

**Francisco J. Cantamutto**

COORDINADOR

# Debates actuales sobre dinámica y reestructuraciones de deuda pública desde la Argentina



COLECCIÓN  
ECONOMÍA



Debates actuales sobre dinámica y reestructuraciones de deuda pública desde la Argentina / Francisco J. Cantamutto ... [et al.] ; coordinación general de Francisco J. Cantamutto. -1ª ed.- Bahía Blanca: Editorial de la Universidad Nacional del Sur. Ediuns, 2023.  
Libro digital, PDF

Archivo Digital: descarga y online  
ISBN 978-987-655-327-8

1. Argentina. 2. Deuda Pública. I. Cantamutto, Francisco J., coord.  
CDD 336.340982



**Editorial de la Universidad Nacional del Sur**

Santiago del Estero 639 – B8000HZK – Bahía Blanca – Argentina

Tel.: 54-0291-4595173 / Fax: 54-0291-4562499

[www.ediuns.com.ar](http://www.ediuns.com.ar) | [ediuns@uns.edu.ar](mailto:ediuns@uns.edu.ar)



**Libro  
Universitario  
Argentino**

**CiN REUN**

Red de Editoriales  
de Universidades Nacionales  
de la Argentina

Diagramación de interior y tapa: Fabián Luzi  
ilustración de tapa y portadas interiores: Juan Cerioni

Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons Atribución - No Comercial-Sin Derivadas. <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0>



Bahía Blanca, Argentina, mayo de 2023.

© 2023 Ediuns.

# Índice

INTRODUCCIÓN .....	5
--------------------	---

## PARTE 1. ARGENTINA EN EL MARCO INTERNACIONAL

### > **Discusiones en el plano internacional**

- El financiamiento de las instituciones internacionales: el FMI y el Banco Mundial.....13  
*María Emilia Val y Pablo Nemiña*
- La AFI en las crisis de deuda en el período entre-crisis (2007-2020)..... 32  
*Lucas Castiglioni*
- La élite financiera. Una caracterización de los acreedores privados de la Argentina en la última reestructuración (2020) ..... 54  
*Ayelén Álvarez*
- Los mecanismos para la resolución de crisis de deuda soberana: transformaciones y propuestas ..... 72  
*María Emilia Val*

### > **Discusiones en el plano regional**

- La economía frente a la deuda externa; con los “ojos bien cerrados” ..... 84  
*Gustavo Burachik*
- La deuda en América Latina y el Caribe durante la pandemia - Sus impactos de género ..... 92  
*Juan Pablo Bohoslavsky, Francisco Cantamutto, Agustina Costantino y Mariana Rulli*
- El sistema interamericano de derechos humanos y el problema de la deuda..... 109  
*Juan Pablo Bohoslavsky y Laura Clérico*

## PARTE 2. LA DEUDA PÚBLICA DE LA ARGENTINA

- El persistente desborde. Un cuarto de siglo de la deuda pública de la Argentina ..... 116  
*Francisco J. Cantamutto*
- La deuda externa y sus impactos ecológicos..... 142  
*Guillermo Peinado y Aín Mora*
- Estrategias de lucha frente a la dominación de la deuda..... 149  
*Beverly Keene*

## PARTE 3. LAS DEUDAS SUBNACIONALES

### > **Planteo general comparado**

- Análisis descriptivo del endeudamiento de las provincias argentinas desde 2003 a 2019 ..... 160  
*José María Morales*

■ Estrategias de reestructuración de deuda pública sub-soberana a la luz de las experiencias argentinas 2002 y 2020 .....	182
<i>Alejandro Gabriel Manzo</i>	
■ ¿Qué hacer cuando las provincias se vuelven insolventes? .....	200
<i>Kunibert Raffer</i>	
<b>&gt; Las deudas subnacionales. Análisis de casos</b>	
■ Endeudamiento y reestructuración en la provincia de Buenos Aires .....	209
<i>Andrés Wainer</i>	
■ Estructura y evolución de la deuda de la Ciudad Autónoma de Bs.As. Período de análisis: 2007-2019 .....	223
<i>Lucía Sánchez Barbieri y Rodrigo Sánchez</i>	
■ La deuda pública de Córdoba como mecanismo de transferencia y transformación productiva .....	235
<i>Pablo A. Díaz Almada</i>	
■ Deuda pública del Estado provincial de Santa Fe .....	247
<i>Sergio Arelovich</i>	
■ Breve historia de la deuda pública de Mendoza desde 1992 hasta el 2021.....	261
<i>Lautaro Breitman Pacheco, Gabriel Olmedo Sosa, Mariana Iza</i>	
■ Deuda pública reciente en Río Negro. La telaraña de la financierización neoliberal .....	279
<i>S. Graciela Landriscini</i>	
■ Deuda pública del estado provincial de Jujuy. ¿Una inversión que se paga sola? .....	296
<i>Gastón Remy</i>	
■ Lo primero es el deber (en dólares). La deuda pública de la provincia del Chaco.....	308
<i>Afra Blundetto, Matías Flores Urturi y Gregorio Miranda</i>	

# Introducción

Francisco J. Cantamutto<sup>1</sup>

El presente libro aborda el problema de la deuda pública, centrado en el caso de la Argentina. Se trata de un asunto de muy larga data en el debate público del país, vinculado incluso al origen mismo del Estado nacional. Sin embargo, su peso y su rol no fueron siempre los mismos. Tras décadas con una menor relevancia en la definición de políticas y en la estabilidad macroeconómica, a partir de la última dictadura (1976-1983) se vuelve determinante (Basualdo, 2006; Brenta, 2019; Canitrot, 1983; Schvarzer, 1986). Tanto las reformas de Estado —que modificaron las formas de hacerse de recursos propios— como la liberalización de la balanza de pagos —que facilitó el movimiento de capitales tras las fronteras— pusieron al endeudamiento en un nuevo plano (Kulfas y Schorr, 2003; Val, 2017).

Las reformas estructurales, iniciadas en aquel período y consagradas durante la Convertibilidad (1991-2001), dieron una nueva centralidad a los movimientos de capitales en sus diversas formas —comercio, inversión, crédito. Se consolidó así un nuevo modo de desarrollo de la Argentina (Cantamutto y Costantino, 2019), que intensificó la articulación del país con el resto del mundo. De estos flujos, la deuda se ha destacado por su dinámica tanto en la coyuntura como a nivel estructural (Albrieu y Fanelli, 2008; Basualdo, 2017; Schvarzer y Tavosnaska, 2008). Además de la mirada macroeconómica, resulta central incorporar al debate las dimensiones vinculadas a la legalidad y a la legitimidad de la deuda (Lozano, 2019; Olmos Gaona, 2021), buscando enraizar la lógica de la deuda en las coaliciones sociales que la explican. Se trata de un análisis histórico con enfoque de economía política.

Debido a la propia dinámica que adquirió la deuda, el país ha caído en sucesivas cesaciones de pago, que obligan a renegociar los términos de referencia. Estas reestructuraciones implican cambiar las características específicas de la deuda, en términos de montos, intereses, plazos y condicionalidades. Habida cuenta de esta centralidad, este libro aborda el problema de la dinámica de la deuda pública y sus reestructuraciones en la Argentina contemporánea durante el período que va de la crisis de la Convertibilidad a la salida de la crisis de la pandemia de COVID-19. Se trata de un abordaje de un cuarto de siglo en el que las gestiones de la deuda mostraron relevante variabilidad y algunas continuidades.

En términos estructurales, este cambio de funciones se debió a un proceso más general de internacionalización de los grandes capitales. No sin rodeos y contradicciones, los capitales más concentrados del país atravesaron un proceso de reconversión estructural por el cual sus negocios adoptaron una forma cada vez menos centrada en el espacio nacional (Basualdo, Nahon y Nochteff, 2007; Schorr y Wainer, 2014; Sourrouille, Kosacoff y Lucángeli, 1985). Esto ocurre por diversas vías: tanto a través del comercio, sea por una orientación exportadora o por una composición creciente de importaciones de insumos, bienes intermedios e incluso terminados; como a través de las operaciones de capital, vía inversión directa (participaciones accionarias transfronterizas) o crédito. Esta modificación del espacio de referencia para la valoración del capital implica un cambio en la relevancia de la balanza de pagos, así como una modificación de sus renglones principales. De hecho, configura un formato de restricción externa muy diferente a la explicada en los textos clásicos sobre el tema, ceñida al desbalance comercial entre agro e industria. Los capitales de mayor escala que operan en el país tienen características particulares (Schorr, 2021), que en términos de la restricción externa presionan también

<sup>1</sup> Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur, Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur (UNS)-CONICET, Bahía Blanca, Argentina.

por vía de comercio de servicios –pago de servicios técnicos, consultorías, asesoría legal, etc.–, regalías y precios de transferencia, que esconden diversas formas de remisión de utilidades al exterior.

A estos canales se añade la formación de activos en el exterior, desvinculados de la actividad productiva (Barrera y Bona, 2018; Rúa y Zeolla, 2018). La liberalización de la cuenta capital ha permitido una sistemática salida de recursos de la circulación nacional, tanto de las empresas como de algunas personas de medio o alto poder adquisitivo (Sánchez, 2017). Como se ha explicado, la fuga de divisas compone la contraparte del endeudamiento público, que busca operar como mecanismo de compensación macroeconómica, y no la falta de ahorro nacional para la inversión (Basualdo, 2017; Salama, 2002).

Por su parte, las finanzas públicas se ven constreñidas por esta lógica. Por un lado, la presión de los pagos de la deuda o sus intereses acota las posibilidades de otros usos en el gasto público, y al mismo tiempo, incrementa las necesidades de recursos fiscales (Brenta, 2019). Esto limita la capacidad del Estado de atender demandas sociales y garantizar la realización de derechos humanos bajo el principio de máxima asignación posible de recursos. Por otro lado, ante las crecientes dificultades de una tributación efectiva –presa de la propia internacionalización del capital, que le ofrece renovadas formas de elusión y evasión fiscal (Gaggero, Gaggero, y Rúa, 2015; Gómez Sabaini y Morán, 2017)- la deuda aparece como una fuente de recursos disponibles cuyo costo se dilata en el tiempo futuro. De modo recursivo, la creciente gravitación de la deuda en las finanzas públicas y en la balanza de pagos, fomenta que el Estado recurra al crédito externo como alternativa viable en el corto plazo. Esto habilita una creciente capacidad de presión por parte de los acreedores –incluyendo a los organismos multilaterales de crédito-, que imponen condicionalidades de diverso tipo, incluidas las reformas estructurales (Brenta, 2008; Stubbs y Kentikelelis, 2021; Ugarteche, 2009).

Esta dinámica de endeudamiento acelerado se volvió particularmente visible con el gobierno de Cambiemos (2015-2019), que incluyó la firma de un acuerdo Stand By récord por su magnitud con el FMI en 2018 (Brenta, 2019; Manzanelli y Barrera, 2018, Mercatante, 2019). A partir de ese momento, la economía argen-

tina ingresó en una crisis, que incluyó corridas cambiarias, un aumento significativo de la inflación, caída de salarios y alza de la pobreza. Cuando el gobierno perdió las elecciones primarias en agosto de 2019, la reacción del FMI fue retirar el apoyo al gobierno, que por su parte volvió para atrás con la liberalización puesta en marcha en el inicio del mandato. Se repusieron controles sobre las cuentas externas que resultaron tardíos e insuficientes, lo cual no contuvo la necesidad de declarar la imposibilidad de cumplir los pagos –bajo la fórmula de reperfilamiento de los vencimientos-. El Frente de Todos (2019-2023) asumió el gobierno con un mando que incluía el freno a esta dinámica de endeudamiento. La estrategia utilizada, sin embargo, fue reponer la sustentabilidad de la deuda a través de negociaciones de buena fe con acreedores. Esta lógica no fue alterada por la pandemia de COVID-19, llegando a una reestructuración con acreedores privados en 2020 y un nuevo acuerdo de tipo Facilidades Extendidas con el FMI a inicios de 2022. La deuda, como problema público, está en boca de todos desde hace años, y con mayor urgencia que la que tenía algunos años atrás.

A nivel mundial, la deuda se ha multiplicado en las últimas décadas. Desde 2008, merced de la política de bajas tasas de interés en los países centrales, la deuda mundial creció un 58%, alcanzando a fines de 2020 los 281 billones de dólares, equivalentes al 355% del PBI mundial (IIF, 2021). Las deudas públicas, específicamente, alcanzaron el 99% del PBI mundial (UNCTAD, 2021). Un informe del Banco Mundial (2020), previo a la pandemia, señalaba el deterioro en la sustentabilidad de la deuda para 122 países de ingresos medios y bajos. La deuda de estos países había pasado de 3,46 billones de dólares en 2008 a 7,81 billones una década después. El estallido de la crisis vinculada a la pandemia puso rápidamente sobre la agenda la posibilidad de cesaciones de pagos generalizadas, ante lo cual el FMI, el Banco Mundial y el G20 actuaron proponiendo limitadas alternativas (Cantamutto y Castiglioni, 2021). Y aun así, la deuda se yergue como amenaza a la salida de la pandemia, a nivel global, y especialmente en los países periféricos. Los compromisos asociados al crédito limitan el uso de recursos fiscales pero también las estrategias de recuperación. América Latina y el Caribe fue especialmente afectada en este sentido (Munevar, 2021). La deuda está en el centro del debate mundial, y Argentina es una de las partes afectadas.

\*\*\*\*\*

Este libro busca aportar a la comprensión del problema de la deuda pública con una mirada propia, que confluye en diversos puntos con el amplio campo de la heterodoxia, con sus diversas variaciones de énfasis e interpretaciones. Para ello se reúnen aportes que coinciden en varios sentidos.

Primero, comprender a la deuda como un problema socio-político, y no meramente fiscal –como tiende a hacer la ortodoxia-. La deuda no es apenas un recurso disponible ante un desbalance entre ingresos y gastos; es una relación económica que condiciona la forma del modo de desarrollo en su totalidad. Esto significa que genera impactos sobre la forma que adopta la reproducción económica pero también sobre las políticas públicas y las disputas socio-políticas. Las fuerzas sociales y sus correlatos en la representación partidaria toman el problema de la deuda y ofrecen interpretaciones y demandan acciones, que moldean la forma que adopta la gestión de la deuda. No se trata de un problema de mala gestión fiscal, ni tampoco una mera cuestión actuarial para determinar el mejor modo de financiarse: se trata de un rasgo del modo de desarrollo, que involucra disputas de sentido (esta misma que señalamos entre otras).

Segundo, justo por lo anterior, la necesidad de una mirada interdisciplinaria para poder abordar el problema. Si bien afincado desde la economía, los aportes incluyen miradas basadas en la sociología, el derecho, la historia y las relaciones internacionales. Estos cruces son centrales para comprender el fenómeno en cuestión de una forma no reduccionista – como tiende a hacer el enfoque ortodoxo-.

Tercero, y derivado de la mirada interdisciplinaria, se realza la importancia de distinguir tanto reglas como actores haciendo. No hay automatismos ni mecanicismos que deriven en leyes extemporáneas. Las reglas regulan –limitan a la vez que inducen-, y es por ello relevante contemplar su efecto estructural. Las mismas reglas, sin embargo, cambian en el tiempo, en función de intereses e interpretaciones, que en el transcurrir de la historia deben lidiar con nuevos fenómenos. No solo eso, sino que además es posible encontrar regulaciones incompletas, en tensión e incluso contradictorias. Este es el caso en la relación de la deuda con su legalidad y legitimidad,

así como con reglas que ordenan a los Estados en el plano de los derechos humanos. ¿Cómo comprender los efectos y los cambios, si no es a través de quienes efectivamente “hacen cosas”? Por eso en este libro se presta atención a quiénes son los diferentes acreedores, qué características tienen y cómo interactúan, con diferentes gestiones de gobierno, tensadas por diferentes demandas sociales. Este complejo juego puede asirse en lo concreto, en este mismo libro, mostrando la dinámica de un proceso social a través del tiempo histórico.

Cuarto, en el plano del análisis, gana relevancia la mirada que reconoce la multiescalaridad de los procesos de endeudamiento. Incluso estando centrado en la Argentina, este territorio opera como un nudo que puede amplificarse a escala internacional y subnacional. Respecto del primer plano, toda una sección del libro aborda la situación internacional y regional para ubicar el contexto en el cual opera la situación del país. Argentina interactúa con reglas que la exceden y actores con capacidades de incidir sobre la política nacional, a la vez que busca negociar y confrontar. Su situación, en este sentido, tiene especificidades propias, pero es parte de una realidad compartida. Este plano internacional no es siempre incluido de forma expresa y detallada en los análisis de la situación argentina, más que como contexto. Aquí se busca avanzar en un plano que ayude a observar la dinámica del país es este escenario más amplio sobre el cual interviene. Esto constituye un aporte del libro.

En relación al segundo plano, la Argentina es un país federal, donde hay jurisdicciones subnacionales que tienen cierta autonomía a la hora de gestionar sus cuentas fiscales, y ello incluye el manejo de la deuda. Las provincias argentinas toman deuda en ciertas condiciones, deben pagarla o renegociarla, y todo lo hacen con la mediación de sus limitaciones en el marco de un Estado nacional. Toda una sección del libro se dedica a abordar este plano en 8 estudios de casos, así como miradas que integren la situación comparada de las provincias. Este plano de análisis integrado es otro aporte central del libro. En la bibliografía hay muy poco material que aborde sistemáticamente este frente de análisis, lo cual hace particularmente valioso haber reunido en una sola obra estos aportes.

Quinto, justamente, en el reconocimiento de reglas con sesgos y actores con diferentes recursos de

acción, queda establecido un encuadre donde el derrotero de la deuda genera efectos distributivos concretos. Las decisiones se toman en función de intereses e interpretaciones, y los resultados no son homogéneos. Este es un encuadre de economía política, que afirma y realza la existencia de costos y beneficios repartidos de manera asimétrica. En este sentido, el análisis aquí provisto no se pretende neutral ni aséptico: se inserta como forma de conocimiento asociada a una disputa socio-política. Los análisis buscan resaltar estas distribuciones asimétricas de cargas y sus impactos en términos de derechos humanos. En tal sentido, quienes participamos de esta obra común sostenemos una mirada común de defensa de los trabajadores/as y las clases populares en general —y esto sin eludir las diversas interpretaciones que se hacen de este marco general—. La mayor parte de los autores/as participan activamente de la política partidaria, de la vida sindical, de organizaciones sociales y de derechos humanos, de espacios colectivos que buscan aportar desde el saber profesional a todas las anteriores. Esto constituye un valioso agregado que define la mirada común.

Estos cinco puntos componen los ejes que recorren la obra común, que trasuntan en especificidades concretas en cada trabajo. Participan de este libro 19 autores y 10 autoras, con 21 capítulos ordenados en tres secciones. Algunos/as son investigadores/as con cierto recorrido, otros casos son jóvenes en formación, cuyos aportes constituyen investigaciones iniciales, vinculadas a la obtención del grado o el postgrado. El espacio de trabajo común ayuda a fortalecer el cruce de miradas y mejorar todas las investigaciones. El mismo pudo desarrollarse gracias al financiamiento de un Proyecto de Investigación Científica y Tecnológica (PICT) de la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica, el PICT 2019-2019-01160 “Dinámica y reestructuraciones de deuda pública en la Argentina reciente”, dirigido por el coordinador de este libro. En este marco se pudieron realizar diversas reuniones de trabajo, entre las cuales destaca el Jornadas sobre Deudas Públicas realizadas en septiembre de 2022 en la Universidad Nacional de Cuyo. En esa ocasión se contó además con el apoyo financiero de la Agencia Nacional de Promoción de la Investigación, el Desarrollo Tecnológico y la Innovación (AGENCIA I+D+i), de Young Scholars Initiative (YSI), del Centro de Investigaciones en Economía Crítica (CIEC). También brindó su apoyo la Fundación Friedrich Ebert oficina Argentina.

El libro se organiza en tres partes. La primera aborda el escenario internacional y regional en que se inserta la Argentina. El capítulo de Emilia Val y Pablo Nemiña explica las lógicas que subyacen a las intervenciones del FMI y el Banco Mundial y sus efectos económicos. El de Lucas Castiglioni se enfoca en cómo interviene la arquitectura financiera internacional en el período de entre crisis (2008-2020), donde las anteriores instituciones toman acciones en el marco de procesos de reestructuraciones de deuda, defaults y disputas geopolíticas. El capítulo de Ayelén Álvarez caracteriza los nuevos grandes acreedores privados, compuestos por grandes fondos de inversión con capacidad de presión e intereses diversificados. El capítulo de Emilia Val aborda los debates en torno a la resolución de las crisis de deuda pública, donde intervienen todos los actores antes mencionados, aunque bajo un sistema de reglas en permanente cambio. Este tópico volverá en diversos capítulos. Todos estos capítulos componen un escenario internacional.

Los que completan la primera parte están enfocados en la región de América Latina y el Caribe. En este sentido, el capítulo de Gustavo Burachik presenta a la región como un espacio periférico al que llega el financiamiento externo por dinámicas ajenas, pero que impactan severamente, condicionando políticas y procesos económicos en aras de responder a las obligaciones generadas por la deuda. El capítulo de Juan Pablo Bohoslavsky, Francisco Cantamutto, Agustina Costantino y Mariana Rulli muestra la situación de deuda de la región durante la pandemia, y detalla sus impactos en perspectiva de género. La primera parte cierra con el capítulo de Juan Pablo Bohoslavsky y Laura Clérico que aborda la relación de la deuda soberana con el marco del sistema interamericano de derechos humanos. Justamente, se ofrece allí una alternativa ante el escenario planteado en el capítulo de Val.

La segunda parte se aboca al caso argentino. Allí el capítulo de Francisco Cantamutto desarrolla un recorrido panorámico sobre la dinámica de la deuda y sus reestructuraciones desde los años '70, enfocado en el período que va de la crisis de la Convertibilidad a la salida de la crisis de la pandemia. Este capítulo ofrece un marco de referencia al resto del libro, oficiando como eje articulador. La segunda parte se complementa con dos capítulos más. El primero de Guillermo Peinado y Aín Mora que se enfoca en la relación de la deuda externa con la deuda ecoló-



gica, como dos relaciones para comprender la inserción de la Argentina en el mundo, aportando al libro una mirada que cruza la Economía ecológica con la Economía política. El capítulo de Beverly Keene, por su parte, traza un recorrido de las resistencias sociales a la deuda, enfocada en la intensa actividad de la Autoconvocatoria por la Suspensión del Pago e Investigación de la Deuda. Este capítulo muestra una contracara muchas veces invisibilizada de la deuda, a saber, la interpretación y las propuestas de las organizaciones sociales.

La tercera parte se enfoca en el ámbito subnacional. Allí, un primer grupo de capítulos aborda la mirada comparada de todas las provincias como conjunto. El capítulo de José Morales analiza mediante datos comparados la dinámica de las deudas provinciales en el siglo XXI, ofreciendo un panorama para comprender luego las situaciones particulares. El capítulo de Alejandro Manzo analiza las reestructuraciones de deuda subnacionales de 2002 y de 2020, proponiendo un modelo conceptual para analizar sus alcances y diferencias. Este capítulo dialoga también con la discusión sobre los mecanismos de resolución de crisis de deuda, presentados en el capítulo de Val de la primera parte. Lo mismo hace el capítulo de Kunibert Raffer, que analiza la validez de su propia propuesta de regulación basado en el Capítulo 9 de las leyes estadounidenses de quiebra, enfocado en los prestatarios públicos insolventes y cómo limitar la intromisión desde afuera en el poder gubernamental del deudor. El capítulo argumenta sobre la validez del esquema también para las deudas subnacionales.

El segundo grupo de capítulos de esta parte analiza casos puntuales de provincias argentinas, lo que permite considerar las características comunes pero también las especificidades de cada caso. Los cruces son múltiples. El uso de diferentes instrumentos de deuda, el peso de la deuda en moneda extranjera, las operaciones puntuales que provocan cambios en la dinámica de la deuda provincial y el rol del Estado nacional —como fuente de recursos y como mecanismo de coordinación—, así como los impactos asociados a los usos de recursos fiscales y la orientación productiva y de la inversión. El capítulo de Andrés Wainer aborda la provincia de Buenos Aires, el de Lucía Sánchez Barbieri y Rodrigo Sánchez a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y Pablo Díaz Almada se enfoca en la provincia de Córdoba, siendo estas las

tres jurisdicciones de mayor peso en la deuda provincial. Le siguen por su magnitud las provincias de Santa Fe y Mendoza, estudiadas en los capítulos de Sergio Arelovich y de Lautaro Breitman Pacheco, Gabriel Olmedo Sosa y Mariana Iza respectivamente. A este conjunto, centrado en la región pampeana y la cuyana, se le suman los trabajos que aportan análisis de una provincia del Sur, como es el capítulo sobre Río Negro de Graciela Landriscini, y del Norte, con los capítulos de Gastón Remy sobre Jujuy y el de Afra Blundetto, Gregorio Miranda y Matías Flores Urturi sobre Chaco.

\*\*\*\*\*

El libro no hubiera sido posible sin la buena disposición y voluntad de trabajo de todos/as quienes participan del mismo. Quienes se dedican al trabajo de investigación académica, dispusieron de sus energías para fortalecer este trabajo colectivo. Quienes se dedican a trabajos en otros espacios, hicieron gran esfuerzo por acoplarse a las lógicas de investigación y exposición académicas. En todos los casos, hubo una abierta disposición a cruzar información, lecturas y materiales. Lograr esta clase de vínculos en un trabajo colectivo no es tarea sencilla, pero fortalecen el resultado. Gracias a ello, esta obra logra a la vez sintetizar diversos ejes de debate, como abrir nuevas líneas de trabajo. Y eso es ya un mérito.

## Referencias

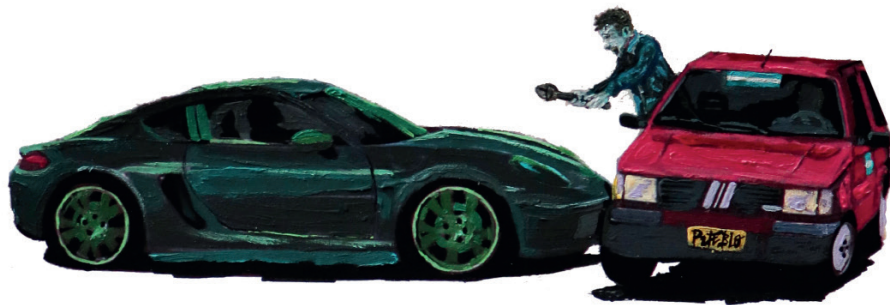
- Albrieu, R., y Fanelli, J. M. (2008). “¿Stop-and-go o Go-and-fail? Sobre aceleraciones, crisis e instituciones en la Argentina”. *Desarrollo Económico*, vol. 48, n° 190–191, pp. 235–268.
- Banco Mundial (2020). *International Debt Statistics 2020*. Washington: Banco Mundial.
- Barrera, M. y Bona, L. (2018). “La fuga de capitales en la Argentina reciente (1976-2018)”. *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas*, vol. XXVI, n° 2, pp. 7–32.
- Basualdo, E. (2006). *Estudios de Historia Económica Argentina. Desde Medios del Siglo XX a la Actualidad*. Buenos Aires: FLACSO/Siglo XXI.
- Basualdo, E. (ed) (2017). *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Basualdo, E., Nahon, C., y Nochteff, H. (2007). “La deuda externa privada en la Argentina (1991-

- 2005). Trayectoria, naturaleza y protagonistas". *Desarrollo Económico*, vol. 47, n° 186, pp. 193–224.
- Brenta, N. (2008). *Argentina atrapada: historia de las relaciones con el FMI: 1956–2006*. Buenos Aires: Ediciones Cooperativas.
- Brenta, N. (2019). *Historia de la Deuda Externa Argentina. De Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Canitrot, A. (1983). *Orden social y monetarismo*. Buenos Aires: CEDES.
- Cantamutto, F. y Castiglioni, L. (2021). "¿Una crisis de deuda mundial?", en G. Roffinelli, L. Castiglioni, Lucas y A. López (comp.); *Crisis capitalista mundial en tiempos de pandemia. Una mirada desde Nuestra América* (pp. 205-228). Buenos Aires: CLACSO.
- Cantamutto, F., y Costantino, A. (2019). "Estado y Mercado en sociedades capitalistas dependientes". En M. Mallardi y E. Fernández (Eds.), *Cuestión Social y políticas sociales. Crítica a sus fundamentos y expresiones contemporáneas* (pp. 71-105Ta). Tandil: Puka.
- Gaggero, A., Gaggero, J., y Rúa, M. (2015). "Principales características e impacto macroeconómico de la fuga de capitales en Argentina". *Problemas Del Desarrollo*, vol. 182, n° 46, pp. 67–89.
- Gómez Sabaini, J., y Morán, D. (2017). *Desafíos actuales en materia de tributación internacional, iniciativas de cooperación entre países y las implicancias para Argentina*. Buenos Aires: Fundación Centro de Estudios para el Cambio Estructural.
- IIF (2021). "COVID Drives Debt Surge—Stabilization Ahead?" *Global Debt Monitor*. Washington: The Institute of International Finance, 17 de febrero de 2021.
- Kulfas, M., y Schorr, M. (2003). *La deuda externa argentina. Diagnóstico y lineamientos propositivos para su reestructuración*. Buenos Aires: Fundación OSDE - CIEPP.
- Lozano, C. (2019). *La deuda ilegítima: renuncia del parlamento, desafío de la democracia*. Buenos Aires: Autonomía.
- Manzanelli, P. y Barrera, M. (2018). "Deuda externa y corrida cambiaria. Un análisis del gobierno de Cambiemos en perspectiva histórica". *Cuadernos de Economía Crítica*, vol. 5, n° 9, pp. 17- 44.
- Mercatante, E. (2019). *Salir del Fondo*. Buenos Aires: IPS.
- Munevar, D. (2021). "La pandemia de la deuda en América Latina y el Caribe". *Cuadernos De Economía Crítica*, vol. 7, n° 14, pp. 157-161.
- Olmos Gaona, A. (2021). *Deuda o soberanía. Verdades ocultas sobre la dependencia*. Buenos Aires: Peña Lllo-Continente.
- Rúa, M. y Zeolla, N. (2018). "Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente". *Revista Problemas del Desarrollo*, vol. 194, n° 49, pp. 5-30.
- Salama, P. (2002). "¿Nuevas paradojas de la liberalización en América Latina?" *Revista Comercio Exterior*, vol. 52, n° 9, pp. 840–854.
- Schorr, M. (Ed.) (2021). *El viejo y el nuevo poder económico en la Argentina. Del siglo XIX a nuestros días*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Schorr, M. y Wainer, A. (2014). "Extranjerización e internacionalización de las burguesías latinoamericanas: el caso argentino". *Revista Perfiles Latinoamericanos*, vol. 22, n° 44, pp. 113-141.
- Schvarzer, J. (1986). *La política económica de Martínez de Hoz*. Buenos Aires: Hyspamérica.
- Schvarzer, J., y Tavosnaska, A. (2008). "Modelos macroeconómicos en la Argentina: del "stop and go" al "go and crush"". Documentos de Trabajo N° 15. Buenos Aires.
- Sourrouille, J., Kosacoff, B., y Lucángeli, J. (1985). *Transnacionalización y política económica en la Argentina*. Buenos Aires: CEAL-CET.
- Stubbs, T. y Kentikelenis, A. (2021). "Condicionalidad y deuda soberana: un panorama general de sus implicancias en los derechos humanos". *Derechos En Acción*, n° 18, pp. 173-215.
- Ugarteche, Ó. (2009). *Historia crítica del FMI*. México: IIEc-UNAM.
- UNCTAD (2021). "Report prepared by the secretariat of the United Nations Conference on Trade and Development on external debt sustainability and development. External debt sustainability and development". 23 de julio de 2021, A/76/214. Ginebra: ONU.
- Val, M. E. (2017). "Deuda pública de Argentina: de la última dictadura al default de 2001". *Ola Financiera*, vol. 10, n° 27, pp. 65–80.

PARTE I

# Argentina en el marco Internacional

---



**> *Discusiones en el plano internacional***

# El financiamiento de las instituciones internacionales: el FMI y el Banco Mundial

María Emilia Val\* y Pablo Nemiña\*\*

## Introducción

Las instituciones financieras internacionales (IFI) que asisten a los países en desarrollo son muy controvertidas. Las diferentes miradas van desde las que las condenan por entenderlas como mecanismos de dominación (Toussaint y Millet, 2010), las que objetan su falta de eficacia (Meltzer, 2011), o las que las consideran instrumentos valiosos -aunque perfectibles- para el desarrollo (Hillebrand, 2017).

Hasta la Segunda Guerra Mundial, la financiación externa de los países se limitaba a los mercados de capitales privados (esencialmente la City de Londres) y a los créditos oficiales bilaterales. La creación del Fondo Monetario Internacional (en adelante, FMI o el Fondo) y del Banco Mundial (en adelante, BM o el Banco) en la Conferencia de Bretton Woods de 1944 impulsó la deuda externa oficial multilateral y, con ella, nuevos mecanismos de financiación para los países con necesidades financieras.<sup>1</sup> En el caso del FMI, estos adoptaron la forma de créditos a corto plazo frente a crisis de liquidez; el Banco, en cambio, ofreció préstamos a largo plazo para promover el desarrollo (Eichengreen, 2019). En ambos casos, se trató de préstamos a baja tasa de interés, pero con condicionalidad y de carácter preferencial (es decir, que excluyen la reestructuración a menos que el acreedor la acepte voluntariamente).

Este capítulo realizará una revisión de la bibliografía (principalmente internacional) en torno a dos preguntas. ¿Qué intereses y lógicas motivan los préstamos de estas IFI? ¿Cuáles son sus principales efectos

económicos y políticos en los países receptores? El enfoque de la relación financiera entre las IFI, los países de la periferia (principales receptores de su financiación) y las potencias centrales y emergentes se basa en una perspectiva de economía política internacional<sup>2</sup>. Se abordarán diferentes problemas relacionados con el endeudamiento, específicamente las dinámicas e intereses políticos e institucionales dentro de las organizaciones de financiación y los efectos de los préstamos en los países receptores. En la primera sección se revisa la bibliografía sobre la deuda del FMI; y en la siguiente se estudian los hallazgos relacionados con el BM.

## 1. Financiación de la liquidez: El FMI

Creado en 1944 como institución central del orden económico de Bretton Woods, la misión original del FMI fue velar por la estabilidad de los tipos de cambio, evitar prácticas cambiarias discriminatorias, establecer un medio de pago internacional y ayudar financieramente a los países que sufrieran desequilibrios en su balanza de pagos. El sistema de Bretton Woods tuvo como pilares la combinación de regímenes de tipos de cambio fijos con controles de capital, que permitían altos niveles de autonomía en materia de política monetaria, el establecimiento del dólar estadounidense como moneda de reserva mundial y la creación de instituciones económicas que constituyeron la base del sistema normativo internacional. Se trata del FMI, el Banco Mundial y el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio, o GATT (más tarde la Organización Mundial del Comercio, o OMC),

\* Conicet, Escuela IDAES-UNSAM, Facultad de Ciencias Sociales-UBA.

\*\* Universidad Nacional de San Martín – Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales – CONICET.

<sup>1</sup> En 1930 se creó el Banco de Pagos Internacionales, cuyos miembros son bancos centrales y no Estados.

<sup>2</sup> Por un análisis de la actuación de la Arquitectura Financiera Internacional en el período de entre crisis, ver capítulo de Lucas Castiglioni en este libro.

que supervisaron la provisión de liquidez, los préstamos para el desarrollo y las relaciones comerciales mundiales, respectivamente.

A lo largo de sus 75 años de historia, el FMI se ha reinventado para adaptarse a las nuevas circunstancias mundiales en varias ocasiones (Joyce, 2012; Reinhart y Trebesch, 2016; Ugarteche, 2016). En sus inicios, el Fondo concedía pequeños créditos tanto a los países industrializados como a los países en desarrollo en el marco de programas de ajuste, con una condicionalidad que se limitaba a establecer objetivos cuantitativos sobre la expansión monetaria y el equilibrio fiscal y comercial. A principios de los años setenta, el sistema de Bretton Woods fue sustituido por otro basado en la desregulación de los flujos internacionales de capital y los tipos de cambio flexibles. Con el estallido de la crisis de la deuda en los años '80, el Fondo centralizó su atención en los países periféricos, condicionando la financiación a la aplicación de programas de ajuste estructural y estabilización de corto plazo en línea con el decálogo del Consenso de Washington (Sgard, 2016). Este término fue acuñado por John Williamson en 1989 para resumir el consenso entre la tecnocracia y la política de Washington respecto al conjunto de políticas económicas que a promover en la periferia, consistentes principalmente en la privatización de las empresas públicas, la desregulación de los mercados, la liberalización del comercio y de los flujos de inversión extranjera directa (IED), la promoción de tipos de interés determinados por el mercado y el establecimiento de regímenes de tipo de cambio flotante. Este conjunto de medidas fue promovido por el FMI y el Banco Mundial en los países en desarrollo, especialmente en Europa del Este y América Latina. En la década de los noventa, el FMI se convirtió en un cuasi-prestamista de última instancia ante las recurrentes crisis financieras, aumentando la magnitud y la velocidad de aprobación de los desembolsos (McDowell, 2017; Mody y Saravia, 2013), lo cual, en muchas ocasiones, estuvo condicionado a la implementación de políticas neoliberales que profundizaron el impacto recesivo de las crisis (Babb y Kentikelenis, 2018).

Durante la década de 2000, y más claramente después de la crisis financiera mundial de 2008, el FMI se orientó hacia un "Consenso Post-Washington". Sin discutir la preeminencia de la economía de mercado, revivió la validez de la regulación pública y la buena gobernanza como requisitos para el crecimiento

(Güven, 2018). En esta ola, la institución ponderó la redistribución del ingreso, la política fiscal anticíclica y los controles de la cuenta de capital, y contempló la posibilidad de que el neoliberalismo aumentara (o pudiera aumentar) la desigualdad (Clift, 2019; Ostry et al., 2016). Pero con la excepción del esquema cambiario (Gallagher y Tian, 2017), estas transformaciones fueron más visibles en la dimensión discursiva o se limitaron a las economías con espacio fiscal (Clift y Robles, 2020; Grabel, 2011; Forster et al., 2019). En lugar de cambiar su paradigma, el Fondo ha recalibrado estratégicamente la ortodoxia neoliberal para adaptarla a la economía de la Gran Recesión, la revisión de algunos supuestos del paradigma neoclásico en la profesión económica y el ascenso de nuevas potencias mundiales como China (Ban y Gallagher, 2015; Wang, 2018).<sup>3</sup>

El Fondo combina funciones reguladoras, de asesoramiento y financieras. Los créditos del FMI se financian con capital previamente suscrito por los países miembros (cuotas), y con acuerdos de crédito contingente entre el Fondo y más de 40 economías centrales y emergentes.<sup>4</sup> El FMI proporciona financiación a través de varios programas: los Acuerdos Stand-By, destinados a resolver los desequilibrios de la balanza de pagos a corto plazo; el Servicio Ampliado, orientados a abordar los problemas de la balanza de pagos que requieren reformas estructurales a medio plazo; dos líneas precautorias que no implican desembolsos (sino la puesta a disposición de fondos); y los créditos de desembolso rápido para su uso en situaciones de emergencia. Salvo las precautorias, los programas cuentan con líneas concesionales en el marco del Fideicomiso para el Crecimiento y la Reducción de la Pobreza, que permiten plazos de reembolso más largos y tasas subsidiadas.

## 1.1. ¿Qué impulsa los créditos del FMI?

### 1.1.1. Intereses geopolíticos y financieros

Como han destacado varios autores, los cambios en el papel del FMI en la gobernanza financiera mundial se explican en gran medida por su adaptación

<sup>3</sup> Sobre el papel del FMI en el período entre crisis puede consultarse a Castiglioni, en este libro

<sup>4</sup> Los Acuerdos Generales y Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (GAB y NAB), y los recientes Acuerdos Bilaterales de Obtención de Préstamos (BBA).

a los intereses de Estados Unidos (Kentikelenis y Babb, 2019). Desde la década de 1980, Estados Unidos ha promovido el capitalismo financiarizado y la globalización neoliberal a través del complejo de gobernanza hegemónica FMI-Banco Mundial-OMC, que articula los intereses del sector financiero y del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, canalizándolos a través de las ideas que se imparten en las universidades de élite (Peet, 2009). Sin embargo, surgen diferencias de opinión cuando se analiza cómo Estados Unidos ejerce esta influencia y cuál es su alcance.

Hay cuatro mecanismos principales de la influencia estadounidense en el FMI: la capacidad de vetar decisiones relevantes como la capitalización; la concesión de financiación a los países aliados (o su denegación a los países en conflicto con el hegemón); la selección del personal y la dirección; y la estructura formal de votos y poder (Woods, 2014).

Los estudios empíricos muestran que, en general los aliados de Estados Unidos tienden a recibir una financiación más rápida (Mody y Saravia, 2013), firman programas con una condicionalidad menor (Dreher y Jensen, 2007) y menos severa (Stone, 2008); y reciben un análisis de sostenibilidad de la deuda más optimista (Lang y Presbitero, 2018). Adicionalmente, los países reciben un trato más favorable cuando son importantes receptores de inversiones de los países del G7 (Presbitero y Zazzaro, 2012), cuando la crisis económica afecta a los bancos estadounidenses (Broz y Hawes, 2006) o a las sucursales locales de los bancos internacionales (Breen, 2014).<sup>5</sup>

Los factores geopolíticos ayudan a explicar el inicio de los programas del FMI, la generosidad de la financiación, las exenciones de programas y las normas de cumplimiento. El Fondo también se desvía de la imparcialidad cuando la estabilidad financiera mundial o ciertos países económicamente relevantes están en peligro (Pop-Eleches, 2009). Las desviaciones políticas de las normas tecnocráticas reflejan los intereses económicos y geopolíticos más estrechos y

específicos de la situación de los Estados miembros más influyentes dentro del FMI.

### 1.1.2. *Lógica burocrática e institucional*

Las organizaciones internacionales como el FMI se mueven en una fina línea entre la satisfacción de las preferencias de sus poderosos accionistas y el mantenimiento de su independencia y credibilidad como organismos técnicos, para lo cual deben ser percibidas como instituciones legítimas (Barnett y Finnemore, 2004). Como cualquier organización, el objetivo principal del FMI es perdurar en el tiempo (Babb y Buira, 2005). Strange (1974) identifica dos fuentes de autonomía para el FMI: sus propios recursos y la creciente capacidad de tomar decisiones de su staff. Este último, en algunos casos persigue su propia agenda con el objetivo de ganar poder, prestigio o autonomía frente a los miembros poderosos del Fondo (Martin, 2006).

Al respecto, es importante tener en cuenta la formación profesional y la orientación ideológica del personal. A partir de los años 80, predominan los economistas de formación angloamericana. Se trata de expertos que generalmente proceden de países de habla inglesa y tienen un doctorado en economía o finanzas otorgado por una universidad de Estados Unidos o Canadá, por lo que su formación profesional afecta la orientación de la condicionalidad (Chwieroth, 2013, 2015). Un análisis de las políticas de reclutamiento del FMI reveló que, a pesar de los debates internos entre la dirección y el Directorio Ejecutivo, el acuerdo sobre la idoneidad de los enfoques macroeconómicos conservadores y la inexistencia de recetas de política económica alternativas contribuyeron a conformar una organización homogénea y monolítica (Mamani, 2005a). Esto influye sobre las relaciones con los países y las consideraciones sobre ellos. En este sentido, se observa que si hay afinidad ideológica entre el staff y el equipo económico del prestatario, el programa tiende a ser de mayor magnitud y a tener menos condicionalidades (Nelson, 2014, 2017). Y también, que se evalúa negativamente a los países que aplican políticas de austeridad al margen de un programa económico con la institución o que favorecen la corrección fiscal mediante el aumento de los ingresos en lugar del ajuste del gasto (Hinterleitner et al., 2016).

