenario, entre fines de 2015 y 2017 se observó un incremento acelerado de ratios como: pasivos externos sobre activos externos (+19,7%), inversión de cartera sobre reservas internacionales (22,2%) y déficit de cuenta corriente sobre exportaciones (+71,1%). Estos indicadores dan cuenta, respectivamente, de un deterioro en la solvencia, en la liquidez y en los resultados de la economía argentina. Con todo esto la Argentina se colocó en una posición de mucha mayor fragilidad frente a *shocks* externos.

Por último, cabe hacer mención a uno de los factores principales que desencadenaron la crisis. Entre 2016 y 2018, en el marco de la liberalización cambiaria y las altas tasas de interés locales (en un contexto de suave depreciación de la moneda), se produjo un fenomenal ingreso de capitales especulativos. El mismo estuvo impulsado a su vez por la eliminación de las normativas tendientes a prevenir su volatilidad, como plazos mínimos de inversión y encajes requeridos. En este marco se dio un fenómeno conocido en la literatura económica como *carry trade*.³⁷ El mismo consiste en un ingreso de dólares del exterior para realizar inversiones en moneda local aprovechando las tasas de interés domésticas, que se fijan en un nivel sistemáticamente superior a las internacionales. Finalizado un período, si la variación del tipo de cambio es inferior al rendimiento del activo financiero invertido, estos capitales logran recomprar más dólares de los invertidos inicialmente y retirarlos del país. En la Argentina durante 2016 y principios de 2018 el instrumento utilizado para realizar esta práctica eran las LEBACs, letras emitidas por el BCRA. La deuda en moneda extranjera cumplió un rol central para promover esta práctica al generar un flujo de divisas que permitía mantener el ritmo de depreciación del tipo de cambio muy por debajo de la tasa de interés local y, a su vez, proveer las divisas necesarias para la salida de estos capitales.

En abril de 2018, cuando las tasas internacionales se elevaron se registró un éxodo de estas inversiones financieras, al haberse desmantelado las regulaciones que prevenían estos sucesos conocidos en la literatura como *sudden stop*,³⁸ que desestabilizó por completo a la moneda argentina e inició un ritmo de devaluaciones sin control. Un fenómeno internacional que fue casi imperceptible para el resto de los países emergentes dio lugar a que el entonces presidente de la Nación comunicara que el país atravesaba “una tormenta de frente” (*Infobae*, 16/08/18).³⁹ A partir de ese entonces se produjo lo que se denomina técnicamente “vuelo a la calidad”, proceso por el cual los capitales especulativos se desprendieron de los activos argentinos para posicio-

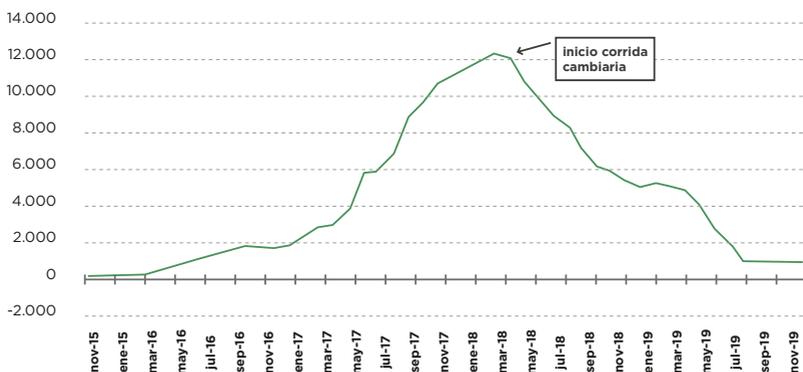
³⁷Ver Burnside, C., Eichenbaum, M., y Rebelo, S. (2011), “Carry Trade and Momentum in Currency Markets”, *Annu. Rev. Fin. Econ.*

³⁸Ver Calvo, G. (1998). “Capital flows and capital-market crises: The Simple Economics of Sudden Stops”, *Journal of Applied Economics*.