<sup>5</sup> Se trata de un grupo de países formado por Estados Unidos, Japón, Alemania, Reino Unido, Francia, Italia y Canadá, cuyo poder político, económico y militar fue notable durante la segunda posguerra. Aunque siguen siendo potencias mundiales relevantes, en las dos últimas décadas estos países se han enfrentado al ascenso de muchas potencias emergentes, en particular, China.

La estructura y la cultura institucional también son importantes al momento de comprender las acciones del Fondo. La cultura jerárquica del FMI hace que el cambio institucional sea más lento y sensible a las cuestiones relacionadas con el mandato principal (Moschella, 2015; Reinold, 2017; Vetterlein, 2015). La arraigada cultura organizativa también ha impedido, a pesar de los esfuerzos internos para abordar las preocupaciones de los miembros, cambiar el statu quo en relación a las directrices sobre la condicionalidad (Momani, 2005b). En otros aspectos, el cambio institucional puede ser repentino, como el relacionado con la promoción de reformas estructurales durante la década de 1980 (Kaya y Reay, 2019).

Entre los intereses externos y la lógica institucional puede haber diferencias o sinergias. En el primer caso, la institución apela a la ambigüedad estratégica o constructiva, que le permite avanzar en el corto plazo, pero con el riesgo de erosionar su legitimidad en el largo plazo. Así ocurrió con las reformas de las normas de política cambiaria (Van Gunten, 2017) y con las directrices sobre condicionalidad (Best, 2012). En el segundo caso, el de sinergia, la adopción del Consenso de Washington constituye un ejemplo, ya que se trató de un paradigma político transnacional, configurado por fuerzas tanto académicas como políticas y alentado por las instituciones financieras internacionales (Babb, 2013).

### 1.1.3. *El interés y la situación del prestatario*

La decisión de un gobierno de suscribir un programa con el FMI refleja la situación económica interna y el contexto político (Vreeland, 2003). En este sentido, es más probable que los gobiernos democráticos busquen financiamiento en el FMI para mitigar los efectos sociales y políticos negativos de una crisis económica (Nooruddin y Woo, 2015). Sin embargo, esto no se traduce necesariamente en su otorgamiento. En la década de 1970, el Fondo negó créditos a las democracias de América Latina, pero rápidamente aprobó desembolsos a las dictaduras de Chile, Argentina y Uruguay, promotoras de reformas neoliberales (Kedar, 2013; Nemiña y Larralde, 2018). Además, las posibilidades de firmar un acuerdo aumentan para los países que se enfrentan a desequilibrios cambiarios, alto endeudamiento, retraso en las elecciones e inestabilidad política (Moser y Sturm, 2011). El grado de interconexión que el país en crisis tiene con otras naciones y el riesgo de con-

tagio a otras economías también influyen, dado el papel central del FMI en la gobernanza financiera mundial (Poulain y Reynaud, 2017).

La importancia geopolítica del prestatario tiene un efecto positivo en los fondos desembolsados por el FMI, lo que es más visible en los créditos Stand-By que en los concesionales, reservados para economías pequeñas y de bajos ingresos (Harrigan y El-Said, 2009; Reynaud y Vauday, 2009). Asimismo, los países relevantes (definidos como aquellos con pertenencia temporal al Consejo de Seguridad de la ONU) reciben menos condicionalidades que el resto (Dreher, Sturm y Vreeland, 2015), y los que cuentan con un director ejecutivo propio obtienen préstamos de mayor emvergadura (Malan, 2018).

La orientación política del gobierno prestatario influye en el resultado de las reformas promovidas por los programas. Mientras que los gobiernos de izquierda endeudados con el FMI construyen coaliciones para evitar la aplicación de reformas impopulares, los de derechas promueven su aplicación; en este sentido, pueden proporcionar pagos adicionales a los grupos afectados para ganar margen de maniobra (Mukherjee y Singer, 2010). En consecuencia, se requiere cierto grado de compromiso interno para que la condicionalidad sea eficaz (Dreher, 2009).

## 1.2. *¿Cuáles son los efectos de los créditos del FMI?*

La literatura sobre los efectos de la financiación del FMI en los prestatarios es muy amplia. En esta sección, nos centramos en los estudios relacionados con las consecuencias económicas y sociopolíticas.

### 1.2.1. *Acceso a nuevo financiamiento*

El principal objetivo declarado de los créditos del FMI es evitar o mitigar las crisis de la balanza de pagos. Para ello, el Fondo sostiene que es importante reforzar la percepción de solvencia de un país para moderar las salidas de capital y reducir el tipo de interés –con lo cual el país deudor ganaría nuevamente acceso al mercado internacional de capitales, pudiendo financiarse allí-. La evidencia al respecto es ambigua. Aunque el anuncio de acuerdos tiende a contener la fuga de capitales, no consigue evitar que el tipo de interés suba (Cho, 2014), ya que los inversores interpretan la decisión de solicitar financiación al Fondo como una señal de insolvencia. Otros estudios



señalan que, a pesar de la disminución de la producción y la actividad asociada a las políticas contractivas del FMI, ésta no va acompañada de un deterioro equivalente de la calificación crediticia, ya que -según su interpretación- se ve compensada por el efecto de las “señales” a los inversores. Así, más que un estigma, los acuerdos proporcionan un colchón para el ajuste y las reformas (Gehring y Lang, 2020). Este efecto es más visible en los gobiernos de izquierda, ya que los de derecha no necesitan persuadir a los inversores privados de su compromiso con las reformas (Cho, 2014). Algunos autores destacan la necesidad de que el gobierno demuestre un compromiso creíble en implementar las medidas incluidas en el programa con el fin de lograr el efecto de “sello de aprobación” (Boughton et al., 2014).

El efecto del FMI en la atracción de financiamiento privado (Bird y Rowlands, 2009) y bilateral oficial (de Jong y Van Der Veer, 2010) es débil. Los datos demuestran que los programas del FMI no reavivan la confianza de los inversores; su percepción de largo plazo mejora solo cuando los gobiernos aumentan la credibilidad de su compromiso con las reformas aceptando condiciones severas (Vadlamannati, 2020). En general, los préstamos del Fondo tienen un efecto sustancial y negativo sobre la IED, pero diferente entre los distintos sectores económicos. Así los programas se asocian con un efecto negativo sobre la inversión financiera y en la construcción, dos sectores que presentan un alto grado de dependencia del capital externo y bajos costes hundidos (Breen y Egan, 2019). Se considera además que, frente a crisis, la intervención del FMI tiene diversos efectos. Por ejemplo, ante crisis de liquidez, existen más posibilidades de atraer capital privado (Van der Veer y de Jong, 2013), evitar una crisis bancaria y un mayor deterioro en el futuro (Dreher y Walter, 2010; Papi et al., 2015). Por otro lado, ante una crisis de solvencia, la decisión más adecuada para un deudor es reestructurar, ya que un acuerdo no modifica las expectativas de los acreedores, y además agrava el escenario al añadir pasivos no reestructurables (Guzmán y Heymann, 2015). En este sentido, los programas del FMI aumentan la probabilidad de impago (Jorra, 2012).

### 1.2.2. Efectos sociopolíticos

Históricamente, los programas del Fondo promueven depreciaciones del tipo de cambio y ajustes fiscales

que logran ajustar la balanza de pagos a costa de una disminución de la actividad económica, así como diversas reformas a partir de sus condicionalidades. Hay consenso en que hasta el año 2000 los programas del FMI estuvieron asociados a un aumento de la pobreza y la desigualdad, especialmente por el deterioro de las condiciones de vida de los sectores de bajos ingresos; a partir de entonces, las evidencias son mixtas. Para algunos, los programas del FMI siguen generando un aumento de la desigualdad, a través de la caída del ingreso de los sectores de menores ingresos por las políticas de austeridad y la flexibilización del mercado laboral (Lang, 2021). Las medidas de austeridad que promueve lejos de contribuir a la recuperación económica tienen impactos negativos sobre los derechos humanos (Bohoslavsky, 2021). Específicamente, provocan un persistente deterioro de los derechos económicos y sociales (Brenta, 2021). Para otros, desde la introducción del alivio de la pobreza en la agenda del FMI en la década de 2000 se ha producido un descenso de la desigualdad y la pobreza (Oberdabernig, 2013), aunque esta evaluación contempla años de relativa bonanza para la periferia deudora. En la misma línea, Bird et al. (2021) no encuentran ningún impacto de los programas del Fondo sobre la pobreza o la desigualdad en los países de renta baja (LIC). Otros estudios no encontraron una relación directa entre los acuerdos y la pobreza, aunque sí observaron un impacto de la liberalización comercial, promovida activamente por el Fondo desde los años '80. En este sentido, ya sea a través de medidas directas o indirectas, la combinación de la restricción del gasto fiscal, la liberalización de la cuenta comercial y de capital, y una política monetaria centrada en el control de la inflación y la restricción de la deuda, cabe esperar un aumento de los niveles de pobreza y desigualdad en la mayoría de los casos (Forster et al., 2019).

En respuesta a las críticas, tras la petición del Director Ejecutivo de Estados Unidos y la iniciativa de varias ONG, desde 2009 los programas del FMI con países de ingreso bajo han incorporado objetivos de gasto social<sup>6</sup> (Clegg, 2014). Posteriormente, éstos se ampliaron a los programas con países de ingreso medio, pero su impacto fue limitado porque en la mayoría de estos casos se trataba de objetivos indi-

<sup>6</sup> Refiere a un amplio abanico de erogaciones vinculadas a la protección social, la educación (inicial y media) y la salud (IMF, 2019: 8).

cativos<sup>7</sup> (Kentikelenis et al., 2016). Asimismo, organismos como la OIT y el propio Banco Mundial impulsan esquemas más amplios y universales, como la Cobertura Universal de Protección Social (Nemiña, Gulias y Rudistein, 2021).

En relación con el gasto en salud y educación, Clements et al. (2013) encuentran que los programas del FMI con países de renta baja aumentan el gasto. Sin embargo, trabajos recientes constatan que el efecto positivo se restringe únicamente al gasto sanitario en los países del África subsahariana (Kentikelenis et al., 2015). En general, los programas de ajuste estructural se asocian a un deterioro de la sanidad pública (Hoddie y Hartzell, 2014), a un menor nivel de acceso al sistema sanitario y a un aumento de la mortalidad neonatal (Forster et al., 2020), y a una disminución del gasto en educación (Stubbs et al., 2020). En cuanto a la atracción de la asistencia financiera, en cuestiones como las infraestructuras, la salud o la educación, el efecto de los programas es bajo o nulo (Stubbs et al., 2016).

Existe consenso en que el empleo es una de las áreas más afectadas negativamente por los programas del FMI, pues las reformas socavan los derechos laborales colectivos al incluir leyes destinadas a garantizar los derechos básicos de negociación colectiva y libertad de asociación (Blanton et al., 2015), lo que convierte a las empresas en claras ganadoras, al obtener mayor poder de negociación (Ohanyan y Androniceanu, 2017; Reinsberg et al., 2019). A pesar de la evidencia de que cuanto más estricta es la condicionalidad del FMI sobre el mercado laboral, peores son los derechos laborales, este efecto negativo se ve parcialmente mitigado en el proceso de implementación cuando las circunstancias políticas nacionales favorecen la representación política de los trabajadores bajo un sistema de proporcional, o bajo un gobierno de izquierda (Lee y Woo, 2021). Los acuerdos también logran promover la liberalización financiera (Agnello et al., 2015; Mukherjee y Singer, 2010) y aumentan las posibilidades de un golpe de Estado debido al impacto sociopolítico negativo de las reformas (Casper, 2017). No es de extrañar, entonces, que estos programas se asocien con un aumento de la protesta social (Ortiz y Béjar, 2013), un deterioro de los derechos humanos

(Abouharb y Cingranelli, 2009) y una erosión de las prácticas democráticas (Brown, 2009).

El FMI es una institución compleja, atravesada por tres principales lógicas que orientan su acción como prestamista: la geopolítica, la institucional burocrática y la dinámica política del deudor. Cada una está vinculada a los intereses de las potencias, la burocracia interna y el prestatario, respectivamente. De esta manera, lo que hace el FMI, expresa el interjuego de esas tres lógicas que se solapan. Si el análisis de los condicionantes de su acción se aleja de las concepciones que lo asume como un mero agente que sigue de manera lineal los mandatos del hegemon o una tecnocracia neutral, el relevamiento de la evidencia sobre sus créditos también muestra novedades. El Fondo es menos relevante por la atracción de otros flujos de capital que por abrir la oportunidad para que los deudores acuerden e implementen reformas económicas de liberalización y desregulación de mercado, que suelen empeorar los niveles de pobreza y desigualdad (aunque recientemente la política de gasto social atenuó el efecto), deteriorar los derechos laborales y erosionar los servicios educativos y de salud.

## 2. Financiación del desarrollo: el grupo Banco Mundial

Creado junto con el FMI, el Banco Mundial es la primera y mayor organización financiera multilateral para el desarrollo. Originalmente destinado a proporcionar recursos para la reconstrucción de los países europeos en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial, gradualmente reorientó su atención hacia los países de la periferia y hacia cuestiones que van desde la pobreza hasta la reforma del Estado.

En la actualidad, el BM concede préstamos y subvenciones para programas y proyectos con el fin de ayudar a los países pobres y en desarrollo a lograr el desarrollo sostenible y reducir la pobreza en el largo plazo. Esta institución ha crecido en tamaño y complejidad, ampliando su agenda, desempeñando funciones tanto financieras como de consultoría y ocupándose de una amplia gama de temas (salud, educación, buena gobernanza, cambio climático, reducción de la contaminación, asistencia a los refugiados, servicios rurales y tecnología y reducción del riesgo de desastres, entre muchos otros), lo que refleja las transformaciones del régimen de desarrollo (Babb y Chorev, 2016). Paralelamente al creci-

<sup>7</sup> Los objetivos indicativos son metas incluidas en los acuerdos cuyo incumplimiento no amerita una sanción formal del FMI, y por ende evita solicitar un waiver.

miento y complejización del BM, se dio un proceso de expansión de bancos regionales, nacionales y, más recientemente, subnacionales, de desarrollo inspirados, pero no idénticos al hermano mayor global.

Como prestamista, ofrece financiación para proyectos o programas de inversión (créditos más flexibles), que promueven el desarrollo económico fomentando cambios políticos integrales o reformas de las instituciones públicas (Babb, 2009). El Banco cuenta con instituciones y servicios para atender las necesidades de financiación de diferentes grupos de naciones, concediendo préstamos al sector público a través de dos organismos:<sup>8</sup> el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), que presta a los países de renta baja y media considerados solventes, obteniendo fondos en los mercados de capitales y prestando en condiciones (tasas más bajas pero) cercanas a las del mercado; y la Asociación Internacional de Fomento (AIF), que proporciona créditos a largo plazo y con intereses bajos o nulos a los países pobres recibiendo aportaciones de los miembros más ricos.<sup>9</sup>

## 2.1. ¿Qué impulsa los préstamos del BM?

### 2.1.1. Intereses geopolíticos y financieros

Los préstamos y subvenciones de los bancos de desarrollo como el BM han sido utilizados políticamente por sus accionistas más poderosos para promover sus objetivos estratégicos. La participación de estos países en organizaciones internacionales demuestra el interés en utilizar las IFI como instrumentos de política exterior, entre otras motivaciones. Las contribuciones financieras de los gobiernos de los países de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) se distribuyen entre organismos multilaterales cuyas carteras de ayuda exterior son similares a sus carteras ideales, lo que les permite no solo minimizar los costes de delegación, sino mantener la influencia sobre las decisiones de asignación (Schneider y Tobin, 2016). Aunque la consecución de los objetivos estratégicos nacionales es un importante motor para la participación en los

bancos de desarrollo, también se observa que su uso indebido por parte de los principales accionistas los corrompe y contraría sus objetivos (Vreeland, 2019).

Los principales accionistas influyen en las decisiones financieras de los Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMD). Las preferencias de Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia y el Reino Unido están detrás del aumento del número anual de proyectos (Dreher et al., 2009) y de la cuantía de los préstamos complementarios (Kersting y Kilby, 2019a) que recibe un país que es miembro temporal del Consejo de Seguridad de la ONU. Existe una conexión entre la asignación de los flujos de ayuda a los países en desarrollo y la alineación de voto con Estados Unidos y el G7 en la Asamblea General de la ONU (Andersen et al., 2006). Es más, los países que han recibido más fondos del BM son los que tienen una mayor proporción de exportaciones estadounidenses y de ayuda bilateral de Estados Unidos (Fleck y Kilby, 2006). Los desembolsos dependen menos de los resultados macroeconómicos en los receptores que votan con Estados Unidos en las Naciones Unidas (Kilby, 2009, 2013a), o se aceleran cuando los gobiernos favorables al hegemón se enfrentan a unas elecciones competitivas, lo que permite al BM hacer “electoralismo” (Kersting y Kilby, 2019b). Asimismo, a los países alineados con las preferencias de Estados Unidos se les exige que promulguen menos reformas de política interna, en menos y más laxas áreas temáticas (Clark y Dolan, 2021). Como resultado, la asistencia al desarrollo influye en el comportamiento de los gobiernos receptores en las instituciones multilaterales; por ejemplo, los que reciben mayores préstamos votan más a menudo en línea con los países del G7 en la Asamblea General de la ONU (Dreher y Sturm, 2012).

Los intereses y lógicas del sector privado también influyen, a diferentes niveles, en las decisiones de préstamo del BM, impregnando las relaciones financieras y políticas entre la institución, sus funcionarios y sus miembros. Los países receptores de ayuda del BM asignan preferentemente contratos a empresas nacionales y de los países donantes (McLean, 2017). Los proyectos de la AIF y el BIRF en los que participan empresas de la lista Fortune 500 con sede en Estados Unidos o Japón reciben mayores desembolsos y mejores evaluaciones en relación con su rendimiento, en comparación con otras empresas (Malik y Stone, 2018); y las empresas reciben proyectos de la Corporación Financiera Internacional (CFI) con mayor

<sup>8</sup> El Grupo del BM está compuesto también por la Corporación Financiera Internacional (CFI), el Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones (OMGI) y el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI).

<sup>9</sup> Además, los donantes pueden financiar actividades específicas a través de fondos fiduciarios gestionados por la organización (Banco Mundial, 2011).

frecuencia cuando sus gobiernos ocupan un puesto en el Consejo de Administración. Asimismo, los países con un puesto en el Directorio tienen más probabilidades de atraer proyectos que involucran, como patrocinador o receptor, a otro país que también tiene representación en el Directorio, lo que sugiere que las naciones forman alianzas para beneficiar al sector privado de ambos países (Dreher et al., 2019).

El BM tiene un modelo financiero por el que obtiene la mayor parte de los recursos para sus operaciones en los mercados internacionales de capitales. Aunque la cantidad relativamente pequeña de capital de los accionistas les da cierto grado de autonomía operativa con respecto a los directores de los gobiernos y el aumento de su capacidad financiera resulta atractivo para los países prestatarios, la necesidad de conseguir recursos suficientes para funcionar como prestamistas viables tiene múltiples consecuencias. Principalmente, permite que el *ethos* de Wall Street impregne la institución y que se consideren las necesidades y percepciones de los actores privados del mercado de bonos y de las agencias de calificación crediticia, que actúan como guardianes clave de los mercados de capitales (Humphrey, 2017a). Esto lleva a que adapte sus políticas crediticias y financieras para mantener el acceso a los mercados internacionales de capitales (Humphrey, 2016), lo que limita las posibilidades de perseguir sus objetivos y cumplir su mandato.

### 2.1.2. Lógica burocrática e institucional

Otra dimensión está relacionada con las características institucionales, como la estructura organizativa, las normas internas (formales e informales), la dinámica y los intereses burocráticos, y las ideas apoyadas por el Banco. En lo que respecta a la estructura organizativa y las normas, formar parte del Directorio Ejecutivo permite a los países acceder a más préstamos del BIRF o de mayor cuantía (Kaja y Werker, 2010); asimismo, para los miembros temporales, la preparación de los proyectos es más breve (Kilby, 2013b). Las preferencias de los directores de país (Weller y Yi-Chong, 2010) o de los agentes del personal burocrático (Winters y Streitfeld, 2018) poseen relevancia al momento de comprender el accionar del BM. En el caso de la AIF la influencia informal de los directores de la Junta ha disminuido con el tiempo, ya que el personal desarrolló un índice de políticas que ganó

importancia en la determinación de las asignaciones de préstamos (Morrison, 2013).

La composición accionaria del Banco tiene un gran impacto en las condiciones financieras de los préstamos y crea un trade-off para los prestatarios. Si los países no prestatarios ejercen un mayor control, el Banco paga tasas más bajas en el mercado y puede financiar proyectos, pero tiende a alejarse de las necesidades de los países en desarrollo. Además como, por un lado, los gobiernos no aportan lo suficiente y los BMD deben obtener fondos en los mercados mundiales de capitales, y por el otro, la cautela financiera de los prestamistas soberanos los lleva a por ejemplo dar prioridad al reembolso anticipado de los préstamos, ofrecer financiamiento sólo a los prestatarios más solventes en proyectos que generen rendimientos a corto plazo o acumular reservas, aumenta la dependencia de los BMD respecto del sector financiero y sus lógicas (Ben-Artzi, 2016; Humphrey, 2016, 2017b).

Los préstamos además aparecen como medios para inducir y catalizar diagnósticos y prescripciones sobre desarrollo, políticas y reformas. Aunque el FMI ha mostrado tener una importante influencia normativa sobre los países prestatarios, la cultura institucional y las ideas del BM son también muy relevantes, porque actúan como marco para las acciones de estas organizaciones y otros agentes, legitimándolas y justificándolas (Broome y Seabrooke, 2012).<sup>10</sup> Un tema de debate muy conocido es la orientación neoliberal del personal. El Consenso de Washington fue institucionalizado por los gobiernos receptores y las organizaciones financieras internacionales, Aunque se ha ampliado y ha mutado en el Consenso Post-Washington (PWC), sus elementos centrales siguen vigentes debido a la inercia institucional y al apoyo de los accionistas (Babb, 2013). Aunque en las últimas décadas ha promovido la reducción de la pobreza, la igualdad de género y la conservación del medio ambiente, el BM sigue apareciendo como un bastión “conservador” de las reformas favorables al mercado orientadas por el imperativo neoclásico del crecimiento (Allan, 2019; Dreher, Minasyan y

<sup>10</sup> Un claro ejemplo de que el BM se concibe como una agencia productora de discursos puede verse en su eslogan, “Banco del conocimiento” (Enns, 2015), que lo retrata como un productor de datos y conocimiento que orienta y da forma a sus propias percepciones y acciones, así como a las de sus miembros, sirviendo de “marco” para los análisis y las recomendaciones políticas.

Nunnenkamp, 2015; Mendes Pereira, 2016; Strand, 2014)<sup>11</sup>. Además, la asignación selectiva de los flujos de la AIF promueve la persistente y tradicional agenda neoliberal de reformas e imperativos en los países pobres (Van Waeyenberge, 2009). Relativizando estos argumentos, se afirma que el Banco, para recuperar la legitimidad entre diferentes públicos, ha adaptado su condicionalidad, manteniendo algunas condiciones (privatización), pero no otras (liberalización) (Cormier y Manger, 2020).

Otros ejemplos de promoción de políticas y discursos -en este caso, como respuesta a las reivindicaciones de la comunidad internacional- son el fomento de los Objetivos de Desarrollo del Milenio y Sostenible y el establecimiento de procedimientos ligados a los derechos humanos. Los bancos multilaterales de desarrollo están comprometidos de forma ambivalente con estos últimos. Aunque han expresado cierto apoyo a los derechos humanos, especialmente a los derechos sociales, económicos y culturales, se observa el interés por promover derechos que conduzcan a un mayor crecimiento económico y desarrollo, lo que suele denominarse la “economización de los derechos humanos” (Braaten, 2016).

Por último, otros debates se han centrado en determinados conceptos e ideas dentro del discurso del BM. Los indicadores de buena gobernanza han sido un elemento de poder blando dentro de la comunidad de donantes, ya que son referidos y utilizados explícitamente (Diarra y Plane, 2014; Strand, 2014). Otro concepto relevante en la retórica del Banco Mundial es el de Estado frágil, que se ha incorporado a los debates sobre el desarrollo para legitimar las intervenciones políticas de los países occidentales, siendo utilizado por sus élites y gobiernos para ajustarlo a sus propias agendas políticas (Grimm et al., 2014; Nay, 2014).

### 2.1.3. El interés y la situación del prestatario

Las características y los intereses de los gobiernos receptores, así como el contexto económico, político y social interno, son importantes para entender por qué y cómo los BMD otorgan financiamiento.

Los Estados son elegibles para los préstamos para el desarrollo del BM en función de su nivel de ingreso per cápita, tal y como se define en la política del Banco. Los países siguen siendo elegibles para obtener préstamos del BIRF hasta que son capaces de sostener el desarrollo a largo plazo sin recurrir a la financiación del Banco. La graduación<sup>12</sup> del BIRF no es una consecuencia automática de alcanzar un determinado nivel de ingresos, sino que se basa en medidas adicionales de desarrollo institucional y acceso al mercado, así como en otras variables que captan los niveles de desarrollo económico y vulnerabilidad del país. Los países más ricos, más solventes, más desarrollados institucionalmente y menos sensibles a las perturbaciones comerciales, financieras y de otro tipo tienen más probabilidades de ser graduados (Knack et al., 2012). En el caso de la AIF, los criterios de elegibilidad incluyen la ausencia de solvencia del BIRF y un ingreso nacional bruto (INB) per cápita inferior al límite operativo de la AIF. Tras varias “graduaciones inversas”, en 1999 se amplió el establecimiento de factores para incluir una evaluación de las perspectivas macroeconómicas del país, el riesgo de sobreendeudamiento, la vulnerabilidad a las crisis, las limitaciones institucionales y los niveles de pobreza e indicadores sociales. Los analistas descubrieron que la esperanza de vida, la reducción de la pobreza, la urbanización y el desarrollo institucional han sido predictores del estado de graduación (Dobronogov et al., 2020).

Aunque son importantes, las condiciones económicas no son el único aspecto a considerar para explicar los préstamos. Las variables políticas e institucionales también son importantes. Un análisis de los principales receptores de Oriente Medio y el Norte de África (MENA) durante los años ochenta y noventa reveló que los regímenes pro-occidentales que introdujeron la democracia de estilo occidental y adhirieron a los intereses de Estados Unidos experimentaron entradas de capital (Harrigan et al., 2006).

El proceso de toma de decisiones del BM no siempre implica una alineación con los intereses geopolíticos de sus principales accionistas o con las acciones de su “gemelo” (el FMI) (Tussie y Botzman, 1992). Kedar (2017, 2018, 2019) analizó sus relaciones con diferen-

<sup>11</sup> Respecto de los impactos en términos de género de la deuda, y en especial de los organismos internacionales de crédito, ver capítulo de Juan Pablo Bohoslavsky, Francisco Cantamutto, Agostina Costantino y Mariana Rulli en este libro.

<sup>12</sup> Entendida como el egreso de una nación del grupo de países elegibles para obtener asistencia de una IFI, al cumplimentar ciertas condiciones

tes gobiernos de Chile y Argentina durante las décadas de 1970 y 1980 (bajo regímenes dictatoriales y democráticos) y encontró que el comportamiento del BM reflejaba múltiples factores, mecanismos y justificaciones, como la necesidad de ser más receptivo a las demandas de los países del Tercer Mundo y las complejas interacciones con los gobiernos prestatarios, además de la necesidad de asegurar su propia estabilidad y supervivencia, y su apoyo a las reformas económicas liberalizadoras.

Para los países en desarrollo, el Banco Mundial es una de las principales fuentes de financiación externa, especialmente cuando el acceso a los mercados de capital privado es reducido u oneroso. Desde el punto de vista de la demanda, cubrir el déficit de financiación ha sido un factor importante en la decisión de los países prestatarios de solicitar la ayuda financiera del Banco. Los países en desarrollo parecen solicitar más préstamos del BIRF y de la AIF cuando aumentan los pagos del servicio de la deuda y cuando disminuye su posición de reservas internacionales, tanto en períodos de crisis como de estabilidad (Ratha, 2005). No obstante, desde mediados de los años noventa, varios gobiernos de los llamados mercados emergentes se encontraron en una posición financiera fuerte, lo que les permitió buscar acreedores alternativos. En este sentido, la demanda de préstamos del BM en relación a otros Bancos regionales de desarrollo (BRD) también depende de la forma en que los prestatarios sopesan ciertos factores (como el equilibrio de poder entre los accionistas prestatarios y no prestatarios en la estructura de gobernanza de cada BMD, y las implicaciones de esto para el coste de los préstamos y los procedimientos burocráticos) según las circunstancias económicas (Humphrey y Michaelowa, 2013). Por ejemplo, entre 1980 y 2009, los países latinoamericanos solicitaron cada vez más ayuda multilateral al Banco de Desarrollo de América Latina (antigua CAF) y al Banco Interamericano de Desarrollo, mientras que durante las crisis los préstamos del BM tendieron a aumentar significativamente y con más fuerza que los primeros (Humphrey y Michaelowa, 2010).

## 2.2. ¿Cuáles son los efectos de los préstamos del BM?

Los préstamos condicionados han tenido diversos efectos. Dado que la acción de esta agencia de financiación del desarrollo tiene lugar a varios niveles y está relacionada con un sinnúmero de cuestiones, esta

sección se centrará en algunos resultados económicos y sociopolíticos y, debido a la especificidad de la ejecución<sup>13</sup>, en el éxito de los proyectos.

### 2.2.1. Crecimiento, reformas y acceso al mercado de capitales

La mayor parte de la bibliografía sobre los efectos económicos de los préstamos multilaterales se centra en el impacto del FMI y del BM combinados, pues la asistencia de ambos suele darse de manera simultánea (Kranke, 2020) La evidencia en relación al impacto sobre la tasa de crecimiento es mixta. Mientras que algunos trabajos muestran que la interacción de ambas organizaciones tiene un impacto positivo en la tasa de crecimiento del PBI y que por sí solos, los programas del BM impulsan el crecimiento, en tanto que los del FMI tienen un efecto negativo (Marchesi y Sirtori, 2011), otros, por el contrario, indican que los préstamos del FMI tienen un impacto positivo pero insignificante en el PIB, mientras que los del BM lo afectan negativamente (Chitenderu y Ncwadi, 2022). Utilizando el valor de los préstamos y no el número de programas, los estudios indican que los préstamos del Banco estimulan el crecimiento en algunos casos, principalmente al aumentar la inversión pública, mientras que los préstamos del Fondo son neutrales o perjudiciales para el crecimiento (Butkiewicz y Yanikkaya, 2005). Los programas de reforma del FMI y el BM no han logrado un crecimiento sostenible en Oriente Medio y el Norte de África, ya que han tenido un impacto negativo en el crecimiento económico y el endeudamiento externo (Kingston, 2011).

Aparte del crecimiento económico, en la bibliografía se consideran otras cuestiones específicas. Los programas del BM aumentan la desregulación económica y las reformas de mercado (Boockmann y Dreher, 2003; Kilby, 2005; Cammack, 2016). En cuanto a la función catalizadora de los préstamos del Banco (y del FMI)<sup>14</sup>, su efecto es matizado, pero en general débil (Bird y Rowlands, 2000). En lo que respecta al sector financiero, los préstamos orientados al mismo permitieron

<sup>13</sup> En tanto el BM brinda asistencia en plazos más largos y en proyectos específicos se puede evaluar los resultados de los mismos, además de sus efectos macroeconómicos. Adicionalmente, dada la interacción entre acciones en proyectos y reformas más generales implicadas en la asistencia del BM, en numerosas ocasiones suele haber efectos cruzados, pues proyectos puntuales mejoran indicadores en ciertas áreas que son menos cabados por las consecuencias de las políticas macro.

<sup>14</sup> El papel o el efecto de los préstamos de los organismos financieros multilaterales para atraer capital de otras fuentes a los países en desarrollo.

a los países prestatarios obtener mejores resultados que los no prestatarios al experimentar un crecimiento más rápido en los indicadores estándar de desarrollo del sector bancario (Cull y Effron, 2008). No obstante, el exceso de préstamos y la gestión defectuosa de los mismos afectan negativamente al desarrollo financiero (Gokmenoglu y Rustamov, 2019).

### 2.2.2. Efectos sociopolíticos

Los préstamos de los BM tienen también un impacto en las relaciones sociales y en la dinámica política de las sociedades receptoras, en varios aspectos. Entre otros, socavan los derechos laborales colectivos (Blanton et al., 2015) y tienen dificultades para sostener las mejoras en materia de salud y educación en el largo plazo (Bhaumik, 2005). Los indicadores relacionados con el gasto sanitario y educativo indican que los programas de ajuste en países africanos tuvieron un impacto negativo en el desarrollo (Kingston, 2011). En algunos casos, los mismos programas incluyeron condiciones que socavaron los logros orientados a lograrlo. Por ejemplo, las mejoras en la mortalidad materna resultantes de la inversión en salud reproductiva se vieron minadas por los ajustes estructurales promovidos en el área de la salud (Coburn et al., 2017). Esto evidencia que el BM no persigue una agenda única y coherente, sino más bien impulsa reformas y medidas diferentes y contradictorias, como se ejemplifica al observar que los préstamos de ajuste estructural en los sectores forestal y agrícola se asociaron con mayores tasas de pérdida de bosques, mientras que los préstamos en el sector medioambiental generaron menores tasas de pérdida de bosques (Shandra et al., 2016). En este mismo sentido, el BM ha recibido críticas pues el financiamiento de proyectos en salud y educación, guiados por los modelos eficientistas del sector privado en la prestación de servicios, llevaron a una reducción del gasto en dichas áreas, un declive en la calidad de las prestaciones y un aumento de las inequidades (Chankseliani, 2014; Nuruzzaman, 2007). Así, la financiación del Banco, con la reformas y prescripciones que implica, redundó en la mercantilización y privatización de derechos cuyo gozo estaba asegurado previamente por el Estado.

El efecto sobre la democratización es mixto. Mientras que en algunos casos los programas afectan negativamente a las bases sociales del desarrollo, socavando la democracia social (Raman, 2009), o aumentan la probabilidad de que se produzcan crisis

gubernamentales importantes (Dreher y Gassebner, 2012), ciertos tipos de ayuda (con condicionalidades relacionadas con la reforma institucional que limitan la fungibilidad) refuerzan los mecanismos nacionales de rendición de cuentas (Birchler et al., 2016). En el período 1981-2000, los acuerdos de ajuste estructural del BM afectaron negativamente el respeto de los derechos humanos por parte de los gobiernos, empeorando las violaciones de los derechos de integridad física de los ciudadanos (Abouharb y Cingraneli, 2006). Las características de los Estados prestatarios también pueden afectar el impacto de los préstamos, que está mediado por el tipo de régimen del prestatario. Más concretamente, la eficacia de la ayuda condicionada depende del nivel de democracia de los países receptores (Montinola, 2010), disminuyendo cuando las ideologías políticas del donante y del receptor difieren (Dreher, Minasyan y Nunnenkamp, 2015).

Por último, es necesario considerar los resultados de los proyectos. La preparación y ejecución de los mismos pueden considerarse un juego de negociación entre el organismo y el país receptor (Swedlund, 2017), que implica una dinámica política. Aunque oficialmente las acciones son dirigidas por los países receptores, el personal del BM tiene una autoridad sustancial, aunque incompleta, sobre los proyectos (Honig, 2020). Las características de los Estados prestatarios también importan, ya que el éxito de la ejecución de los proyectos está relacionado con su capacidad de gobernanza (Buntaine y Parks, 2013). Las interacciones macro-micro repercuten también en la eficacia de la ayuda. Las medidas macro a nivel de país destinadas a mejorar la calidad de las políticas e instituciones están fuertemente correlacionadas con los resultados de los proyectos, pero el éxito de los proyectos individuales varía dentro de los países. Un conjunto de microvariables a nivel de proyecto, que incluye el tamaño y la duración del proyecto, la preparación y la supervisión, explica parte de esta variación dentro de los países en los resultados de los proyectos (Denizer et al., 2013).

Como observamos, el BM es una institución que conforme se consolidó amplió su agenda y funciones para brindar asistencia bajo un objetivo formal de potenciación del desarrollo y lucha contra la pobreza. Además de estar constituida por agencias orientadas a la asistencia de diversos perfiles de países (pobres y de ingresos medios) que poseen reglas específicas,

su acción como institución está atravesada por múltiples complejidades y contradicciones: en sus acciones responde tanto a intereses y presiones externas (tanto de países prestadores como prestatarios, de actores de la sociedad civil como de agentes privados) como a discursos y configuraciones institucionales que moldean su intervención y orientación; la subordinación a las lógicas financieras (al fondearse en los mercados de capital) pone en cuestión su mandato de asistir a los países en función de sus necesidades de desarrollo; la proscripción de reformas de orientación predominantemente neoliberal no sólo poseen efectos negativos a nivel económico y social, sino que socavan resultados en diversas áreas de intervención a partir de programas específicos, por nombrar algunas.

### Conclusiones

La revisión bibliográfica aquí presentada muestra solo una parte de la enorme producción relacionada con las dos principales IFI orientadas a la asistencia (de corto y largo plazo) a los países de la periferia. Su centralidad y trayectoria, la multiplicidad de dimensiones de la vida social y económica en las que intervienen, así como los volúmenes de recursos que manejan (en comparación con otras agencias de financiamiento) las convierte en actores centrales no sólo de la arena global, sino también de los escenarios domésticos de los países prestatarios. Ante crisis e inestabilidades, estos continúan recurriendo a su financiamiento vía préstamos y programas que sirven de vehículos de intereses, reformas y políticas con orientaciones específicas y que repercuten de diversas maneras en las sociedades receptoras, muchas veces en un sentido regresivo.

En este sentido, las dos instituciones financieras de Bretton Woods han sabido adaptarse a las transformaciones de la economía mundial, superado diversas crisis, modificado parcialmente su discurso y respondido a presiones internas y externas, manteniendo hasta la actualidad un rol preponderante (aunque discutido y criticado) en la arquitectura financiera internacional. Los tradicionales bancos regionales de desarrollo (como el BID y la CAF en América Latina) y las recientes iniciativas de creación de instituciones y mecanismos que brinden alternativas de financiamiento al desarrollo y asistencia de liquidez para países del Sur (como el AIIB y el NDB, los

swaps de China) más que competir con esta dos IFI, ocupan un lugar complementario. Sin embargo, las propuestas de reforma de ambas, surgidas al calor de los cambios en el balance de poder internacional con el ascenso de potencias emergentes, están en plena discusión. Por esto, es necesario continuar constituyéndolas en objeto de análisis y reflexión, mostrando sus límites, sus lógicas de funcionamiento y las consecuencias de su asistencia para los países prestatarios, así como impulsando la reforma de las mismas para acercarlas a las necesidades de desarrollo de los países periféricos.

### Referencias

- Abouharb, M. R. y Cingranelli, D. L. (2006). "The human rights effects of World Bank structural adjustment, 1981–2000". *International Studies Quarterly*, vol. 50, n.º 2, pp. 233–262.
- Abouharb, M. R. y Cingranelli, D. L. (2009). "IMF programs and human rights, 1981–2003". *Review of International Organizations*, vol. 4, n.º 1, pp. 47–72.
- Agnello, L., Castro, V., Jalles, J. T. y Sousa, R. M. (2015). "Do debt crises boost financial reforms?". *Applied Economics Letters*, vol. 22, no.º 5, pp. 356–360.
- Allan, B. B. (2019). "Paradigm and nexus: neoclassical economics and the growth imperative in the World Bank, 1948–2000". *Review of International Political Economy*, vol. 26, n.º 1, pp. 183–206.
- Andersen, T. B., Hansen, H. y Markussen, T. (2006). "U.S. politics and World Bank IDA-lending". *The Journal of Development Studies*, vol. 42, n.º 5, pp. 772–794.
- Archer, C. (2014). *International organizations* (3<sup>era</sup> ed.). London & New York: Routledge.
- Babb, S. (2013). "The Washington Consensus as transnational policy paradigm: Its origins, trajectory and likely successor". *Review of International Political Economy*, vol. 20, n.º 2, pp. 268–297.
- Babb, S. y Buira, A. (2005). "Mission creep, mission push and discretion: The case of IMF conditionality". En Buira A. (Ed.), *The IMF and the World Bank at sixty* (pp. 59–84). London: Anthem Press.
- Babb, S. y Chorev, N. (2016). "International organizations: Loose and tight coupling in the development regime". *Studies in Comparative International Development*, vol. 51, n.º 1, pp. 81–102.
- Babb, S. L. y Kentikelenis, A. E. (2018). International financial institutions as agents of neoliberalism. En Cahill, D.; Cooper, M.; Konings, M. y Primrose



- D. (Eds.), *The SAGE handbook of neoliberalism* (pp. 16–27). London: SAGE.
- Ban, C. y Gallagher, K. (2015). “Recalibrating policy orthodoxy: The IMF since the great recession. Governance”, vol. 28, n.º 2, pp. 131–146.
- Barnett, M. y Finnemore, M. (2004). *Rules for the world: International organizations in global politics*. Ithaca: Cornell University Press.
- Ben-Artzi, R. (2016). *Regional development banks in comparison: Banking strategies versus development goals*. New York: Cambridge University Press.
- Best, J. (2012). “Ambiguity and uncertainty in international organizations: A history of debating IMF conditionality”. *International Studies Quarterly*, vol. 56, n.º 4, pp. 674–688.
- Bhaumik, S. K. (2005). “Does the World Bank have any impact on human development of the poorest countries? Some preliminary evidence from Africa”. *Economic Systems*, vol. 29, n.º 4, pp. 422–432.
- Birchler, K., Limpach, S. y Michaelowa, K. (2016). “Aid modalities matter: The impact of different World Bank and IMF programs on democratization in developing countries”. *International Studies Quarterly*, vol. 60, n.º 3, pp. 427–439.
- Bird, G., Qayum, F. y Rowlands, D. (2021). “The effects of IMF programs on poverty, income inequality and social expenditure in low income countries: An empirical analysis”. *Journal of Economic Policy Reform*, vol. 24, n.º 2, pp. 170–188.
- Bird, G. y Rowlands, D. (2000). “The catalyzing role of policy-based lending by the IMF and the World Bank: Fact or fiction?” *Journal of International Development: The Journal of the Development Studies Association*, vol. 12, n.º 7, pp. 951–973.
- Bird, G. y Rowlands, D. (2009). “The IMF’s role in mobilizing private capital flows: Are there grounds for catalytic conversion?” *Applied Economics Letters*, vol. 16, n.º 17, pp. 1705–1708.
- Blanton, R. G., Blanton, S. L. y Peksen, D. (2015). “The impact of IMF and World Bank programs on labor rights”. *Political Research Quarterly*, vol. 68, n.º 2, pp. 324–336.
- Bohoslavsky, J. P. (2021). “Complicidad de las instituciones financieras internacionales en la violación de derechos humanos en el contexto de reformas económicas”. *Derechos En Acción*, vol. 18, n.º 18, pp. 216–274.
- Boockmann, B. y Dreher, A. (2003). “The contribution of the IMF and the World Bank to economic freedom”. *European Journal of Political Economy*, vol. 19, n.º 3, pp. 633–649.
- Boughton, J. M., Brooks, S., y Lombardi, D. (2014). “IMF lending practices and sovereign debt restructuring”. *CIGI Policy Brief*, n.º 41.
- Braaten, D. (2016). “Ambivalent engagement: Human rights and the multilateral development banks”. En Park S. y Strand J. (Eds.), *Global economic governance and the development practices of the multilateral development banks* (pp. 123–142). London: Routledge.
- Breen, M. (2014). “IMF conditionality and the economic exposure of its shareholders”. *European Journal of International Relations*, vol. 20, n.º 2, pp. 416–436.
- Breen, M. y Egan, P. J. (2019). “The catalytic effect of IMF lending: Evidence from sectoral FDI data”. *International Interactions*, vol. 45, n.º 3, pp. 447–473.
- Brenta, N. (2021). “Argentina y el FMI: un enfoque histórico de las condicionalidades y su incidencia en los derechos humanos económicos y sociales, 1956-2020”. *Derechos En Acción*, vol. 18, n.º 18, pp. 311–345.
- Broome, A., y Seabrooke, L. (2012). “Seeing like an international organization”. *New Political Economy*, vol. 17, n.º 1, pp. 1–16.
- Brown, C. (2009). “Democracy’s friend or foe? The effects of recent IMF conditional lending in Latin America”. *International Political Science Review*, vol. 30, n.º 4, pp. 431–457.
- Broz, J. L. y Hawes, M. B. (2006). “Congressional politics of financing the International Monetary Fund”. *International Organization*, vol. 60, n.º 2, pp. 367–399.
- Buntaine, M. T. y Parks, B. C. (2013). “When do environmentally focused assistance projects achieve their objectives? Evidence from World Bank post-project evaluations. *Global Environmental Politics*, 13(2), 65–88.
- Butkiewicz, J. L. y Yanikkaya, H. (2005). “The effects of IMF and World Bank lending on long-run economic growth: An empirical analysis”. *World Development*, vol. 33, n.º 3, pp. 371–391.
- Cammack, P. (2016). “World market regionalism at the Asian Development Bank”. *Journal of Contemporary Asia*, vol. 46, n.º 2, pp. 173–197.
- Casper, B. A. (2017). “IMF programs and the risk of a coup d’état”. *Journal of Conflict Resolution*, vol. 61, n.º 5, pp. 964–996.
- Chankseliani, M. (2014). “Georgia: Marketization and Education Post-1991”. En Ivanenko, N. (Ed.) *Education in Eastern Europe and Eurasia*. (pp. 277–302). London: Bloomsbury Academic.

- Chitenderu, T.T. y Ncwadi, R. (2022), "Policy Implications of IMF and World Bank Loans towards COVID-19 Economic Crisis on African's Development". En Osabuohien, E., Odularu, G., Ufua, D. y Osabohien, R. (ed.) *COVID-19 in the African Continent* (pp. 247-262) Bingley: Emerald Publishing Limited
- Cho, H. J. (2014). "Impact of IMF programs on perceived creditworthiness of emerging market countries: Is there a 'Nixon-goes-to-China' effect?" *International Studies Quarterly*, vol. 58, n.º 2, pp. 308–321.
- Chwieroth, J. M. (2013). "The silent revolution: How the staff exercise informal governance over IMF lending". *The Review of International Organizations*, vol. 8, n.º 2, pp. 265–290.
- Chwieroth, J. M. (2015). "Professional ties that bind: How normative orientations shape IMF conditionality". *Review of International Political Economy*, vol. 22, n.º 4, pp. 757–787.
- Clark, R. y Dolan, L. R. (2021). "Pleasing the principal: US influence in World Bank policymaking". *American Journal of Political Science*, vol. 65, n.º 1, pp. 36–51.
- Clements, B., Gupta, S. y Nozaki, M. (2013). "What happens to social spending in IMF-supported programmes?" *Applied Economics*, vol. 45, n.º 28, pp. 4022–4033.
- Clift, B. (2019). "Contingent Keynesianism: The IMF's model answer to the post-crash fiscal policy efficacy question in advanced economies". *Review of International Political Economy*, vol. 26, n.º 6, pp. 1211–1237.
- Clift, B. y Robles, T. A. (2020). "The IMF, tackling inequality, and post-neoliberal 'reglobalization': The paradoxes of political legitimation within economic parameters". *Globalizations*, vol. 18, n.º 1, pp. 39–54.
- Coburn, C., Reed, H. E., Restivo, M. y Shandra, J. M. (2017). "The World Bank, organized hypocrisy, and women's health: A cross-national analysis of maternal mortality in sub-Saharan Africa". *Sociological Forum*, vol. 32, n.º 1, pp. 50–71.
- Cormier, B. & Manger, M. S. (febrero, 2020). *The evolution of World Bank conditionality: A quantitative text analysis*. Trabajo presentado en 13th annual conference on "The Political Economy of International Organization," Vancouver.
- Cull, R. y Effron, L. (2008). "World Bank lending and financial sector development". *The World Bank Economic Review*, vol. 22, n.º 2, pp. 315–343.
- De Jong, E. y Van Der Veer, K. (2010). "The catalytic approach to debt workout in practice: Coordination failure between the IMF, the Paris Club and official creditors". En Underhill, G.; Blom, J. y Mügge, D. (Eds.), *Global financial integration thirty years on: From reform to crisis* (pp. 134–149). Cambridge: Cambridge University Press.
- Denizer, C., Kaufmann, D. y Kraay, A. (2013). "Good countries or good projects? Macro and micro correlates of World Bank project performance". *Journal of Development Economics*, vol. 105, pp. 288–302.
- Diarra, G. y Plane, P. (2014). "Assessing the World Bank's influence on the good governance paradigm". *Oxford Development Studies*, vol. 42, n.º 4, pp. 473–487.
- Dobronogov, A., Knack, S. y Wilson, J. M. (2020). "Moving up the ladder: An analysis of IDA graduation policy". *World Bank Policy Research Working Paper*, n.º 9208.
- Dreher, A. (2009). "IMF conditionality: Theory and evidence". *Public Choice*, vol. 141, n.º 1–2, pp. 233–267.
- Dreher, A. y Gassebner, M. (2012). "Do IMF and World Bank programs induce government crises? An empirical analysis". *International Organization*, vol. 66, pp. 329–358.
- Dreher, A., y Jensen, N. M. (2007). "Independent actor or agent? An empirical analysis of the impact of US interests on International Monetary Fund conditions". *The Journal of Law and Economics*, vol. 50, n.º 1, pp. 105–124.
- Dreher, A., Lang, V. F. y Richert, K. (2019). "The political economy of International Finance Corporation lending". *Journal of Development Economics*, vol. 140, pp. 242–254.
- Dreher, A., Minasyan, A. y Nunnenkamp, P. (2015). "Government ideology in donor and recipient countries: Does ideological proximity matter for the effectiveness of aid?". *European Economic Review*, vol. 79, pp. 80–92.
- Dreher, A., y Sturm, J. E. (2012). "Do the IMF and the World Bank influence voting in the UN General Assembly?". *Public Choice*, vol. 151, n.º 1–2, pp. 363–397.
- Dreher, A., Sturm, J. E. y Vreeland, J. R. (2009). "Development aid and international politics: Does membership on the UN Security Council influence World Bank decisions?". *Journal of Development Economics*, vol. 88, n.º 1, pp. 1–18.
- Dreher, A., Sturm, J.-E. y Vreeland, J. R. (2015). "Politics and IMF conditionality". *Journal of Conflict Resolution*, vol. 59, n.º 1, pp. 120–148.

- Dreher, A. y Walter, S. (2010). "Does the IMF help or hurt? The effect of IMF programs on the likelihood and outcome of currency crises". *World Development*, vol. 38, n.º 1, pp. 1–18.
- Eichengreen, B. (2019). *Globalizing capital: A history of the international monetary system*. New Jersey: Princeton University Press.
- Engen, L., & Prizzon, A. (2018). *A guide to multilateral development banks*. London: Overseas Development Institute.
- Enns, C. (2015). "Knowledges in competition: Knowledge discourse at the World Bank during the Knowledge for Development era". *Global Social Policy*, vol. 15, n.º 1, pp. 61–80.
- Fleck, R. K. y Kilby, C. (2006). "World Bank independence: A model and statistical analysis of US influence". *Review of Development Economics*, vol. 10, n.º 2, pp. 224–240.
- Forster, T., Kentikelenis, A. E., Reinsberg, B., Stubbs, T. H. y King, L. P. (2019). "How structural adjustment programs affect inequality: A disaggregated analysis of IMF conditionality, 1980–2014". *Social Science Research*, vol. 80, pp. 83–113.
- Forster, T., Kentikelenis, A. E., Stubbs, T. H., y King, L. P. (2020). "Globalization and health equity: The impact of structural adjustment programs on developing countries". *Social Science & Medicine*, vol. 267, p. 112496.
- Gallagher, K. P. y Tian, Y. (2017). "Regulating capital flows in emerging markets: The IMF and the global financial crisis". *Review of Development Finance*, vol. 7, n.º 2, pp. 95–106.
- Gehring, K. y Lang, V. (2020). "Stigma or cushion? IMF programs and sovereign creditworthiness". *Journal of Development Economics*, vol. 146, pp. 1–14.
- Gokmenoglu, K. K. y Rustamov, B. (2019). "Examining the World Bank Group lending and natural resource abundance induced financial development in KART countries". *Resources Policy*, vol. 63, p. 101433.
- Gabel, I. (2011). "Not your grandfather's IMF: Global crisis, "productive incoherence" and developmental policy space". *Cambridge Journal of Economics*, vol. 35, n.º 5, pp. 805–830.
- Grimm, S., Lemay-Hébert, N. y Nay, O. (2014). "'Fragile States': Introducing a political concept". *Third World Quarterly*, vol. 35, n.º 2, pp. 197–209.
- Gutner, T. (2017). *International organizations in world politics*. California: CQ Press.
- Güven, A. B. (2018). "Whither the post-Washington Consensus? International financial institutions and development policy before and after the crisis". *Review of International Political Economy*, vol. 25, n.º 3, pp. 392–417.
- Guzmán, M. y Heymann, D. (2015). "The IMF debt sustainability analysis: Issues and problems". *Journal of Globalization and Development*, vol. 6, n.º 2, pp. 387–404.
- Harrigan, J. y El-Said, H. (2009). *Aid and power in the Arab world: IMF and World Bank policy-based lending in the Middle East and North Africa*. New York: Palgrave Macmillan.
- Harrigan, J., Wang, C., y El-Said, H. (2006). "The economic and political determinants of IMF and World Bank lending in the Middle East and North Africa". *World Development*, vol. 34, n.º 2, pp. 247–270.
- Hillebrand, R. (2017). "IMF and World Bank: Institutional set-up, criticisms and challenges". *Hochschule Fulda/Fulda University of Applied Sciences-Discussion Papers in Business and Economics*, n.º 21.
- Hinterleitner, M., Sager, F., y Thomann, E. (2016). "The politics of external approval: Explaining the IMF's evaluation of austerity programmes". *European Journal of Political Research*, vol. 55, n.º 3, pp. 549–567.
- Hoddie, M. y Hartzell, C. A. (2014). "Short-term pain, long-term gain? The effects of IMF economic reform programs on public health performance". *Social Science Quarterly*, vol. 95, n.º 4, pp. 1022–1042.
- Humphrey, C. (2014). "The politics of loan pricing in multilateral development banks". *Review of International Political Economy*, vol. 21, n.º 3, pp. 611–639.
- Humphrey, C. (2016). "The invisible hand: Financial pressures and organisational convergence in multilateral development banks". *The Journal of Development Studies*, vol. 52, n.º 1, pp. 92–112.
- Humphrey, C. (2017a). "He who pays the piper calls the tune: Credit rating agencies and multilateral development banks". *The Review of International Organizations*, vol. 12, n.º 2, pp. 281–306.
- Humphrey, C. (2017b). "The principal in the shadows: Credit rating agencies and multilateral development banks". *Review of International Organizations*, vol. 12, n.º 2, pp. 281–306.
- Humphrey, C. y Michaelowa, K. (2010). "The business of development: Trends in lending by multilateral development banks to Latin America, 1980–2009". *Centre for Comparative and International Studies (CIS) Working Paper*, n.º 65.
- Humphrey, C. y Michaelowa, K. (2013). "Shopping for development: Multilateral lending, shareholder composition and borrower preferences". *World Development*, vol. 44, pp. 142–155.

- Honig, D. (2020). "Information, power, and location: World Bank staff decentralization and aid project success". *Governance*, vol. 33, n.º 4, pp. 749–769.
- Hurd, I. (2014). *International organizations: Politics, law, practice* (2nd ed.). Cambridge: Cambridge University Press.
- Jorra, M. (2012). "The effect of IMF lending on the probability of sovereign debt crises". *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, n.º 4, pp. 709–725.
- Joyce, J. P. (2012). *The IMF and global financial crises: Phoenix rising?* Cambridge: Cambridge University Press.
- Kaya, A. y Reay, M. (2019). "How did the Washington consensus move within the IMF? Fragmented change from the 1980s to the aftermath of the 2008 crisis". *Review of International Political Economy*, vol. 26, n.º 3, pp. 384–409.
- Kaja, A. y Werker, E. (2010). "Corporate governance at the World Bank and the dilemma of global governance". *The World Bank Economic Review*, vol. 24, n.º 2, pp. 171–198.
- Kedar, C. (2013). *The International Monetary Fund and Latin America: The Argentina puzzle in context*. Philadelphia: Temple University Press.
- Kedar, C. (2017). "The World Bank–United States–Latin American triangle: The negotiations with socialist Chile, 1970–1973". *The International History Review*, vol. 39, n.º 4, pp. 667–690.
- Kedar, C. (2018). "Economic neutrality during the Cold War: The World Bank, the United States, and Pinochet's Chile, 1973–1977". *Cold War History*, vol. 18, n.º 2, pp. 149–167.
- Kedar, C. (2019). "The World Bank lending and non-lending to Latin America: The case of Argentina, 1971–1976". *Revista de Historia Económica*, vol. 37, n.º 1, pp. 111–138.
- Kentikelenis, A. E., y Babb, S. (2019). "The making of neoliberal globalization: Norm substitution and the politics of clandestine institutional change". *American Journal of Sociology*, vol. 124, n.º 6, pp. 1720–1762.
- Kentikelenis, A. E., Stubbs, T. H. y King, L. P. (2015). "Structural adjustment and public spending on health: Evidence from IMF programs in low-income countries". *Social Science & Medicine*, vol. 126, pp. 169–176.
- Kentikelenis, A. E., Stubbs, T. H. y King, L. P. (2016). "IMF conditionality and development policy space, 1985–2014". *Review of International Political Economy*, vol. 23, n.º 4, pp. 543–582.
- Kersting, E. K. y Kilby, C. (2019a). "With a little help from my friends: Global electioneering and World Bank lending". *Journal of Development Economics*, vol. 121, pp. 153–165.
- Kersting, E. y Kilby, C. (2019b). "The rise of supplemental lending at the World Bank". *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, vol. 52, n.º 4, pp. 1655–1698.
- Kilby, C. (2005). "World Bank lending and regulation". *Economic Systems*, vol. 29, n.º 4, pp. 384–407.
- Kilby, C. (2009). "The political economy of conditionality: An empirical analysis of World Bank loan disbursements". *Journal of Development Economics*, vol. 89, n.º 1, pp. 51–61.
- Kilby, C. (2013a). "An empirical assessment of informal influence in the World Bank". *Economic Development and Cultural Change*, vol. 61, n.º 2, pp. 431–464.
- Kilby, C. (2013b). "The political economy of project preparation: An empirical analysis of World Bank projects". *Journal of Development Economics*, vol. 105, pp. 211–225.
- Kingston, K. G. (2011). "The impacts of the World Bank and IMF structural adjustment programmes on Africa: The case study of Cote D'Ivoire, Senegal, Uganda, and Zimbabwe". *Sacha Journal of Policy and Strategic Studies*, vol. 1, n.º 2, pp. 110–130.
- Knack, S., Rogers, F. H. y Heckelman, J. C. (2012). "Crossing the threshold: A positive analysis of IBRD graduation policy". *The Review of International Organizations*, vol. 7, n.º 2, pp. 145–176.
- Kranke, M. (2020). "IMF-World Bank Cooperation Before and After the Global Financial Crisis". *Global Policy*, vol. 11, n.º 1, pp. 15–25.
- IMF (2019) "A Strategy for IMF Engagement on Social Spending", *IMF Policy Paper*, n.º 2019/016.
- Lang, V. (2021). "The economics of the democratic deficit: The effect of IMF programs on inequality". *The Review of International Organizations*, vol. 16, n.º 3, pp. 599–623.
- Lang, V. F. y Presbitero, A. F. (2018). "Room for discretion? Biased decision-making in international financial institutions". *Journal of Development Economics*, vol. 130, pp. 1–16.
- Lee, S.-H. y Woo, B. (2021). "IMF = I'm fired! IMF program participation, political systems, and workers' rights". *Political Studies*, vol. 69, n.º 3, pp. 514–537.
- Lesage, D., Debaere, P., Dierckx, S. y Vermeiren, M. (2013). "IMF reform after the crisis". *International Politics*, vol. 50, n.º 4, pp. 553–578.
- Lichtensztein, S. (2012). "El Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial: Sus relaciones con el

- poder financiero". *Economía UNAM*, vol. 9, n.º 25, pp. 14–28.
- Malan, F. A. (2018). "Does being an IMF executive board member (re)pay? An examination of IMF loans and repayments". *World Economy*, vol. 41, n.º 10, pp. 2669–2690.
- Malik, R. y Stone, R. W. (2018). "Corporate influence in World Bank lending". *The Journal of Politics*, vol. 80, n.º 1, pp. 103–118.
- Marchesi, S. y Sirtori, E. (2011). "Is two better than one? The effects of IMF and World Bank interaction on growth". *The Review of International Organizations*, vol. 6, n.º 3–4, pp. 287–306.
- Martin, L. (2006). "Distribution, information, and delegation to international organizations: The case of IMF conditionality". En Hawkins, D., Lake, D., Nielson, D. y M. Tierney, M. (Eds.), *Delegation and agency in international organizations* (pp. 140–164). New York: Cambridge University Press.
- McDowell, D. (2017). "Need for speed: The lending responsiveness of the IMF". *The Review of International Organizations*, vol. 12(1), 39–73.
- McLean, E. V. (2017). The politics of contract allocation in the World Bank. *The Review of International Organizations*, 12, n.º 2, pp. 255–279.
- Meltzer, A. H. (2011). "The IMF returns". *The Review of International Organizations*, vol. 6, n.º 3–4, pp. 443–452.
- Mendes Pereira, J. M. (2016). "Recycling and expansion: An analysis of the World Bank agenda (1989–2014)". *Third World Quarterly*, vol. 37, n.º 5, pp. 818–839.
- Mody, A., y Saravia, D. (2013). "The response speed of the international monetary fund". *International Finance*, vol. 16, n.º 2, pp. 189–211.
- Momani, B. (2005a). "Recruiting and diversifying IMF technocrats". *Global Society*, vol. 19, n.º 2, pp. 167–187.
- Momani, B. (2005b). "Limits on streamlining Fund conditionality: The International Monetary Fund's organizational culture". *Journal of International Relations and Development*, vol. 8, n.º 2, pp. 142–163.
- Montinola, G. R. (2010). "When does aid conditionality work?". *Studies in Comparative International Development*, vol. 45, n.º 3, pp. 358–382.
- Morrison, K. M. (2011). "As the World Bank turns: Determinants of IDA lending in the Cold War and after". *Business and Politics*, vol. 13, n.º 2, pp. 1–27.
- Morrison, K. M. (2013). "Membership no longer has its privileges: The declining informal influence of Board members on IDA lending". *The Review of International Organizations*, vol. 8, n.º 2, pp. 291–312.
- Moschella, M. (2015). "The institutional roots of incremental ideational change: The IMF and capital controls after the global financial crisis". *British Journal of Politics & International Relations*, vol. 17, n.º 3, pp. 442–460.
- Moser, C. y Sturm, J. E. (2011). "Explaining IMF lending decisions after the Cold War". *The Review of International Organizations*, vol. 6, n.º 3–4, pp. 307–340.
- Mudge, S. L. (2008). "What is neo-liberalism?". *Socio-Economic Review*, vol. 6, n.º 4, pp. 703–731.
- Mukherjee, B. y Singer, D. A. (2010). "International institutions and domestic compensation: The IMF and the politics of capital account liberalization". *American Journal of Political Science*, vol. 54, n.º 1, pp. 45–60.
- Nay, O. (2014). "International organisations and the production of hegemonic knowledge: How the World Bank and the OECD helped invent the fragile state concept". *Third World Quarterly*, vol. 35, n.º 2, pp. 210–231.
- Nelson, S. C. (2014). "Playing favorites: How shared beliefs shape the IMF's lending decisions". *International Organization*, vol. 68, n.º 2, pp. 297–328.
- Nelson, S. C. (2017). *The currency of confidence: How economic beliefs shape the IMF's relationship with its borrowers*. Ithaca: Cornell University Press.
- Nemiña, P., y Larralde, J. (2018). "Etapas históricas de la relación entre el Fondo Monetario Internacional y América Latina (1944–2015)". *América Latina en la historia económica*, vol. 25, n.º 1, pp. 275–313.
- Nemiña, P., Gulias, T. y Rudistein, F. (2021). "FMI y política social desde el prisma argentino: Tres décadas de cambios, desde las redes al piso de protección social". *Derechos En Acción*, vol. 18, n.º 18, pp. 405–434.
- Nooruddin, I. y Woo, B. (2015). "Heeding the sirens: The politics of IMF program participation". *Political Science Research and Methods*, vol. 3, n.º 1, pp. 73–93.
- Nuruzzaman, M. (2007). "The World Bank, health policy reforms and the poor". *Journal of Contemporary Asia*, vol. 37, n.º 1, pp. 59–72.
- Oatley, T. y Yackee, J. (2004). "American interests and IMF lending". *International Politics*, vol. 41, n.º 3, pp. 415–429.
- Oberdabernig, D. A. (2013). "Revisiting the effects of IMF programs on poverty and inequality". *World Development*, vol. 46, pp. 113–142.

- Ohanyan, G. y Androniceanu, A. (2017). "Evaluation of IMF programmes on employment in the EU". *Acta Oeconomica*, vol. 67, n.º 3, pp. 311–332.
- Ortiz, D. G. y Béjar, S. (2013). "Participation in IMF-sponsored economic programs and contentious collective action in Latin America, 1980–2007". *Conflict Management and Peace Science*, vol. 30, n.º 5, pp. 492–515.
- Ostry, J., Loungani, P. y Furceri, D. (2016). "Neoliberalism: Oversold?". *Finance & Development*, vol. 53, n.º 2, pp. 38–41.
- Papi, L., Presbitero, A. F. y Zazzaro, A. (2015). "IMF lending and banking crises". *IMF Economic Review*, vol. 63, n.º 3, pp. 644–691.
- Peet, R. (2009). *Unholy trinity: The IMF, World Bank and WTO*. London-New York: Zed Books Ltd.
- Pop-Eleches, G. (2009). "Public goods or political pandering: Evidence from IMF programs in Latin America and Eastern Europe". *International Studies Quarterly*, vol. 53, n.º 3, pp. 787–816.
- Poulain, J. G. y Reynaud, J. (2017). "IMF lending in an interconnected world". IMF Working Paper, n.º 17/55.
- Presbitero, A. F. y Zazzaro, A. (2012). "IMF lending in times of crisis: Political influences and crisis prevention". *World Development*, vol. 40, n.º 10, pp. 1944–1969.
- Raman, K. R. (2009). "Asian Development Bank, policy conditionalities and the social democratic governance: Kerala Model under pressure?" *Review of International Political Economy*, vol. 16, n.º 2, pp. 284–308.
- Ratha, D. (2005). "Demand for World Bank lending". *Economic Systems*, vol. 29, n.º 4, pp. 408–421.
- Reinhart, C. M., & Trebesch, C. (2016). The International Monetary Fund: 70 years of reinvention. *Journal of Economic Perspectives*, 30(1), 3–28.
- Reinold, T. (2017). "The path of least resistance: Mainstreaming "social issues" in the International Monetary Fund". *Global Society: Journal of Interdisciplinary International Relations*, vol. 31, n.º 3, pp. 392–416.
- Reinsberg, B., Stubbs, T., Kentikelenis, A. y King, L. (2019). "The political economy of labor market deregulation during IMF interventions". *International Interactions*, vol. 45, n.º 3, pp. 532–559.
- Reynaud, J. y Vauday, J. (2009). "Geopolitics and international organizations: An empirical study on IMF facilities". *Journal of Development Economics*, vol. 89, n.º 1, pp. 139–162.
- Schneider, C. J. y Tobin, J. L. (2016). "Portfolio similarity and international development aid". *International Studies Quarterly*, vol. 60, n.º 4, pp. 647–664.
- Sgard, J. (2016). "How the IMF did it: Sovereign debt restructuring between 1970 and 1989". *Capital Markets Law Journal*, vol. 11, n.º 1, pp. 103–125.
- Shandra, J. M., Rademacher, H. y Coburn, C. (2016). "The World Bank and organized hypocrisy? A cross-national analysis of structural adjustment and forest loss". *Environmental Sociology*, vol. 2, n.º 2, pp. 192–207.
- Stone, R. W. (2008). "The scope of IMF conditionality". *International Organization*, vol. 62, n.º 4, pp. 589–620.
- Strange, S. (1974). "IMF: Monetary managers". En R. Cox & H. Jacobson (Eds.), *The anatomy of influence: Decision making in international organization* (pp. 263–297). New Haven: Yale University Press.
- Stubbs, T. H., Kentikelenis, A. E. y King, L. P. (2016). "Catalyzing aid? The IMF and donor behavior in aid allocation". *World Development*, vol. 78, pp. 511–528.
- Stubbs, T., Reinsberg, B., Kentikelenis, A. y King, L. (2020). "How to evaluate the effects of IMF conditionality". *The Review of International Organizations*, vol. 15, n.º 1, pp. 29–73.
- Swedlund, H. (2017). *The development dance: How donors and recipients negotiate the delivery of foreign aid*. Ithaca: Cornell University Press.
- Toussaint, E., & Millet, D. (2010). *Debt, the IMF, and the World Bank: Sixty questions, sixty answers*. New York: New York University Press.
- Tussie, D. y Botzman, M. (1992). "Sweet entanglement: Argentina and the World Bank (1985–89)". En Rodríguez, E. y Griffith-Jones, S. (Eds.) *Cross-conditionality banking regulation and third-world debt* (pp. 156–190). London: Palgrave Macmillan.
- Ugarteche, O. (2016). *Historia crítica del FMI: El gendarme de las finanzas*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Vadlamannati, K. C. (2020). "Can IMF program design resurrect investor sentiment? An empirical investigation". *Business and Politics*, vol. 22, n.º 2, pp. 339–382.
- Van der Veer, K. J. M. y de Jong, E. (2013). "IMF-supported programmes: Stimulating capital to non-defaulting countries". *World Economy*, vol. 36, n.º 4, pp. 375–395.
- Van Gunten, T. S. (2017). "Washington dissensus: Ambiguity and conflict at the International Mon-

- etary Fund". *Socio-Economic Review*, vol. 15, n.º 1, pp. 65–84.
- Van Waeyenberge, E. (2009). "Selectivity at work: Country policy and institutional assessments at the world bank". *The European Journal of Development Research*, vol. 21, n.º 5, pp. 792–810.
- Vetterlein, A. (2015). "Paradigm maintenance: The IMF and social policies after the financial crisis". *Global Social Policy*, vol. 15, n.º 1, pp. 85–88.
- Vreeland, J. (2003). *The IMF and economic development*. Cambridge University Press.
- Vreeland, J. R. (2019). "Corrupting international organizations". *Annual Review of Political Science*, vol. 22, pp. 205–222.
- Wang, H. (2017). "New multilateral development banks: Opportunities and challenges for global governance". *Global Policy*, vol. 8, n.º 1, pp. 113–118.
- Wang, J. (2018). "China–IMF Collaboration: Toward the leadership in global monetary governance". *Chinese Political Science Review*, vol. 3, n.º 1, pp. 62–80.
- Jones Weller, P. y Yi-Chong, X. U. (2010). "Agents of influence: Country directors at the World Bank". *Public Administration*, vol. 88, n.º 1, pp. 211–231.
- Winters, M. S. y Streitfeld, J. D. (2018). "Splitting the check: Explaining patterns of counterpart commitments in World Bank projects". *Review of International Political Economy*, vol. 25, n.º 6, pp. 884–908.
- Woods, N. (2014). *The globalizers: The IMF, the World Bank, and their borrowers*. Cornell: Cornell University Press.
- World Bank. (2011). *A guide to the World Bank* (3rd ed.). Washington: World Bank.

# La AFI en las crisis de deuda en el período entre-crisis (2007-2020)

Lucas Castiglioni\*

El presente capítulo toma como referencia las investigaciones sobre Arquitectura Financiera Internacional (AFI) en relación a las crisis de deuda<sup>1</sup>. Con el objetivo de abordar la pregunta de cómo intervienen los organismos de AFI en las crisis de deuda, nos proponemos sistematizar aportes bibliográficos y fuentes estadísticas específicas<sup>2</sup>. En este sentido, en la primera sección señalaremos delimitaciones teórico-metodológicas correspondientes a la periodización y conceptualización sobre el problema de investigación. La segunda sección identifica las crisis de deuda, tomando como referencia los estudios sobre reestructuración con acreedores privados, negociaciones y acuerdos con acreedores oficiales – Club de París y China –, y los procesos de default. La tercera sección identifica a los organismos internacionales que intervinieron directamente en estos procesos en el período entre-crisis, 2007-2020 a través de los programas de préstamos del Fondo Monetario Internacional y los paquetes de ayuda de la Unión Europea como el Mecanismo de Estabilidad Financiera y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. La cuarta sección presenta la selección de los casos de estudio, que sirve para poder construir una matriz analítica en la quinta sección. Finalmente presentaremos resultados, tendencias y elementos para profundizar en el estudio.

## 1. Delimitación teórico-metodológica

La AFI refiere al conjunto de instituciones, normas (implícitas y explícitas) y comportamientos sobre los

que se basan las relaciones monetarias y financieras públicas y privadas a escala internacional (Carrera, 2018). La misma se sustenta a partir del rol que desempeñan las finanzas, las monedas, las herramientas e instituciones financieras en la estrategia de acumulación del capital en un período histórico determinado. Por lo cual, para analizar la estructura y dinámica de la AFI consideramos necesario precisar definiciones conceptuales y justificar el período del estudio. En este sentido es que emprenderemos tres delimitaciones teórico-metodológicas:

(i) En relación al recorte temporal, entendemos que la configuración de la AFI en la economía mundial puede ser analizada de forma diferenciada en un período comprendido por el estallido de la Crisis Global (2007-2008) y el inicio de la crisis marcada por la pandemia del COVID-19 (2020). A partir de dicha crisis internacional (iniciada tras la explosión de la burbuja financiera de las hipotecas subprime en 2007 y la caída del Lehman Brothers en 2008), la economía mundial estuvo marcada por bajo crecimiento económico, desaceleración del crecimiento del comercio, fuerte caída de los flujos de inversión y significativo crecimiento de la deuda global (Cantamutto y Castiglioni, 2021). Con la irrupción de la pandemia del COVID-19 (2020), se desató una nueva crisis económica que acentuó las tendencias referidas, en especial las ligadas a altos índices de endeudamiento (IIF, 2021).

De este modo, concebimos al período entre-crisis como una etapa de la vigente Crisis Global que continúa y desvuelve atendiendo a nuevas dinámicas marcadas por problemas la pospandemia y las consecuencias de la invasión rusa y guerra en Ucrania desde febrero del 2022. Dicho período entre-crisis estaría comprendido por el estallido de la crisis de las subprime (para lo cual tomamos como referencia el 22 de junio de 2007 cuando se declaran pérdidas de préstamos con CDO por parte del Bear Stearn) y el

<sup>1</sup> El presente trabajo responde a una parte del trabajo de investigación más amplio y en desarrollo en el marco de los estudios de doctorado. Agradezco los valiosos comentarios de investigadores del PICT2019- 2019- 01160 “Dinámica y reestructuraciones de deuda pública en la Argentina reciente”, en especial de su director, Francisco Cantamutto.

<sup>2</sup> Ver el capítulo de María Emilia Val y Pablo Nemiña sobre el rol histórico del FMI y BM en este libro.



inicio de la crisis del COVID-19s (siendo que la OMS decreta la pandemia el 11 de marzo 2020).

(ii) En relación a la crisis de deuda, consideramos necesario asumir una definición de la misma. En la terminología del FMI, se identifican a estos episodios cuando los países incurren en “problemas agudos en la balanza de pagos”. En relación a la deuda externa persisten dos definiciones, tal como explica Cantamutto (2016): se puede adoptar el criterio de residencia, es decir la deuda asumida con no residentes; o el criterio nominal, es decir la deuda nominada en moneda extranjera<sup>3</sup>. Asimismo, en el esquema de deuda es posible diferenciar los elementos que hacen un contrato de deuda soberana, tipo de deuda, plazo / madurez, moneda, cláusulas legales y jurisdicción. En cuanto a los mecanismos de endeudamiento soberano se contemplan los préstamos bancarios (de la cartera de préstamos bancos comerciales y otras entidades que operan a escala internacional); préstamos bilaterales (emitidos por otros Estados, también conocido como deuda oficial); préstamos de instituciones multilaterales; bonos emitidos por los Estados (nacionales y subnacionales); y los programas de préstamos (de los organismos internacionales como por ejemplo los distintos programas del FMI).

(iii) Para analizar a la actuación de la AFI en las crisis de deuda debemos considerar que dicho entramado institucional se da en un contorno de “AFI desintegrada”. En términos de Ugarteche (2017), en la configuración de la AFI persisten espacios vacíos que son ocupados por instituciones locales, tales como los juzgados de Nueva York y Londres, constituidos como instancias para la resolución de conflictos de deuda externa (Cantamutto, 2016; Nemiña y Val, 2018)<sup>4</sup>. Por lo tanto, los organismos internacionales que intervienen de manera directa en las crisis de deuda serían el Fondo Monetario Internacional y, para los países de la Zona Euro, el Mecanismo de Estabilidad Financiera y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera.

## 2. Crisis de deuda en el período entre-crisis

Para el abordaje de la actuación de los organismos de la AFI en las crisis de deuda en el período entre-crisis (2007-2020) contemplaremos los países que entraron en crisis de deuda soberana, comprendiendo en tal sentido a los procesos de reestructuración de deuda soberana con acreedores privados; los acuerdos de reestructuración y/o cancelación de deuda con acreedores oficiales, tomando como referencia al Club de París y a China; y/o aquellos países que hayan entrado en default.

### 2.1. Reestructuraciones con acreedores privados

En 2020 fueron publicados tres informes que actualizaron la base de datos para la comparación de casos de reestructuración de deuda soberana en la historia reciente: En el documento del Banco Central Europeo (BCE) se compilaron 418 instrumentos en 23 acuerdos de canje de deuda con tenedores de bonos externos<sup>5</sup> desde 1994<sup>6</sup> (Fang, et al., 2020); En el informe del Fondo Monetario Internacional se analizan 13 casos de reestructuración de deuda, nueve países (FMI, 2020), el cual complementa la base de datos elaborada por el organismo en 2013 (FMI, 2013); y en la serie de “Sovereign defaults”, la consultora Moodys completó la base de datos de canje de bonos soberanos hasta el año de inicio de la pandemia y complementó el estudio que emprendió sobre el organismo en 2010 sobre las causas del default (Moodys, 2020). En esta línea se suman los trabajos de Schröder (2014), el cual utiliza una base de datos de 180 reestructuraciones de deuda soberana con acreedores comerciales extranjeros en 68 países desde 1970 y tomando datos de Cruces y Trebesch (2011).

Según el Fondo Monetario Internacional, las reestructuraciones de deuda externa contemporáneas fueron realizadas como “medidas preventivas” (es decir, antes del default); tuvieron una duración media más corta y una participación media de los acreedores más alta, que en períodos anteriores. Entre los elementos que explican dicha dinámica, el organismo aduce a la aplicación de las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC),

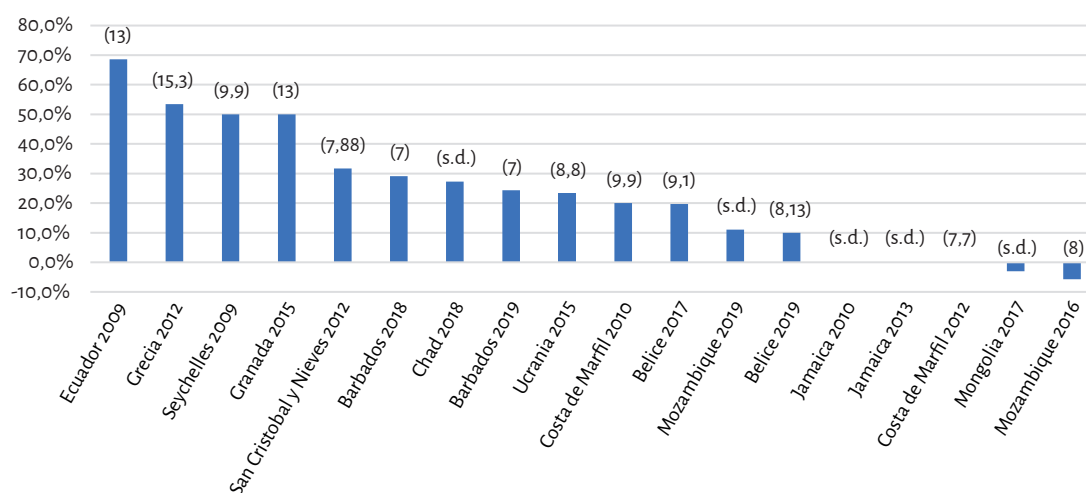
<sup>3</sup> “Esto puede llevar a confusiones debido a que la deuda nominada en moneda extranjera puede estar en manos de residentes, y sería contabilizada como deuda externa con base en el segundo criterio, pero no con base en el primero” (Cantamutto, 2016, p. 129).

<sup>4</sup> Dicha definición se diferencia de las nociones más institucionalistas del tipo “Arquitectura Financiera Internacional con huecos” (Guzmán, 2016). Al respecto, ver capítulo de María Emilia Val en este libro.

<sup>5</sup> El informe no incluye las reestructuraciones de deuda nominadas en monedas locales, como los casos de Paraguay 2006, Jamaica 2010 y 2013, y Chipre 2013. “Hacemos una excepción para el canje de Rusia de MinFin III y el canje de 2012 por St. Kitts y Nevis, donde los tenedores de bonos son en su mayoría extranjeros” (Fang, et al., 2020).

<sup>6</sup> Se toma como referencia 1994, cuando Panamá se convirtió en el primer país en defaultear bonos soberanos desde la crisis de los ochenta.

**Gráfico 1.** Haircut Valor Presente en reestructuraciones durante el período entre-crisis. (Exit Yield entre paréntesis)



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos de BCE 2020, FMI 2020, FMI 2013, Cruces y Trebesch 2013; Sturzenegger y Zettelmeyer, 2008.

**Tabla 1.** Reestructuraciones de deuda según montos canjeados durante el período entre-crisis.

Reestructuración	Deuda canjeada (millones de dólares)
Grecia 2012	276.500
Ucrania 2015	18.000
Jamaica 2013	8.900
Jamaica 2010	7.800
Barbados 2018	3.900
Ecuador 2009	3.190
Costa de Marfil 2010	2.940
Costa de Marfil 2012	2.711
Chad 2018	1.200
Barbados 2019	800
Mozambique 2016	700
Mozambique 2019	700
Mongolia 2017	600
Belice 2013	550
Belice 2017	500
Seychelles 2009	320
Granada 2015	260
San Cristóbal y Nieves 2012	140

**Fuente:** Elaboración propia en base a datos de FMI 2020, 2013; BCE 2020

razón por la cual también el recorte el período analizado, es decir desde 2014-2020 (FMI, 2020). En estos años, el FMI relevó 13 reestructuraciones con una duración promedio de las negociaciones de 1,2 años, menor a los 3,5 años de promedio para las reestructuraciones durante 1978 – 2010. El organismo toma como referencia el anuncio de las negociaciones o la fecha de default hasta el canje para medir la duración.

En el documento del BCE se expone que más de la mitad de las recientes reestructuraciones de deuda soberana involucraron litigios de acreedores. Por su parte, Guzmán (2016) entiende que estos resultados muestran la insuficiencia de las reestructuraciones soberanas siendo que no terminan siendo suficientes para “restaurar la sostenibilidad” y en poco tiempo los países caen en default o emprenden una nueva reestructuración.

Por lo tanto, según el relevamiento de documentos oficiales y de trabajos científicos de referencia (BCE 2020, FMI 2020, FMI 2013, Cruces y Trebesch 2013; Sturzenegger y Zettelmeyer, 2008) logramos identificar 18 canjes de deuda con acreedores privados en 13 países en el denominado período entre-crisis. En el gráfico 1 reflejamos las reestructuraciones de deuda soberana con acreedores privados en estos años, identificando el Haircut Valor Presente (indicador que es tomado como referencia por instituciones financieras, consultoras y fondos privados para cuantificar la “quita” en el canje de bonos, es decir el recorte sobre el valor presente de los títulos canjeados) y el “exit yield” (vinculado al punto anterior, el cual funcionaría como la tasa de rendimiento de los nuevos bonos inmediatamente después de la salida de la reestructuración, según la literatura mainstream). Complementariamente, en la tabla 1 observamos el monto final de bonos canjeados involucrados en el proceso de reestructuración.

## **2.2. Deuda oficial. Acuerdos, reestructuración y cancelación con acreedores oficiales**

En relación a la deuda oficial, es decir, la deuda con acreedores públicos, podríamos diferenciarlos entre aquellos acreedores nucleados en el Club de París y aquellos que no lo están. Un aspecto a destacar en este sentido es que siendo China el principal acreedor oficial del mundo, no participa del Club de París y no ha tomado protagonismo significativo en las inter-

venciones del FMI durante el período en cuestión (Beers y de Leon Manlagnit, 2019).

En cuanto a la situación de China como acreedor oficial, según el trabajo de Horn, Reinhart y Trebesch (2019) el 50% de los préstamos de China no fueron registrados en las estadísticas de deuda internacional, por lo cual denominan a este proceso como “deudas escondidas”. Desde 2008 las reestructuraciones de las deudas chinas son más frecuentes que las reestructuraciones que involucran acreedores privados o los acreedores oficiales del Club de París. Siguiendo la base de datos creado por Horn, Reinhart y Trebesch (2022), en el período entre-crisis podemos identificar 41 reestructuraciones en 26 países, de las cuales 7 significaron quitas (4 reducción de capital y 3 de reducción de interés), y la mayoría reperfilamientos<sup>7</sup>.

Compilando la información relativa a las crisis de deuda según acreedores, Horn, Reinhart y Trebesch (2022) muestran cómo las reestructuraciones con acreedores privados tuvieron fuerte presencia en los años ochenta y noventa al igual que los acuerdos de deuda firmados en el marco del Club de París. Sin embargo, desde los años 2000, la presencia de China como acreedor oficial empieza a tener su correlato en el aumento de reestructuraciones de deuda.

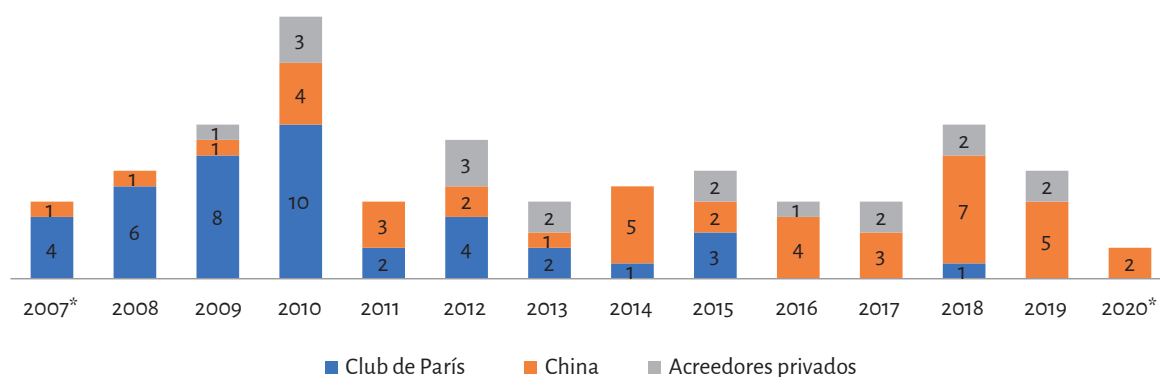
Este movimiento lo podemos observar con claridad en el período entre-crisis (2007-2020). Luego de estos años, se abriría un nuevo momento dentro de la Crisis Global, donde algunas tendencias fueron más notorias y otras se aceleraron<sup>8</sup>. En el caso de las reestructuraciones soberanas vemos cómo, luego de la crisis marcada por la pandemia del Coronavirus trajo aparejadas negociaciones en el marco de las iniciativas de suspensión del servicio de la deuda (DSSI) y reestructuraciones de deuda oficial con China (gráfico 2)<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Este listado puede llegar a ser más amplio siendo que los propios autores reconocen que probablemente hayan omitido reestructuraciones de préstamos extranjeros chinos a empresas estatales (SOE) y vehículos de propósito especial (SPV). Asimismo, en el estudio se identifican “reestructuraciones simbólicas” que por un bajo monto y escasa relevancia no son incluidas en el relevamiento (Horn, Reinhart y Trebesch, Hidden defaults, 2022, pág. 5).