³⁹Disponible en: <https://www.infobae.com/economia/2018/08/16/mauricio-macri-ante-empresarios-atravesamos-una-tormenta-de-frente/>

narse en instrumentos de menor riesgo (y menor rentabilidad), por lo que el país dejó de recibir préstamos del exterior, como se observa en el gráfico 22. Ante la negativa del gobierno de frenar el drenaje de divisas con otro tipo de medidas, se acudió al FMI para seguir financiando la sangría. Así, este fenómeno afectó al conjunto de estos países pero, mientras la mayoría de los mismos se recuperaron rápidamente, la Argentina sufrió su peor crisis cambiaria desde 2002.

Gráfico 22. Inversión de portafolio acumulada. En millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Esta sucesión de hechos explica por qué a pesar de haber ingresado un neto de 103.048 millones de dólares por deuda pública en moneda extranjera, según el balance cambiario del BCRA, las reservas internacionales apenas crecieron 18.164 millones de dólares y el país quedó con una carga de pasivos insostenible. La salida de divisas en las partidas mencionadas más arriba no había contribuido ni a mejorar la capacidad productiva ni a generar condiciones de repago. Incluso a principios de 2018, cuando las reservas internacionales superaron la marca de los 62 mil millones de dólares producto del ingreso de capitales financieros, logrando un récord histórico, no alcanzaron para frenar las presiones devaluatorias y al endeudamiento y la fuga de capitales se le añadieron las constantes devaluaciones del peso.

En síntesis, lo que se observa es que el endeudamiento en moneda extranjera permitió una salida de divisas en concepto de cuenta corriente y formación de activos externos muy superior a la que hubiera sido posible de no contar con estos flujos. Este esquema se pretendió sostener durante toda la gestión presidencial. Cuando los ingresos provenientes de colocaciones de bonos al sector privado se agotaron a partir de la crisis cambiaria de 2018, el gobierno nacional decidió recurrir al FMI, prestamista de última instancia, para seguir financiando el modelo de apertura financiera dispuesto en diciembre de 2015. Aun así, las devaluaciones se siguieron sucediendo y tras agotar todas las opciones, incluido el reperfilamiento de deuda en moneda local para quitar presión al mercado cambiario, el Banco Central debió restaurar prácticamente la totalidad de las regulaciones macroprudenciales y de control de capitales que habían sido desmanteladas al inicio de la gestión. De este modo, se retornó al punto de partida en una situación mucho más comprometida, marcada por el incremento fenomenal de la deuda en moneda extranjera, el retorno de los condicionamientos del FMI al país y una mayor desconfianza en el peso por las recurrentes devaluaciones.

Puede decirse, entonces, que la administración del presidente Macri priorizó sistemáticamente a lo largo de sus cuatro años los intereses de los capitales financieros, particularmente de aquellos vinculados a los mercados globales, y sacrificó el crecimiento de la economía real y las condiciones de vida de la mayoría de la ciudadanía a la realización de la valorización financiera.

4. Irregularidades detectadas y denunciadas en el proceso de endeudamiento

Las secciones anteriores se concentraron en explicar las características e implicancias macroeconómicas del modelo de endeudamiento especulativo y el perjuicio que ello significó para la sociedad argentina en su conjunto. Sin embargo, este no es el único prisma desde el cual puede analizarse el proceso. En el último tiempo diversos organismos del Estado han abordado la cuestión desde distintas perspectivas, principalmente poniendo el foco en eventuales irregularidades en los procedimientos tendientes a la formalización del acuerdo, esenciales para este tipo de operaciones de crédito público de acuerdo a la normativa vigente, así como presuntas conductas delictivas originadas en el acuerdo con el FMI que venimos analizando.

Como resultado de estas diversas iniciativas gubernamentales, el 8 de abril de 2021 se publicó el decreto 239/2021,⁴⁰ mediante el que el presidente Alberto Fernández tomó las siguientes decisiones:

Artículo 1º.- Instrúyese a la Procuración del Tesoro de la Nación para que se constituya en parte querellante, en representación del Estado Nacional, en la causa N° 3561/2019 “Macri Mauricio y otros s/ defraudación por administración fraudulenta y defraudación contra la administración pública”, en trámite ante el Juzgado Nacional en lo Criminal y Correccional Federal N° 5 de esta Capital Federal, y coadyuve en la promoción de la acción penal con el fin de determinar a las presuntas y los presuntos responsables de los delitos de acción pública que en ese proceso se investigan y que podrían haber damnificado al Estado Nacional.