<sup>8</sup> Debemos aclarar que en este listado no incluimos a las iniciativas de suspensión del servicio de la deuda (DSSI) negociadas en el G20 y el Club de París ni las propuestas unilaterales por parte de China siendo que los mismos se dieron en el marco de la pandemia del Coronavirus, es decir posterior al período entre-crisis.

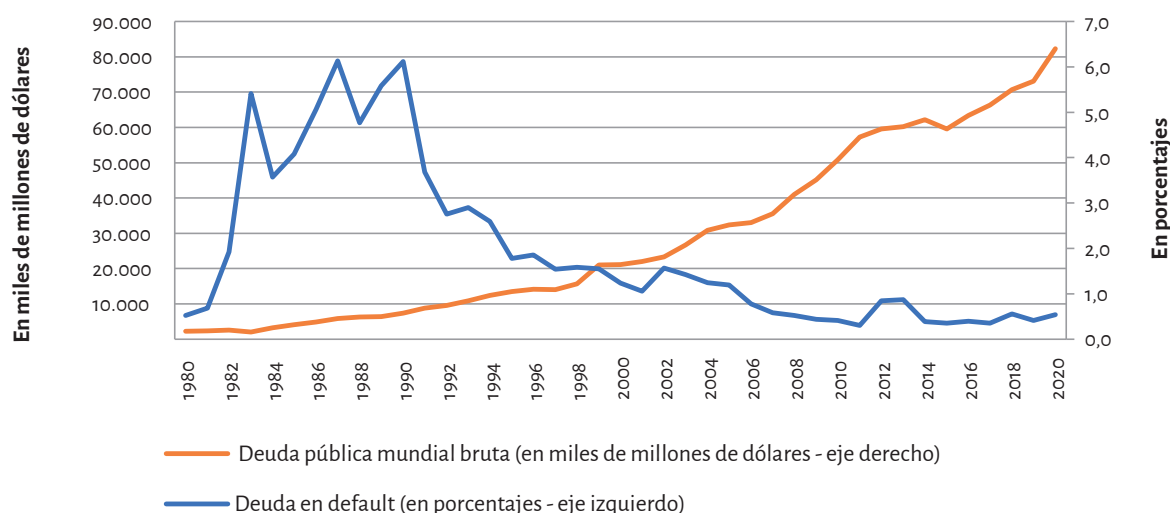
<sup>9</sup> En relación a la dinámica del sobreendeudamiento global y las propuestas de “alivio de deudas” en el marco de la pandemia, en Canta-

**Gráfico 2.** Reestructuraciones con acreedores privados, Club de París y China. En cantidad de acuerdos. Período entre-crisis\*



**Fuente:** Elaboración en base a datos de Das, Papaioannou y Trebesch, 2011; Club de París, BCE 2020, FMI 2020, FMI 2013, Cruces y Trebesch 2013; Sturzenegger y Zettelmeyer, 2008; Horn, Reinhart y Trebesch, 2022.

**Gráfico 3.** Deuda total en default (en miles millones de dólares) y como porcentaje de la deuda total. 1980-2020



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del Banco de Canadá y el Banco de Inglaterra.

### 2.3. Default

Entendiendo por default a la no efectivización del pago correspondiente por un deudor, en el caso de las deudas soberanas, serían los Estados los que llevarían a cabo este impago por incapacidad, cambio de prioridades, desconocimiento de la deuda o por suspensión. Según Arms, Baqir, Gellpern y Trebesch (2020: 287), los acreedores privados generalmente enfrentan “un mayor riesgo de default y haircut más pronunciados que los acreedores bilaterales oficiales”.

Los episodios de default soberanos fueron reducidos notablemente luego de la crisis de los años ochenta (Roggoff y Reinhart, 2009). Este proceso fue expresión de un mecanismo de disciplinamiento a los países a continuar con las reglas de juego de las finanzas internacionales en el contexto de globalización neoliberal, despojando a los países de una herramienta como el default unilateral (Roos, 2019). Esta dinámica la podemos observar en el gráfico n° 3 elaborado a partir de la base de datos del Banco de Canadá y Banco de Inglaterra. En este contexto, el ciclo de endeudamiento soberano se profundizaría y complejizaría con la incorporación de nuevos acreedores (en especial, China).

mutto y Castiglioni (2021) abordamos dicha problemática.

Recuperando los tres procesos contemplados en esta sección sobre reestructuraciones con acreedores privados, reestructuraciones con acreedores oficiales en el marco del Club de París y de forma bilateral para el caso chino y los procesos de defaults, podemos identificar de forma exhaustiva cómo en el período entre-crisis se presentaron y vincularon las distintas crisis de deuda.

### 3. Intervención de organismos internacionales de la AFI en el período entre-crisis

A la hora de estudiar la intervención directa de los organismos internacionales en el contexto de gobernanza de la AFI para la resolución de las crisis de deuda recuperamos la noción de *complejo financiero* de una Arquitectura desintegrada, esgrimida por Ugarteche (2017). En este sentido, las instituciones de la AFI que participarían de forma directa en estos procesos serían el FMI y, para el caso de los países de la Zona Euro, el ESM que sustituyó al FEEF y el MEEF.

El FMI contempla distintos programas de préstamos entre sus operaciones. Atendiendo a los objetivos de la presente investigación, contemplaremos los programas que se vinculan a la resolución de crisis de deuda (Lee y Woo, 2018) En el período entre-crisis logramos identificar 18 programas de acuerdos de facilidades extendidas o servicio ampliado (EFF) y 55 acuerdo de tipo Stand-By o acuerdos de Derecho de Giro (SBA) para 40 países; y 9 de Servicio de Crédito Stand-By (SCF) junto a 94 Servicios de Crédito Ampliado (ECF) para 42 países de bajos ingresos<sup>10</sup>. Los programas relevados utilizan recursos de la Cuenta de Recursos Generales (CRG o GRA, por sus siglas en inglés) y se encuentran nominados en Derechos especiales de Giro (DEG).

En el marco de la crisis de deuda, desde instancias europeas se crearon organismos para intervenir en los países de la Unión Europea (UE). En 2010, a través del Banco Europeo de Inversiones (BEI) se creó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). El mismo actuó en combinación al Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF). Luego, se creó el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM) en reemplazo a los temporales FEEF y MEEF. En el período entre-crisis,

estos organismos intervinieron en las crisis de 5 países: Grecia, Chipre, Portugal, Irlanda y España<sup>11</sup>.

### 4. Selección de casos

A partir del relevamiento realizado sobre crisis de deuda y organismos de la AFI a continuación presentaremos los casos contemplados en el período entre-crisis. De esta forma se logran distinguir 22 casos de crisis de deuda de los cuales. Como ya señalamos, entendemos aquí que hay una crisis de deuda cuando se reestructura con acreedores privados, se entra en default o se renegocia con acreedores oficiales (Club de París o China). Los casos pueden combinar una crisis de diferentes alcances según qué instancias incluyan, y tienen en común las dificultades para cumplir los compromisos de deuda. La tabla permite considerar estas crisis a la luz de la intervención de la AFI. En solo 4 de los 22 casos no hubo una intervención directa los organismos de AFI (Ecuador, 2009; Belice, 2013; Belice, 2017; Mozambique 2019).

### 5. Matriz analítica: Intervención de los organismos de AFI en las crisis de deuda durante el período entre-crisis (2007-2020)

Para el abordaje de la intervención de los organismos en el contexto de gobernanza AFI en las crisis de deuda nos proponemos llevar a cabo un análisis extensivo – exhaustivo buscando identificar elementos generales, características y tendencias. Siguiendo los aportes metodológicos de la Economía Política Internacional (EPI), indagamos en las dimensiones económicas y políticas de la relación AFI - crisis de deuda a partir de la construcción de una matriz analítica para el estudio comparado. En este marco, contemplamos como unidades de análisis las intervenciones de los organismos internacionales en los casos de crisis de deuda relevados. La construcción de la matriz conlleva una armonización y actualización de los datos disponibles en dichos estudios junto al trabajo con fuentes como documentos de organismos oficiales a nivel internacional y en instancias nacionales, bibliografía específica sobre reestructuraciones, fuentes de estadísticas públicas y de consultoras

<sup>10</sup> Junto a estos programas, el FMI ejecutó en estos años 19 FCL, 4 PLL, ESF, 18 RCF y 1 RFI.

<sup>11</sup> Datos recogidos de las fuentes oficiales del Mecanismo Europeo de Estabilidad.

**Tabla 2:** Selección de casos de crisis de deuda e intervenciones de organismos de la AFI durante el período entre-crisis (2007-2020)

Caso n°	País	Crisis de deuda				Intervención de organismos de AFI	
		Acreedores privados	Default	Acuerdo Club de París	China	FMI	UE
1	Islandia 2008*	no	*	no	no	si	n.c.
2	Ecuador 2009**	si	si	no	no	no	n.c.
3	Seychelles 2010	si	si	si	si	si	n.c.
4	Jamaica 2010	si	s/d	no	no	si	n.c.
5	Costa de Marfil 2010	si	no	si	no	si	n.c.
6	Irlanda 2011***	no	no	no	no	no	si
7	Portugal 2012***	si	no	no	no	no	si
8	España 2012***	si	no	no	no	no	si
9	San Cristóbal y Nieves 2012	si	no	si	no	si	n.c.
10	Grecia 2012	si	no	no	no	si	si
11	Costa de Marfil 2012	si	si	si	no	si	n.c.
12	Chipre 2013***	no	no	no	no	no	si
13	Belice 2013	si	no	no	no	no	n.c.
14	Jamaica 2013	si	no	no	no	si	n.c.
15	Granada 2015	si	si	si	no	si	n.c.
16	Ucrania 2014	si	si****	no****	si	si	n.c.
17	Mozambique 2016	si	no	no	no	si	n.c.
18	Belice 2017	si	no	no	no	no	n.c.
19	Mongolia 2017	si	no	no	no	si*****	n.c.
20	Chad 2018	si	no	si	si	si	n.c.
21	Barbados 2018	si	no	no	no	si*****	n.c.
22	Mozambique 2019	si	si	no	si	no	n.c.

\* Islandia no tuvo un proceso de reestructuración de deuda, pero sí entró en default y se produjo una crisis bancaria. Asimismo, es considerado el país donde se manifestó la crisis de las hipotecas subprime 2007/2008

\*\* En Ecuador no realizó estrictamente una reestructuración, sino que desarrolló un proceso de auditoría ciudadana, la suspensión unilateral de los pagos y finalmente la recompra de bonos.

\*\*\* Los países de la zona euro son considerados a pesar de que no hayan emprendido un proceso de reestructuración. La política común, el BCE, la Comisión Europea y los acuerdos consagrados en el marco de la Unión Europea dificultaron el proceso de reestructuración pero sí deben ser considerados como casos de crisis de deuda (con la excepción de Grecia)

\*\*\*\* Se incluye el default de la deuda oficial con Rusia de 2015 y el litigio en el Tribunal Supremo de Londres bajo la doctrina de la deuda odiosa

\*\*\*\*\* El EFF de Chad estuvo vigente hasta mayo de 2020, es decir, una vez iniciada la pandemia.

\*\*\*\*\* El EFF de Barbados de 2018 estuvo vigente hasta septiembre del 2022.

Fuente: Elaboración propia

privadas. Como dimensiones de análisis planteamos las siguientes variables reflejadas en las tablas 3 a 9:

1. SITUACIÓN DE DEUDA EXTERNA:

*a. Deuda externa:* Correspondiente al monto de deuda externa del país en el año de la crisis. Se nomina en dólares tomando como fuente la base de datos de deuda del Banco Mundial la cual fue completada con estadísticas de la CEPAL, Eurostat, el FMI y el Banco de Islandia.

*b. Deuda externa como porcentaje del PBI:* Calculada a partir de los datos recopilados anteriormente en relación al PBI en dólares corrientes compilados por la base de datos del Banco Mundial.

2. CARACTERÍSTICAS POLÍTICAS:

Variable descriptiva en la cual solamente registraremos a los gobiernos involucrados en la crisis de deuda y las intervenciones de los organismos internacionales de la AFI durante el período entre crisis. Es una variable simple y descriptiva que no busca generar interpretaciones deterministas.

3. INDICADORES MACROECONÓMICOS:

Para la evaluación macroeconómica tomaremos como referencia tres variables relevantes en las evaluaciones que hacen los propios organismos como el FMI: el crecimiento económico, el resultado fiscal y la inflación.

*a. Crecimiento económico:* En este punto recabaremos las estadísticas compiladas por el Banco Mundial sobre la variación del PBI. En la tabla se reflejan los datos en una escala de colores con valores menores al -6% (rojo), mayores al 6% (verde), o es blanco y sus respectivas gradaciones.

*b. Resultado Fiscal:* A partir de los datos obtenidos en el Motor Fiscal del Fondo Monetario Internacional. Se presenta como porcentaje del PBI. En la tabla se reflejan los datos en una escala de colores con valores menores al -3% (rojo), mayores al 3% (verde), o es blanco y sus respectivas gradaciones.

*c. Inflación:* Se toman las estadísticas del Banco Mundial respecto de la variación anual del Índice de precios al consumidor. En la tabla se reflejan los datos en una escala de colores con valores menores al -6% (verde), mayores al 6% (rojo), o es blanco y sus respectivas gradaciones.

Los indicadores seleccionados dan cuenta de la perspectiva de los propios organismos internacionales sobre el desempeño de una economía nacional: análisis sobre el crecimiento económico, la disciplina fiscal y la inflación. Si bien estos indicadores se corresponden a ejes de evaluación relevantes, presentan el problema de las lecturas politicistas, que asumen una relación directa entre el programa y los resultados económicos.

Para la comparación de los indicadores macroeconómicos contemplaremos el año de la crisis de deuda como referencia, el promedio de los dos años previos a la crisis, el año de aplicación del programa y el promedio de los dos años posteriores a la intervención.

4. REESTRUCTURACIÓN CON ACREEDORES PRIVADOS:

*a. Período:* comprendido desde el anuncio de la reestructuración hasta el canje.

*b. Default:* con valores de sí o no.

*c. Identificación del proceso de reestructuración como postdevaluación o en carácter preventivo.*

*d. Duración:* medida en años desde el anuncio de la reestructuración hasta el canje.

*e. Monto de deuda canjeada, en millones de dólares.*

*f. Deuda canjeada como porcentaje del PBI, tomando los datos del canje en relación a las estadísticas del Banco Mundial sobre PBI.*

*g. Haircut:* recorte sobre el valor presente de los títulos canjeados. Se utilizan cálculos de fuentes secundarias: “VPN haircut” para el período 2013-2020 y “Cut in face Value” para el período 2007-2013 utilizados en los documentos del FMI; “face value haircut” utilizado por el BCE; “Haircut” según Sturzenegger y Zettelmeyer (2008); “Face Value

**Tabla 3.** Matriz analítica integrada: Intervención de los organismos de la AFI en crisis de deuda durante el período entre-crisis (2007-2020) Deuda externa y características políticas

Crisis de deuda	Deuda		Características Políticas	
	Deuda externa (mdd)	Deuda púb /PBI	Gobierno(s)	Cambio de gob (s/n)
Islandia 2008	70.600	391%	PM: Geir H. Haarde de Partido de la Independencia -Partido Conservador y Partido Liberal- (2006-2009) Jóhanna Sigurðardóttir de Alianza Socialdemócrata (2009-2013) con apoyo Movimiento de Izquierda-Verde y el Partido Progresista	Sí
Ecuador 2009	13.366	21%	Presidente Rafael Correa de la coalición progresista de izquierda Alianza PAIS (2007-2017)	No. En la campaña electoral, Correa llamó a una auditoría de la deuda y a construir NAFR
Seychelles 2010	767	79%	Presidente: James Alix Michel del Frente Progresista del Pueblo de Seychelles -Partido Popular Parti Lepep (2004-2016)	No
Jamaica 2010	14.193	107%	PM: Bruce Golding del Partido Laborista (2005-2011)	No
Costa de Marfil 2009	14.895	44%	Presidente: Laurent Gbagbo del Frente Popular Marfileño FPI (2000-2011), Crisis política Alassane Ouattara de la Agrupación de los Republicanos RDR (2011 - presente)	Sí. Crisis política tras las elecciones 2010
Irlanda 2011	2.423.043	1015%	Taoiseach (primer ministro): Brian Cowen del partido republicano Fianna Fáil (2008- 2011) Enda Kenny del n partido conservador y demócrata cristiano de derecha Fine Gael (2011 - 2018)	Sí
Portugal 2011	558.621	228%	José Sócrates del PS 2005-2011, Pedro Passos Coelho del PSD (2011-2015), Antonio Costa del centroizquierdista Partido Socialista (2015- actualidad)	Sí
España 2012	2.278.629	172%	Mariano Rajoy del derechista Partido Popular (2011-2018)	No
San Cristóbal y Nieves 2012	317	43%	PM: Denzil Douglas del Partido Laborista de San Cristóbal y Nieves (1995-2015)	No
Grecia 2012	533.290	220%	Yorgos Papandreu del PASOK (2009 - 2011) Lukás Papademos "ex BCE" (2011-2012). Crisis política de mayo de 2012, Panagiotis Pikramenos (2012); Antonis Samaràs de Nueva Democracia (2012-2015) Alexis Tsipras de Syriza (2015 - 2019)	Sí
Costa de Marfil 2012	12.791	35%	Presidente: Alassane Ouattara de la Agrupación de los Republicanos RDR (2011 - presente)	No
Chipre 2013	233.109	975%	Presidente: Dimitris Jristofias del Partido Progresista del Pueblo Obrero AKEL (2009-2013) y Nikos Anastasiadis de la Agrupación Democrática conservadora y cristiana DISY (2013 - presente)	Sí
Belice 2013	1.248	79%	PM: Dean Barrow del conservador Partido Democrático Unido (2008-2020)	No
Jamaica 2013	12.951	87%	PM: Portia Simpson-Miller del socialdemócrata Partido Nacional del Pueblo PNP (2012-2016)	No
Granada 2015	613	61%	PM: Keith Mitchell del Nuevo Partido Nacional (1995 - presente)	No
Ucrania 2014	126.181	95%	Presidente: Petró Poroshenko, post - Euromaidán, de Solidaridad Europea (2014-2019); Volodímir Zelenski del Servidor del Pueblo (2019 - presente)	No. Meses antes del SBA, asume nuevo gobierno postEuromaidán



Parte I. Argentina en el marco internacional

Mozambique 2016	14.205	119%	Presidente: Armando Guebuza del Frente de Liberación de Mozambique FRELIMO (2005-2015) y Filipe Nyussi del FRELIMO	No
Belice 2017	1.339	72%	PM: Dean Barrow del conservador Partido Democrático Unido (2008-2020)	No
Mongolia 2017	27.963	244%	Presidente: Khaltmaagiin Battulga del Partido Democrático (2017-2021)	No
Chad 2018	3.243	29%	Idriss Déby del Movimiento de Salvación Patriótica (1990-2021)	No
Barbados 2018	1.599	31%	PM: Freundel Stuart del Partido Democrático Laborista (2010-2018) Mia Mottley del Partido Laborista de Barbados BLP (2018-presente)	Sí
Mozambique 2019	20.110	131%	Presidente: Filipe Nyussi del Frente de Liberación de Mozambique FRELIMO (2015 - presente)	No

Fuente: Deuda externa: BM - IDS - Eurostat, Cepal, Banco de Islandia, FMI; Deuda/PBI: Cálculos propios, PBI BM

**Tabla 4.** Matriz analítica integrada: Intervención de los organismos de la AFI en crisis de deuda durante el período entre-crisis (2007-2020) | Indicadores macroeconómicos Crisis

Crisis de deuda	Indicadores macroeconómico pre-Crisis			Indicadores macroeconómico Crisis			Resultados macroeconómicos de la Crisis		
	Crec PBI	Resultado Fiscal	IPC	Crec PBI	Resultado Fiscal	IPC	Crec PBI (min -6; max 6)	Resultado Fiscal (min -3; max 3)	IPC (min -6; max 6)
Islandia 2008	5,4	1,7	8,9	-7,7	-8,6	12	-13,1	-10,3	3,1
Ecuador 2009	4,3	1,6	5,3	0,6	-3,6	5,2	-3,7	-5,2	-0,1
Seychelles 2010	4,1	-1,0	21,1	-1,1	4,8	31,8	-5,2	5,8	10,7
	4,1	-1,0	21,1	-1,1	4,8	31,8			
Jamaica 2010	0,3	-5,8	15,6	-4,3	-11,4	9,6	-4,6	-5,6	-6,0
Costa de Marfil 2009	2,9	-0,3	4,1	6,8	-6,4	12,6	3,9	-6,1	8,5
Irlanda 2011	-1,7	-23,0	-2,7	1,1	-13,6	2,6	2,8	9,4	5,3
Portugal 2011	6,4	-10,6	0,3	-1,7	-7,7	3,7	-8,1	2,9	3,4
España 2012	-0,3	-9,6	4,0	-3	-10,7	3,2	-2,7	-1,1	-0,8
San Cristóbal y Nieves 2012	0,6	-2,4	3,3	-2,2	4,3	0,8	-2,8	6,7	-2,5
Grecia 2012	-4,9	-13,3	3,0	-10,1	-10,5	3,3	-5,2	2,8	0,3
Costa de Marfil 2012	5,2	-1,2	1,1	-5,4	-2,9	4,9	-10,6	-1,8	3,8
Chipre 2013	-1,5	-5,6	2,8	-6,6	-5,2	-0,4	-5,1	0,4	-3,2
Belice 2013	2,2	-0,8	0,0	1,3	-1,6		-0,9	-0,8	0,0
Jamaica 2013	0,1	-6,5	10,1	-0,6	-4,2	6,9	-0,7	2,3	-3,2
Granada 2015	4,8	-5,5	-0,5	6,4	-0,8	-0,5	1,6	4,7	0,0
Ucrania 2014	0,1	-4,5	0,2	-10,1	-4,5	12,1	-10,2	0,0	11,9

Mozambique 2016	7,1	-8,3	3,1	3,8	-15,3	17,4	-3,3	-7,0	14,3
Belice 2017	3,3	-4,4	0,0	0	-5,6		-3,3	-1,2	0,0
Mongolia 2017	5,1	-4,4	9,0	1,5	-15,3	0,7	-3,6	-10,9	-8,3
Chad 2018	-4,6	-1,1	-1,2	-3	-0,2	-1,5	1,6	0,9	-0,3
Barbados 2018	1,5	-4,8	3,0	-0,6	-0,3	3,7	-2,1	4,5	0,7
Mozambique 2019	3,6	-3,8	9,5	2,3	-0,1	2,8	-1,3	3,7	-6,7
<b>Fuentes:</b>	BM	FMI	BM	BM	FMI	BM	BM	FMI	BM

**Tabla 5.** Matriz analítica integrada: Intervención de los organismos de la AFI en crisis de deuda durante el período entre-crisis (2007-2020) | Reestructuraciones con Acreedores privados

Crisis de deuda	Reestructuración acreedores privados								
	Período	Default (S/N)	¿Preventivo o post-default?	Duración (años)	Deuda canjeada (millones USD)	Deuda canjeada (% PBI)	Haircut	Exit Yield	CAC incluidas
Islandia 2008	no	no	no	no	no	no	no	no	no
Ecuador 2009	2009*	sí*	Postdefault*	0,83	3.190	19,6%	68,6%	13	no
Seychelles 2010	2009-2010	sí	Postdefault	0,92	320	2,6%	50,0%	9,9	no
Jamaica 2010	2010	no	Preventivo	0,08	7.800	1,7%	0,0%		
Costa de Marfil 2009	2010	no	Preventivo	0,05	2.940	11,9%	20,0%		sí
Irlanda 2011	no	no	no	no	no	no	no	no	no
Portugal 2011	no	no	no	no	no	no	no	no	no
España 2012	no	no	no	no	no	no	no	no	no
San Cristóbal y Nieves 2012	2011-2012	no	Preventivo	0,05	2.711		0,0%	7,7	sí
Grecia 2012	2011-2012	no	Preventivo	0,70	276.500	4,8%	53,5%	15,3	sí
Costa de Marfil 2012	2012	no	Postdefault	0,05	2.711		0,0%	7,7	sí
Chipre 2013	no	no	no	no	no	no	no	no	no
Belice 2013	2012-2013	no	Preventivo	0,58	550	2,9%	10,0%	8,13	sí
Jamaica 2013	2013	no	Preventivo	0,08	8.900	1,6%	0,0%		
Granada 2015	2013-2015	sí	Postdefault	2,70	260	21,1%	50,0%	13,0	sí
Ucrania 2014	2015	Sí, eu-robonos de Rusia. Conflicto judicial	Preventivo*	0,90	18.000	19,9%	23,2%	8,8	sí
Mozambique 2016	2015-2016	no	Preventivo	0,90	700	6,7%	-5,7%		n.a.
Belice 2017	2016-2017	no	Preventivo	0,40	500	28,5%	19,7%		sí

## Parte I. Argentina en el marco internacional

Mongolia 2017	2017	no	Preventivo	0,05	600	5,1%	-3,0%		no
Chad 2018	2017-2018	no	Preventivo	1,40	1.200	10,6%	27,3%		n.a.
Barbados 2018	2017-2018	no	Preventivo	0,30	3.900	76,0%	29,1%		no
	2018-2019	sí	Postdefault	1,50	800	0,2%	24,3%		sí
Mozambique 2019	2016-2019	sí	Postdefault	2,90	700	5,0%	11,0%		sí

\* En Ecuador no fue necesariamente una reestructuración, sino que se produjo la suspensión de los pagos y un proceso de auditoría ciudadana. En junio de 2007 se creó la Comisión de la Auditoría Integral y después de 14 meses de trabajo elaboró un documento sobre el cual el gobierno emprendió la suspensión de los pagos. Según Tous-saint: "Ecuador suspendió unilateralmente el pago de su deuda pública y anunció a los acreedores privados, de sus títulos bonos Global 2012-2030, que estaba dispuesto a recomprar esos bonos con un descuento del 65 % y que para ello ponía una fecha límite, de manera que esos títulos ya no existen en la actualidad"

**Fuente:** BCE 2020, FMI 2020, FMI 2013, Cruces y Trebesch 2013; CADTM

Reduction" según Cruces y Trebesch (2013); y "Hair-cut" según Moody's (2012).

*h. Exit Yield:* al igual que el punto anterior se privilegió la fuente bibliográfica siguiendo dicho orden (FMI, BCE, Sturzenegger y Zettelmeyer, 2008, Cruces y Trebesch, 2014, Moody's 2020).

*i. Inclusión de Cláusulas de Acción Colectiva:* Una variable de sí o no, relevada a partir de la bibliografía consultada.

### 5. DEFAULT

Para este indicador tomaremos la base de datos construida por el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá sobre defaults (Beers y de Leon Manlagnit, 2021) elaborada con fuentes del sector público y privado. Partiendo de la noción de la deuda soberana como una obligación contractual emitida por gobiernos nacionales. Entonces, default respondería al impago de capital o interés de la deuda luego de su fecha de vencimiento. Según los autores de esta base de datos, se considerará como default:

"(...) cuando el servicio de la deuda no es pagado en la fecha de vencimiento o dentro de un período de gracia especificado, cuando los pagos no se realizan dentro del plazo especificado en virtud de una garantía o, en ausencia de un incumplimiento de pago total, en cualquiera de las siguientes circunstancias en las que los acreedores incurrir en pérdidas económicas importantes en la deuda soberana que poseen: Acuerdos entre gobiernos y acreedores que reducen las tasas de interés y/o extienden los vencimientos de la deuda pendiente; Ofertas de canje del gobierno a

los acreedores donde la deuda existente se canjea por nueva deuda en términos menos económicos; Compras gubernamentales de deuda con importantes descuentos a la par; Redenominación gubernamental de la deuda en moneda extranjera a nuevas obligaciones en moneda local en términos menos económicos; canjes de deuda soberana por acciones (generalmente relacionados con programas de privatización) en términos menos económicos; Impuestos retrospectivos dirigidos a los pagos del servicio de la deuda soberana; conversión de billetes del banco central a nueva moneda de valor nominal inferior al equivalente; arrears internos del gobierno no pagados en sus fechas de vencimiento" (Beers y de Leon Manlagnit, 2020: 2).

Es decir, en la base de datos se incluyen las reestructuraciones con acreedores privados como así también acuerdos de reestructuración o cancelación de deuda oficial, por ejemplo en el marco del Club de París. Las estadísticas del BoE-BoC incorporan también a las "obligaciones en defaults del FMI". Aunque el organismo no los nomina como defaults, argumentando que el Fondo es un acreedor preferente por lo cual "(...) se le paga antes que a otros tipos de acreedores y, cuando los pagos se atrasan, espera ser reembolsado en última instancia" (Beers y de Leon Manlagnit, 2020: 2).

*a. Acreedor:* según la clasificación del BoE-BoC, excluyendo a la deuda en moneda local. La calificadora Moodys considera a la deuda soberana de los países zona Euro como moneda local, mientras que la BoC-BoE la interpreta como deuda en moneda extranjera.

*b. Monto:* en millones dólares.

**Tabla 6.** Matriz analítica integrada: Intervención de los organismos de la AFI en crisis de deuda durante el período entre-crisis (2007-2020) | Deuda oficial

Crisis de deuda	Deuda oficial / Club de París							Deuda oficial / China				
	Fecha acuerdo	Monto deuda (Millones de USD)	Monto total tratado (Millones de USD)	Reprogramación (millones de USD)	Cancelación (millones de USD)	Perfil de pago	% deuda CdP	Acreedor	Fecha	Monto total tratado (Millones de USD)	Reprogramación (millones de USD)	Cancelación (millones de USD)
Islandia 2008	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
Ecuador 2009								no	no	no	no	no
Seychelles 2010	2009-04	163	163	163	no	Ad hoc	100,00%	China Ex-Im Bank	2011	s.d.	s.d.	s.d.
Jamaica 2010	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
Costa de Marfil 2009	2009-03	7.223,00	4.690,00	1.230,00	845	Colonia	92,00%	no	no	no	no	no
Irlanda 2011	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
Portugal 2011	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
España 2012	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
San Cristóbal y Nieves 2012	2012-05	5,7	5,7	5,7		Ad hoc	100,00%	no	no	no	no	no
Grecia 2012	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
Costa de Marfil 2012	2011-11	7.185,00	1.822,00	1.924,00	397	Colonia	78,00%	no	no	no	no	no
	2012-06	6.529,30	6.529,00	4.758,00	1.771,60	HIPC	99,50%					
Chipre 2013	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
Belice 2013	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
Jamaica 2013	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
Granada 2015	2015-11	11	8	8		Clásico		no	no	no	no	no
Ucrania 2014	En litigio	3.107,80	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	China Ex-Im Bank	2014	52	52	0
								China Ex-Im Bank	2017	3.000	2.955	45
Mozambique 2016	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
Belice 2017	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
Mongolia 2017								no	no	no	no	no
Chad 2018	2015-06	62,2	62,2	41	20,8	HIPC	100,00%	China Ex-Im Bank	2018	464	464	0
Barbados 2018	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
Mozambique 2019	no	no	no	no	no	no	no	Múltiple	2018	2.000	2.000	0

**Fuentes:** BCE 2020, FMI 2020, FMI 2013, Cruces y Trebesch 2013. Horn, Reinhart y Trebesch (2022)

c. *Rating default*: Utilizando la lista de bonos soberanos en default que elabora la agencia Moodys desde 1983.

d. *Conflicto judicial*: A partir del relevamiento que hace Schumacher, Trebesch, Enderlein (2018) y la bibliografía específica de las crisis de deuda de los casos contemplados.

BoE-BoC y la bibliografía específica de los casos involucrados en el período entre-crisis:

a. *Fecha del acuerdo*: Mencionada en las fuentes

b. *Monto de la deuda*: Nominada en millones de dólares. Aunque el Club de París identifica por separado los montos de los préstamos reestructurados y los intereses atrasados, sin la diferenciación de montos anuales.

c. *Monto tratado*, en millones de dólares.

d. *Reprogramación*, en millones de dólares.

#### 6. DEUDA OFICIAL:

Para la comparación tomaremos como referencia las publicaciones del Club de París, la base de datos del

**Tabla 7.** Matriz analítica integrada: Intervención de los organismos de la AFI en crisis de deuda durante el período entre-crisis (2007-2020) | Default y conflicto judicial

Crisis de deuda	Default			
	Acreedor	Monto (mdd)	Rating Default (Moodys)	Conflicto judicial
Islandia 2008	s.d.	s.d.	s.d.	s.d.
Ecuador 2009	2009 Bonos en moneda extranjera	3.190	Caa1	No. En paralelo se llevó a cabo una auditoría ciudadana de la deuda y luego la suspensión unilateral de los pagos
Seychelles 2010	2010 Bonos en moneda extranjera 320; Otros acreedores oficiales 33,8	354	no	
Jamaica 2010	2010 Otros acreedores oficiales 285,6; Otros acreedores privados 70,8; Bonos en moneda extranjera 912,0	1.268	Caa2	
Costa de Marfil 2009	2009 Club de París 2.321,0; China 25,7; Otros acreedores privados 2,8; Bonos en moneda extranjera 2.333,0	4.820	no	no
Irlanda 2011	2013 Otros acreedores oficiales	88.290	no	
Portugal 2011	2013 Otros acreedores oficiales	52.712	no	
España 2012	s.d.	s.d.	s.d.	s.d.
San Cristóbal y Nieves 2012	2011 – 2012 Préstamos bancarios en moneda extranjera 603,0; Bonos en moneda extranjera 150,0	753	no	

Grecia 2012	2012 Otros acreedores oficiales 212.819,0; 2013 Bonos en moneda extranjera 312.420,0 2015 FMI 2.222,0	527.461	C	
Costa de Marfil 2012	2011 Club de París 2.321,0; 2011 China 25,7; 2012 Otros acreedores oficiales 1.438,5; 2011 Otros acreedores privados 2,8; 2012 Bonos en moneda extranjera 2.711,0	6.499	no	no
Chipre 2013	2013 Bonos en moneda extranjera	1.698,20	Caa3	
Belice 2013	2013 Otros acreedores oficiales 6,2; Bonos en moneda extranjera 555,0	561	Ca	
Jamaica 2013	2012 Otros acreedores oficiales 223,9; 2012 Otros acreedores privados 54,5; 2013 Bonos en moneda extranjera 654,0	932	B3	
Granada 2015	2015 Club de París 10,0; Otros acreedores oficiales 42,5; Otros acreedores privados 12,5; Bonos en moneda extranjera 297,0	362	no	Sí. Ex Im Bank China Juicio en Estados Unidos, Acuerdo Extrajudicial (2/6/2015). Reclamo 21,6. Caso 06 Civ. 02469
Ucrania 2014	2014 China, 1.552; 2015 Rusia 3.107,8; 2014 Otros acreedores privados 10101,1; 2014 Bonos en moneda extranjera 18.700	33.461	Ca	Sí. Tribunal Supremo de Londres. Litigio por deuda odiosa
Mozambique 2016	2017 Club de París 23,0; 2017 China 2.054,0; 2016 Otros acreedores oficiales 470,0; 2017 Otros acreedores privados 62,3; 2017 Préstamos bancarios en moneda extranjera 1.247,0; 2017 Bonos en moneda extranjera 879,0	4.735	B3	
Belice 2017	2017 Otros acreedores oficiales 6,8; otros acreedores privados 0,2; Bonos en moneda extranjera 526	533	Caa2	
Mongolia 2017	Otros acreedores oficiales	11	no	
Chad 2018	2017 China 447; 2018 Otros acreedores oficia- les 834,5; 2018 otros acreedores privados 13,1; 2018 préstamos bancarios en moneda extran- jera 1.406,0	2.710	no	
Barbados 2018	2018 otros acreedores oficiales 69; 2018 Prés- tamos bancarios en moneda extranjera 230,1; 2018 Bonos en moneda extranjera 711,3	1.070	Caa3	
Mozambique 2019	2019 Club de París 38; 2018 otros acreedores oficiales 572,5; 2018 otros acreedores privados 121,9; 2019 Préstamos bancarios en moneda extranjera 1.415,0; 2019 Bonos en moneda ex- tranjera 1.108,0	3.255	Caa3	

\*Se excluye la deuda en moneda local \*\*Moody's considera deuda de los países zona Euro como moneda local, mientras que la BoC-BoE la interpreta como deuda en moneda extranjera

**Fuentes:** BoE - BoC; Moody's; Schumacher, Trebesch, Enderlein. BoE-BoC: sovereign debt in default by creditor, 1976- 2021. Moody's: List of Moody's rated sovereign bond defaults since 1983. Schumacher, Trebesch, Enderlein (2018): Sovereign Defaults in Court, ECB Working Paper No. 2135.

e. *Cancelación*, en millones de dólares.

f. *Perfil de pago*, según la clasificación del Club de París.

g. *Porcentaje de la deuda total* con el Club de París.

Asimismo, recuperaremos los datos correspondientes a las reestructuraciones que tuvieron a China como acreedor oficial. Para ello consultamos las investigaciones de Horn, Reinhart y Trebesch (2020; 2022) sobre la deuda con China:

a. *Acreedor*: Distinción del tipo de acreedor oficial chino (Banco de Desarrollo de China, Banco de Exportaciones e Importaciones de China, Banco Comercial e Industrial de China, Sinochen, Sino-sure, CNP y CMEC).

b. *Fecha del acuerdo*

c. *Monto tratado*, en millones de dólares.

d. *Reprogramación*, en millones de dólares.

e. *Cancelación*, en millones de dólares.

## 7. INTERVENCIÓN DE LOS ORGANISMOS DE LA AFI<sup>12</sup>:

En este apartado incorporamos las instituciones relevadas en el período entre-crisis (FMI, ESM y FEEF).

a. *Tipo de programa*: Siguiendo la denominación planteada por el propio organismo.

b. *Período de vigencia del programa*

c. *Monto de deuda*: En millones de dólares. Para el caso de los programas del FMI calculamos la coti-

zación de los DEG al día de la fecha de la firma del Memorándum de Entendimiento (MoU, por sus siglas en inglés). Para el caso de los programas de la Unión Europea utilizamos la cotización del Euro en dólares estadounidenses al día de la fecha del MoU. El monto de la deuda es el anunciado, no necesariamente el mismo que fue girado a los países (diferencia que puede provenir por las diferencias en las cotizaciones o la cancelación de los programas).

## 8. RESULTADOS MACROECONÓMICOS:

Aquí comparamos los resultados de los indicadores macroeconómicos de los dos años posteriores al inicio del programa del FMI, ESM y FEEF con los datos de PBI, resultado fiscal e inflación del año de la crisis y el promedio de los dos años anteriores a la crisis. Al igual que en el punto anterior, el riesgo de interpretaciones politicistas persiste en este eje.

## 6. Resultados y tendencias en la intervención de los organismos de AFI en las crisis de deuda

En este apartado presentaremos resultados de la matriz analítica y tendencias de la AFI en la crisis de deuda durante el período 2007-2020. En cuanto a las secuencias de intervenciones de los organismos en las crisis de deuda observamos que entre los 18 casos en los que intervinieron organismos de la AFI, en 6 de ellos se aplicaron más de un programa de préstamos. Estos programas implicaron un aumento en el monitoreo de políticas y endurecimiento de las condicionalidades: ya sea en programas del FMI (con programas de préstamos consecutivos del tipo SBA a EFF, como en Seychelles 2010 y Ucrania 2014) o en la combinación de programas del FMI y de la UE (como los casos de Irlanda 2011, Portugal 2011 y Chipre 2013) o el caso de Grecia que supone un endurecimiento en los programas del FMI (de SBA a EFF) y también dentro de la UE (con programas del FEEF y el ESM).

Asimismo, en 5 casos no se llevaron a cabo procesos de reestructuración con acreedores privados. Estos casos corresponden a países europeos: cuatro miembros de la Unión Europea (Portugal, Irlanda, Chipre y España) e Islandia. En relación a la situación de las economías parte de la zona Euro, los procesos de reestructuración se ven limitados por la política común de la UE y las políticas monetarias y cam-

<sup>12</sup> Este apartado corresponde a una investigación se encuentra en desarrollo. En el marco del proyecto de investigación doctoral estamos construyendo variables para la comparación de ejes de intervención de los organismos de la AFI en las crisis de deuda y que todavía se encuentra en desarrollo. Para ello recuperamos los aportes de la bibliografía especializada en el estudio de condicionalidades (Brenta, 2014; Consultatio, 2021; Lee y Woo 2021; Ortiz y Cummins 2021; y Kentikelenis, Stubbs y King 2016). Cada trabajo tiene distintos objetivos y estructuras metodológicas, sin embargo podemos identificar elementos en común alrededor de las condicionalidades y recomendaciones de políticas involucradas en los programas del FMI y las instituciones de la UE.

**Tabla 8.** Matriz analítica integrada: Intervención de los organismos de la AFI en crisis de deuda durante el período entre-crisis (2007-2020) | Programas de institución financiera

Crisis de deuda	Intervención de organismos de AFI		
	Tipo	Período	Monto (mdd USD)
Islandia 2008	<a href="#">SBA</a>	2008-2011	2.061
Ecuador 2009	no	no	no
Seychelles 2010	<a href="#">SBA</a>	2008-2009	26
	<a href="#">EFF</a>	2009-2013	31
Jamaica 2010	<a href="#">SBA</a>	2010-2012	1.268
Costa de Marfil 2009	<a href="#">ECF</a>	2009-2011	554
	<a href="#">FEFF</a>	2011-2013	23.700
Irlanda 2011	<a href="#">ESM</a>	2011-2014	29.588
	<a href="#">EFF</a>	2010-2013	29.871
	<a href="#">EFF</a>	2011-2014	37.778
Portugal 2011	<a href="#">FEFF</a>	2011-2014	37.284
	<a href="#">ESM</a>	2011-2014	34.263
	<a href="#">ESM</a>	2012-2013	53.731
España 2012	<a href="#">ESM</a>	2012-2013	53.731
San Cristóbal y Nieves 2012	<a href="#">SBA</a>	2011-2014	84
	<a href="#">SBA</a>	2010-2012	39.219
	<a href="#">EFF</a>	2012-2016	36.681
	<a href="#">FEFF</a>	2012-2014	186.042
Grecia 2012	<a href="#">ESM</a>	2015-2018	69.514
	<a href="#">ECF</a>	2011-2015	616
	<a href="#">EFF</a>	2013-2016	1.328
Chipre 2013	<a href="#">ESM</a>	2013-2015	8.177
	No	no	no
Jamaica 2013	<a href="#">EFF</a>	2013-2016	918
Granada 2015	<a href="#">ECF</a>	2014-2016	22
	<a href="#">SBA</a>	2014-2015	17.029
	<a href="#">EFF</a>	2015-2018	16.948
Ucrania 2014	<a href="#">SBA</a>	2018-2020	3.880
	<a href="#">SCF</a>	2015-2017	285
Belice 2016	no	no	no
Mongolia 2017	<a href="#">EFF</a>	2017-2020	434
Chad 2018	<a href="#">ECF</a>	2014-2017	122
Barbados 2018	<a href="#">EFF</a>	2018-2022	290
Mozambique 2019	no	no	no

**Fuentes:** Kentikelenis, Stubbs y King 2016; FMI; ESM; ESF



biarias de los países dependen de las decisiones del Banco Central Europeo. El caso islandés se distingue de otras crisis siendo una de las economías con mayor ingreso per cápita del mundo (la principal entre los 22 casos relevados), uno de los primeros países que sufrieron las consecuencias de la Crisis Global (2007-2008) y porque conllevó un conjunto de políticas para resolver la crisis de deuda que van en línea contraria a las recomendaciones y condicionalidades de los organismos de la AFI hegemónica: como controles de la cuenta capital, nacionalizaciones y el enjuiciamiento de banqueros responsables de la crisis.