Artículo 2º.- Instrúyese a la Procuración del Tesoro de la Nación a

⁴⁰Disponible en: <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/242791/20210409>.

iniciar las acciones conducentes al recupero de los eventuales daños y perjuicios emergentes de los hechos denunciados, facultándola a tal efecto a promover, en su caso, la respectiva acción civil en el proceso penal.

Artículo 3º.- Instrúyese a la Sindicatura General de la Nación para que determine la existencia y, en su caso, la cuantía del perjuicio económico que pudo haber generado el uso de los fondos obtenidos y los plazos comprometidos para el reembolso de la asistencia prestada, en el marco del acuerdo stand by iniciado a través de la Carta de Intención del 12 de junio de 2018 y sus documentos modificatorios, ampliatorios y complementarios.

Artículo 4º.- En virtud de lo ordenado en el artículo anterior, solicítase la colaboración del Banco Central de la República Argentina en las materias de su competencia”

En efecto, de los considerandos del decreto surge que esta decisión supone que el Poder Ejecutivo consideró que los informes elaborados tanto por la Sindicatura General de la Nación (SIGEN) como por el BCRA fundamentan suficientemente la necesidad de que el Poder Judicial investigue posibles irregularidades y/o delitos ocurridos en perjuicio de la Argentina. De ahí la decisión de constituir a la Procuración General del Tesoro como querellante en una causa abierta previamente mediante una denuncia efectuada por la Oficina Anticorrupción (OA). De esa forma, la cabeza del gobierno argentino se proponía darle su respaldo a esta investigación, que sin embargo hasta el momento no avanzó en el Fuero Nacional en lo Criminal y Correccional Federal, particularmente en el Juzgado Nacional N° 5 en lo Criminal y Correccional Federal donde recayó la causa.

Resulta útil en el marco de este informe reproducir distintos aspectos de los considerandos del decreto mencionado. En primer lugar, las conclusiones que surgen del informe de la Sindicatura General de la Nación, denominado “Análisis de los procedimientos aplicados para la celebración del acuerdo *stand by* suscripto entre la República Argentina y el Fondo Monetario Internacional en 2018”:

Que: (i) no se cumplieron los procedimientos esenciales establecidos

por la normativa vigente en ese momento para la formalización de un acuerdo stand by; (ii) los funcionarios actuantes suscribieron la Carta de Intención y los memorándums de fecha 12 de junio de 2018 sin contar con los dictámenes técnicos y jurídicos previos exigidos por la normativa vigente; iii) la firma de los acuerdos no contó con las autorizaciones e informes exigidos por la normativa vigente para este tipo de operaciones de crédito público, ni con la autorización suficiente del Poder Ejecutivo; (iv) se asumieron compromisos con el organismo internacional sin solicitarse previamente la emisión del informe obligatorio establecido en el artículo 61 de la Ley N° 24.156 y sus modificatorias para determinar el impacto de la operación en la balanza de pagos y la sustentabilidad del endeudamiento y (v) se detectaron posibles incumplimientos de los objetivos fijados en la Carta de Intención de fecha 12 de junio de 2018 en forma concomitante con su celebración, en lo referido al destino de los fondos desembolsados por el FMI.

Que, asimismo, la Sindicatura General de la Nación entendió que a las irregularidades mencionadas en el párrafo precedente, cabe adicionar las consecuencias perjudiciales derivadas de la ejecución del acuerdo stand by, las cuales surgen del informe del Banco Central de la República Argentina 'Mercado de Cambios, Deuda y Formación de Activos Externos 2015-2019', en el que se refiere a la salida de capitales del sector privado y a los deficientes controles cambiarios aplicados. En este sentido, se debe destacar que, según se desprende de dicho informe, un monto similar a la totalidad de los desembolsos efectuados por el FMI fue adquirido en el mismo período para la formación de activos externos de libre disponibilidad (FAE), sin que se hubieran tomado medidas tendientes a limitar o impedir esta situación hasta septiembre de 2019.

En segundo lugar, que el Poder Ejecutivo toma también el ya mencionado informe elaborado por el BCRA, titulado "Mercado de Cambios, Deudas y Formación de Activos Externos",⁴¹ del que desprende que

⁴¹Recordamos que el informe completo puede ser consultado en este enlace: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/informe-Mercado-cambios-deuda-%20formacion-de-activos%20externo-%202015-2019.pdf>

Los funcionarios y las funcionarias responsables de la conducción administrativa, política y económica del país, habrían desplegado una conducta que facilitó el aumento exponencial en la formación de activos externos de libre disponibilidad.

Que la salida de dichos capitales fue posible como consecuencia del proceso de desregulación de los controles y requisitos exigidos para el acceso al mercado de cambios, tornándolos casi inexistentes.

Que la desregulación mencionada fue acompañada con menores requerimientos y obligaciones para la operatoria en el mercado de cambios y un debilitamiento del sistema de información correspondiente al Régimen Informativo de Operaciones de Cambios (RIOCI), eliminando en algunos casos la obligación de registro y reduciendo en otros los requerimientos de información, generando una importante disminución en la información disponible, todas estas acciones que debilitaron sistemáticamente las tareas de fiscalización inherentes al Banco Central de la República Argentina.

Que ese contexto económico, monetario y financiero incentivó y aceleró la formación de activos externos de libre disponibilidad, resultando que una porción importante de la salida de capitales se habría concentrado en un grupo relativamente reducido de personas humanas y jurídicas.

Que la magnitud y velocidad de esta situación quedó en evidencia con el cierre parcial de los mercados internacionales para la República Argentina, apenas dos años después del inicio de la gestión del anterior gobierno, momento en el cual las autoridades de entonces optaron por recurrir al FMI, requiriendo el crédito más grande en la historia del organismo.

Que, a pesar de ello, los funcionarios y las funcionarias a cargo de la gestión política y económica no modificaron la flexibilización normativa que había generado dicha situación, tornándose esta insostenible para el país.

Finalmente, el decreto mencionado aclara que no solicita la inves-

tigación de eventuales conductas delictivas por parte de funcionarios y empleados del FMI. Esto se debe a:

La sección 8 del artículo IX del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional, aprobado por el decreto ley N° 15.970/56, que establece que los gobernadores y directores ejecutivos titulares y suplentes, miembros de comités, representantes, asesores, funcionarios y empleados de dicho organismo gozan de inmunidad en cuanto a procedimientos judiciales en relación con los actos realizados por ellos en el desempeño de sus funciones oficiales; y con la sección 19 del artículo VI de la Convención sobre Prerrogativas e Inmunidades de los Organismos Especializados, aprobada por el decreto ley N° 7.672/63, que dispone que los funcionarios de dichos organismos, entre los que se cuenta el Fondo Monetario Internacional, gozan de inmunidad de jurisdicción respecto de todos los actos ejecutados por ellos con carácter oficial, inclusive sus palabras y escritos.

Este último punto es relevante porque así como hay indicios muy claros de que diversos aspectos de la legislación y la normativa argentina fueron visiblemente violadas por funcionarios del gobierno argentino, sucede lo mismo con la normativa del propio FMI, cuyo Convenio Constitutivo afirma en el artículo VI que

Ningún país miembro podrá utilizar los recursos generales del Fondo para hacer frente a una salida considerable o continua de capital, y el Fondo podrá pedir al país miembro que adopte medidas de control para evitar que los recursos generales del Fondo se destinen a tal fin. Si después de haber sido requerido a ese efecto el país miembro no aplicara las medidas de control pertinentes, el Fondo podrá declararlo inhabilitado para utilizar los recursos generales del Fondo.⁴²

Lo mencionado hasta aquí no solo da cuenta del incumplimiento evidente de dicho artículo, sino también de la responsabilidad que

⁴²Fondo Monetario Internacional "Convenio constitutivo". Disponible en <https://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/aa/aa.pdf>

cabe sobre el organismo multilateral, dado el reconocimiento que realizó del destino de los fondos prestados en la “Evaluación ex post del acceso excepcional de Argentina en el marco del *acuerdo stand by* de 2018”, ya mencionada anteriormente. Sin embargo, al menos por el momento, no se produjeron consecuencias concretas de esta irregularidad manifiesta que permite dejar en evidencia el compromiso del Directorio del FMI con los intereses de los capitales financieros invertidos en el país, que fueron posibilitados a salir sin afrontar costos significativos —totalmente previsibles debido al riesgo explícito que las altas tasas de interés cobradas dejaban entrever—, precisamente mediante los capitales aportados por el organismo multilateral. Es relevante mencionar este hecho porque precisamente esa misma fue la función que había adoptado el FMI ante las anteriores crisis de deuda sufridas por la Argentina, tanto a fines de la década del 80 como a comienzos del siglo XXI.