Por otro lado, en 4 casos no intervinieron directamente instituciones financieras internacionales: Ecuador, 2009; Belice, 2013; Belice, 2017; Mozambique, 2019. El caso ecuatoriano resulta paradigmático porque en el marco de la crisis de deuda, el nuevo gobierno de Rafael Correa encaró una serie de iniciativas en el marco de la Nueva Arquitectura Financiera Regional (NAFR): la creación de una Comisión para la auditoría ciudadana de la deuda y la posterior suspensión de los pagos; la denuncia de los Tratados de Bilaterales de Inversión; la renuncia al CIADI; el impulso al Banco del Sur; el establecimiento del Sistema Único de Compensación de Pagos Regionales (SUCRE).

En relación a la situación de endeudamiento de los países no encontramos un patrón común siendo que hay registros de importantes montos de deuda externa y otros con bajos montos. Los impactos de la crisis han sido más significativos en la dimensión del crecimiento económico: el PBI de los casos seleccionados se contrajo durante la crisis de deuda con la excepción de Costa de Marfil, Irlanda, Granada y Chad. En este sentido se destacan las caídas de Islandia y Ucrania. En relación al balance fiscal y la inflación los resultados están repartidos: en el 41% de los casos empeoraron las finanzas públicas, en 41% mejoraron y 18% se mantuvieron igual al promedio de los dos años previos a la crisis; mientras que en relación al IPC, el 36% de los países aumentaron los índices de inflación, el 36% tuvo un resultado neutro y el 27% se redujo.

Lo que se puede observar en el apartado de características políticas, a pesar de ser solamente descriptivas, es que de los 22 casos señalados, en 7 se produjeron cambios de gobierno en el período de la crisis e intervención de organismos de la AFI. Sin embargo, esta variable descriptiva no logra captar

procesos políticos más profundos que incidieron en el desarrollo de la crisis de deuda y la intervención de las instituciones financieras internacionales en cuestión (como por ejemplo el Euromaidán y sus consecuencias en Ucrania).

En relación a la reestructuración de deuda con acreedores privados, encontramos que en 17 de los casos relevados encararon dichos procesos. Es decir, observamos un patrón de crisis de deuda y reestructuraciones con acreedores privados. Dentro de estos hay 5 casos postdefault y 12 de carácter preventivo. Aunque bien debemos notar que entre los casos de postdefault se incluye a Ecuador, donde se llevó a cabo una suspensión de los pagos de forma unilateral después de la presentación del informe de la Auditoría Ciudadana de la Deuda; y el caso ucraniano, donde el gobierno de Poroshenko desconoció la deuda con el Rusia y consecutivamente el gobierno de Putin denunció dicho impago en el Tribunal Supremo de Londres.

En relación al monto de la deuda canjeada se destaca la reestructuración de Grecia, 2012, seguida por Ucrania, 2015. En cuanto al Haircut Valor Presente el caso ecuatoriano de 2009 es significativo, seguido por Grecia 2012; mientras que en relación al exit yield los canjes más riesgosos para el mercado serían los mencionados dos casos anteriores (Grecia con un EY de 15,3 y Ecuador con un EY 13) y los casos más bajos estaría Barbados 2018 y 2019, seguido por San Cristóbal y Nieves 2012 y Mozambique 2016.

En relación a la deuda con acreedores oficiales solamente 4 países seleccionados lograron acuerdos con el Club de París en el período entre-crisis, 4 países emprendieron reestructuraciones con China y el caso ucraniano que implicó un conflicto judicial por el default de los Eurobonos de Rusia. Ucrania se destaca aquí también por incluir dos procesos de reestructuración con el China Ex-Im Bank y la mencionada disputa judicial por la deuda oficial con Rusia.

La intervención de los organismos de la AFI observamos que en los 18 casos relevados, los programas más altos en cuanto a montos se encuentran en los 5 países de la zona Euro, seguidos por Ucrania. Este último país es significativo, porque posee el programa del FMI más corto de todos los relevados en el período (el acuerdo Stand-By de 2014 que fue cancelado con el programa de Facilidades Extendidas de 20015) y que a su vez tuvo durante mayor cantidad de días un

**Tabla 9.** Matriz analítica integrada: Intervención de los organismos de la AFI en crisis de deuda durante el período entre-crisis (2007-2020) | resultados macroeconómicos

Crisis de deuda	Indicadores macroeconómico post Intervención organismo AFI			Resultados macroeconómicos: Crisis - Intervención organismo AFI <sup>1</sup>			Resultados macroeconómicos: Pre-crisis- Intervención organismo AFI		
	Crec PBI	Resultado Fiscal	IPC	Crec PBI (min -6; max 6)	Resultado Fiscal (min -3; max 3)	IPC (min -6; max 6)	Crec PBI (min -6; max 6)	Resultado Fiscal (min -3; max 3)	IPC (min -6; max 6)
Islandia 2008	-5,2	-7,6	8,7	2,5	1	-3,3	-10,6	-9,3	-0,2
Ecuador 2009	5,7	-0,7	4	5,1	2,9	-1,2	1,4	-2,3	-1,3
Seychelles 2010	2,4	2,7	14,7	3,5	-2,1	-17,1	-1,7	3,7	-6,4
	6,9	2	0,1	8	-2,8	-31,7	2,8	3	-21,1
Jamaica 2010	0,6	-5,3	7,2	4,9	6,1	-2,4	0,2	0,4	-8,4
Costa de Marfil 2009	0,1	-2,1	3,1	-6,7	4,3	-9,5	-2,8	-1,8	-1
Irlanda 2011	0,6	-7,5	1,1	-0,5	6,1	-1,5	2,3	15,5	3,8
	0,6	-7,5	1,1	0,6	-7,5	1,1	0,6	-7,5	1,1
	0,5	-11,1	2,1	0,5	-11,1	2,1	0,5	-11,1	2,1
Portugal 2011	-2,5	-5,6	1,5	-0,8	2,1	-2,2	-8,9	5	1,2
	-2,5	-5,6	1,5	-2,5	-5,6	1,5	-2,5	-5,6	1,5
	-2,5	-5,6	1,5	-2,5	-5,6	1,5	-2,5	-5,6	1,5
España 2012	0	-6,5	0,6	3	4,2	-2,6	0,3	3,2	-3,4
San Cristóbal y Nieves 2012	1,6	7,6	1	3,8	3,3	0,2	1	10	-2,4
Grecia 2012	-8,6	-8,6	2,4	1,5	1,9	-0,9	-3,7	4,7	-0,5
	-1	-4	-1,1	-1	-4	-1,1	-1	-4	-1,1
	-1	-4	-1,1	-1	-4	-1,1	-1	-4	-1,1
	0,3	0,6	0,1	0,3	0,6	0,1	0,3	0,6	0,1
Costa de Marfil 2012	9,2	-2	1,9	14,6	1	-3	4	-0,8	0,8
Chipre 2013	0,8	0	-1,7	7,4	5,2	-1,3	2,3	5,6	-4,6
	0,8	0	-1,7	0,8	0	-1,7	0,8	0	-1,7
Belice 2013	3,3	-4,4	0	2	-2,8	0	1,2	-3,6	0
Jamaica 2013	0,8	-0,4	6	1,4	3,8	-0,9	0,7	6,1	-4,1

<sup>1</sup> Los mínimos y máximos responden a la escala de colores (rojos y verdes según corresponda).

## Parte I. Argentina en el marco internacional

Granada 2015	5,1	0,9	0,6	-1,3	1,7	1,1	0,2	6,4	1,1
Ucrania 2014	-3,7	-1,7	31,3	6,4	2,8	19,2	-3,8	2,9	31,1
	2,4	-2,3	14,2	2,4	-2,3	14,2	2,4	-2,3	14,2
	-0,4	-4	5,3	-0,4	-4	5,3	-0,4	-4	5,3
Mozambique 2016	3,8	-3,6	16,3	0	11,7	-1,1	-3,3	4,7	13,2
Belice 2017	2,3	-2,6	0	2,3	3	0	-1	1,8	0
Mongolia 2017	6,7	1,9	7,1	5,2	17,2	6,4	1,5	6,3	-1,9
Chad 2018	1,1	0,9	1,7	4,1	1,1	3,2	5,8	2	2,9
Barbados 2018	-9,5	-0,5	3,8	-8,9	-0,2	0,1	-11	4,4	0,8
Mozambique 2019	0,5	-9,5	3	-1,8	-9,4	0,2	-3,1	-5,7	-6,6
<b>Fuentes:</b>	BM	FMI	BM, CEPAL	BM	FMI	BM, CEPAL	BM	FMI	BM, CEPAL

acuerdo vigente con el organismo durante todo el período entre-crisis.

En relación a los resultados de indicadores macroeconómicos podemos observar los siguientes resultados: (a) Los países que entraron en crisis de deuda en el período 2007-2020, luego de dos años de un programa del FMI o del organismo de la UE, el 52% de los casos crecieron. Mientras que si comparamos en relación a dos años previos a la intervención de los organismos de AFI vemos que crecieron solamente el 27% de los casos. (b) En cuanto al resultado fiscal vemos que tanto en comparación al balance post-crisis como al balance promedio de dos años anteriores al programa del organismo de la AFI, en el 48% de los casos mostraron superávit fiscal. (c) En comparación con el Índice del Precio al Consumidor, vemos que en el 54% de los casos se redujo la inflación en relación al año de la crisis, donde solamente el 9% de los casos tuvieron una reducción sensible (mayor a los 6 puntos porcentuales). Mientras que en el 9% de los casos de intervención de programas del FMI o del FEEF y el ESM aumentaron considerablemente los índices de inflación.

Finalmente, reafirmamos el carácter politicista de esta variable, en especial cuando comprendemos a eventos de impacto global como la pandemia del Coronavirus o de gran importancia como conflictos político-bélicos. Es decir, la economía del 93% de los países cayó en 2020 producto de la pandemia, no por el exclusivo impacto del programa de un organismo de la AFI. Lo mismo para el caso ucraniano, el SBA de 2014 se firmó en el contexto luego del Euromaidán donde parte del territorio en conflicto sufrió las con-

secuencias del enfrentamiento bélico y se produjo una fuerte caída del PBI.

### Conclusiones

En el presente capítulo logramos identificar las crisis de deuda que se produjeron durante el denominado período entre-crisis (2007-2020). Para ello indagamos en los casos de reestructuración con acreedores privados, las negociaciones y acuerdos con acreedores oficiales – Club de París y China –, y los procesos de default. En estos 22 casos registrados se pudo observar como tendencia que en 18 de ellos tuvieron una intervención directa de al menos un organismo de la AFI (sea el FMI o el ESM), y en 6 de ellos se aplicaron más de un programa de préstamos (Seychelles, Ucrania, Irlanda, Portugal y Chipre).

Entre las 5 crisis de deuda que no conllevaron una reestructuración con acreedores privados, cuatro corresponden a países de la zona euro (Portugal, Irlanda, Chipre y España) e Islandia. Mientras que los primeros respondieron a las limitaciones de la política común de la UE y las políticas monetarias y cambiarias dependientes del BCE, el caso islandés no siguió a las recomendaciones y condicionalidades tradicionales de los organismos de la AFI. Por otro lado, entre las 4 crisis de deuda en las que no intervinieron directamente instituciones financieras internacionales (Ecuador, 2009; Belice, 2013 y 2017; Mozambique, 2019), se destaca el caso ecuatoriano porque en el marco de la crisis fueron impulsadas ini-

ciativas vinculadas a la propuesta de la Nueva Arquitectura Financiera Regional.

Asimismo, resaltamos el caso ucraniano por la participación de los organismos internacionales de la AFI (el FMI), por la reestructuración con acreedores privados, las negociaciones con China y el conflicto judicial con Rusia. Resulta un caso paradigmático que, a nuestro entender, se torna incomprensible sin una lectura en clave política y de las relaciones internacionales.

El presente capítulo ofrece una sistematización amplia de múltiples bases de datos e información primaria, en aras de reconstruir la actuación de la AFI entre crisis. Tal es su aporte principal, lo cual ofrece una excelente base para ulteriores análisis. A partir del presente trabajo, podremos avanzar en el estudio sobre la temática en aras de establecer un análisis del proceso de reconfiguración de la AFI luego de la Crisis Global (2007-2008) y así poder identificar tendencias y los principales nudos problemáticos en la relación AFI-crisis de deuda contemporánea.

## Referencias

- Ams, J., Baqir, R., Gelpern, A. y Trebesch, C. (2020). "Sovereign Default". En A. Abbas, A. Pienkowski y K. Rogoff, *Sovereign debt. A Guide for Economists and Practitioners* (pp. 275-327). Oxford: Oxford University press – IMF.
- Arnold, T., Gulati, M. y Panizza, U. (2020). "How to restructure Euro area sovereign debt in the era of Covid-19". *Capital Markets Law Journal*, vol. 15, n° 3, pp. 322–346.
- Asonuma, T., Niepelt, D. y Rancire, R. (2017). "Sovereign Bond Prices, Haircuts and maturity". NBER Working Paper 23864. Washington: National Bureau of Economic Research.
- Brenta, M. (2014). *Historia de las relaciones entre Argentina y el FMI*. Buenos Aires: Eudeba.
- Brenta, N. (2022). *Historia de la deuda externa argentina. De la dictadura hasta nuestros días* (Segunda ed.). Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Buchheit, L., Chabert, G., DeLong, C. y Zettelmeyer, J. (2020). "The Restructuring Process". En A. Abbas, A. Pienkowski y K. Rogoff, *Sovereign debt. A Guide for Economists and Practitioners* (págs. 328-364). Oxford: Oxford University press - IMF.
- Cantamutto, F. (2016). "Política reciente de deuda pública en Argentina". En A. Puyana Mutis y A. Costantino (Edits.), *La inserción de América Latina en la economía globalizada* (págs. 129-156). México: FLACSO.
- Cantamutto, F. y Castiglioni, L. (2021). "El primer año de la pandemia y, ¿una crisis de deuda en el horizonte?". En London, S. (comp.), *La investigación en ciencias sociales en pandemia, un año después* (pp. 267-289). Bahía Blanca: IIESS.
- Carrera, J. (2018). "El G20 frente a los desequilibrios externos y la distribución regresiva del ingreso". Documento n° 33, Buenos Aires: Friedrich Ebert Stiftung.
- Cruces, J. J. y Trebesch, C. (2011). "Sovereign Defaults: The price of Haircuts". Working Paper n° 3604. Munich: CESifo.
- Cruces, J. J. y Trebesch, C. (2013). "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts". *American Economic Journal: Macroeconomic*, vol. 3, n° 5, pp. 85–117.
- Das, U. S., Papaioannou, M. G. y Trebesch, C. (2012). "Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Sovereign Debt Restructurings 1950–2010". IMF WP/12/203. Washington: FMI.
- Fang, C., Schumacher, J. y Trebesch, C. (2020). "Restructuring sovereign bonds: holdouts, haircuts and the effectiveness of CACs". BCE Working Paper Series 2366. European Central Bank.
- FMI. (2013). *Sovereign debt restructuring - recent developments and implications for the Fund's legal and policy framework*. Washington: FMI.
- FMI. (2020). *The International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private-Sector Creditors*. Washington: FMI.
- Guzmán, M. (2016). "Reestructuración de deuda soberana en una arquitectura financiera legal con huecos". *Revista Jurídica*, n° 85, pp. 611-626.
- Guzmán, M., Ocampo, J. A. y Stiglitz, J. (2016). Introducción. En M. Guzman, J. A. Ocampo y J. Stiglitz (Edits.), *Too little, too late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises* (págs. 13-22). Nueva York: Columbia University Press.
- Horn, S., Reinhart, C. M. y Trebesch, C. (2019). China's Overseas. Working Paper 26050. Washington: National Bureau of Economic Research.
- Horn, S., Reinhart, C. M. y Trebesch, C. (2022). "Hidden defaults". Kiel Working Papers.
- Kentikelenis, A., Stubbs, T. y King, L. (2016). "IMF conditionality and development policy space, 1985–2014". *Review of International Political Economy*, vol. 23, n° 4, pp. 543-582.

- Lee, S.-H. y Woo, B. (2018). “El impacto de los programas y la condicionalidad del FMI en los derechos laborales”. *Derechos en Acción*, n° 18, pp. 435-478.
- Meyer, J., Reinhart, C. y Trebesch, C. (2019). “Sovereign Bonds since Waterloo”. NBER Working Paper 25543. Washington: National Bureau of Economic Research.
- Moody's. (2020). *The causes of sovereign defaults*. SECTOR IN-DEPTH Sovereign Defaults Series.
- Nemiña, P. y Val, M. E. (2018). “El conflicto entre la Argentina y los fondos buitres. Consecuencias sobre los procesos de reestructuración de deuda soberana”. *Cuadernos de Economía Crítica*, vol. 5, n° 9, pp. 45-68.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. S. (2009). *Esta vez es distinto*. Madrid: Fondo de Cultura Económica.
- Roos, J., (2019) *Why Not Default? The political economy of the sovereign debt*. New Jersey: Princeton University Press.
- Schröder, C. (2014). “Haircut size, haircut type and the probability of serial sovereign debt restructurings”. Die Discussion Papers 14-126. Centre for European Economic Research (ZEW).
- Schumacher, J., Trebesch, C. y Enderlein, H. (2018). “Sovereign defaults in court”. ECB Working Paper, Series No 2135. European Central Bank.
- Sturzenegger, F. y Zettelmeyer, J. (2008). “Haircuts: Estimating investor losses in sovereign debt restructurings, 1998–2005”. *Journal of International Money and Finance*, vol. 5, n° 27, pp. 780-805.
- Ugarteche, Ó. (2017). “De sistema a complejo financiero. Un enfoque teórico sobre los cambios en la arquitectura”. *Márgenes*, vol. 3, n° 3, pp. 41-60.

# La élite financiera. Una caracterización de los acreedores privados de la Argentina en la última reestructuración (2020)

Ayelén Álvarez\*

## Introducción

El presente trabajo tiene como objetivo principal caracterizar seis de los principales fondos de inversión tenedores de deuda soberana que participaron en la última reestructuración de deuda privada (2020), describiendo sus tenencias, tipos de inversiones, y el peso relativo que tienen los bonos soberanos para sus inversiones. Así también se realiza una mención a los distintos agrupamientos en el transcurso de la negociación y una breve descripción de las distintas demandas durante la reestructuración. Con el presente trabajo se busca aportar a la caracterización de la lógica de acumulación del capitalismo financiero sostenida por la arquitectura financiera internacional (AFI) actual<sup>1</sup>.

### 1. El gran capital del siglo XXI: los fondos comunes de inversión

A inicios de los '70, Estados Unidos abandonó los acuerdos de Bretton Woods que coordinaban los arreglos monetario-financieros a nivel global, al declarar la inconvertibilidad del dólar y su posterior devaluación. De la mano de este cambio, se sucedieron una serie de reformas tendientes a reducir las trabas a los movimientos de capitales entre fronteras, así como una creciente desregulación de la operatoria financiera. Esto dio lugar a una expansión de los flujos financieros internacionales, que aceleró la tendencia abierta ya en la década previa. La acumulación de excedentes invertibles se canalizó a través de canales financieros.

En primera instancia, este rol fue cubierto por grandes bancos, que utilizaron estos grandes volúmenes de liquidez ociosa a nivel global, generando las condiciones para la especulación financiera, lo que se tradujo en nuestra región —y periferia— en abultadas deudas (Cabrera Morales, 2022). Esta expansión entró en crisis a principios de los '80, a lo que siguió una larga década de renegociaciones, durante la cual cobraron especial relevancia los organismos multilaterales de crédito —en especial, el FMI—. Justamente, estos organismos dieron su aval para la resolución de este proceso ocurrió a través de la securitización de la deuda bancaria con el plan Brady (1989-90). Esto permitió el resurgimiento del mercado secundario de deuda soberana, así como la aparición de nuevos acreedores, concretamente, operadores de mercados de capitales orientados a la gestión de fondos privados.

La élite financiera actual está constituida principalmente por gestoras de inversión y fondos de pensiones, administradoras de múltiples instrumentos financieros complejos y sofisticados, como los fondos comunes de inversión (FCI).

Estos actores operan con elevados niveles de ganancia generados por mecanismos de valorización financiera, que son la contracara de las deudas soberanas, sostenida por una AFI que incluyen instrumentos financieros, normas jurídicas, calificadoras de riesgo, lobby político, mediático y organismos multilaterales de crédito. A través de los FCI se desarrolla la concurrencia de múltiples capitales de millonarios, multimillonarios y corporaciones que canalizan parte de su inversión para la obtención de una renta financiera, desvinculada de su actividad productiva —no así de lo productivo—. Estas administradoras conforman paquetes o portafolios que

\* Docente Universidad Nacional de Lanús (UNLa).

<sup>1</sup> Sobre su actuación y modificaciones en las últimas décadas, ver capítulos de Lucas Castiglioni y de Emilia Val y Pablo Nemiña en este libro.

incluyen diversas inversiones en el mundo, como por ejemplo la compra de deuda emitida por un país para invertir en el mercado.

De acuerdo a estimaciones de Phillips (2018) el capital total bajo administración por las diecisiete empresas financieras más grandes superaba los 41,1 billón de dólares. Para 2020 según McKinsey, las firmas Assets Under Management (AUM)<sup>2</sup> registraron un balance conjunto de más de 115 billones de dólares, mientras que para Boston Consulting Group estimaba unos 103 billones, ambos valores por encima de los 94 billones en los que el FMI valoró el PIB mundial un año más tarde (Público, 30/01/2022). Estos datos no son linealmente comparables al ser universos y momentos distintos, pero nos permiten aproximarnos a dimensionar el peso en la economía global de estos grandes pulpos financieros. Un estudio de la Universidad de Zúrich de 2011 informó que un pequeño grupo de empresas, principalmente bancos e instituciones financieras ejerce un enorme poder sobre la economía mundial: 147 empresas controlaban alrededor del 40% de la riqueza mundial (Stefania Vitali, Glattfelder y Battiston, 2011).

Para principios de 2017 las principales empresas de gestión de activos con más de 1 billón de dólares eran —en orden descendente—: BlackRock (EE.UU.), Vanguard Group (EE.UU.), JP Morgan Chase (EE.UU.), Allianz SE (PIMCO) (Alemania-EE.UU.), UBS (Suiza), Bank of America Merrill Lynch (EE.UU.), Barclays plc (Gran Bretaña), State Street Global Advisors (EE.UU.), Fidelity Investments (FMR) (EE.UU.), Bank of New York Mellon (EE.UU.), AXA Group (Francia), Capital Group (EE.UU.), Goldman Sachs Group (EE.UU.), Credit Suisse (Suiza), Prudential Financial (EE.UU.), Morgan Stanley y Co. (EE.UU.), Amundi/Credit Agricole (Francia). A su vez, estas mismas empresas tienden a invertir unas en otras, por lo que es una red interrelacionada con inversiones compartidas en todo el mundo. El resultado de esta inversión cruzada es un entrelazado estructural de capital global acumulando cada vez mayor de riqueza en detrimento continuo de miles de millones de personas en todo el mundo (Phillips, 2018).

En 2020, la deuda global llegó a 281 billones de dólares, mostrando el aumento interanual más grande desde la Segunda Guerra Mundial (IIF, 2021). La mayor parte de esta deuda no expresa una relación entre Estados, sino de Estados con instituciones privadas. Estos acreedores imponen condiciones sobre la distribución de los recursos y las políticas de los gobiernos. Grandes masas de trabajadores/as se ven obligadas a trabajar para sostener su propia reproducción y responder por los compromisos generados a través de la deuda pública.

Hoy en día las decisiones de las empresas pasan por las llamadas sociedades por acciones, donde se deciden lineamientos estratégicos como inversión —cuándo, dónde, en qué, etc.—, costos productivos, fusiones, entre otras. Magdalena Rúa (2020) recupera un análisis realizado por Haberly y Wojcik (2016, *Earth Incorporated: Centralization and Variegation in the Global Company Network*) donde demuestran la dinámica del proceso de centralización a través de una muestra de 205 empresas de mayor facturación del mundo: 158 están vinculadas entre sí compartiendo al menos 5% de sus paquetes accionarios. BlackRock posee una participación significativa directa en casi un tercio de las empresas de la muestra y una participación significativa de forma indirecta en el 45% de estas. Los 20 principales fondos de inversión, entre los que se encuentran BlackRock, Fidelity, Vanguard y State Street, poseen una participación significativa de al menos un 5% del capital en el 61% de las 205 firmas. A la vez que 15 de estos 20 tienen una participación significativa directa en otros fondos de esta misma red, lo que denota su interconexión. A su vez, BlackRock, State Street, FMR (Fidelity) y Vanguard Group ocupan los principales directorios de firmas como: Bank of America, JP Morgan, Citigroup, Goldman Sachs, Morgan Stanley, AIG, Boeing, Caterpillar, Coca-Cola, DuPont, General Motors, H-P, Intel, IBM, Johnson y Johnson, McDonald's, 3M, Pfizer, Wal-Mart, Time Warner, Walt Disney; NBC Universal, entre otras (El cohete a la luna, 10/05/2020). BlackRock, Vanguard y State Street participan en 30 de los corporativos más importantes que cotizan en el Dow Jones, del cual poseen aproximadamente el 20% (López, 2020, citado por Cabrera Morales, 2022). También participan en las ramas más dinámicas en todos los países; en EEUU participan en cerca de 940 empresas, como J.P. Morgan, Citigroup, Facebook, Alphabet, Microsoft, Procter y Gamble,

<sup>2</sup> Activos bajo gestión (en ocasiones se usa la abreviatura AUM, del inglés assets under management) es un indicador financiero que muestra el volumen de recursos de clientes gestionados por una empresa.

Chevron, General Motors, Amazon, Disney, etc. (Lafuente, 2016 citado por Cabrera Morales, 2022).

De modo que nos encontramos con un reducido grupo de actores que manejan una asombrosa masa de fondos de terceros, que aplican en colocaciones financieras y productivas, en una red difícil de desenmarañar.

#### LA DEUDA SOBERANA EN MANOS DE LA ELITE

América Latina y el Caribe para 2021 era la región más endeudada del mundo en desarrollo. La deuda bruta del gobierno general promedia el 77,7% del PIB regional, aunque en algunos casos supera el 100% del PIB nacional, y el servicio total de la deuda representa el 59% de sus exportaciones de bienes y servicios (CEPAL, 2021)<sup>3</sup>. De acuerdo a datos del ministerio de economía para el primer trimestre de 2020 la deuda bruta de la administración central de la Argentina era de U\$D 323.381 millones –casi un 90% del PBI–, de la cual un 36,5% era con el sector privado.

Si observamos la deuda pública externa en América Latina y el Caribe, de acuerdo al informe de EURODAD de 2021, la participación de los bonos soberanos representaba un 45% y la principal moneda de emisión de dichos bonos fue el dólar estadounidense (85,8% del total). En Argentina el 92% se encontraba emitida en dicha moneda, un 7% en euros y un 1% en yen. Si se observa la participación de grandes bancos –actor importante en el proceso de emisión de bonos soberanos– en América Latina el 22% fueron suscriptos por el Citigroup, el 18% por el Bank of America Merrill Lynch, el 14% por el JP Morgan Chase, el 12% por el Deutsche Bank AG, el 9% por el HSBC, 6% por el Goldman Sachs, el 4% por Credit Suisse y el 2% por el Barclays<sup>4</sup>. Mientras que los 25 principales inversores en bonos soberanos poseían 113 miles de millones de dólares en títulos públicos emitidos por 60 países, estos inversores se encuentran en un grupo de seis países: EE. UU., Reino Unido, Suiza, Alemania, Francia y los Países Bajos, y están dirigidos por un pequeño grupo de empresas que incluye BlackRock (EE. UU.), PIMCO (EE. UU.), AllianceBernstein (EE. UU.), Fidelity

Investments (EE. UU.), Amundi Asset Management (FR). Cabrera Morales (2022) señala que los diez FCI más grandes controlan más del 25% del total de recursos de estos corporativos, ello les permite ejercer presión y dominio sobre cualquier empresa, gobierno, estado, etc.

El grupo de los 25 principales inversores institucionales poseían un total de 42,7 billones de dólares estadounidenses en activos bajo gestión –la cifra equivale a cuatro veces el PIB de los 62 emisores de bonos soberanos que trata el informe de EURODAD–. Las tenencias de bonos soberanos representan una parte muy pequeña de los activos de estos fondos: para los 25 principales inversores los bonos soberanos representaban una media del 0,4 % de los activos bajo su gestión. En Argentina, los mayores acreedores eran Blackrock, PIMCO, Alliance, Fidelity, Amundi, Vanguard Group, JP Morgan, UBS, MFS, T Rowe Price, entre otros (EURODAD, 2021). Miguel Fernández Pastor señala que cinco poseen más de 25 mil millones de dólares en bonos de deuda de nuestro país (Ashmore, Pimco, Templeton, BlackRock y Fidelity<sup>5</sup>) –a febrero 2020– (El cohete a la luna, 23/02/2020).

## 2. Acreedores privados de la Argentina en la última reestructuración (2020)

Los procesos de reestructuración de deuda soberana resultan una constante del sistema financiero internacional contemporáneo, desde 1970 hasta 2013 se registraron 187 episodios de reestructuración de deuda de Estados con acreedores privados: con bancos y tenedores de títulos públicos (Cruces y Trebesch, 2013). Estos procesos de reestructuración alcanzaron a 80 Estados, categorizados casi en su totalidad como en desarrollo y/o emergentes. La existencia de un número mayor de reestructuraciones que de Estados reportados da cuenta que muchos de ellos se vieron obligados a revisar las condiciones en las que renegociaron sus deudas al poco tiempo, poniendo en evidencia la *ineficacia* de los procesos para generar un alivio financiero y un horizonte sostenible en el cumplimiento de obligaciones soberanas (Fernández Alonso, 2020).

<sup>3</sup> Ver al respecto el capítulo de Juan Pablo Bohoslavsky, Francisco Cantamutto, Agustina Costantino y Mariana Rulli en este libro. En términos de la trayectoria de los flujos de capital en la región, ver el capítulo de Gustavo Burachik.

<sup>4</sup> Los diez principales tienen sede en Estados Unidos (EEUU), Reino Unido, Suiza y la Unión Europea (UE), liderados por Citigroup (EEUU), Deutsche Bank (Alemania), JP Morgan Chase (EEUU).

<sup>5</sup> Este fondo bloqueó la negociación que llevaba adelante Axel Kicillof en la provincia de Buenos Aires (febrero 2020).



Argentina atravesó una difícil reestructuración tras el default de 2001. Con el canje de 2005 se logró normalizar el 76% de la deuda, y tras las reaperturas de 2010 y 2013, se logró canjear poco más del 92% de los bonos originales. Sin embargo, por ser bonos emitidos sin cláusulas de acción colectiva, diversos grupos de fondos —conocidos como “buitres”— pudieron litigar en tribunales extranjeros para obtener el cobro pleno<sup>6</sup>. Esto dificultó el acceso de la Argentina al mercado internacional de créditos. Tras una década de litigios y conflicto político, el gobierno de Cambiemos (2015-2019) desplegó una estrategia cooperativa frente a los fondos buitres, abonando en 2016 más de U\$D 9.300 millones (Nemiña y Val, 2020). La resolución de dicho conflicto y la eliminación de los controles cambiarios alentaron una vigorosa reinserción financiera de Argentina, que permitió un acelerado ciclo de endeudamiento externo. La deuda modificó también su composición: se incrementó la proporción de títulos en moneda extranjera y disminuyó la duración promedio de los créditos. Esto deterioró severamente la sostenibilidad de la deuda, lo que llevó a problemas de cumplimiento. El gobierno de Cambiemos solicitó un préstamo al FMI de 57000 millones de dólares —de los cuales se desembolsaron 44.500—, el más grande de la historia del organismo, en tiempo record, incluso violando su propio estatuto a lo largo de sus desembolsos. A pesar de ello, en septiembre de 2019 tuvo que *reperfilarse* su propia deuda, es decir, detener los pagos normales.

El gobierno del Frente de Todos (2019-2023) promovió una nueva estrategia de renegociación, basada en la búsqueda de sostenibilidad de la deuda en cuatro etapas: reestructurar los títulos bajo legislación extranjera, los bonos regidos por ley local, avanzar en un nuevo acuerdo con el FMI y refinanciar los pagos al Club de París (Nemiña y Val, 2020). El presente trabajo abordará la caracterización de los grandes acreedores de deuda pública, con los cuales el 31 de agosto de 2020 el gobierno logró canjear 21 bonos de la deuda externa por U\$D 66.137 millones con una aceptación del 93,55%<sup>7</sup>, se activaron casi todas las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC), menos las de los bonos Par 2038 en dólares y euros emitidos en 2010 (Ámbito, 31/08/2021). Nemiña y Val (2020)

señalan que al ser grandes inversores que poseen el conocimiento y el capital, tienen la capacidad de adquirir series de bonos para limitar la aplicación de las CACs y negociar con mayor dureza, además de los contactos para influir sobre el sistema político. Estimaciones iniciales calculaban que los grandes fondos de inversión poseían cerca del 35% de los bonos a reestructurar.

Los grandes fondos de inversión negociaron con la Argentina organizándose en torno a grupos conformados específicamente para el caso, que tuvieron estrategias diferentes. La siguiente tabla resume su conformación.

El gobierno presentó sucesivamente 4 ofertas, extendiendo 8 veces el plazo máximo para cerrar el canje. En este lapso de tiempo, no se abonaron vencimientos por 503 millones de dólares en mayo, lo que llevó al país a la calificación de *default*. Sin embargo, por mantener los canales de diálogo abiertos, y llevar en curso la negociación, esto no llevó a demandas por parte de los acreedores, que provocaran una aceleración de los pagos. Cada propuesta fue presentada ante las autoridades bursátiles de Estados Unidos, así como los juzgados intervinientes, de modo de demostrar la “buena fe” de la negociación (Cantamutto y Feliz, 2021). El grupo Ad Hoc Argentine Bondholder Group (Ashmore, AllianceBernstein, BlackRock, entre otros) fue el que sostuvo una posición más confrontativa en la negociación: en junio de 2020 emitieron un comunicado donde señalaban que: “A pesar de que realizamos mejoras a la propuesta, las autoridades han optado por permanecer en un estado de default, arriesgándose a daños adicionales inmediatos ya a largo plazo en una economía que necesita desesperadamente inversiones adicionales y acceso a los mercados internacionales de capital” (La Nación, 17/06/2020). Paralelamente el ministerio de economía emitía un comunicado en el cual informaba que se levantaba la confidencialidad que se mantenía desde el 8 de junio hasta la fecha del comunicado (17/06), donde la República Argentina mantuvo reuniones con inversores con propuestas de reestructuración, a su vez también se declaraba que “Los Inversores Restringidos respondieron a la información provista por Argentina proponiendo ajustes, descriptos por separado, con los que Argentina no puede comprometerse de manera razonable, algunos de los cuales son ampliamente inconsistentes con el marco de sostenibilidad de deuda que necesita

<sup>6</sup> Por la falta de un marco consistente de resolución de estos problemas, ver capítulo de Emilia Val en este libro.

<sup>7</sup> Representó un intercambio del 99% de los títulos equivalente a alrededor de U\$D 65.500 millones.

la República para restaurar la estabilidad macroeconómica y para avanzar con un programa con el FMI” (Ministerio de economía, 17/06/2020).

En julio, el grupo Ad Hoc y el grupo Exchange expresaron su insatisfacción con la nueva oferta, pero se declararon abiertos a proseguir la negociación: “aunque no aceptamos la propuesta de Argentina, nos parece que brinda una base para un acuerdo constructivo. Estamos listos para debatir algunas modificaciones a la oferta que permitan una reestructuración consensuada” (Ámbito, 09/07/2020). Argentina ofrecía pagar un promedio de 53,5 por cada 100 dólares prestados, frente a la anterior oferta que daba 39 dólares por cada 100, rechazada en mayo. El periodo de gracia sin pagos quedó reducido de tres años a uno, y Argentina comenzaría a pagar vencimientos en septiembre de 2021. Los grupos Ad Hoc y Exchange Bondholders lamentaron no haber sido consultados sobre los términos de la oferta, pero consideraron que “romper el impasse entre Argentina y sus acreedores es una alternativa mucho mejor que entrar de nuevo en un ciclo de rechazo y revisión de medidas más drásticas por ambas partes”. “Una reestructuración consensuada es la mejor ruta para que Argentina acceda de nuevo a los mercados a capitales y logre una economía sustentable” (Ámbito, 09/07/2020). El grupo Ad Hoc con BlackRock como principal exponente (Ámbito, 31/07/2020) empujaba al gobierno a mejorar la oferta; a su vez el gobierno, podía optar por tensar la situación y generar un escenario de posible default.

El 4 de agosto de 2020 el ministerio de economía informó que “Argentina y tres grupos de acreedores alcanzan acuerdo de reestructuración de deuda” (Ministerio de economía, 04/08/2020). Por su parte el grupo Ad Hoc a través de un comunicado afirmaba que “La reestructuración propuesta le dará a Argentina recursos adicionales que ayudarán al Gobierno a poder encarar los desafíos que tiene el país por delante, mediante el otorgamiento de un alivio económico significativo que totalizará 37.000 millones de dólares en los próximos nueve años y la reapertura del acceso a los mercados de capitales” (El economista, 05/08/2020), a su vez confirmaba que eran 14 los fondos representados por ese comité que habían aceptado la oferta<sup>8</sup> y que los distintos fondos que

agrupan actúan en representación de millones de individuos alrededor del mundo “que ahorran para su jubilación. Somos fiduciarios de nuestros clientes y buscamos resultados que beneficien a todas las partes interesadas, incluidos los países en los que invertimos” (Infobae, 05/08/2020). El valor de la oferta final representó una mejora del 37% en comparación con la oferta original del gobierno argentino y una cesión del 11% de parte de los acreedores en relación a su primera contra-oferta (Cantamutto y Féliz, 2021).

Los negociadores Jennifer O’ Neil y Ian Glastein, por BlackRock (Grupo Ad Hoc) y Monarch (Grupo Exchange Bondholder), respectivamente, fueron los que cerraron el acuerdo con el ministro de Economía, Martín Guzmán, y el director por el Cono Sur ante el FMI, Sergio Chodos, en la madrugada del martes 4 de agosto presentada ante la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos (SEC) (El Cronista, 17/08/2020). El egipcio Mohamed A. El-Erian, Jefe Asesor Económico de Allianz SE (Pacific Investment Management Company, PIMCO), sostuvo: “Es un resultado impresionante en términos históricos, en términos de magnitud general, y dado que fue una negociación por Zoom” (El Cronista, 31/08/2020).

Algunas figuras que explicitaron su aval a la oferta de la Argentina fueron el Papa Francisco, Joseph Stiglitz, premio Nobel de Economía (mentor de Guzmán) y Kristalina Georgieva, directora Gerente del FMI. Así también desde el sector financiero se celebraba el acuerdo: Fabián Kon, CEO de Banco Galicia señaló que “el canje tiene una importancia capital para el futuro de la Argentina y es importante asegurarse de que las cláusulas de acción colectiva arrastren a todos los tenedores. Creo que fue un canje muy bueno” (Clarín, 31/08/2020). Juan Marotta, CEO de HSBC Argentina -entidad asesora del Gobierno en el proceso-, aseguró que “es un paso muy importante y en el sentido correcto, que despeja el camino para los próximos pasos”, pero que “el acuerdo nos permite sentar las bases para recuperar la confianza pero hay mucho por hacer. Una vez concretado el canje de deuda bajo legislación local, quedan pendiente las conversaciones con el FMI para terminar de despejar el horizonte financiero del sector público nacional.

<sup>8</sup> AllianceBernstein, Amundi Asset Management, Ashmore Investment Management Limited, Autonomy Capital, Ayres Investmente

Management, BlackRock Financial Management, BlueBay Asset Management, Contrarian Management Asset, Fidelity Management y Research, Invesco Advisers, T. rowe Price Associates, Wellington Management Company, y Western Asset Management Company.

**Tabla 1.** Composición y características de los grupos de acreedores de la Argentina, 2020.

	<b>Grupo Ad Hoc de Bonistas Argentinos</b> (Ad Hoc Argentine Bondholder Group-AHBC) <sup>1</sup>	<b>Comité de Acreedores de Argentina</b> (Argentina Creditor Committee-ACC)	<b>Grupo de Bonistas del Canje</b> (Exchange Bondholder Group-EBG)
<b>Bonistas que conforman al grupo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- AllianceBernstein</li> <li>- Amundi Asset Management</li> <li>- Ashmore Investment Management Limited</li> <li>- Ashmore Investment Advisors</li> <li>- BlackRock Financial Management, Inc. (cara visible)</li> </ul> <p>Y sus afiliados:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- BlueBay Asset Management LLP</li> <li>- Fidelity Management y Research Co.,</li> <li>- T. Rowe Price Associates</li> <li>- Western Asset Management Company LLC</li> <li>- Wellington Management Company LLP</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Greylock Capital</li> <li>- Fintech Advisory</li> <li>- Gramercy Funds Management.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- HBK Investments</li> <li>- Monarch Alternative Capital LP</li> <li>- Paloma Partners anagement Corp.</li> <li>- Pharo Management (UK) LLP</li> <li>- Redwood Capital Management</li> <li>- LLC y VR Capital Group</li> </ul>
<b>Asesorías</b>	Asesores legales internacionales White y Case LLP.	<p><i>Asesores financieros: UBS Securities LLC y Mens Sana Advisors LLC como</i></p> <p><i>Asesores legales: Clifford Chance LLP y Orrick, Herrington y Sutcliffe LLP</i></p>	Asesoría legal de Quinn Emanuel Urquhart y Sullivan LLP
<b>Características</b>	Formado por los mayores acreedores institucionales <sup>2</sup>	Fondos que habían participado de manera cooperativa del canje 2010	Según su página web, sus integrantes mostraban las mayores tenencias de bonos emitidos en los canjes de 2005 y 2010
<b>Tipo de estrategia</b>	Menos cooperativa	Mostraron ser los más flexibles, dialogantes y pragmáticos <sup>3</sup> (Infobae, 08/07/2020)	Tomaban posición y negociaba junto al grupo Ad Hoc <sup>45</sup>

**Fuente:** elaboración propia en base a Nemiña y Val (2020) y notas periodísticas.

<sup>1</sup> <https://www.cronista.com/economia-politica/Deuda-grupo-liderado-por-BlackRock-confirmo-su-apoyo-al-acuerdo-20200805-0007.html>

<sup>2</sup> El grupo de acreedores señala que posee colectivamente más de 25% de los bonos de Argentina emitidos a partir de 2016 y más de 15% de los bonos de canje del país (Infobae, 20/04/2020)

<sup>3</sup> “Por tres puntos estás dispuesto a perder 20 o 30” dijo Humes, el presidente de Greylock. “Es una locura. Es desafortunado cuando los egos y la inexperiencia entorpecen una solución pragmática” (NYTimes, 31/07/2020)

<sup>4</sup> Ídem.

<sup>5</sup> Los grupos Ad Hoc y Exchange Bondholders se calculaba una tenencia de unos 21.000 millones de dólares de la deuda argentina emitida bajo legislación extranjera (Ámbito, 09/07/2020).

También vendrán las reestructuraciones provinciales” (Clarín, 31/08/2020). Mientras que el presidente del Banco Ciudad, Guillermo A. Laje, señalaba que “dejamos atrás la incertidumbre en torno a un tema central, algo que mejora la sostenibilidad de las obligaciones de Argentina y es muy positivo para el des-entramado del sistema financiero local” (Clarín, 31/08/2020). El presidente de Banco Provincia, Juan Cuattromo, resaltó que “la renegociación de la deuda y el acuerdo con el FMI van a aclarar el panorama económico y si bien la pandemia alargó los tiempos, lo importante es que se está trabajando en la resolución de estos problemas con una perspectiva de sostenibilidad” y agregó que es necesario “buscar estrategias de financiamiento que no ahoguen a la actividad productiva” (Clarín, 31/08/2020).

A continuación se presentan y caracterizan seis de los principales acreedores privados de deuda soberana durante la reestructuración de 2020: BlackRock, Fidelity, PIMCO, AllianceBernstein, Amundi y Ashmore. No se trató de una multiplicidad de actores de carácter disímil y dispersos en diversas latitudes, sino de un contingente de tenedores de títulos públicos -fondos de inversión, en su mayor parte- los cuales convergieron pronto en tres grandes asociaciones o comités, a saber: el Grupo Ad Hoc de Bonistas Argentinos (AHBC, por sus siglas en inglés) liderado por el fondo de inversión BlackRock, Ashmore y Fidelity; el Comité de Acreedores de Argentina (ACC, por su sigla en inglés), conformado por Fintech Advisory y Gramercy) y el Grupo de Bonistas del Canje (grupo compuesto por Monarch, BH, Cyrus, entre otros; aseguraban tener el 32% de los bonos a reestructurar por un total de U\$D 21.000 millones<sup>9</sup> (Fernandez Alonso, 2020).

## 2.1. BlackRock

Esta administradora de fondos de inversión se fundó en 1988, es considerada la más grande del mundo en la actualidad. Posee su sede en Nueva York y su actual CEO es Laurence D. Fink, graduado en 1974 en Ciencias Políticas por la Universidad pública de California

<sup>9</sup> Los mayores puntos de divergencia estuvieron entre el Grupo Ad Hoc de Bonistas Argentinos y el Comité de Acreedores de Argentina con el Grupo de Bonistas del Canje: los primeros aglutinaron a tenedores institucionales de títulos públicos emitidos durante el gobierno de Macri, mientras que el último grupo reunió a inversores también su mayor parte institucionales con instrumentos de deuda soberana reestructurada en los tramos de 2005 y 2010.

(UCLA) y en 1976 obtuvo el máster en administración de empresas por la misma universidad. Del Partido Demócrata, Fink fue uno de los principales contendientes para Secretario del Tesoro si Hillary Clinton hubiera sido elegida presidenta, y ha sido un líder en la defensa de la privatización de la Seguridad Social. En 1988, se une a Blackstone, que crea la marca BlackRock la cual en 1992 se convierte en una compañía independiente, siempre con Fink a la cabeza.

En el reporte anual de Blackrock (2020), se señala que los activos bajo su gestión han crecido de U\$D 3,3 a U\$D 8,7 millón de millones (al 31 de diciembre 2020)<sup>10</sup>. A diciembre de 2021, gestionaba más de U\$D 10 millón de millones de activos (Alanis, 2022). Desde que comenzaron a cotizar en bolsa en 1999, ha entregado más del 7,500% en retorno total. De acuerdo a dicho informe, posee presencia en más de 100 países, administra pensiones de 35 millones de jubilados estadounidenses, tiene su propio sistema de gestión de riesgos Aladdin y emplea a 16.500 trabajadores. También se presentan con un perfil progresista a través del abordaje de problemáticas como el cambio climático (Aladdin Clima) con proyectos de infraestructura eólica y solar alrededor del mundo; por el trato justo a lxs trabajadorxs (LifePath) y realizan ayudas humanitarias y voluntariados (BlackRock Fundación y The BlackRock Charitable Trust).

Según el informe de Eurodad (2021), BlackRock poseía U\$D 1.213 millones en bonos de deuda argentina en 2020. Es el país de mayor relevancia en su cartera de bonos soberanos, seguido por Egipto (1.027), Colombia (1.002), Indonesia (932), Ucrania (910), Turquía (877), Brasil (783), entre otros. Se observa que tiene una presencia generalizada en territorio latinoamericano, Europa oriental y asiático.

En el reporte anual de 2020 no se encuentra mención a los bonos de deuda argentina, ni de otros países de la región. Sí refiere a que en “Brasil lanzaron el primer ETF cotizado localmente del país, lo que facilita a brasileños para acceder a los mercados globales a través de un único inversión a bajo costo” (BlackRock, 2020). En América Latina tiene presencia en Brasil desde 2009 y en México desde 2008 donde ha invertido en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y es socio de 69 empresas (Cabrera Morales, 2022). Según los datos

<sup>10</sup> Desde la adquisición de Barclays Global Investors en 2009 generaron más de 100 clientes nuevos por 1,7 millón de millones de dólares.

que proporcionó Miguel Fernández Pastor en una nota periodística (El cohete a la luna, 23/02/2020) en Argentina, BlackRock es dueña del 5,2% de Pampa Energía, la empresa de Marcelo Mindlin, y a través de MSCI, una subsidiaria, posee inversiones en Globant, YPF, el Grupo Galicia y Telecom, entre otras. También se señala que posee acciones del Banco Macro, Banco Santander y Supervielle, y posee participación en Edenor, Central Puerto, Transportadora del Gas del Sur, Loma Negra e IRSA (Ámbito, 31/08/2020). Respecto a YPF se observa que hay participación de distintos fondos del grupo Ad Hoc expresado en su cierre de canje de 2021 con una adhesión del casi 85%, del cual un 45% respondía al Grupo Ad Hoc, con Fidelity (casi 30%), BlackRock, Wellington y Amundi, entre otros (El Cronista, 10/02/2021). BR ingresó en la petrolera como socio privado en los 90, como parte de su alianza global con Repsol y permaneció durante el conflicto por la renacionalización de la petrolera por parte del gobierno de Cristina Fernández de Kirchner en 2012. Tiene además una presencia no solo por su intervención como accionista de multinacionales de fuerte presencia local como Coca-Cola, Bayer, Apple, Microsoft, Telefónica o Procter y Gamble (entre otras); sino como propietario de acciones de varias de las empresas más importantes del mercado como Mercado Libre, Tenaris, Grupo Galicia, Banco Macro, Telecom, Pampa Energía, TGN, Arcos Dorados y Adecoagro (Ámbito, 14/07/2021).

En una entrevista efectuada a Samantha Ricciardi, encargada de BR en México, comentó que al fondo le es indistinto que el gobierno mexicano tenga una tendencia progresista o neoliberal, ya que la empresa que representa lo único que hace es administrar fondos de terceros (la mayoría fondos de pensión donde se observan sugerencias de reformas previsionales como el aumento de la edad jubilatoria o el aumento de los aportes). BR fue blanco de críticas por parte de los Chalecos Amarillos por el cambio del régimen de jubilaciones en Francia, quienes organizaron sus manifestaciones frente a las oficinas de BlackRock (Fernandez Pastor, 2020)<sup>11</sup>.

En 2014 Cristina Fernández lo acusó de desestabilizar al país cuando le compró a Paul Singer, cara visible del fondo buitre Elliott (con el cual el país estaba en litigio), una participación en la imprenta Donnelley,

que presentó la quiebra en 2014 y despidió a 400 trabajadores (La Nación, 10/05/2020). La relación con el gobierno argentino cambió cuando Mauricio Macri llegó al poder en 2015. Fink fue uno de los financistas internacionales que apoyó la gestión de Cambiemos en una primera visita a la Argentina, en 2016, y también actuó como anfitrión del entonces presidente en un viaje a Nueva York (CLG Noticias, 10/05/2020).

## 2.2. Fidelity

Fidelity Investments o Fidelity Management and Research (FMR LLC) es una empresa estadounidense con sede en Boston, especializada en gestión de activos y fondos de pensiones. Fundada por Edward C. Johnson II y dirigida en 2020 por Edward C. Johnson III y su hija Abigail Johnson. Abigail fue asesora en Booz Allen Hamilton entre 1985–86, luego realizó un master en Administración de empresas en Harvard Business School y se unió a Fidelity como analista y directora de cartera en 1988.

En 1946 se creó el fondo *Fidelity Management and Research*, luego en 1969 *Fidelity International Limited* (FIL). Para 1990 lanzan la sociedad de inversión de capital variable (sicav) *Fidelity Funds*, en 1994 se instala en París. Para 2002 compra HR Access Solutions a IBM, y en 2006 lanza *Fidelity Vida*. En 2015 invertía 664 millones de dólares en América Latina, el 42,5% en Brasil y 28,5% en México (Cincodías, 2018 citado por Cabrera Morales, 2022). Fidelity es la segunda gestora con más poder en la Bolsa española, por detrás de Capital Group. Su inversión estaba valorada en casi 3.000 millones de euros en 2007. Entre sus inversiones destacaban Enagas (3% del capital), Grupo ACS (1,8%), Inditex (1,9%) e Indra (3,9%) (El País, 09/09/2007). En 2006 se hizo público que había comprado el 1% de BBVA y había reducido su participación en Altadis desde el 4,972% al 3,993% (El País, 19/04/2006). Fidelity tiene en sus manos el dinero de varios fondos de pensión norteamericanos. Uno de los protagonistas principales de la gran expansión de la emisión de deuda soberana argentina de los 90 (Ámbito, 20/08/2020). En 2005, fue uno de los acreedores que negoció con el entonces secretario de Finanzas de Argentina, Guillermo Nielsen, la reestructuración de los U\$D 81.800 millones que estaban en default tras la crisis de 2001 (LN, 10/05/2020). En el caso de la deuda bonaerense poseía cerca del 20% del bono 2021, y fue uno de los

<sup>11</sup> <https://www.elcoheteealaluna.com/el-decalogo-de-los-fondos-de-inversion/>

que presionó con mayor fuerza mejorar la oferta de dicho canje<sup>12</sup> (Infobae, 03/02/2020).

Según el informe de Eurodad (2021), Fidelity poseía U\$D 1.243 millones en bonos de deuda argentina en 2020, ocupando el primer lugar en su cartera de bonos soberanos. Le seguían en importancia Turquía (873), Indonesia (720), Ucrania (656), Rusia (648), Egipto (475), Brasil (461), entre otros. Se observa fuerte presencia en territorio latinoamericano, surafricano, Europa oriental y asiático. De acuerdo a su balance de septiembre de 2021, en sus fondos de mercados emergentes, Argentina representaba un 0,68% del total, los primeros tres lugares los ocupan Rusia con 19,51%, seguido por India con un 16,07% y China con un 13,39% (Fidelity, 2021). Según aclara la página del mismo fondo, su mayor exposición está concentrada en acciones de empresas de cotización abierta, distribuido en un 15% en tecnológicas, y 14% finanzas. Según la agencia Bloomberg, por región geográfica, sus exposiciones actuales más grandes se encuentran en América del Norte (81,5%) y Europa Occidental (9,5%), con lo que su apuesta latinoamericana sería ahora más que marginal. Por ello el periodista de *Ámbito* (Burgueño) interpreta que la estrategia de desprenderse de activos como los bonos argentinos, no tendría que ver directamente con una desilusión particular con el país, sino con un cambio de rumbo general luego del estallido de la pandemia en el mundo (*Ámbito*, 20/08/2020).

### 2.3. PIMCO

Pacific Investment Management Company, LLC. (conocida como PIMCO) es una firma de inversión con sede en California (EE.UU.), fundada por Bill Gross (cono-

cido por la prensa como el “Rey de los bonos”) en 1971<sup>14</sup> y uno de los mayores gestores de activos de inversión globales de renta fija<sup>15</sup> del mundo. Cuenta con más de 2.400 profesionales en 12 países dedicados a gestionar inversiones de fondos de pensiones y planes de jubilación tanto públicos como privados, así como asesoramiento y gestión de activos para empresas, bancos centrales, instituciones educativas, asesores financieros, fundaciones y fondos de beneficencia. Su CEO desde 2016 era Emmanuel Roman, ejecutivo financiero francés, realizó un posgrado en administración de empresas y gestión de inversiones en Universidad de Chicago. Trabajó en Goldman Sachs sus primeros 18 años de carrera. En 2005 se unió a GLC Partners, un administrador de inversiones discrecionales; y luego de su fusión con Man Group formó parte de su comisión directiva. En 2016 fue nombrado director ejecutivo de PIMCO.

En 2000, PIMCO fue adquirida por Allianz SE<sup>16</sup>, una gran compañía global de servicios financieros con sede en Alemania, pero la empresa sigue funcionando como una filial independiente a la misma. Cuenta en su currículum ser uno de los pocos fondos de inversión sobrevivientes a la crisis del 2008, la principal inversión del fondo en el país, fue hacerse de casi toda la colocación del Bono de Política Monetaria (BoPoMo), emitido el 21 de julio de 2017, por el entonces ministro de Finanzas, Luis Caputo (*Ámbito*, 26/08/2020). PIMCO había aumentado su posicionamiento en los valores en aproximadamente dos tercios este año, y llegó a poseer casi el 40% de la emisión total de 104 mil millones de pesos argentinos (US\$ 2.400 millones) (Perfil, 13/06/2019). En

<sup>12</sup> El fondo se había puesto firme a comienzos de febrero del año, y trabado la primera propuesta de reperfilamiento del BP21 impulsada por la provincia, y que buscaba liquidar un 30% del papel en febrero (unos u\$s75 millones) y otros u\$s250 millones el 1 de mayo. Fidelity se negó, bloqueó la operación y exigió que el pago al contado del 50% para aceptar la propuesta. En esos momentos, Fidelity detentaba el 16,5% del total de la emisión del bono, y comandó una embestida contra la propuesta de Kicillof liderando un bloque que también integraban BlackRock, JP Morgan el Royal Bank of Canada y el NV Group. Como el resto de los inversores, especialmente los particulares, estaban atomizados, Buenos Aires no logró llegar al porcentaje mínimo del 75% de aceptación y el “reperfilamiento” fracasó, lo que derivó en la decisión de Kicillof del 4 de febrero de pagar el vencimiento de u\$s250 millones y evitar el default (*Ámbito*, 20/08/2020).

<sup>13</sup> Para mayor desarrollo de deuda y canje bonaerense, ver capítulo de Andres Wainer en este libro.

<sup>14</sup> <https://www.fondos.com/blog/gestora-activos-pimco>

<sup>15</sup> Los instrumentos de RENTA FIJA son aquellos que poseen un cronograma de pagos futuros conocidos para el inversor al momento de la emisión y/o la compra. El inversor conoce de antemano la rentabilidad del instrumento si lo mantiene hasta su amortización.

<sup>16</sup> Allianz realiza funciones de Administradora de Fondos de Inversión; esta multinacional participa en el campo de los servicios financieros, aseguradora y proveedora de servicios financieros a nivel mundial. En 2012 sus ingresos ascendieron a más de 106,400 millones de euros (m€). En Colombia incursionó desde 1999, donde se hizo del 60% de las acciones de la aseguradora colombiana Colseguros, resultado de la privatización de los fondos de pensión impulsado por el sFi y hasta cierto punto administrado por organismos internacionales al estilo del Banco Mundial mediante sus criterios y recomendaciones. Tres años después, en 2002, aumentó su participación accionaria, y se convirtió en el propietario de la compañía. En 2012 y con el cambio de nombre, Colseguros desapareció y toda la operación se consolidó bajo la titularidad de Allianz, que ha alcanzado más de 78 millones de clientes (Allianz, 2022) (Allianz, 2022 citado por Cabrera Morales, 2022).

una entrevista con el *Financial Times*, su CEO, Roman, explicó que el éxito del fondo se debe a que está solamente dedicado a bonos (La Nación, 10/05/2020). En su momento declaraba que ingresaría al canje de la deuda llevando al mínimo sus inversiones, aduciendo pérdidas millonarias y que se concentrará en monedas, commodities y bonos de países desarrollados (Ámbito, 26/08/2020). PIMCO y Templeton se vieron afectados por las restricciones cambiarias reinstaladas en 2019, que les impidieron realizar sus ganancias —obtenidas por altos rendimientos de bonos en pesos (Perfil, 13/06/2019)— en dólares (Iprofesional, 04/12/2019), debido a las corridas cambiarias iniciadas en 2018. Estos fondos necesitaban algún tipo de seguro de cambio que les permitiera minimizar su pérdida en dólares. Según versiones periodísticas, nunca desmentidas, el ministro de Economía, Martín Guzmán, intentó darles salida con la emisión de un bono en dólares por US\$750 millones, pero las presiones continuaron y en octubre 2021 tuvo que viajar a Nueva York para pedirles que se retiren sin sacudir al mercado, en donde aún tenían US\$ 1.500 millones en bonos en moneda local (Clarín, 21/12/2021).

Según el informe de Eurodad (2021) PIMCO poseía U\$D 2.916 millones en bonos de deuda argentina, ocupando el segundo lugar, después de Turquía (3.675). En el resto de los países posee menos que U\$D 300 millones, con excepciones de Sudafrica (744), Ucrania (602), Egipto (396) y Rusia (339). Se observa bastante presencia en territorio latinoamericano, surafricano, Europa oriental y asiático.

#### 2.4. AllianceBernstein

AllianceBernstein Holding L.P. (AB) es una empresa global de gestión de activos que ofrece servicios de investigación y gestión de inversiones en todo el mundo a inversores institucionales, de alto valor neto y minoristas. Sus oficinas centrales están ubicadas en Nashville, Tennessee (EE.UU.); la firma también está presente en 51 ciudades de 25 países y cuenta con más de 3.800 empleados<sup>17</sup>. Poseía aproximadamente US\$ 779 mil millones en activos bajo administración al 31 de diciembre de 2021. Su CEO era Seth Bernstein, licenciado en ciencias políticas y economía de Haverford College. Antes de su nombramiento en AB,

Bernstein tuvo una carrera distinguida de 32 años en JPMorgan Chase, más recientemente como director gerente y jefe global de soluciones y estrategia administradas en J.P. Morgan Asset Management. En este cargo, fue responsable de la gestión de todos los activos discrecionales dentro del segmento de clientes de Banca Privada.

AllianceBernstein tiene sus orígenes en la fundación de Sanford C. Bernstein en 1967 como una empresa de gestión de inversiones para clientes privados. Sanford C. Bernstein y Company fue originalmente cofundada por Zalman Bernstein, Paul P. Bernstein, Shepard D. Osherow, Roger Hertog y Lewis A. Sanders. Alliance Capital se fundó en 1971 cuando el departamento de gestión de inversiones de Donaldson, Lufkin y Jenrette, Inc. se fusionó con el negocio de asesoría de inversiones de Moody's Investor Services, Inc.<sup>18</sup>. En octubre de 2000, Alliance Capital adquirió Sanford C. Bernstein. La inversión en acciones de crecimiento y renta fija corporativa de Alliance Capital, y su familia de fondos mutuos minoristas, acompañó la gestión de acciones de valor y renta fija exenta de impuestos de Bernstein y su negocio de clientes privados.

En 2019 se asoció con la Universidad de Columbia para brindar cursos de capacitación sobre sustentabilidad y ciencias ambientales a su personal de inversionistas.

Según el informe de Eurodad (2021), AllianceBernstein poseía U\$D 811 millones en bonos de deuda argentina en 2020, ocupando el segundo lugar, después de Egipto (926). Le siguen Ucrania (710), Sudáfrica (672), Nigeria (589), Costa de Marfil (532) y Ghana (426) entre otros. Se observa bastante presencia en territorio latinoamericano y africano<sup>19</sup>. En un reporte anual de la SEC de 2020 se encuentra mención a la argentina como mercado emergente y como subsidiaria, pero no se hace mención a ningún tipo de tenencia de bonos soberanos (SEC, 12/02/2020).

<sup>17</sup> Ver en <https://fundspeople.com/es/empresa/alliancebernstein/>

<sup>18</sup> Calificadora de riesgo. Proporciona investigación financiera internacional sobre bonos emitidos por entidades comerciales y gubernamentales. Moody's, junto con Standard y Poor's y Fitch Group, es considerada una de las tres grandes agencias de calificación crediticia. También está incluido en la lista Fortune 500 de 2021.

<sup>19</sup> En febrero de 2018, un analista de investigación sénior de la firma, Paul Gait, definió a la República Democrática del Congo (RDC), un país rico en cobalto, que es esencial para las baterías de iones de litio que impulsan los vehículos eléctricos, como económicamente "la Arabia Saudita de la era de los vehículos eléctricos". <https://www.mining-journal.com/capital-markets/news/1311386/-ivanhoe-pull-back-investors-waiting>

## 2.5. Amundi

Empresa francesa de gestión de activos, con 1.729.000 millones de euros en activos bajo gestión a finales de 2020, ocupaba el primer lugar entre las sociedades gestoras de activos en Europa y entre los principales actores mundiales del sector financiero. Fue creada en enero de 2010, con la fusión entre las actividades de gestión de activos de Crédit Agricole (Crédit Agricole Asset Management, CAAM) fundada en la década del 90' y la Société Générale (Société Générale Asset Management, SGAM), fundada en 1864. Desde noviembre de 2015, el grupo Amundi cotiza en la bolsa de valores [Euronext](#), siendo propiedad mayoritaria de Crédit Agricole S.A. Según su reporte anual (Bussines Report Amundi, 2021) poseen 4.700 empleados en más de 35 países. Centran su objetivo en consolidar su liderazgo en Europa y desplegarse más ampliamente en Asia, particularmente en China e India. Esto se expresa en la adquisición del Banco Sabadell Asset Management en España y la creación de una nueva filial en China en asociación con el Banco de China<sup>20</sup>, también lanzaron Amundi Tecnología. De la misma forma señalan que ganaron terreno en el Reino Unido y países nórdicos gracias a varios contratos nuevos, muchos de estos relacionados con ESG. Esto incluye ganar nuevos pasivos mandatos de gestión de la British Pension Protection Fund y el fondo de pensiones danés, PenSam. También tiene varios acuerdos de distribución con plataformas líderes, incluyendo BNP Paribas (DAB y Consors), Comdirect, DKB, Flatex, Gratisbroker, ING y Targobank (Bussines Report Amundi, 2021).

Su CEO en 2020 era Valérie Baudson quien sustituyó a Yves Perrier en 2021. Graduada de la Escuela de Estudios Superiores de Comercio (École des hautes études commerciales de Paris - HEC París) -una de las principales escuelas de administración de empresas del mundo- donde se especializó en finanzas. Lleva trabajando en el sector financiero desde 1995, en Amundi desde 2008. Comenzó su carrera en Banque Indosuez, donde dirigió misiones de auditoría internacional de 1995 a 1999.

Según el informe de Eurodad (2021), Amundi poseía U\$D 324 millones en bonos de deuda argentina, ocupando el octavo lugar después de Egipto (678), Ura-

nia (619), Turquía (589), Rusia (473), Nigeria (466), Sudáfrica (370) y Paquistán (352). Se observa bastante presencia en territorio latinoamericano, en Europa oriental y Asia. En su reporte anual de 2020 no se encuentra mención a los bonos de deuda argentina, ni de otros países.

Este fondo se presenta –al igual que otros-, como impulsor de iniciativas para fomentar “una forma de una financiación más respetuosa con el medio ambiente” a través de su Grupo Crédit Agricole cuyo objetivo es convertirse en empresa líder en inversión responsable. Así también presenta preocupación por lo social, lanzando varias inversiones enfocados a “reducir las desigualdades sociales o fomentando proyectos con impacto social positivo”. A su vez, señalan adherir a Los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU. Los accionistas “estables” (Grupo Crédit Agricole y empleados de Amundi) representan más del 70% de la Capital social. La proporción de empleados ha aumentado a 0,6%, testimonio del éxito de la ampliación de capital reservado para los empleados en noviembre de 2020. El free float (29,4% del capital social) está compuesto principalmente por Instituciones accionistas con el siguiente desglose geográfico: 54% de accionistas británicos y estadounidenses y 20% de franceses accionistas, repartiéndose el resto entre Europa continental y Asia (Bussines Report Amundi, 2021).

## 2.6. Ashmore

Fondo de inversión con sede en Londres, creado en 1992 a partir de un desprendimiento del Australian y New Zealand Banking Group -bancos históricamente más conservadores del sistema financiero internacional-. La radicación en Londres se debió a la alternativa de abrir las inversiones a [mercados](#) emergentes, una posibilidad prohibida por las leyes previsionales de Australia y Nueva Zelanda. Cotiza en el Stock Exchange y apuesta en unos 60 mercados diferentes. Manejaba a marzo de 2020 unos U\$D 76.000 millones. Respecto a la tenencia de bonos locales, poseía unos U\$D 1.000 millones en bonos para su reestructuración, fue uno de los que sostuvo una posición más confrontativa a la hora de cerrar el acuerdo (Ámbito, 30/06/2020). Su CEO era Mark Langhorn Coombs quien trabajó como Jefe de Mercados en Australia y New Zealand Banking Group Ltd., como Jefe de la División de Banca Comercial Internacional

<sup>20</sup> Es el cuarto banco más grande, con una red de 11.000 sucursales sirviendo a 300 millones de clientes minoristas.



Parte I. Argentina en el marco internacional

**Tabla 2.** Sistematización de caracterización de seis grandes acreedores de deuda soberana del Grupo Ad Hoc durante la última reestructuración de deuda 2020

	<b>Blackrock</b>	<b>Fidelity</b>	<b>PIMCO</b>	<b>Alliance Bernstein</b>	<b>Amundi</b>	<b>Ashmore</b>
<b>Año de fundación</b>	1988	1990	1971	2000	2010	1992
<b>Sede</b>	New York, EE.UU.	Boston, EE.UU.	California, EE.UU. - Alemania	Nashville, EE.UU.	París, Francia	Londres, G.B.
<b>CEO</b>	Laurence D. Fink (UCLA). Ex Blackstone	Abigail Johnson (Harvard). Ex Booz Allen Hamilton	Emmanuel Roman (Universidad de Chicago). Ex Goldman Sachs	Seth Bernstein (Haverford College). Ex JP Morgan Chase	Valérie Baudson (HEC París) sustituyó Yves Perrier en 2021	Mark Langhorn Coombs (Cambridge)
<b>Fondos bajo administración</b>	U\$D 10 millón de millones (Cincodías, 14/01/2022)	U\$D 9.9 millón de millones (Fidelity web, 2022)	U\$D 1.82 millón de millones (Pimco web, 2022)	U\$D 779 mil millones (wikipedia, 2021)	U\$D 1.7 millón de millones (Reporte Amundi, 2020)	U\$D 94.4 mil millones (Ashmore, reporte 2021)
<b>Cantidad de U\$D en bonos argentinos</b>	1.213 millones (Eurodad, 2021)  1.600 millones (datos de Bloomberg publicado en P12, 12/04/2020)	1.243 millones (Eurodad, 2021)  1650 millones (datos de Bloomberg publicado en P12, 26/04/2020)	2.916 millones (Eurodad, 2021)	811 millones (Eurodad, 2021)  700 millones de dólares (datos de Bloomberg publicado en P12, 26/04/2020)	324 millones (Eurodad, 2021)	1.000 millones (Ámbito, 2020)  400 millones de dólares (datos de Bloomberg publicado en P12, 26/04/2020)
<b>Inversión en empresas en base a datos de Phillips, 2018</b>	Apple; Microsoft; Ishares; Amazon; Facebook; Berkshire Hathaway; Alphabet; Citigroup; Philip Morris; Disney; Time Warner; Fox; JPMorgan Chase; Bank of America; Goldman Sachs Grp; Morgan Stanley y Co.; Prudential Financial; Bank of NY Mellon; State Street; FMR	Apple; Facebook; Amazon; Alphabet; Microsoft; Berkshire Hathaway; Citigroup; Ishares; Philip Morris; Time Warner; Fox; JPMorgan Chase; Bank of America; Goldman Sachs; Grp; Morgan Stanley y Co.; State Street; BlackRock; Vanguard Group; UBS; Allianz SE (PIMCO); Prudential Financial	SyP; Apple; Microsoft; Amazon; Facebook; United Health Care; Alphabet; Ishares; Philip Morris; Disney; JPMorgan Chase; Bank of America; UBS; Morgan Stanley y Co.; Prudential Financial; Vanguard Group; Bank of NY Mellon; Goldman Sachs; BlackRock; Credit Suisse; FMR	<i>Sin datos</i>	Apple; Microsoft; Alphabet; Citigroup; Amazon; Ishares; Disney; Time Warner; JPMorgan Chase; BlackRock; Bank of America; Bank of NY Mellon; Morgan Stanley y Co.; State Street; FMR; Goldman Sach Grp;	<i>Sin datos</i>

<b>Inversión en empresas argentinas y multinacionales con presencia local</b>	YPF; 5,67% del paquete accionario (participó del canje de 2021), Globant, Grupo Galicia, Telecom, Banco Macro, Banco Santandery Supervielle, y posee participación en Edenor, Central Puerto, Transportadora del Gas del Sur, Loma Negra e IRSA, Coca-Cola, Bayer, Apple, Microsoft, Telefónica, Proctery Gamble, Mercado Libre, Tenaris, Grupo Galicia, Banco Macro, Telecom, Pampa Energía, TGN, Arcos Dorados y Adecoagro (Ámbito, 14/07/2021)	YPF (participó del canje de 2021)	<i>Sin datos</i>	<i>Sin datos</i>	YPF (participó del canje de 2021)	<i>Sin datos</i>
---	---	-----------------------------------	------------------	------------------	-----------------------------------	------------------

**Fuente:** elaboración propia en base a Phillips (2018); EURODAD (2021) y notas periodísticas.

en ANZ Grindlays Bank y como Jefe del Grupo de Mercados Emergentes en ANZ Merchant Bank Ltd. También formó parte del consejo de administración de Prisma Energy International, Inc. Se licenció en la Universidad de Cambridge en abogacía.

Es el principal fondo de inversión extranjero en Colombia a través de Ashmore Andino. En 2021, a través de Ashmore Avenida, abrió un fondo para vivienda social con enfoque de género en el mismo país y la región. También posee participación en temas de infraestructura con el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) (ValoraAnalitik, 02/09/2021). También se encuentra vinculado al sector energético<sup>21</sup>.

<sup>21</sup> <https://lexlatin.com/noticias/cief-compra-en-colombia>

En el reporte anual de 2020 no se encuentra mención a los bonos de deuda argentina, ni de otros países, sólo porcentaje de inversiones de acuerdo a regiones (Ashmore - Annual Report and Accounts 2021).

### Conclusiones

Las deudas soberanas han crecido en todo el mundo, y afectan particularmente a los países de la periferia, que deben lidiar con acreedores privados que manejan grandes carteras de activos, no pocas veces superiores al PBI de las propias economías deudoras. De este modo, las reestructuraciones de deuda se vuelven un juego asimétrico, donde los deudores encaran en solitario frente a poderosos actores, con más recursos financieros y técnicos, que además se coligan entre sí para obtener mayores ventajas. De este

modo, limitan severamente la posibilidad de contener sus demandas a través de los mecanismos de las CAC. La Argentina encaró una reestructuración con acreedores privados en 2020, cuyos alcances fueron limitados, en el sentido que continúa con su vínculo de condicionamiento político a favor de los acreedores, no se puso en jaque el carácter dependiente del mecanismo de deuda, ni su validez, ni el entramado de relaciones internacionales que la sostienen, como así también se podría mencionar el carácter acotado sobre las dimensiones que el gobierno otorgó al concepto de sostenibilidad de deuda (Cantamutto y Felíz, 2021).

La mayoría de los acreedores de deuda soberana integrados en el Grupo Ad Hoc de Bonistas Argentinos son de los fondos más grandes a nivel global. PIMCO es el que mayor cantidad de bonos de deuda poseía para reestructurar (U\$D 2.916 millones) según datos de Eurodad (2021), seguido por Fidelity (U\$D 1.243 millones), BlackRock (U\$D 1.213 millones), AllianceBernstein (U\$D 811 millones) y Amundi (U\$D 324 millones). Sin embargo, fue BlackRock el que tomó la posición de negociador y representante del conjunto. Eurodad (2021) no hace referencia a Ashmore, el cuál según *Ámbito* (30/06/2020) poseía U\$D 1.000 millones, también miembro del grupo AdHoc. Sí se encuentran datos de otros fondos no caracterizados en el presente trabajo como: The Vanguard Group con U\$D 212, JP Morgan Chase con U\$D 234, UBS con U\$D 316, MFS Investment Management con U\$D 328 y T Rowe Price U\$D 395 (Eurodad, 2021).

Los activos que administran estos grandes fondos, suelen multiplicar los PIB de países, mientras que las tenencias de bonos soberanos representan una media del 0,4% del total administrado de acuerdo a la muestra que utiliza Eurodad (2021). Si comparamos las tenencias (AUM) de acuerdo a datos de Phillips (2018), reportes anuales, balances y páginas webs, con sus tenencias de bonos soberanos argentinos (Eurodad, 2021), se ratifica el dato anterior: los fondos analizados administran millones de millones, mientras que la tenencia de bonos soberanos argentinos en promedio son mil millones, salvo PIMCO que triplica el número y Amundi que es tres veces menor. De PIMCO se destaca que su mayor tenencia de bonos soberanos está centralizado en dos países, Turquía (U\$D 3.675 millones) y Argentina (U\$D 2.916 millones).

Argentina es en los cinco casos observables con datos disponibles de Eurodad (2021) el mayor o segundo deudor, respecto a acreencias de deuda en otros países: el primero de BlackRock y Fidelity, el segundo de PIMCO y de AllianceBernstein, y el octavo de Amundi. Vale preguntar por qué estos grandes fondos de inversión eligen los bonos de Argentina principalmente y otros países en su cartera de inversión, pese a que se nos suele caracterizar como “defaulteadores seriales” y que no garantizan “seguridad jurídica”, entre otras. Por lo que se observa, estos grandes fondos pocas veces pierden –de hecho en sus balances sus activos crecieron en los últimos años- a lo sumo “ganan menos”. Por otro lado, tienen la capacidad de vetar o bloquear cualquier propuesta por su peso mismo, e incluso bloquear las CAC’s adquiriendo otros bonos hasta obtener la mayoría. La estrategia parece ser presionar hasta que sea un valor medianamente razonable para el corto plazo y un alivio adicional de la deuda soberana mejorando las probabilidades de que el país sea capaz de cumplir con pagos a futuro, elevando el valor de los bonos pendientes de pago y disminuyendo el costo de endeudarse del sector privado, de las empresas públicas, y del sector público en general, desde nación, provincias e incluso municipios.

También se observa cierta convergencia en sus inversiones por sectores: en empresas de tecnología de Silicon Valley, en calificadoras de riesgo, cadenas mediáticas y también su entramado de inversiones entre ellos mismos, como así también en varias empresas locales y extranjeras. O sea, poseen inversiones financieras y productivas. Esto puede ser relevante porque señala una condición para la negociación con los países: además de que paguen sus deudas, les interesa que crezcan para que puedan expandir sus negocios productivos. Sin embargo, no hay evidencia de que se lleve una negociación que coordine las diferentes unidades de negocios de estos fondos: al pedir demasiado como acreedores ponen en riesgo la recuperación que les permitiría ganar más como empresas.

De la muestra de Phillips (2018) los directores son un grupo de personas que representan el núcleo de gestión financiera de global del capitalismo: profesionales, hombres, blancos con posgrados vinculados a Harvard o Stanford, mayoría estadounidenses. Suelen ser asesores del FMI, de la OMC, del BM, de la Reserva Federal, etc. Si observamos el perfil de los CEOs de los seis grandes fondos estudiados, dos de

ellos poseen CEOs mujeres (Fidelity y Amundi), sus formaciones tienen que ver con la administración de empresas y finanzas, salvo Mark Coombs de Ashmore que es abogado. La mayoría posee larga trayectoria en el sector financiero, y dos de ellos realizaron carrera en grandes bancas como JP Morgan (Emmanuel Roman de PIMCO) y Goldman Sachs (Seth Bernstein de AllianceBernstein). Por último, se destaca que BlackRock es el fondo más grande del capitalismo actual y el de los más jóvenes, se fundó en 1988, mientras que Fidelity en 1946, PIMCO en 1971, AllianceBernstein es una fusión del 2000 -pero ambos fondos datan de la década del '60 y '70-, Amundi también surge como fusión en 2010 y Ashmore en 1992 como desprendimiento de otros bancos.

Al observar los balances, no se encuentran detalles sobre la tenencia de bonos soberanos, como así tampoco de empresas específicas, sí se encuentran datos agregados de inversión por tipos de bonos y mercados, como los emergentes o por regiones, por lo que podemos afirmar que les resulta insignificante. Se observa mucha opacidad al momento de acceder a los datos, por lo que el presente análisis se realizó con datos cruzados de fuentes primarias de balances de los fondos, como secundarias, mayormente con datos agregados que no permiten analizar en detalle las inversiones, a su vez teniendo en cuenta la alta volatilidad y fluctuación. Para continuar con el análisis y caracterización de estos grandes fondos, se podría indagar en la SEC (Comisión de Valores de EEUU), así también en la CNV (Argentina) qué inversionistas están presentes en las empresas locales que cotizan en bolsa.

Este trabajo fue un aporte para la caracterización de una de las estrategias de acumulación del capital financiero para desentrañar su lógica. Nuestra "crisis" de deuda actual, el reciente acuerdo de Facilidades Extendidas con el FMI y la abultada participación de grandes fondos de inversión, tanto en tenencia de títulos de deuda como de empresas públicas y privadas, debería ponernos en alerta respecto a nuestra soberanía, derechos sociales, bienes comunes, recursos naturales y fondos públicos, incluidos los previsionales, y para que nuestro trabajo deje de estar destinado a pagar deuda.

## Referencias

- Alanis, L. (2022). "BlackRock y pensiones en Chile y México". *Revista Ola Financiera*, Vol. 15, n° 42, pp. 103-126.
- Cabrera Morales, S. (2022). "Financiarización y des- acumulación en América Latina: Administradoras de Fondos de Inversión (2000-2019)". *Realidad Económica*, Año 52, n° 345, pp. 9-34.
- Cantamutto, F. J. y Félix, M. (2021). "Argentina entre la sostenibilidad de la deuda y la vida". *Revista Nuestramérica*, vol. 9, n° 17.
- CRUCES, J. J. y TREBESCH, C. (2013): "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n° 3, pp. 85-117.
- Fernandez Alonso, J. (2020). "El proceso de reestructuración de la deuda argentina 2020: ¿demasiado poco?". Análisis CIPEL n° 1. Rosario: UNR.
- Nemiña, P. y Val, E. (2020). "La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia COVID-19. Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo". Fundación Carolina.
- Phillips, P. (2018). *Giants. The global power elite*. New York: Seven Stories Press.