5. Conclusiones

Entre diciembre de 2015 y diciembre de 2019, la Argentina sufrió un proceso de endeudamiento acelerado, en particular, en moneda extranjera. En estos años este tipo de deuda se incrementó de 166.781 a 251.345 millones de dólares, pasando de representar un 36,5% a un 70,2% del PIB. Resulta notable la excepcionalidad argentina en esta dinámica: entre 2016 y 2017 el país fue el mayor tomador de deuda entre todos los países emergentes y, cuando esos flujos se interrumpieron, se contrajo el préstamo más grande de la historia del FMI, de forma tal de salvaguardar los intereses de los capitales invertidos, a costa de que el conjunto del país asuma una deuda millonaria y un programa de vencimiento de carácter insostenible y ruinoso para el país.

Esta política de endeudamiento ha tenido diversas consecuencias que perduran hasta la actualidad. En primer lugar, dilapidó las posibilidades de utilizar el bajo nivel de endeudamiento en moneda extranjera heredado para financiar partidas que estimulen la actividad productiva, fundamentalmente aquellas que contribuyan a aumentar la creación genuina de divisas mediante un incremento de las exportaciones. En segundo lugar, generó una carga de vencimientos muy elevada para los siguientes gobiernos. En efecto, la combinación de este perfil de vencimientos y el aislamiento de los mercados financieros internacionales desde el 2018, derivaron en que la nueva gestión debiera renegociar los plazos y condiciones de la deuda con acreedores privados en el año 2020 y con el FMI en el año 2022. Se trata de un programa de vencimientos particularmente nocivo, porque además del aumento de los montos adeudados, cambiaron tanto la composición de los acreedores, con mayor participación de privados y organismos internacionales, como la legislación a la que se sujetaron, con mayor preponderancia de bonos emitidos bajo legislación extranjera. En tercer lugar, implicó una pérdida de soberanía ya que colocó nuevamente al FMI como un actor con capacidad de

intervención en la política económica argentina, tras lo que fue la cancelación total de la deuda con el organismo en 2006. En cuarto lugar, la política de endeudamiento fue el sustento de un esquema financiero insostenible que derivó en recurrentes devaluaciones que impactaron fuertemente en los ingresos y el empleo. En quinto lugar, se verifica que el ingreso de capitales a través de esta política de endeudamiento público en moneda extranjera fue la precondition para hacer posible en el tiempo un proceso acelerado de fuga de capitales que dilapidó las reservas internacionales en poder del BCRA.

Entre los argumentos esgrimidos por la gestión responsable del endeudamiento, se destacaba el bajo acceso a financiamiento en el mercado local para financiar los gastos del Tesoro. Sin embargo, empíricamente se comprobó que simultáneamente con la toma de deuda en moneda extranjera, el BCRA atravesó un acelerado crecimiento de sus pasivos remunerados, dando cuenta de la posibilidad de captar fondos en el mercado doméstico. Asimismo, se utilizó el argumento de que la deuda en moneda extranjera se utilizó para financiar el déficit fiscal. Sin embargo, los gastos del Estado se realizan en pesos, por lo que en realidad no era necesario acudir a este tipo de financiamiento, sino una opción política tomada por el equipo económico.

La decisión de tomar deuda en moneda extranjera constituye una diferencia con la experiencia reciente de los principales países emergentes, los cuales han tendido a emitir sus deudas en moneda local. Se trata de una diferencia sustancial por dos motivos. Por un lado, la deuda en pesos es compatible con el crecimiento económico, en tanto el mismo implica una mayor recaudación en moneda local y por ende una mayor capacidad de repago. En cambio, la deuda en dólares, si no se utiliza para aumentar la generación de divisas del país, es incompatible con el crecimiento económico sostenido a lo largo del tiempo. Por otro lado, frente a eventuales crisis cambiarias la deuda en moneda extranjera aumenta su peso sobre el presupuesto del Estado. De hecho, esta fue una de las causas que explican que los intereses pagados hayan incrementado su participación en los recursos tributarios de 8,9% a 18,2% entre 2015 y 2019.

Otro de los aspectos salientes del análisis es la inflexibilidad del gobierno argentino de torcer el rumbo de una política económica que condujo a la crisis financiera y, con ello, a un deterioro de la pobreza y la indigencia. La desregulación del mercado cambiario dispuesta

en diciembre de 2015 y reforzada con diversas medidas, implicó un mayor déficit de cuenta corriente y de formación de activos externos que solo pudieron ser financiados con el ingreso neto de divisas de la deuda externa y de otras inversiones de portafolio. Cuando en abril de 2018 estas últimas revirtieron su signo, provocaron la primera de una serie de devaluaciones que se sucederían hasta el final de la gestión. A fin de sostener un modelo que ya había dado pruebas de su insustentabilidad en términos del sector externo, la administración del presidente Macri resolvió acordar un préstamo extraordinario con el FMI. El mismo, lejos de modificar las expectativas y revertir el aislamiento financiero en el que había ingresado la Argentina, se utilizó para financiar la continua fuga de capitales. Este último punto es particularmente delicado. Además de sus consecuencias nocivas, en términos de que la deuda no contribuyó en absoluto a fortalecer la capacidad de repago ni la confianza en el país, como hemos visto implicó la violación del Convenio Constitutivo del FMI. Este plantea en su artículo VI que “ningún país miembro podrá utilizar los recursos generales del Fondo para hacer frente a una salida considerable o continua de capital, y el Fondo podrá pedir al país miembro que adopte medidas de control para evitar que los recursos generales del Fondo se destinen a tal fin”. El hecho de que el organismo no haya sancionado a la Argentina, sino que por el contrario haya negociado un segundo acuerdo que aumentó los desembolsos y adelantó el plazo de entrega de los mismos, contribuye a dar cuenta del carácter político del préstamo. Finalmente, el restablecimiento de regulaciones macroprudenciales en septiembre de 2019 y la reinstauración del control de cambios en octubre de dicho año, coronaron el fracaso de la política de endeudamiento y apertura financiera llevada adelante entre 2015 y 2019.

En el año 2021, el Congreso de la Nación dio un paso favorable para prevenir que vuelva a suceder otro episodio de estas características con la sanción de la Ley de Fortalecimiento de la Sostenibilidad de la Deuda Pública. La misma fortalece el rol del Congreso en la definición y autorización del endeudamiento público nacional en moneda y legislación extranjera. En particular, establece la obligatoriedad de que todo programa de financiamiento acordado con el FMI sea discutido por el Poder Legislativo.

El presente informe ha sido formulado como una contribución para documentar lo ocurrido en materia de endeudamiento durante

el período 2015-2019. La importancia de analizar esa etapa radica en que se produjo un quiebre en la política económica de los años precedentes que tuvo como protagonista a la deuda en moneda extranjera y derivó en una crisis financiera con consecuencias perdurables hasta el día de hoy. De este modo, entender las características y efectos de este modelo de financiamiento y administración de divisas es central para avanzar hacia un sendero macroeconómico sustentable y evitar la ocurrencia de nuevas crisis económicas. Nunca más al endeudamiento irresponsable.



Itai Hagman (1983). Fue electo como diputado nacional en 2019 por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires en la lista del Frente de Todos. Actualmente es secretario de la Comisión de Presupuesto y Hacienda, vicepresidente de la Comisión de Finanzas y secretario de la Comisión Bicameral Permanente de Seguimiento y Control de la Gestión de Contratación y de Pago de la Deuda Exterior de la Nación.

Es licenciado en Economía por la Universidad de Buenos Aires (UBA). Comparte su actividad legislativa con la docencia en la UBA y en la Universidad Nacional de Avellaneda. Además, dirige el Observatorio de Coyuntura Económica y Políticas Públicas (OCEPP), que integra la Fundación Igualdad.