### Fuentes electrónicas y páginas webs:

- Ámbito (09/07/2020) "Grupo Ad Hoc estaría dispuesto a bajar demandas si Gobierno mejora la oferta" (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.ambito.com/acreedores/grupo-ad-hoc-estaria-dispuesto-bajar-demandas-si-gobierno-mejora-la-oferta-n5116046>
- Ámbito (31/07/2020) "BlackRock asumió el rol principal para «presionar» a la Argentina por la deuda, dijo el New York Times" (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.ambito.com/economia/blackrock/asumio-el-rol-principal-presionar-la-argentina-la-deuda-dijo-el-new-york-times-n5121440>
- Ámbito (31/08/2020) "El canje tuvo una adhesión del 93,5%, activa la cláusula colectiva y se reestructura el 99% de la deuda" (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.ambito.com/politica/deuda/el-canje-tuvo-una-adhesion-del-935-activa-la-clausula-colectiva-y-se-reestructura-el-99-la-n5129234>
- Ámbito (31/08/2020) "Cuáles son los grandes fondos con los que Argentina acordó" (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.ambito.com/economia/deuda/cuales-son-los-grandes->

- [fondos-los-que-argentina-acordo-n5129287](#)  
 Ámbito (14/07/2021) “A un año de amenazar con la retirada final, sigue BlackRock en Argentina” (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.ambito.com/economia/blackrock/a-un-ano-amenazar-la-retirada-final-sigue-argentina-n5222033>
- Ashmore (2021) “Annual Report and Accounts 2021” (reporte anual). Disponible en: [https://ir.ashmoregroup.com/sites/ir/files/2021-09/Ashmore\\_FY2020-21\\_annual\\_report.pdf](https://ir.ashmoregroup.com/sites/ir/files/2021-09/Ashmore_FY2020-21_annual_report.pdf)
- Amundi (2021) “Bussines Report Amundi 2021” (reporte anual). Disponible en: <https://about.amundi.com/>
- Barca, J. M. (21/12/2021) “Un fondo de EE.UU. y con inversiones atrapadas llevó sus inquietudes a Manzur” (artículo periodístico). Disponible en: [https://www.clarin.com/economia/fondo-ee-uu-inversiones-atrapadas-llevo-inquietudes-manzur\\_o\\_bMWXR2KS.html](https://www.clarin.com/economia/fondo-ee-uu-inversiones-atrapadas-llevo-inquietudes-manzur_o_bMWXR2KS.html)
- BlackRock (2020) “2020 Annual Report. Moving forward together. Our commitment to you” (reporte anual). Disponible en: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/annual-report/blackrock-2020-annual-report.pdf>
- Burgueño, C. (30/06/2020) “Ashmore, el nuevo malo que retrasa un acuerdo” (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.ambito.com/economia/mercados/ashmore-el-nuevo-malo-que-retrasa-un-acuerdo-n5113565>
- Burgueño, C. (20/08/2020) “Fidelity habría vendido todos los bonos que tenía de la Argentina” (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.ambito.com/economia/deuda/fidelity-habria-vendido-todos-los-bonos-que-tenia-la-argentina-n5126335>
- Burgueño, C. (26/08/2020) “Pimco ya le avisó a sus operadores que se retira de mercados emergentes” (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.ambito.com/economia/bonos/pimco-ya-le-aviso-sus-operadores-que-se-retira-mercados-emergentes-n5127857>
- Burgueño, C. (14/07/2021) “A un año de amenazar con la retirada final, sigue BlackRock en Argentina” (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.ambito.com/economia/blackrock/a-un-ano-amenazar-la-retirada-final-sigue-argentina-n5222033>
- CEPAL (03/12/2021) “Una agenda innovadora para el desarrollo para la recuperación de América Latina y el Caribe” (Informe especial COVID-19). Disponible en: [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/47489/3/S2100628\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/47489/3/S2100628_es.pdf)
- Con la gente noticias (10/05/2020) “Uno por uno: los 5 grandes fondos de inversión en pugna por la deuda argentina” (artículo periodístico). Disponible en: <https://conlagentenoticias.com/uno-por-uno-los-5-grandes-fondos-de-inversion-en-pugna-por-la-deuda-argentina/>
- Cota, I. (15/12/2021) “Latinoamérica, en las manos de Wall Street” (artículo periodístico). Disponible en: <https://elpais.com/economia/2021-12-15/latinoamerica-en-las-manos-de-wall-street.html>
- Donato, N. (08/07/2020) “BlackRock y sus aliados rechazaron la nueva oferta que presentó el Gobierno para reestructurar la deuda” (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.infobae.com/economia/2020/07/08/blackrock-y-sus-aliados-rechazaron-la-nueva-oferta-que-presento-el-gobierno-para-salir-del-default/>
- El Economista (05/08/2020) “BlackRock y 13 fondos más confirmaron apoyo al acuerdo por la deuda” (artículo periodístico). Disponible en: <https://eleconomista.com.ar/economia/blackrock-13-fondos-mas-confirmaron-apoyo-acuerdo-deuda-n36624>
- El País (19/04/2006) “Fidelity compra el 1% del BBVA y reduce su peso en Altadis” (artículo periodístico). Disponible en: [https://elpais.com/diario/2006/04/20/economia/1145484007\\_850215.html](https://elpais.com/diario/2006/04/20/economia/1145484007_850215.html)
- EURODAD (mayo 2021) “Sleep now in the fire Sovereign Bonds and the Covid-19 Debt Crisis” (informe). Disponible en: <https://assets.nationbuilder.com/eurodad/pages/2307/attachments/original/1621949568/sovereign-bond-report-FINAL.pdf?1621949568>
- EURODAD (mayo 2021) “Sleep now in the fire Sovereign Bonds and the Covid-19 Debt Crisis” (infografía online). Disponible en: [https://www.eurodad.org/infogram\\_sovereign\\_bonds\\_and\\_the\\_covid\\_19\\_debt\\_crisis](https://www.eurodad.org/infogram_sovereign_bonds_and_the_covid_19_debt_crisis)
- Fernández, D. (09/09/2007) “Diez gestoras mandan en la Bolsa” (artículo periodístico). Disponible en: [https://elpais.com/diario/2007/09/10/economia/1189375201\\_850215.html](https://elpais.com/diario/2007/09/10/economia/1189375201_850215.html)
- Fernández Pastor, M. (23/02/2020) “El decálogo de los fondos de inversión” (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.elcohetalaluna.com/el-decalogo-de-los-fondos-de-inversion/>
- Fidelity about fidelity (noviembre 2022). Disponible en: <https://www.fidelity.com/about-fidelity/our-company>
- Fidelity (2021) “Informe y cuentas anuales. Para el ejercicio finalizado el 30 de septiembre de 2021”

- (informe). Disponible en: <https://www.fidelityinternational.com/legal/documents/FAST/es/ar.fast.es.xx.pdf>
- Gabín, L. (04/12/2019) "Atrapados por el cepo: grandes fondos tienen u\$10 mil millones que no pueden girar al exterior" (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.iprofesional.com/finanzas/304852-Por-el-cepo-grandes-fondos-de-inversion-tienen-millones-de-dolares-atrapados>
- García, L. (31/08/2020) "Para los banqueros, el canje es solo un comienzo: reclaman un plan" (artículo periodístico). Disponible en: [https://www.clarin.com/economia/banqueros-canje-solo-comienzo-reclaman-plan\\_o\\_X8l0oqSIX.html](https://www.clarin.com/economia/banqueros-canje-solo-comienzo-reclaman-plan_o_X8l0oqSIX.html)
- Gonzalez, P. y Gillespie, P. (13/06/2019) "El fondo internacional Pimco amplía sus inversiones en bonos argentinos" (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.perfil.com/noticias/bloomberg/bc-pimco-conquista-mercado-de-bonos-con-tasas-de-68-en-argentina.phtml>
- Goodman, P. S. y Politi, D. (31/07/2020) "Las negociaciones de la deuda en Argentina ponen a prueba el capitalismo amigable" (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.nytimes.com/es/2020/07/31/espanol/negocios/argentina-deuda.html>
- Herranz, D. (31/01/2022) "Quiénes manejan y cuánto dinero mueven las grandes firmas de inversión que controlan los mercados" (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.publico.es/economia/mercados-economicos-quienes-manejan-dinero-mueven-grandes-firmas-inversion-controlan-mercados.html>
- IIF (2021) "Global Debt Monitor. COVID Drives Debt Surge—Stabilization Ahead?", 17 de febrero. Disponible en: <https://enterprise.press/wp-content/uploads/2021/04/Global-Debt-Monitor-IIF-February-2021.pdf>
- Infobae (05/08/2020) "Blackrock y los bonistas más duros confirmaron su apoyo al acuerdo por la deuda" (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.infobae.com/economia/2020/08/05/blackrock-y-los-bonistas-mas-duros-confirmaron-su-apoyo-al-acuerdo-por-la-deuda/>
- Kanenguiser, M. (03/02/2020) "Fidelity, el fondo de inversión más grande del mundo y principal acreedor bonaerense, exige una mejor oferta de Axel Kicillof" (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.infobae.com/economia/2020/02/03/fidelity-el-fondo-de-pensiones-mas-grande-del-mundo-y-principal-acreedor-bonaerense-exige-una-mejor-oferta-de-axel-kicillof/>
- La Nación (10/05/2020) "Deuda. Cuáles son los mayores fondos de inversión con los que se negocia" (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.lanacion.com.ar/economia/cuales-son-los-mayores-fondos-de-inversion-con-los-que-se-negocia-nid2363586/>
- Mathus Ruiz, R. (17/06/2020) "Deuda. Los grandes fondos acusan al Gobierno de elegir el default y "profundizar" la crisis" (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.lanacion.com.ar/economia/deuda-los-grandes-fondos-acusan-al-gobierno-nid2381340/>
- Ministerio Economía (31/03/2020) "Deuda de la administración central. República Argentina" (Presentación gráfica I trimestre 2020). Disponible en: [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/presentacion\\_grafica\\_de\\_la\\_deuda\\_31-03-2020.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/presentacion_grafica_de_la_deuda_31-03-2020.pdf)
- Ministerio de Economía (17/06/2020) "El Ministerio de Economía Informa" (comunicado oficial). Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar/noticias/el-ministerio-de-economia-informa-o>
- Ministerio de Economía (04/08/2020) "Argentina y tres grupos de acreedores alcanzan acuerdo de reestructuración de deuda" (comunicado oficial). Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar/noticias/argentina-y-tres-grupos-de-acreedores-alcanzan-acuerdo-de-reestructuracion-de-deuda>
- Moreno Mendieta, M. (14/01/2022) "BlackRock, la primera gestora del mundo con más de 10 billones de dólares" (artículo periodístico). Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/01/14/fondos\\_y\\_planes/1642169422\\_636187.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/01/14/fondos_y_planes/1642169422_636187.html)
- Infobae (20/04/2020) "Acreedores de Argentina: oferta de deuda está 'bajo expectativa'" (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.infobae.com/america/agencias/2020/04/20/acreedores-de-argentina-oferta-de-deuda-esta-bajo-expectativa/>
- PIMCO nuestra firma (noviembre 2022). Disponible en: <https://latam.pimco.com/es-lat/our-firm/>
- Restivo, N. (12/04/2020) "El fondo BlackRock, dueño de casi todo" (artículo periodístico). Disponible en: [https://www.pagina12.com.ar/258436-el-fondo-black-rock-dueno-de-casi-todo?gclid=CjwKCAjw9suYBhBIEiwA7iMh-NO-X28PQBdQZSc7gUAEshe2rZ\\_oVjwmc15MfL-DTD\\_JU9ETGjovHhYBoCZi4QAvD\\_BwE](https://www.pagina12.com.ar/258436-el-fondo-black-rock-dueno-de-casi-todo?gclid=CjwKCAjw9suYBhBIEiwA7iMh-NO-X28PQBdQZSc7gUAEshe2rZ_oVjwmc15MfL-DTD_JU9ETGjovHhYBoCZi4QAvD_BwE)
- Rúa, M. (10/05/2020) "Los fondos que dominan el

- mundo” (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.elcohetelaluna.com/los-fondos-que-dominan-el-mundo/>
- SEC (12/02/2020) “Form 10-K Alliancebernstein L.p. Annual report” (Informe). Disponible en: <https://sec.report/Document/0001109448-20-000011/>
- Spaltro, S. (17/08/2020) “Deuda: BlackRock y los bonistas del canje ratificaron apoyo a la oferta” (artículo periodístico). Disponible en: [https://www.cronista.com/economia-politica/Deuda-BlackRock-y-los-bonistas-del-canje-ratificaron-apoyo-a-la-oferta-20200817-0032.html#:~:text=La%20reestructuraci%C3%B3n%20de%20la%20deuda%20externa%20alcanza%20a%2021%20bonos,York%20\(18%20en%20Argentina\)](https://www.cronista.com/economia-politica/Deuda-BlackRock-y-los-bonistas-del-canje-ratificaron-apoyo-a-la-oferta-20200817-0032.html#:~:text=La%20reestructuraci%C3%B3n%20de%20la%20deuda%20externa%20alcanza%20a%2021%20bonos,York%20(18%20en%20Argentina))
- Spaltro, S. (31/08/2020) “Deuda externa: se canjeó el 99% de los bonos y la adhesión fue del 93,5%” (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.cronista.com/economia-politica/Deuda-externa-se-canjeo-el-99-de-los-bonos-y-la-adhesion-fue-del-93-5-20200831-0054.html>
- Spaltro, S. (10/02/2021) “Deuda de YPF: cierra el canje con alto nivel de adhesión y evita el default” (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.cronista.com/economia-politica/deuda-de-ypf-cierra-el-canje-con-cerca-de-un-85-de-adhesion-y-evita-el-default/>
- Stefania Vitali, Glattfelder y Battiston, (26/10/2011) “The Network of Global Corporate Control” (artículo académico Universidad Zúrich). Disponible en: <https://journals.plos.org/plosone/article?id=10.1371/journal.pone.0025995>
- Valora Analitik (02/09/2021) “Fondo Ashmore Avenida abrirá fondo para vivienda social en Colombia y la región; ya ha construido 47.000” (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.valoraaanalitik.com/2021/09/02/ashmore-avenida-abrir-fondo-para-vivienda-en-colombia/>
- Wikipedia sobre AllianceBernstein (noviembre 2022). Disponible en: <https://en.wikipedia.org/wiki/AllianceBernstein>
- Zaiat, A. (26/04/2020) “Oferta de canje de deuda: quiénes son los 10 acreedores más poderosos” (artículo periodístico). Disponible en: <https://www.pagina12.com.ar/262148-oferta-de-canje-de-deuda-quienes-son-los-10-acreedores-mas-p>

# Los mecanismos para la resolución de crisis de deuda soberana: transformaciones y propuestas

María Emilia Val\*

## Introducción

Los Estados son actores fundamentales de los mercados globales de capital. Sin embargo, la arquitectura financiera internacional no cuenta con una instancia que resuelva las dificultades derivadas de los incumplimientos de los contratos de deuda suscriptos con acreedores privados. A diferencia de las empresas, y a pesar de la reiteración de las dificultades de pago, las naciones soberanas no están amparadas por un régimen de quiebras que les permita llevar adelante de manera ordenada la negociación y reestructuración de sus pasivos.

Desde la constitución de la deuda soberana como clase de activos y frente a episodios de crisis o cesación de pago, los Estados han debido entablar negociaciones con sus acreedores a los fines de establecer nuevas condiciones de repago. Sin embargo, desde los '70 una serie de transformaciones han generado un cambio relativo en la posición de prestamistas y deudores y, consecuentemente, en el resultado de estas negociaciones. Por un lado, las condiciones de apertura externa y financiamiento soberano impuestas por la globalización han transformado el universo acreedor y la relación de los Estados con los actores de las finanzas, en un sentido de mayor dependencia y debilidad. Por el otro, en el plano contractual-legal, la creciente erosión del principio de inmunidad soberana no solo aumentó la vulnerabilidad de los Estados deudores frente a los tribunales extranjeros, sino que creó incentivos para que los acreedores inicien demandas judiciales debido a las mayores probabilidades de resultados a su favor. Esto significó el alza de la litigiosidad acreedora y el surgimiento de los llamados fondos buitres como actores centrales

en los procesos de reestructuración. Este desarrollo solo fue posible en un contexto como el mencionado, en el cual los acreedores, viendo fortalecido su poder estructural, pueden rechazar las ofertas presentadas por los gobiernos o presionar por mejores condiciones, o bien amenazar con constituirse en *holdouts* y bloquear la operatoria de canje. En este escenario, los resultados de las reestructuraciones han sido consistentes en el tiempo: existe un alivio limitado para los deudores, las reestructuraciones sucesivas son moneda corriente y solo en casos extraordinarios se computaron importantes pérdidas para los acreedores (Guzmán, 2016).

Entre otros casos, el default argentino de 2001, las negociaciones que lo siguieron y el litigio judicial con NML en los tribunales de Nueva York generaron importantes debates a nivel internacional. A partir de la experiencia y los desarrollos en el caso argentino se reactualizaron las discusiones sobre la inadecuación de las reglas y mecanismos existentes para gestionar las relaciones entre los deudores soberanos y sus acreedores, el peligro que las prácticas de ciertos actores especulativos representan para las reestructuración en particular y el sistema financiero en general, y la necesidad de reformas en los procesos de renegociación de deuda en un sentido de mayor previsibilidad y sostenibilidad.

Al respecto, encontramos dos desarrollos específicos: el de las soluciones contractuales, y el de las soluciones estatutarias. El primer caso es el referido a las transformaciones de las provisiones contractuales, esto es, la mejora y perfeccionamiento de las cláusulas presentes en los contratos de deuda (en el propio bono o título emitido). Fundamentalmente está ligado a los cambios en los mecanismos de generación de mayorías mediante las cláusulas de acción

\* Conicet, Escuela IDAES-UNSAM, Facultad de Ciencias Sociales-UBA.



colectiva y en la especificación del alcance de otras provisiones contractuales clave. El segundo se refiere a los avances en la construcción de un marco normativo internacional que sirva de ordenador de procesos de reestructuración y genere resultados equitativos y sostenibles en el tiempo. Este enfoque tuvo como expresión más reciente (pero incompleta en términos de alcances) la sanción de los principios para la reestructuración en la Asamblea General la ONU, del que Argentina fue uno de los principales promotores. El supuesto de este acercamiento, que encuentra resistencias entre los acreedores, los actores del mundo de las finanzas y los países centrales, es que un estatuto internacional superaría las limitaciones mostradas por los mecanismos implementados hasta el momento, ligados a los canjes voluntarios y el fortalecimiento de las cláusulas contractuales.

Este trabajo buscará caracterizar la gestión actual de las reestructuraciones, así como pasar revista a los desarrollos en las discusiones e iniciativas sobre los mecanismos para ordenar las relaciones entre deudores y acreedores.

### 1. La arquitectura internacional de las reestructuraciones: canjes, *holdouts* y “huecos”

Las crisis de deuda, definidas como los episodios en que las naciones soberanas se ven imposibilitadas de atender los servicios de los pasivos contraídos con sus acreedores, se han repetido a lo largo de la historia, contabilizándose decenas de casos en diferentes períodos. Según los datos recogidos por Reinhart y Rogoff (2011) entre 1800 y 2008, se contabilizan cerca de 240 episodios de impago y/o reprogramación, distribuidos en cinco ciclos, que se corresponden con diferentes momentos del desarrollo del mercado de crédito internacional. Por su parte, y centrándose en el período de la actual globalización financiera, Cruces y Trebesch (2011) muestran que entre 1970 y 2010 hubo 180 reestructuraciones soberanas.

Desde los '70, con las transformaciones operadas en la dinámica de las finanzas internacionales, las crisis adquieren mayor recurrencia entre los países en desarrollo, subordinados a las reglas impuestas por la globalización. Con la apertura y desregulación financiera, los ciclos de liquidez internacional propician el ingreso de capitales especulativos para su valorización y la acumulación acelerada de compromisos

soberanos. Con la posterior reversión de los flujos financieros (usualmente, un cambio veloz conocido como “sudden stop”) y la salida de capitales hacia plazas más seguras (“flight to quality”), se generan desbalances externos que culminan en crisis de pago que pueden llevar a incumplimientos o *defaults*.

En paralelo, se observaron cambios tanto en los mecanismos de financiamiento soberano como en la constitución del universo acreedor. Desde la securitización<sup>1</sup> de los instrumentos de endeudamiento iniciada con el plan Brady, prevaleció la emisión de bonos en las plazas internacionales y se consolidó el mercado secundario de estos activos. Esto derivó en, por un lado, el sometimiento de los Estados a la disciplina de mercado y el constante monitoreo de las agencias calificadoras y, por otro, en la reaparición del bonista como la figura de acreedor predominante. Esta figura agrupa una multiplicidad de tenedores dispersos y virtualmente anónimos, con diferentes estrategias de inversión, caracterizados por su heterogeneidad y por la diversidad –y muchas veces contraposición– de sus intereses. Fue en este marco que algunos actores dentro de este universo comenzaron a desarrollar estrategias particulares frente a las crisis, adquiriendo un volumen suficiente de deuda para poder imponer condiciones, bloquear negociaciones o iniciar acciones judiciales contra los Estados deudores. Este último es el caso de los llamados fondos *buitre*,<sup>2</sup> quienes mediante demandas y distintos métodos de presión –embargos, lobby y campañas de prensa–, buscan obtener por vía judicial ganancias imposibles de conseguir mediante los mecanismos ordinarios de mercado.

La estrategia contenciosa se consolidó paulatinamente como resultado de la creciente erosión del

<sup>1</sup> La securitización operada con el Brady implicó la conversión de los compromisos financieros soberanos, pues los préstamos bancarios fueron transformados en bonos negociables en los mercados financieros. Desde entonces, la emisión de títulos como forma de financiamiento de los Estados se consolidó como tendencia.

<sup>2</sup> La estrategia de negocios “buitre” es altamente agresiva, pues prevalece la negociación confrontativa y tiene escaso lugar la cooperación. La operatoria comienza en el mercado secundario con la compra de bonos soberanos de países que enfrentan una crisis de deuda a muy bajo precio, esto es, con un gran descuento sobre su valor nominal. Una vez comenzadas las negociaciones entre los gobiernos y sus acreedores para la reestructuración de los pasivos, los buitres rehúsan participar (constituyéndose en *holdouts*) e inician acciones judiciales en los tribunales de la jurisdicción bajo cuya ley se emitieron los títulos (principalmente, Nueva York y Londres) en las que reclaman el principal, los intereses acumulados y los punitivos, para así obtener considerables beneficios (Val, 2017).

principio de inmunidad soberana.<sup>3</sup> Es con el surgimiento de legislación nacional en los países centrales (como la *Foreign Sovereign Immunities Act* en Estados Unidos) y la multiplicación de precedentes en los litigios judiciales (entre ellos, Costa Rica, Argentina, Congo, Brasil y Perú) que se establecieron límites a las doctrinas que protegían a los Estados y restringían las demandas en tribunales extranjeros (Blackman y Mukhi, 2010). Esto no hizo más que aumentar de manera sostenida la litigiosidad (Schumacher et al., 2014), fortaleciendo el accionar *holdout* y la posición relativa del conjunto acreedor en las negociaciones.<sup>4</sup> Adicionalmente, desde los '80 se transformó el papel de organismos de crédito como el FMI, que desde entonces apareció como garante del repago de los compromisos soberanos, ya sea otorgando paquetes de salvataje, propiciando políticas de ajuste o participando en negociaciones en favor de los intereses de los prestamistas (Val, 2021).

Esta serie de modificaciones en las características y estructura del crédito soberano, en los actores involucrados y en el andamiaje legal-institucional generaron una arquitectura en las que un Estado no puede reestructurar unilateralmente sus pasivos (Schwarcz, 2004), el default no aparece como instrumento legítimo de política económica (Roos, 2019) y los tribunales extranjeros resguardan los derechos patrimoniales de los prestamistas obligando a cumplir los contratos (Gatthi, 2006) por encima de las decisiones soberanas de los gobiernos o los derechos de sus poblaciones. En tanto la gestión actual de las crisis de pago está centrada en el mecanismo de los canjes con participación voluntaria de los acreedores (Blackman y Mukhi, 2010), los gobiernos deudores deben entablar negociaciones para alcanzar algún grado de consenso con ellos. Sin embargo, los intereses en conflicto, y las

posiciones de mayor fortaleza relativa de los inversores dificultan la construcción de acuerdos de reestructuración que sean sustentables, pues para generar adhesión los Estados deben generar incentivos y presentar ofertas de repago atractivas. Esta dificultad se ve exacerbada por los problemas de coordinación entre los acreedores y la posibilidad siempre latente de que un grupo de tenedores elijan no aceptar las condiciones negociadas, convirtiéndose en *holdouts*.

El régimen de manejo y reestructuración de deudas soberanas (si acaso podemos hablar de régimen) aparece entonces como una realidad fragmentada, marcada por la desigual distribución de recursos y poder, gobernada por reglas y hacedores de reglas descoordinados, incluso en competencia (Brooks y Doménico, 2016), que en general tiende a favorecer los intereses de los inversores en detrimento de los de los deudores. Con estas reglas los Estados tienden a postergar el reconocimiento de la insostenibilidad de su deuda o, al entablar negociaciones, privilegiar la aceptabilidad por sobre la sostenibilidad,<sup>5</sup> llevando a reestructuraciones insuficientes que en muchos casos requieren renegociaciones posteriores (Guzmán, 2016; Guzmán, Ocampo y Stiglitz, 2016). La inexistencia de un marco supranacional que organice los procedimientos, brinde certezas a los actores involucrados y permita una solución ordenada y consistente a las crisis de insolvencia soberana, expresa algo más que “huecos” en la arquitectura financiera-legal (Guzmán, 2016). Pone en evidencia desigualdades y desbalances en las relaciones deudor-acreedor. El debate internacional ha alertado tanto sobre la insostenibilidad del *statu quo* (Eichengreen, 2003) como sobre el peligro que las prácticas de los *holdouts*

<sup>3</sup> La doctrina de la inmunidad soberana establece que los Estados gozan de ésta bajo dos formas: la inmunidad de jurisdicción y de ejecución. Mientras la primera está ligada a la imposibilidad de que un estado extranjero sea sometido a juicio ante los tribunales de otro, la segunda se define como la imposibilidad de que los activos de un país extranjero sean objeto de medidas de ejecución por los órganos de otro estado. Hasta mediados del siglo XX, prevaleció una interpretación absoluta de esta doctrina que protegía a los estados de sus acreedores. Desde entonces, la inmunidad de jurisdicción se vio fuertemente limitada, por lo que hoy se habla de una doctrina de inmunidad soberana restringida (Kupelian y Rivas, 2014).

<sup>4</sup> Debemos marcar que el accionar de los fondos buitres no solo ocasiona dificultades para los Estados, sino que también puede dar lugar a inequidades al interior del conjunto acreedor, pues en ocasiones sus tácticas litigiosas implicaron la imposición de trabas al pago de la deuda regularizada con los restantes tenedores de títulos.

<sup>5</sup> La aceptabilidad refiere al atractivo de una oferta de canje para los acreedores, lo cual se logra mediante la incorporación de diferentes tipos de incentivos tendientes a lograr el más alto nivel de adhesión posible entre aquellos para dar legitimidad a una operatoria de reestructuración. El criterio de sostenibilidad (en términos generales) refiere a acuerdos de reestructuración que redunden en un nivel, estructura y perfil de compromisos que sean atendibles regularmente en el tiempo. Entre ambos existe una contradicción clara que explica la dificultad de las renegociaciones: cuanto más generosa para los prestamistas sea una propuesta de reestructuración, más “aceptable” será y más tendencia existirá a suscribirla. Sin embargo, la posibilidad de armonizar la deuda con la capacidad de repago solo es posible mediante un alivio sustantivo de los compromisos soberanos. La posibilidad de hacer sostenible una deuda que hasta entonces no lo es requiere inevitablemente la modificación de las condiciones originales de pago y la asunción de pérdidas para los acreedores (ya sea bajo la forma de recortes en el principal, baja de las tasas o prolongación de los plazos de pago) lo que atenta, por tanto, contra su participación en las reestructuraciones.

representan para el sistema financiero en general, y para las reestructuraciones de deuda en particular, por lo que han sugerido propuestas de reforma de los mecanismos para el manejo de las insolvencias soberanas.

## 2. Las propuestas para la resolución de crisis de deuda soberana

De acuerdo a los resultados concretos de diversas renegociaciones, es claro que las reglas imperantes pueden llevar a resultados ineficientes y problemáticos. No sólo se observan reestructuraciones insostenibles en el tiempo en términos financieros (por ser demasiado favorable a los intereses acreedores, por suponer medidas de ajuste y establecer exigencias muy difíciles de cumplir), sino que tampoco puede asegurarse que los *holdouts* no bloqueen el proceso o inicien acciones judiciales que perjudiquen, en el mediano plazo, al deudor y a la totalidad de los acreedores. Habiendo mostrado la actual arquitectura internacional de las reestructuraciones importantes limitaciones, las discusiones para su mejora se centraron recientemente en dos visiones, que permitirían mitigar las imperfecciones de estos procesos.

### 2.1. La solución estatutaria

Si bien no es una mirada nueva y existieron diferentes propuestas<sup>6</sup>, probablemente la más discutida fue la presentada durante la crisis argentina de principios de siglo por la subdirectora del FMI, Anne Krueger. El Sovereign Debt Restructuring Mechanism (en adelante, SDRM) se presentó en el organismo en 2002 y pretendía constituirse en el andamiaje normativo internacional para mitigar las dificultades y los costos derivados de los episodios de default y encarar un proceso de reestructuración ordenado, eficiente y beneficioso para las partes (Krueger, 2002).

EL SDRM fue concebido como la contrapartida para los Estados de los procedimientos para quiebras de agentes privados, aunque reconocía las diferencias entre ambas categorías de deudores (Krueger, 2002). Suponía que si se adaptaban adecuadamente algunas

de las características presentes en las leyes mercantiles sobre insolvencia de empresas, podrían incorporarse en el diseño de soluciones para los soberanos, entre ellas: el carácter vinculante de los acuerdos alcanzados entre el Estado deudor y una mayoría especial de los acreedores; el desaliento de los litigios; la inclusión de salvaguardas que protejan los intereses de los acreedores; la provisión de financiamiento adicional; y el establecimiento de un foro para resolver las controversias (Macías Vázquez, 2008).

La propuesta generó numerosas críticas por parte de las entidades bancarias, financieras y de diversos grupos de prestamistas. Los inversores privados se mostraron reticentes a este tipo de acercamientos, pues reducen la presión sobre los Estados deudores (Martínez Turegano y Santiso, 2005). Estos entendían que el SDRM implicaba el reconocimiento explícito de la posibilidad de aplazar los pagos, lo que erosionaba la posición y los derechos de los acreedores, al tiempo que limitaba las posibilidades de recurrir a la vía judicial, incrementando el riesgo moral y la indisciplina económica y financiera de los países deudores. Además, la provisión de financiamiento prevista en la propuesta hacía menos costosos los incumplimientos, lo que redundaría en una mayor frecuencia de éstos y, consiguientemente, desincentivaría la suscripción de bonos, encareciendo y poniendo en peligro el crédito a los estados y, en última instancia, el funcionamiento de los mercados de deuda emergente (Macías Vázquez, 2008).<sup>7</sup>

A esto se sumaba que su implementación requería la modificación de las legislaciones nacionales, o bien la reforma del acuerdo constitutivo del FMI, lo que a su vez sólo podía hacerse con el 85% de los votos afirmativos de los miembros. Lograr un compromiso político de tal envergadura hubiese sido una tarea formidable, que efectivamente no se consiguió (Eichengreen, 2003) y dejó la iniciativa relegada. Además, aunque en un principio esta propuesta contó con el apoyo del Tesoro de los Estados Unidos, luego de iniciada la discusión y a pesar de modificarse la propuesta original en tres oportunidades, la creciente oposición del gobierno y de las organizaciones representativas de

<sup>6</sup> Numerosas propuestas surgieron entre 1976 y 2001 para resolver las problemáticas existentes en los procesos de reestructuración de deuda soberana. Ver Rogoff y Zettelmeyer (2002).

<sup>7</sup> El papel preponderante del FMI como árbitro en el diseño original del SDRM y, en muchos casos, simultáneamente acreedor recibió críticas. Aunque en formulaciones posteriores dicho rol fue abandonado en favor de un foro de resolución de disputas formalmente independiente, algunos especialistas sostenían que en el proceso de reestructuración continuaría siendo dominante (Ziai, 2012)

acreedores privados dieron por tierra la propuesta. La misma dejó de ser formalmente impulsada por el Fondo en la primavera boreal de 2003 y propició el apoyo del organismo a las cláusulas de acción colectiva (en adelante CAC). Este cambio en la agenda del organismo se vio facilitado por el sostén dado por los Estados Unidos al fortalecimiento de dichas cláusulas en los contratos de deuda luego de la primera emisión mexicana de bonos bajo ley de Nueva York que las incluyó, realizada en febrero de 2003.

El debate en torno al SDRM reactivó la propuesta de Raffer<sup>8</sup>, que desde los '90 propugnaba por el establecimiento de un mecanismo de arbitraje internacional para las insolvencias soberanas que no fortaleciera las desigualdades entre deudores y acreedores, sino que fuera realmente imparcial y transparente, considerara la soberanía de los Estados y las implicancias de la deuda para sus poblaciones. El mismo parte del supuesto de que la función básica de un procedimiento de insolvencia es la resolución de un conflicto entre dos principios legales fundamentales. Encontramos que, en una situación de sobreendeudamiento, el derecho del prestamista (avalado en los contratos) a cobrar sus acreencias entra en conflicto con la obligación de los gobiernos de respetar y proteger la vida, los derechos y la dignidad de su población. La inviolabilidad de contratos está subordinada al principio de la protección del deudor; nadie puede ser forzado a cumplir un contrato si eso le conduce a una situación inhumana (Raffer, 2003).

Si la idea del SDRM era adaptar la legislación norteamericana de quiebra para las empresas a los Estados soberanos, Raffer propuso hacer lo propio con los principios básicos del Capítulo 9 del Título 11 (insolvencia) que regula las deudas de las *municipalities* (subdivisiones del Estado o autoridades locales), para construir un procedimiento que permitiera una solución rápida, justa y económicamente eficaz a las crisis. La propuesta contempla las decisiones soberanas de impago, propicia acuerdos de repago real que posean viabilidad económica, aseguren la estabilidad financiera y respeten a dignidad de la población, que, por otro lado, tiene derecho a ser oída y a objetar el plan de reestructuración, si este contraría el interés público.

En términos operativos, debería constituirse un tribunal de árbitros que opere en un espacio neutral (no dentro de un Estado acreedor). El mismo tendría la tarea de mediar entre deudores y acreedores, presidir y asesorar en las negociaciones, brindar posibilidades adecuadas a los afectados por el plan y, de ser necesario, decidir qué debe hacerse. Esta propuesta fue acompañada por otras que, desde la periferia, buscaban establecer instancias de arbitraje (Ugarteche y Acosta, 2003), pero no llegaron a contemplarse pues limitaban considerablemente los derechos y atribuciones de los acreedores, quienes prefieren el mantenimiento de negociaciones entre las partes, sin intervenciones externas (al menos formalmente) con potestad de dirimir conflictos en tono a la deuda.

Más recientemente en el tiempo, el conflicto de Argentina con los fondos buitres generó una nueva iniciativa tendiente a establecer un mecanismo internacional unificado. Una vez agotadas las apelaciones en las diferentes instancias de la justicia norteamericana, Argentina<sup>9</sup> impulsó en la ONU, junto al G77+China, la creación de un marco jurídico internacional que regulara las reestructuraciones de deuda y limitara el accionar de los acreedores especulativos.

Según la postura del gobierno argentino la discusión sobre la problemática de la deuda soberana debía darse en el marco de la Asamblea General de las Naciones Unidas porque es el órgano más democrático, representativo y equitativo en el sistema internacional, en donde todos los países participan en pie de igualdad; tiene la ventaja de tratar el problema de una manera exhaustiva, incluyendo la perspectiva de los derechos humanos; no tiene ningún conflicto de interés pues no constituye una parte deudora ni acreedora en los procesos de renegociación de pasivos públicos; y trató el tema de las reestructuraciones en numerosas ocasiones, existiendo resoluciones vinculadas a los temas de sostenibilidad de la deuda externa y desarrollo desde hace 30 años (Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, 2015). Ciertamente la estrategia gubernamental apuntó a lograr apoyos

<sup>8</sup> Ver capítulo del autor en este libro.

<sup>9</sup> La situación de *default* técnico en que se encontraba la Argentina en 2014 luego de impedirse los pagos a los bonistas reestructurados sirvió de impulso para la multilateralización del conflicto con los buitres. Habiendo "pagado" los costos reputacionales ligados al revés judicial y al incumplimiento, estratégicamente la situación dio legitimidad al país para actuar como *first mover* y comenzar un camino de búsqueda de acuerdos y coordinación internacionales entre países potencialmente afectados por los acreedores litigantes.

mayoritarios en un ámbito que fuera más neutral y permeable a las inquietudes e iniciativas de los países en desarrollo que otros, como el FMI, en donde el poder de voto está desigualmente distribuido en favor de los países centrales, lo que hace que en estos prevalezcan la agenda y los intereses de los mismos.

La propuesta fue tratada en septiembre de 2014 en la Asamblea General, que adoptó la resolución 68/304 “Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana”. La misma remarcaba “la especial importancia de hallar una solución oportuna, eficaz, completa y duradera al problema de la deuda de los países en desarrollo” y establecía como objetivos “elaborar y aprobar, mediante un proceso de negociaciones intergubernamentales y con carácter prioritario (...) un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana con miras a (...) aumentar la eficiencia, la estabilidad y la previsibilidad del sistema financiero internacional y lograr un crecimiento económico sostenido, inclusivo y equitativo y el desarrollo sostenible, de conformidad con las circunstancias y prioridades nacionales a fin de promover su crecimiento económico inclusivo y su desarrollo” (Asamblea General de la ONU, 2014: 4-5)

Luego de un año de trabajo entre diversos estados nacionales (principalmente emergentes), especialistas de renombre internacional, ONGs y otras organizaciones especializadas, en septiembre de 2015 se sometieron a votación<sup>10</sup> y fueron aprobados en la Asamblea mediante la Resolución 69/319 los “Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana”. Estos son:

1) *Soberanía de los Estados*: del que resulta el derecho de los Estados de decidir reestructurar su deuda y la obligación de que no sea obstaculizado por medidas abusivas;

2) *Buena fe*: exige a todas las partes involucradas conducirse de tal manera durante todas las etapas del proceso de reestructuración;

3) *Transparencia*: implica la rendición de cuentas de los interesados, a partir de difusión oportuna de la información y de los datos referidos a dicho proceso;

4) *Imparcialidad*: requiere que todas las instituciones y agentes intervinientes en el proceso sean independientes y se abstengan de ejercer influencias indebidas sobre los demás;

5) *Trato equitativo*: supone que los estados deben abstenerse de discriminar arbitrariamente a sus acreedores, estando obligados a dar el mismo trato a éstos, de acuerdo con las características propias de sus créditos;

6) *Inmunidad soberana de jurisdicción y ejecución*: establece el principio de inmunidad como un derecho de los estados ante tribunales extranjero, debiendo interpretarse las excepciones de manera restrictiva;

7) *Legitimidad*: exige que el establecimiento de instituciones y procedimientos relacionados con la reestructuración de deudas soberanas respete los requisitos de inclusión y del derecho;

8) *Sustentabilidad*: implica que las reestructuraciones deben realizarse de manera oportuna y eficiente, lo que supone respetar en todo momento los derechos de los acreedores, pero también crear una situación de endeudamiento estable para el deudor y de promoción del desarrollo sostenido, que minimice los costos sociales y económicos de la deuda y respete los derechos humanos;<sup>11</sup>

9) *Oponibilidad*: entiende que el acuerdo de reestructuración celebrado entre la mayoría cualificada de acreedores y los estados no puede verse afectado, perjudicado u obstaculizado por otros Estados, o por una minoría no representativa de acreedores.

La aprobación fue considerada el inicio de la construcción de mecanismos institucionales globales de regulación de los procesos de reestructuración, pues

<sup>10</sup> La votación culminó con 136 votos a favor, 41 abstenciones y 6 en contra. Quienes se pronunciaron a favor son en su mayoría los gobiernos de las naciones en desarrollo, mientras los votos negativos corresponden a países centrales (EE.UU., Gran Bretaña, Alemania, Japón, Canadá) o bien a aliados estratégicos de éstos (Israel). Entre las abstenciones encontramos algunos casos interesantes. Por un lado, Grecia adoptó esta posición a pesar de contar con un gravísimo problema de endeudamiento soberano; por otro, se observa que México y Colombia fueron los únicos países de Latinoamérica (región afectada por recurrentes crisis de deuda) que se pronunciaron en este sentido de mayor neutralidad, lo que puede entenderse por su histórico alineamiento con los Estados Unidos.

<sup>11</sup> Sobre la relevancia de la perspectiva de los derechos humanos en la gestión del endeudamiento soberano, ver capítulo de Juan Pablo Bohoslavsky y Laura Clérico en este libro.

puso de manifiesto la existencia de cierto consenso internacional, muy fuerte entre los países en desarrollo, sobre la importancia de la problemática *buitre*.<sup>12</sup>

Sin embargo, las limitaciones de este marco de *soft law* (Guzmán y Stiglitz, 2016) son claras. Por un lado, dadas las características de la resolución y el órgano que la emitió, los principios no son vinculantes para los Estados miembros, lo que se observa en el propio documento que aprueba los principios, que “*invita* a todos los Estados Miembros y Estados observadores, a las organizaciones internacionales y entidades competentes y a otros interesados pertinentes a que apoyen y promuevan los Principios Básicos antes mencionados, y solicita al Secretario General que haga todo lo posible para que los Principios sean ampliamente conocidos” (Asamblea General de la ONU, 2015: 2-3). En este mismo sentido, no existen lineamientos claros sobre la forma en que dichos principios pueden hacerse operativos en reestructuraciones concretas y obligar a su cumplimiento a las partes involucradas, por lo que aparecen como orientadores de efectividad limitada.

Por otro lado, debemos recordar sus límites políticos. Varios de los países que se opusieron son plazas financieras importantes, por lo que seguirán poniendo trabas si la iniciativa se retoma en el futuro, buscando mantener en lo sustancial la arquitectura financiera internacional vigente en relación a las reestructuraciones<sup>13</sup>. En este sentido, el estancamiento de la propuesta también se debió al abandono de la iniciativa por parte de la Argentina, a partir del cambio de orientación económica y geopolítica del gobierno nacional asumido en 2016<sup>14</sup>. La administración de Macri no sólo resolvió rápidamente la disputa *buitre*, sino que volvió a insertar a Argentina dentro de las lógicas hegemónicas de las finanzas internacionales, abandonando la agenda multilateral que tenía potencial para profundizarse.

## 2.2. La solución contractual

En las últimas décadas tuvo más desarrollo y apoyo internacional la segunda de las propuestas, orientada a mejorar los contratos de deuda para hacerlos más completos, claros y eficientes en sí mismos, de modo que los instrumentos contuvieran los procedimientos para asegurar la coordinación de los tenedores y los elementos de interpretación necesarios para resolver situaciones de impago sin necesidad de intervención de un marco regulatorio externo. Las modificaciones contractuales que propicia esta mirada, implican, por un lado, el establecimiento de mecanismos que faciliten la acción colectiva, habiliten la constitución de mayorías que puedan convenir con el país deudor los términos de una reestructuración y hagan su cumplimiento obligatorio para la totalidad de los acreedores, bloqueando el accionar de los *holdouts* (las cláusulas de acción colectiva) y, por el otro, el esclarecimiento del alcance y sentido de cláusulas clave, como la *pari passu*.

Dentro de las CAC encontramos dos categorías amplias. La primera se corresponde con las *majority restructuring clauses*, que permiten a una mayoría calificada realizar cambios en las condiciones financieras de los bonos (capital, intereses, maduración) y obligar a los restantes tenedores a aceptarlas, ya sea antes o después de un *default*. La segunda se relaciona con las *majority enforcement clauses*, que pueden limitar la posibilidad de una minoría de tenedores de obligar al deudor a cumplir sus obligaciones después de un evento de *default*. En la práctica esto implica que una mayoría calificada puede evitar que tenedores individuales a) declaren la aceleración, esto es, busquen cobrar la totalidad de las acreencias luego del *default*, o bien b) inicien litigios contra el deudor soberano (Das et al., 2012)<sup>15</sup>.

Desde su implementación de manera generalizada desde 2003 en la jurisdicción de Nueva York —ya

<sup>12</sup> Desde el conflicto con Argentina también se reanimó la discusión de la posibilidad de limitar el accionar litigioso de ciertos acreedores a partir de legislación nacional, potencialmente replicable en los diferentes Estados. La llamada ley antibuitre aprobada en Bélgica en 2015 es el ejemplo paradigmático (Datz, 2021)

<sup>13</sup> Sobre la actuación de la Arquitectura Financiera Internacional en las crisis de deuda recientes, ver capítulo de Lucas Castiglioni en este libro.

<sup>14</sup> Sobre la dinámica de la deuda argentina, ver capítulo de Francisco Cantamutto en este libro.

<sup>15</sup> El problema previo a la utilización generalizada de estas cláusulas a partir de 2003 era que en Estados Unidos, principal plaza financiera internacional, los bonos de deuda soberana no incluían más que lineamientos muy vagos sobre qué hacer en casos de *default*, pues no tenían disposiciones sobre instancias de comunicación entre los tenedores de bonos, no establecían restricciones a la litigiosidad y sólo contaban con las Unanimous Action Clauses (UAC), es decir, cláusulas de acción unánime, que permitían las modificaciones de los términos de pago únicamente si se lograba el acuerdo del 100% de los tenedores de cada serie de bonos, lo que daba poder de veto a cada tenedor individual de bonos (Auray, 2013).

estaban presentes desde antes en bonos bajo ley inglesa—, las CAC en los títulos soberanos se han ido perfeccionando en sucesivas “generaciones” (Buchheit y Gulati, 2020). Desde su creación, permitían cambios en los contratos por parte de supermayorías (en general un 75%) a nivel de las series individuales de bonos, constituyéndose en el primer paso para resolver los problemas de coordinación entre acreedores y mitigar los bloqueos de reestructuraciones. Posteriormente se generó un nuevo diseño, llamado “double limb” que establecía mayorías específicas en dos niveles: en cada serie y en el agregado. En 2014, nuevamente a instancias del conflicto entre Argentina y los fondos buitres, desde la International Capital Market Association (ICMA) se promovió una nueva generación de CAC que contó con el apoyo del FMI y del Tesoro de los Estados Unidos (Fang, Schumacher y Trebesch, 2021). Además de reconocerse los dos diseños previos, se recomendó la incorporación de cláusulas agregadas o “single limb”, que hacen obligatorios los términos negociados al alcanzarse un voto del 75% de todo el universo (sin necesidad de mayorías a nivel de series) si, y solo si, la modificación propuesta es “aplicable uniformemente” a todas las series afectadas (IMF, 2020: 22-23).

Actualmente, en sus diferentes diseños, las CAC son una práctica establecida en los mercados de deuda, y se sostiene que constituyen un avance, pues tienden a desincentivar la conducta *holdout*, dificultar la estrategia litigiosa de los fondos *buitre* y facilitar la coordinación de los acreedores. Sin embargo, existen dudas sobre la efectividad de las CAC por sí solas para facilitar los procesos de reestructuración, debido a que poseen limitaciones. Por un lado, aunque las emisiones recientes de deuda incorporaron las nuevas provisiones agregadas que mejoran las cláusulas tradicionales (Gelpern et al., 2016) la adquisición de títulos por acreedores en un porcentaje que impida la conformación de la mayoría requerida para activar las CAC podría potencialmente trabar la reestructuración. Este bloqueo puede darse al nivel de alguna serie (en el caso de cláusulas *double limb*) o al nivel del total agregado, más difícil de alcanzar pero igualmente posible, lo que potencialmente trabaría toda la reestructuración<sup>16</sup> Por otro, las CACs dejan lugar a

interpretaciones y vacíos legales que, utilizados por los Estados deudores, pueden dar lugar a impugnaciones y objeciones de los acreedores (Buchheit y Gulati, 2020).<sup>17</sup> En este sentido, las controversias y las ambigüedades lejos están de ser saldadas con las nuevas CAC.

En relación con la litigiosidad de los fondos especulativos, existe un problema extra, que tiene que ver con la interpretación y alcance de ciertas cláusulas clave, como la *pari passu*. La frase latina *pari passu* significa literalmente “con igual paso”, lo que es interpretado como “en igualdad de condiciones”, “al mismo nivel” y, por tanto, “en forma equitativa” o “en forma imparcial y sin preferencias” (Kupelian y Rivas, 2014). Si bien no tenía un significado unificado, hasta el caso peruano<sup>18</sup> esta cláusula presente en los instrumentos de deuda soberana desde hace más de un siglo implicaba, de acuerdo a los expertos, una promesa de tratamiento igualitario (Buchheit y Pam, 2004), esto es, el compromiso del estado deudor de no establecer medidas legales que tuvieran como resultado la discriminación entre acreedores o el trato preferencial de un grupo de estos por sobre el resto (en referencia a los derechos legales o de pago), pero no requería de parte del deudor la realización de pagos *pro rata* a sus acreedores. Es decir, suponía un rango *pari passu*, pero no un pago *pari passu* (Gelpern, 2016). El caso de NML Capital contra la Argentina tuvo especial importancia porque la interpretación ligada al pago fue aceptada por diversos niveles de la justicia norteamericana en un litigio llevado hasta las últimas

favorables a sus intereses. Para un mayor detalle de estos fondos acreedores, ver el texto de Álvarez en este libro.

<sup>17</sup> En la última reestructuración argentina, se articulaban dos características ligadas a interpretaciones particulares de las CAC impulsadas por ICMA: (i) la “reasignación” (la posibilidad de que el emisor, con el consentimiento de los tenedores, vuelva a definir el conjunto de series de bonos que se considerarán a efectos de la agregación); y (ii) el uso secuencial de los métodos de agregación contemplados en esas CAC (“Pac-Man”). La combinación de ambos elementos podría dar lugar, hipotéticamente, a que el deudor se apoye en una minoría de acreedores para obligar a reestructurar a una mayoría (De la Cruz y Lagos, 2021)

<sup>18</sup> Luego de incurrir en default, Perú inició las negociaciones con sus acreedores y estableció el plan de reestructuración en el marco de la iniciativa Brady. Una vez presentada la oferta, el fondo Elliott rehusó adherir y presentó una demanda en Nueva York, reclamando la totalidad de sus acreencias. En junio de 2000 la justicia resolvió que Perú debía pagar. Además, Singer logró bloquear los fondos destinados al pago de los holdins a partir de una medida cautelar dictada por un Tribunal de Apelación de Bruselas. Basándose en una particular interpretación de la cláusula *pari passu*, se impedía pagar los intereses de la deuda reestructurada sin pagarle también, *pro rata*, a los demandantes. Frente a la posibilidad de default en sus bonos Brady, el gobierno peruano acordó un pago de 58 millones de dólares, lo que significó un beneficio del 400% para el fondo (Hernández Viguera, 2015).

<sup>16</sup> Este fue el caso de la reestructuración argentina de 2020, en la que importantes acreedores institucionales que poseían tenencias que les daban capacidad de bloqueo, la cual fue utilizado para obtener concesiones e imponer modificaciones de la oferta para hacerla más

instancias de apelación, sentando un antecedente de vital importancia (Datz, 2021; Val, 2016).

Según Gelpern (2016), estos desarrollos recientes convirtieron a esta cláusula en el arma más poderosa en manos de los acreedores reticentes desde la diplomacia de las cañoneras del siglo XIX. La posibilidad de habilitar el cobro del 100% de las acreencias a los litigantes a partir de interpretaciones polémicas de cláusulas estándar y la implementación de medidas tendiente a asegurar su cumplimiento, incluso a costa de bloquear a los pagos a los otros tenedores de títulos, generan inequidades en el tratamiento a los acreedores (paradójicamente, en nombre del trato igualitario se privilegiaron ciertos derechos patrimoniales sobre otros), poniendo en riesgo los procesos de reestructuración. Frente a este panorama, se planteó la necesidad de esclarecer el significado y los alcances de dicha disposición contractual para evitar mayores inconvenientes a futuro. Aquí también la ICMA publicó una formulación estándar de dicha cláusula que especifica sus términos y condiciones para los títulos de deuda pública, remarcando que no implica igual pago (ICMA, 2014).

Aunque la posibilidad de que se repliquen situaciones similares a la ocurrida en 2014 son desestimadas por considerarse al caso NML como excepcional dado el carácter de “recalcitrante” de la Argentina y porque las nuevas emisiones de bonos están contemplando las recomendaciones en su redacción, lo cierto es que las diferentes formulaciones de la cláusula *pari passu* –Olivares Caminal (2011) reconoce 5 diferentes– existen en las emisiones de bonos previas a 2014, lo que no cierra la posibilidad de que en el futuro otros actores intenten replicar la misma estrategia que fue avalada primero por la justicia norteamericana y posteriormente, por un gobierno del propio país deudor. De la misma forma que las CAC, las nuevas provisiones en relación al tratamiento igualitario tampoco mitigan completamente la posibilidad de estrategias litigiosas (y eventualmente exitosas). En tanto los Estados emisores se ven obligados a renunciar a la inmunidad soberana para poder colocar títulos en las principales plazas financieras y la capacidad de interpretación de las cláusulas se mantiene en manos de los tribunales de esas jurisdicciones –a los cuales los acreedores demandan la defensa de sus derechos patrimoniales– la propuesta contractual continúa estableciendo ventajas para los inversores en relación a la solución estatutaria

## Conclusiones

A pesar de que actualmente los Estados son actores fundamentales de los mercados de capital, no existe en la arquitectura financiera internacional un mecanismo que permita una gestión ordenada y uniforme de las reestructuraciones de deuda. La recurrencia de los episodios de impago, y las dificultades asociadas a éstos han llevado al planteo de diferentes alternativas para su resolución.

Los problemas evidenciados por la llamada solución de mercado, es decir, por los canjes voluntarios, en general, y el desarrollo de la crisis y posterior renegociación de la deuda argentina, en particular, revitalizaron la discusión de dos soluciones: la estatutaria y la contractual. La primera estuvo representada por el SDRM, impulsado en 2002 en el seno del FMI, la iniciativa de arbitraje internacional de Raffer y más recientemente, el intento de establecer un marco jurídico multilateral en el seno de la ONU. La segunda supuso el fortalecimiento de los contratos, a partir de la implementación y rediseño de las cláusulas de acción colectiva y del esclarecimiento de los alcances de otras disposiciones clave, como la *pari passu*. Más allá de los límites que este último acercamiento por sí solo tiene para brindar una solución integral a las problemáticas planteadas, es sobre el que más se ha avanzado y el que ha obtenido mayor consenso, fundamentalmente entre los actores de las finanzas internacionales.

En este sentido, esta discusión refleja las desigualdades del sistema internacional. En ella han primado las preocupaciones ligadas tanto a los intereses como las visiones y marcos de referencia de los prestamistas privados, sus gobiernos y organizaciones representativas, y las IFI. Las mejoras contractuales no disipan completamente las amenazas de acreedores especulativos o las potenciales arbitrariedades en los procesos de renegociación. Tampoco contemplan la búsqueda de alivios sustantivos del peso del endeudamiento, el establecimiento de condiciones de pago realistas y sustentables ni los costos del sobreendeudamiento y el cumplimiento de las obligaciones para los Estados deudores. Estos, por su parte y en vistas de no perder acceso a los mercados internacionales, adaptan sus acciones a estas reglas de juego y postergan las discusiones sobre mecanismos alternativos que podrían mejorar su posición relativa ante una



crisis, y proteger los derechos humanos y las condiciones de vida de sus poblaciones.

La prevalencia del abordaje que pone el acento en el fortalecimiento de los contratos para coordinar a los inversores y desambiguar cláusulas estándar puede entenderse, entonces, como resultado de las dificultades de los países deudores para articular iniciativas de reforma sustantiva que estén en línea con sus necesidades en el marco de una configuración de la arquitectura financiera internacional donde el poder estructural de los inversores y las presiones de las IFI y los países acreedores prevalece para sostener los lineamientos de fondo para la resolución de crisis de deuda: tratativas caso por caso, alivios limitados, adhesión voluntaria de acreedores, reducción de la inmunidad soberana, y mantenimiento de jurisdicción en tribunales extranjeros con posibilidades de litigio.

Durante la pandemia, las soluciones propuestas ante las dificultades soberanas para cumplir con sus compromisos financieros no rompieron completamente este esquema. Las propuestas de los acreedores oficiales, como la ISSD y su ampliación bajo el Marco Común, tienen serias limitaciones (elegibilidad sólo entre países de bajos ingresos, negociaciones caso por caso, falta de involucramiento de acreedores privados, escaso nivel de participación de los países endeudados asociado a costos reputacionales) por lo que no representan una alternativa regulatoria integral de amplio alcance que brinde soluciones a las crisis de endeudamiento de la periferia.

En este escenario, el caso argentino reciente ha sentado un precedente importante sobre el que es posible avanzar. Ciertamente, tuvo una importancia crucial pues generó numerosas discusiones y motivó cambios contractuales que suponen una mejora relativa en la arquitectura de las reestructuraciones. Adicionalmente, la propuesta multilateral, aunque con límites en sus resultados y alcances, puede servir de referencia para impulsar acciones de coordinación entre los países deudores tendientes a crear un marco internacional unificado y neutral que limite las prerrogativas de los acreedores, genere soluciones sostenibles que no condicionen la acción del Estado deudor y sean compatibles con el gozo de los derechos humanos de las poblaciones.

## Bibliografía

- Blackman, J.I., y Mukhi, R. (2010). "The evolution of modern sovereign debt litigation: vultures, alter egos, and other legal fauna". *Law y Contemp. Probs.* N° 73, pp. 47-61.
- Buchheit, L. C. y Gulati, M. (2020). "The Argentine collective action clause controversy". *Capital Markets Law Journal*, vol. 15, n° 4, pp. 464-473.
- Buchheit, L.C. y Pam, J. S. (2004). "Pari Passu clause in sovereign debt instruments". *Emory Law Journal*, n° 53, pp. 877-891.
- Cruces, J. J. y Trebesch, C. (2011). "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts". *CESIFO Working Paper 3604*.
- Das, U. S.; Papaioannou, M. G. y Trebesch, C. (2012). "Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts". IMF Working Paper 107. Washington: FMI.
- Datz, G. (2021). "Placing Contemporary Sovereign Debt: The Fragmented Landscape of Legal Precedent and Legislative Preemption". En P. Penet y J. Flores Zendejas (eds.), *Sovereign Debt Diplomacies. Rethinking Sovereign Debt from Colonial Empires to Hegemony* (pp. 259-281). Oxford: Oxford University Press.
- De la Cruz, A. y Lagos, I. (2021). "CACs at work: what next? Lessons from the Argentine and Ecuadorian 2020 debt restructurings". *Capital Markets Law Journal*, vol. 16, n° 2, pp. 226–248.
- Eichengreen, B. (2003). "Restructuring sovereign debt". *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n° 4, pp. 75-98.
- Fang, C., Schumacher, J., y Trebesch, C. (2021). "Restructuring sovereign bonds: holdouts, haircuts and the effectiveness of CACs". *IMF Economic Review*, vol. 69, n° 1, pp. 155-196.
- Gathii, J. T. (2006). "The sanctity of sovereign loan contracts and its origins in enforcement litigation". *Geo. Wash. Int'l L. Rev.* n° 38, pp. 251-325.
- Gelper, A. (2016). "Courts and Sovereigns in the Pari Passu Goldmines". *Capital Markets Law Journal*, vol. 11, n° 2, pp. 251-277.
- Guzmán, M. (2016). "Reestructuración de deuda soberana en una arquitectura financiera-legal con huecos". *Revista Jurídica UPR*, n° 85, pp. 611-627
- Guzmán, M. y Stiglitz, J. (2016). *A Soft Law Mechanism for Sovereign Debt Restructuring*. FES New York – International Policy Analysis. Recuperado de: [http://www.fes-globalization.org/new\\_york/new-publication-a-soft-law-mechanism-for-sovereign-debt-restructuring/](http://www.fes-globalization.org/new_york/new-publication-a-soft-law-mechanism-for-sovereign-debt-restructuring/)

- Guzman, M., Ocampo, J. A. y Stiglitz, J. E. (2016). "Introduction". Guzman, M., Ocampo, J. A., y Stiglitz, J. E (Eds.). *Too little, too late: The quest to resolve sovereign debt crises*. New York: Columbia University Press.
- Hernández Viguera, J. (2015). *Los fondos buitres, capitalismo depredador*. Buenos Aires, Capital Intelectual.
- IMF (2020). "The international architecture for resolving Sovereign debt involving private-sector Creditors—recent developments, challenges, and Reform options", *Policy Papers* 043. Washington: FMI.
- Krueger, A. (2002). *A New Approach To Sovereign Debt Restructuring*. Washington DC, IMF.
- Kupelian, R. y Rivas, M. S. (2014). "Fondos buitres. El juicio contra Argentina y la dificultad que representa en la economía mundial". *Documento de Trabajo* N° 49. Buenos Aires: CEFIDAR.
- Macías Vazquez, A. (2008). "La reestructuración de la deuda soberana: multilateralismo, acción colectiva y canje". *Problemas del desarrollo*, vol. 39, n° 155, pp. 55-76.
- Olivares-Caminal, R. (2011). "The pari passu interpretation in the Elliott case: a brilliant strategy but an awful (mid-long term) outcome". *Hofstra Law Review*, vol. 40, n° 1, pp. 39-63.
- Palley, T. I. (2003). "Sovereign debt restructuring proposals: a comparative look". *Ethics y International Affairs*, vol. 17, n° 2, pp. 26-33.
- Raffer, K. (2003). "Deuda externa y procedimiento de arbitraje internacional". En J. A. Alonso y V. FitzGerald, *Financiación para el desarrollo y coherencia en las políticas de los donantes*. Madrid: La Catarata.
- Reihart C. N. y Rogoff, K. S. (2011). *Esta vez es distinto: ochos siglos de necesidad financiera*. México, Fondo de Cultura Económica.
- Rogoff, K. S. y Zettelmeyer, J. (2002). "Bankruptcy procedures for Sovereigns: A history of ideas, 1976-2001". *IMF Economic Review*, vol. 49, n° 3, pp. 470-507.
- Roos, J. E. (2019). *Why Not Default? The Political Economy of Sovereign Debt*. Princeton: Princeton University Press.
- Schumacher, J.; Trebesch, C. y Enderlein, H. (2014). *Sovereign defaults in court*. Recuperado de: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2189997](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2189997) (20/02/2017)
- Schwarcz, S. (2004). "Idiot's Guide to Sovereign Debt Restructuring". *Emory Law Journal*, n° 53, pp. 1189-1218.
- Ugarteche, O. y Acosta, A. (2003). "A favor de un tribunal internacional de arbitraje de deuda soberana (TIADS)". *Documentos de Discusión Global*, D3E1.
- Val, M. E. (2017). "El accionar de los 'fondos buitres': una caracterización a partir del conflicto con la República Argentina". *Relaciones Internacionales*, vol. 26, n° 52, pp. 163-180.
- Weidemaier, W. M. y Gelpern, A. (2014). "Injunctions in Sovereign Debt Litigation". *Yale J. on Reg.*, n° 31, pp. 189-218.
- Ziai, A. (2012). "The rise and fall of the SDRM proposal in the IMF An introduction to competing theoretical perspectives on power in the global political economy". *Hamburg Review of Social Sciences*, vol. 7, n° 1, pp. 1-24.

#### Documentos

- Asamblea General de la ONU (2014) Resolución 68/304 aprobada por la Asamblea General el 9 de septiembre de 2014: Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana
- Asamblea General de la ONU (2015) Resolución 69/319 aprobada por la Asamblea General el 10 de septiembre de 2015: Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana
- ICMA (2014) Standard Pari Passu provision for the terms and conditions of sovereign notes
- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (2015) Presentación "Proyecto de Ley: Principios Básicos sobre Procesos de Reestructuración de Deuda Soberana"

**> *Discusiones en el plano regional***

# Los economistas frente a la deuda externa; con los “ojos bien cerrados”

Gustavo Burachik\*

## Introducción

Como todas las cuestiones económicas o sociales en el capitalismo, la dinámica del endeudamiento externo y sus crisis está atravesada por los intereses divergentes de las clases sociales. Existe sin embargo una cierta homogeneidad básica, un “sentido común” sobre la deuda, aceptado por las principales agrupaciones políticas, por el periodismo y por los profesionales y académicos de la economía.

En efecto, el grueso de la población no tiene acceso a un análisis completamente objetivo de esta cuestión económica clave, es decir, uno que revele la distribución social desigual de beneficios y costos del endeudamiento externo<sup>1</sup>. Se afirma diariamente, al contrario, que la deuda es un problema “fiscal”, “presupuestario”, producto de una administración defectuosa de los recursos “públicos”, que la deuda es “de la sociedad”, que “las deudas se pagan”, etc. Con igual insistencia, se explica que las políticas “de ajuste” adoptadas históricamente para enfrentar las crisis de deuda son un resultado ineludible de una bonanza previa (irresponsablemente sustentada en el crédito), que un cuestionamiento de la deuda devendría en un catastrófico aislamiento internacional comercial y financiero o, peor aún, que provocaría represalias socialmente más costosas que la crisis que se buscaba evitar, etc.

Se menciona a veces el aprovechamiento del endeudamiento por personas o empresas particulares, pero nunca por la clase capitalista como un todo. La inequidad en la distribución de sus costos se emplea con frecuencia demagógicamente, no como base de

un programa que afecte los intereses materiales de las grandes empresas y bancos.

En la primera parte presentamos una breve recopilación de algunos de los textos más conocidos sobre los últimos doscientos años de historia de los flujos de capital. Esta sección sugiere que la insostenibilidad y crisis de deuda tienen un origen externo, no doméstico y por lo tanto no puede atribuirse a cuestiones relacionadas con la política fiscal.

En la segunda parte analizamos la evolución de algunas variables clave de la balanza de pagos de un grupo de países latinoamericanos desde 1990. Mostramos que el desequilibrio internacional se convierte en crisis interna, cambiaria y fiscal, como resultado del modo en que el estado capitalista la enfrenta. La crisis de deuda es convertida en un problema fiscal y cambiario por la dinámica del ajuste, determinada por la estructura de clases.

## 1. Exportación e importación de capitales

La formación de la economía mundial capitalista es un proceso histórico que se inició con la expansión colonial europea hacia Asia, África y América en el siglo XV. Un primer fruto de este proceso fue el mercado internacional de mercancías; el segundo, un mercado internacional de capitales. Los países conquistadores se convirtieron primero en potencias industriales y en la segunda mitad del siglo XIX, en potencias financieras. Los países de América Latina se desarrollaron como importadores, tanto de manufacturas como de inversiones y créditos.

Evidentemente, no cabría hablar de un mercado mundial de capitales si no existiera un intercambio

\* Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur.

<sup>1</sup> Por una revisión de acciones de denuncia en este sentido, en la experiencia argentina reciente, ver el capítulo de Beverly Keene en este libro.

potencialmente provechoso para la parte acreedora y deudora. En los países exportadores, el exceso de liquidez lleva al capital a buscar oportunidades de mayores rendimientos en otras localizaciones. En las economías receptoras, estos flujos generan o refuerzan las condiciones favorables para la acumulación de capitales privados (Prebisch, 1944; Ocampo, 2016), además de ampliar el margen de acción de la política estatal.

El movimiento de capitales se desarrolla en ciclos, determinados básicamente por las condiciones económicas y financieras internacionales. Estos ciclos se inician con una fase de expansión del crédito e inversiones y se interrumpen de un modo más o menos abrupto cuando esas condiciones se alteran. En contraste con esta relativa concentración temporal, los flujos de capital tienden a dispersarse en el espacio, alcanzando simultáneamente a numerosos países, regiones y continentes enteros. Es cierto que cada economía atraviesa este proceso con sus rasgos propios; pero todo análisis que se limite o adopte como punto de partida los aspectos domésticos, fiscales, cambiarios, etc. resultará inadecuado y a la vez tendencioso.

El mundo periférico en general y América Latina en particular atravesó por 9 de estos ciclos en los últimos dos siglos<sup>2</sup>. El primero tuvo su fase de auge al finalizar las guerras napoleónicas en Europa. Varios de los nuevos estados revolucionarios aún en formación en América Latina recibieron créditos británicos entre 1822 y 1825. El infausto “préstamo Baring” contratado por Rivadavia para la provincia de Buenos Aires, fue un episodio de esta primera oleada. En 1825 se interrumpió el flujo de créditos y se contrajo fuertemente el comercio mundial. Entre 1826 y 1850 todos los países de la región estuvieron en *default*.

Las deudas impagas fueron renegociadas en los años 50s, lo que allanó el terreno para una nueva fase ascendente del crédito en los años 1860s. Gran Bretaña fue la fuente principal de los préstamos, pero hubo también financiamiento de Francia, Alemania y EE.UU. El volumen de recursos prestados superó largamente al de la primera oleada.

La conexión entre los créditos ingleses y la importación de manufacturas de ese país era muy directa. Los bancos europeos emitían los bonos en Londres o

París; las empresas contratistas europeas suministraban los materiales y equipos en que los fondos prestados serían gastados. Desde ya, en las economías deudoras, los grandes comerciantes y terratenientes también se beneficiaban de la mejora del transporte, del aumento del comercio exterior, de la valorización de sus tierras.

Sin embargo, los créditos extendidos en esta ocasión ya no pudieron ser aplicados en su totalidad, ni principalmente, a la importación de mercaderías europeas; una porción sustancial debió destinarse al pago de las deudas previas. Lo mismo ocurriría en todas las siguientes fases de endeudamiento, hasta la que tuvo lugar en los años 1920s.

La caída de la bolsa de Viena en 1873 marcó el inicio del fin de esta oleada. El pánico financiero se difundió rápidamente por el resto de Europa y EE.UU. inaugurando la primera recesión realmente mundial. Una nueva ola de crisis de deuda o impagos fue abarcando a un número creciente de naciones.

Las deudas en problemas comenzaron a renegociarse en los 1880s poniendo en marcha una tercera curva ascendente de endeudamiento externo de magnitud superior a la anterior. Su finalización en 1890 generó una nueva cosecha de crisis bancarias, quiebras privadas y crisis de deuda. Entre 1890 y 1894, Argentina, Ecuador, Guatemala, Nicaragua, Paraguay, Uruguay y Venezuela estuvieron en *default*.

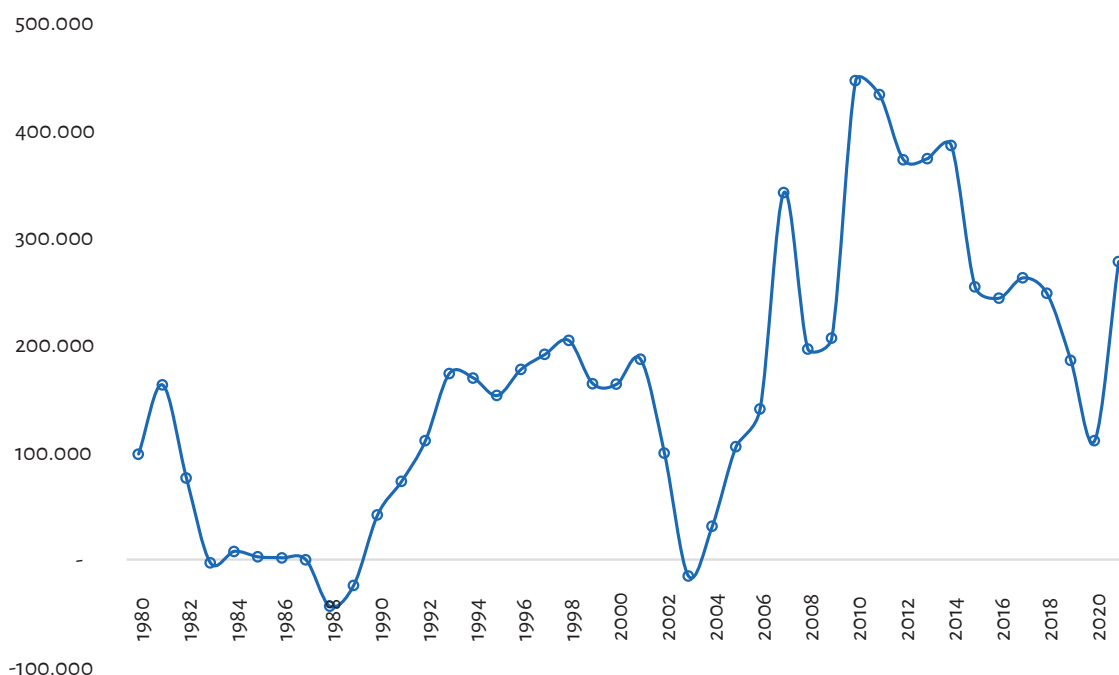
La cuarta fase de endeudamiento se desarrolló entre 1899 y la Primera Guerra Mundial y es considerada como la “edad de oro” de la globalización. El conflicto mundial interrumpió los flujos, pero en América Latina solo Brasil, Ecuador, México y Uruguay cayeron en *default*. El resto de las naciones endeudadas experimentó un drástico aumento de sus exportaciones, cuyos ingresos permitieron sostener los pagos de deuda.

El quinto episodio fue protagonizado por primera vez por la banca norteamericana y se extendió en su mayor parte entre 1926 y 1929. Los ciclos siguientes son más conocidos; ascenso en los 1970s y crisis en 1982 (sexto), ascenso en los 1990s y crisis a fines de esa década y comienzos de la siguiente (séptimo) y ascenso en 2004/10 y reversión desde 2011/12.

De estos dos siglos de subas y bajas de la exportación de capitales a los países de América Latina se des-

<sup>2</sup> Esta sección se basa en Cepal (1965), Vitale (1986), Marichal (1988), Estay (1996), Eichengreen (2003), BPI (2009), Kaminsky (2017) y BM (2020).

**Gráfico 1.** Entrada bruta de capitales (\*) a América Latina y el Caribe. En millones de dólares a precios de 2021



\* Emisión neta de pasivos de inversión directa, de cartera y de otra inversión. Excluye FMI y financiamiento excepcional

**Fuente.** Elaboración propia en base a datos de Cepal

prenden al menos cinco conclusiones que deseamos remarcar aquí.

a) El acceso de países periféricos al crédito extranjero, así como sus reiteradas crisis de financiamiento externo son, en gran medida, fenómenos de alcance internacional.

b) Las fases de aumento de la exportación de capitales a la periferia coinciden con períodos de expansión de las economías desarrolladas y del comercio mundial. El propio ciclo ascendente o circunstancias históricas específicas dieron lugar a la formación de un exceso de liquidez en esos países que alimentó créditos e inversiones en la periferia. La excepción es la oleada de 1973/81.

c) El crédito e inversiones extranjeras se aplicaron a refinanciar deudas previas en default, pagar intereses de deuda y aumentar las importaciones, completando el reciclaje de los recursos hacia las economías de origen de los fondos. La transferencia neta de divisas, cuando la hubo fue muy inferior a la entrada bruta de capitales.

d) El aumento del endeudamiento se reveló siempre como insostenible cuando un cambio en la coyuntura

internacional determinó la interrupción de los préstamos. Evidentemente, los países deudores periféricos han mantenido en estos períodos una posición financiera especulativa o Ponzi; en general, no ha sido posible atender el incremento de los vencimientos con recursos externos propios (excedente comercial, ingreso secundario). El cumplimiento puntual de los pagos ha dependido en buena medida de la posibilidad de refinanciación, es decir, de la existencia de una abundancia relativa de liquidez internacional. Se infiere asimismo que en estos episodios de ingreso masivo de capitales extranjeros no tiene lugar la transformación de la estructura productiva o una modificación de la inserción internacional en el sentido de reducir la dependencia respecto de los recursos externos para el sostenimiento de sus balances de pagos.

e) A principios del siglo XIX Londres se transformó en la principal fuente de financiamiento no sólo de Europa sino de América y el Mediterráneo. En esta nueva etapa, como se constató en este apunte, cada fase de expansión del crédito desembocó en un reguero de defaults soberanos. Al interrumpirse los flujos privados, y en ausencia de cualquier fuente alternativa de financiamiento externo, los Estados deudores tendían a caer en la cesación de pagos.

En contraste, desde los 1970s la *intervención estatal* en los mercados financieros de los países acreedores se incrementó drásticamente, en parte como resultado de la concentración del sistema financiero con la consecuente formación de corporaciones financieras consideradas “demasiado grandes para quebrar”. El papel del Estado como prestamista de última instancia se aprecia en los enormes salvatajes implementados en favor del sistema bancario en todas las crisis desde los años 80. Puede afirmarse que el Estado ha sido un factor de primer orden en la supervivencia del sistema financiero mundial en las últimas décadas.

Asimismo, el FMI se convirtió en custodio de la disciplina fiscal y prestamista de última instancia para brindar liquidez a los deudores soberanos periféricos en tiempos de crisis, permitiendo con ello sostener los pagos a los acreedores y evitar los defaults. Las intervenciones del FMI en las crisis de deuda de los 80s, 90s y 2010, mediante planes de “asistencia” masivos a los deudores bajo estrictas condicionalidades de política económica tienen por objeto sostener la corriente de pagos (evitando el default) y proteger los balances de los bancos acreedores<sup>3</sup>.

## 2. Crisis externa y política económica

Se afirma que históricamente las condiciones económicas domésticas en América Latina han estado determinadas por la coyuntura internacional (Prebisch, 1939; Ocampo, 2016). Habría que agregar que esta determinación es en buena medida resultado de la existencia de un mercado mundial de capitales. Este último sería inconcebible si los inversores y prestamistas internacionales no pudieran contar con la “buena voluntad” de los Estados deudores para direccionar los flujos de divisas, las regulaciones cambiarias, la política fiscal y monetaria, etc. en las coyunturas de crisis. Esta predisposición incluye compromisos explícitos o implícitos que, con referencia al período del patrón oro, McKinnon (1993) caracterizó como “reglas del juego”.

Una de las piezas centrales de este entendimiento es la prioridad otorgada al equilibrio externo respecto del equilibrio interno en las coyunturas de crisis. En los estados deudores las autoridades procuran man-

tener la “integración financiera”, esto es, el abastecimiento de la demanda de divisas por particulares y para pagos de rentas en detrimento de otras aplicaciones. Las reservas acumuladas no son vendidas para evitar la recesión; al contrario, ambas son utilizadas para sostener los flujos financieros. Con todo, no es la mera mecánica cíclica de los flujos de capital lo que transforma la crisis externa en crisis y ajuste internos sino el acatamiento de las reglas del juego.

No es necesario recordar que el desarrollo de la acumulación de capital se despliega a una escala internacional en el plano de las finanzas, el comercio, el uso de marcas y tecnologías, etc. Esta densa red de interrelaciones internacionales del capital lo que los Estados tratan de preservar en las fases de reflujo de capitales.

Estos hechos pueden ser reconocidos sin dificultad en los datos de balanza de pagos de América Latina que publica el FMI. Consideremos los principales países de la región desde 1990 hasta 2021<sup>4</sup>.

Dado que estamos interesados en su aspecto cuantitativo, definimos el endeudamiento externo en un sentido amplio, es decir, abarcando tanto los préstamos como la llamada inversión directa. Se trata en ambos casos de pasivos externos generadores de elevadas rentas en divisas en concepto de utilidades de filiales de corporaciones multinacionales y préstamos con altas primas de riesgo, en contraste con los activos externos de menor rendimiento en poder de residentes de los llamados países emergentes (Akyuz, 2018).

El gráfico 2 muestra valores agregados para las 10 economías latinoamericanas de mayor tamaño (más de 90% del PBI de la región en 2021). Las dos zonas griseadas identifican los períodos de holgura cambiaria registrados en las últimas tres décadas<sup>5</sup>. Si centramos el foco en la transición de la holgura a la escasez, podemos identificar cinco procesos.

<sup>4</sup> Sobre el impacto evaluado en términos de género de la deuda durante la pandemia en ALC, ver capítulo de Juan Pablo Bohoslavsky, Francisco Cantamutto, Agustina Costantino y Mariana Rulli en este libro.

<sup>5</sup> Delimitamos estas fases en función de las variaciones en la disponibilidad total de divisas, calculada como el ingreso anual total de divisas resultado de la suma de todas las fuentes (entrada de capitales, remesas, comercio) que presentan un saldo neto positivo en dicho año. Magnitud que debe ser idéntica al gasto anual total de divisas, que es la suma de todos los rubros (salida de capitales, rentas, comercio) que presentan un saldo neto negativo. Sobre la metodología y datos básicos ver Burachik (2022).

<sup>3</sup> Ver al respecto el capítulo de Emilia Val y Pablo Nemiña en este libro.

En primer lugar, por el lado de los ingresos, se observa un cambio en la tendencia del movimiento de capitales. El punto de inflexión de la disponibilidad total de divisas en ambos ciclos coincide con el punto máximo del ingreso de capitales en 1998 y en 2010. La contracción desde el pico hasta el mínimo es de 80% y 67%, respectivamente.

En segundo lugar, no se observa un recorte relevante de los gastos financieros, que siguieron representando la principal vía de drenaje de recursos externos. En las fases de escasez, el vacío dejado por las menores entradas de capital fue completado con *otras fuentes* mientras la magnitud de los gastos financieros no se vio afectada.

Por un lado, el saldo del comercio exterior mostró una tendencia al ajuste mediante la contracción de las importaciones. Este es el tercer hecho destacable. En la primera crisis el balance comercial fue de hecho el único rubro del gasto de divisas que se redujo de inmediato y se convirtió en pocos años en una fuente de ingreso de divisas, pese al estancamiento de las

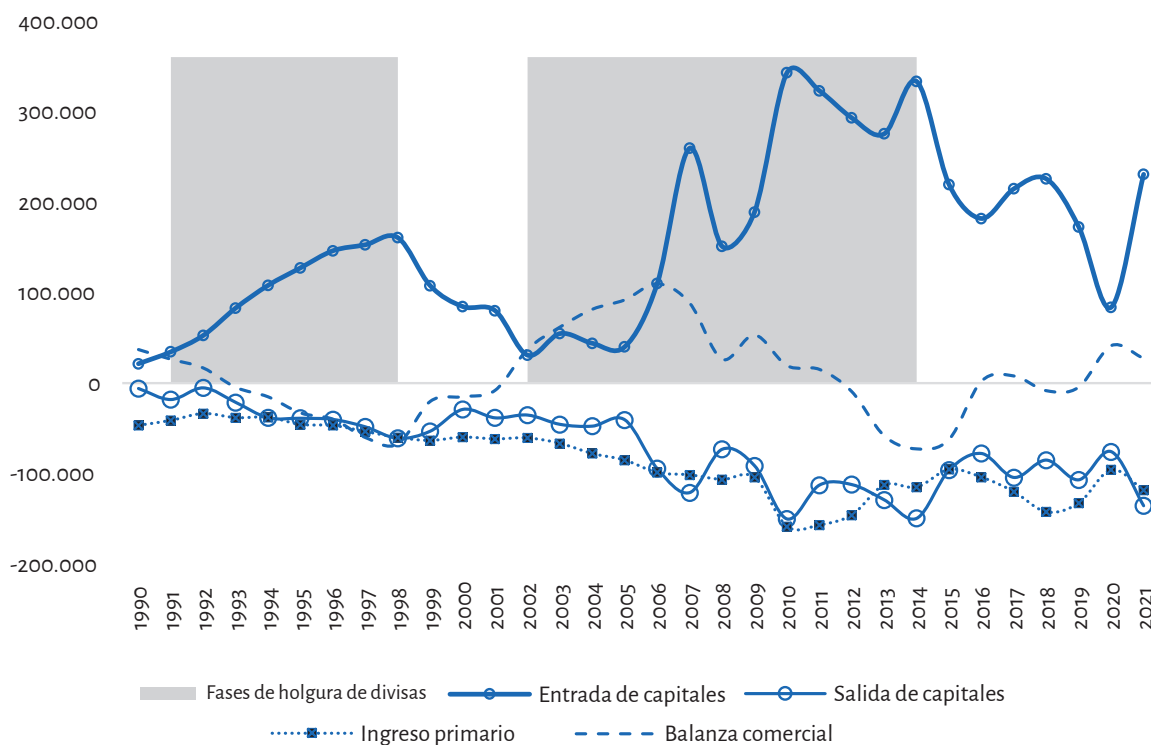
exportaciones. Las compras al exterior se redujeron 28% en términos reales en cuatro años (gráfico 3).

El ajuste del comercio exterior fue más lento en la segunda crisis. Por un lado, porque la contracción de las importaciones se demoró; por el otro, porque las exportaciones, lejos de aumentar, tendieron a disminuir. Como resultado, sólo en 2016 la balanza comercial se convirtió de nuevo en fuente de divisas.

Con todo, en ninguno de los años en ambos episodios de escasez el déficit comercial fue la principal erogación en las diez economías. Su papel como renglón de drenaje de recursos externos fue esporádico y de alcance limitado. Los factores financieros tuvieron el papel protagónico en los procesos de crisis cambiaria.

Corresponde analizar, en cuarto lugar, el papel de las reservas internacionales, incluidas en el gráfico 2. La acumulación de reservas se ralentizó a medida que se desarrollaban las fases de holgura de divisas hasta anularse por completo o convertirse en fuente de recursos externos en la fase de escasez. Las reservas

**Gráfico 2.** Principales variables de la balanza de pagos, países seleccionados de América Latina, en millones de dólares a precios de 2021



Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI



contribuyeron, junto con el ajuste del comercio exterior, a mantener el abastecimiento de la demanda financiera de divisas en la fase de transición de la holgura a la escasez.

En 1998/2002 las reservas oficiales proporcionaron en promedio 8% de los recursos externos demandados, un tercio del cual se originaba en la salida de capitales. En 2019, abastecieron 18% de estos requerimientos, de los cuales 44% correspondió a la salida de capitales del sector privado.

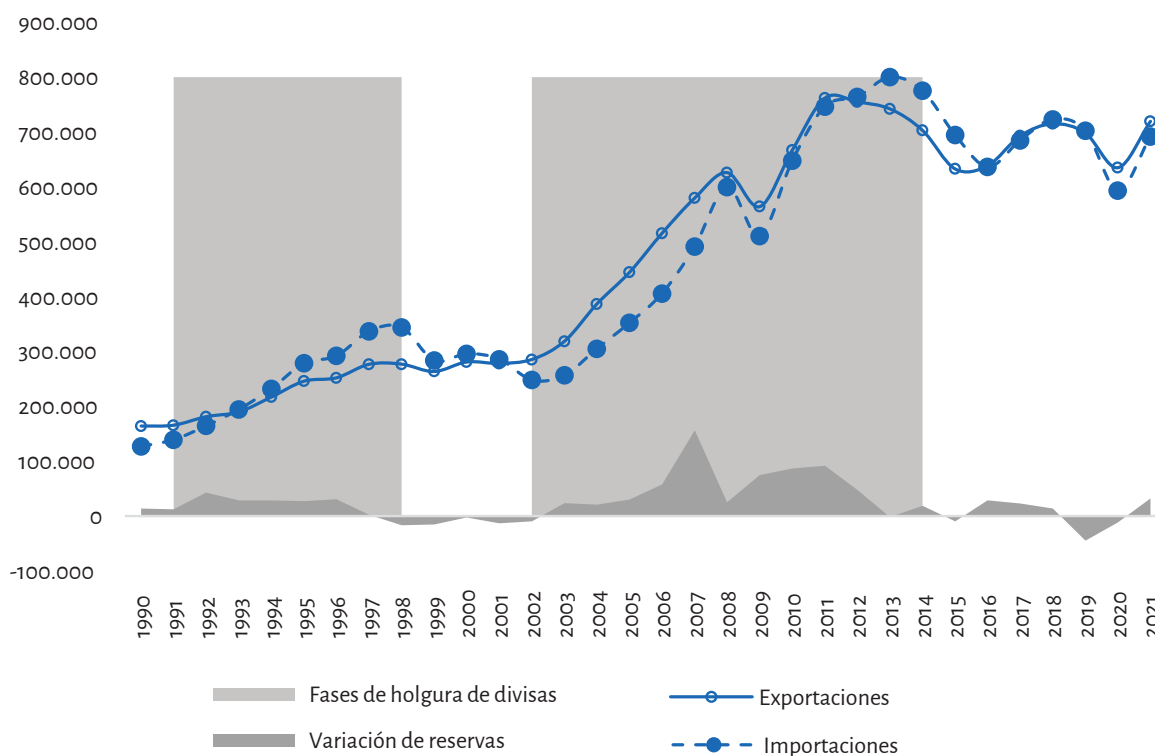
El quinto proceso consistió en el aumento del endeudamiento público. En un trabajo reciente, Avdjiev y otros (2017) argumentan que la colocación de endeudamiento del sector público opera como compensación de los flujos privados en los llamados mercados emergentes. Durante los períodos de crisis, cuando los inversores huyen de estos activos (y los residentes cancelan deuda neta y se dolarizan) son los Estados y bancos centrales los que procuran incrementar su captación de crédito externo.

Como se aprecia en el gráfico 4, esta tesis parece cumplirse para los diez países latinoamericanos analizados aquí.

Se observan tres episodios bastante claros de detención repentina de la entrada de capitales privados en 1999/2002, 2008 y 2011/16. El primero y tercero estuvieron acompañados por saltos ascendentes del endeudamiento público. La declinación de los flujos privados en 2008 fue seguida de un incremento de la colocación de deuda pública en 2009/10.

En suma, a juzgar por los datos, la premisa que ordena el proceso de ajuste al sobrevenir la disminución de la entrada de capitales (fuente principal de recursos externos) no es la defensa del nivel de importaciones (y de actividad económica) sino el continuado aprovisionamiento de la demanda financiera de divisas por parte del sector privado. Por el contrario, la contracción de las compras al exterior es parte esencial de esta adaptación, a la que se añaden la venta de reservas del banco central y el aumento endeudamiento público.

**Gráfico 3.** Exportaciones, importaciones y variación de reservas, en millones de dólares a precios de 2021



Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI

## Conclusiones

En este artículo hemos trabajado con dos conjuntos de materiales para sostener dos argumentos de gran significación para el debate público sobre la cuestión del endeudamiento externo argentino.

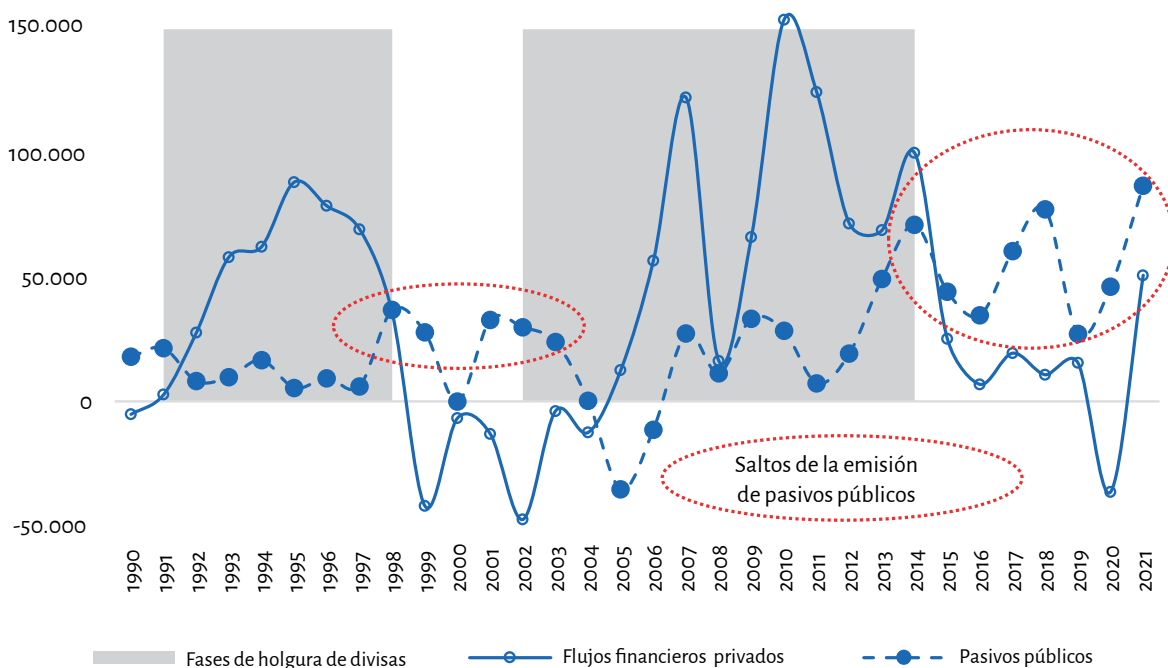
En primer lugar, el problema del endeudamiento y crisis externas es, y al mismo tiempo no es, un problema de índole fiscal. *Se origina* en el modo de funcionamiento del capital a nivel global. Por un lado, las exportaciones de capital generan flujos inversos de rentas y adquisición de activos. Por el otro, las primeras sólo alcanzan a cubrir a las segundas durante períodos limitados de tiempo en el que rigen determinadas condiciones financieras en los países centrales.

Los Estados en las naciones deudoras enfrentan el reflujo procurando sostener el abastecimiento de la demanda de divisas de carácter financiero y para el pago de rentas del capital extranjero. Con ello convierten la crisis internacional en una crisis fiscal y cambiaria doméstica. El ajuste interno recesivo no puede ser explicado sólo por la volatilidad de las entradas de capital extranjero; es también un resultado inevitable de la adhesión de las naciones capitalistas periféricas al circuito internacional de capitales.

Es claro que el proceso de acumulación de capital privado en la actualidad no puede ser concebido de otro modo que a escala mundial, al menos en lo que hace a las grandes corporaciones tanto en las economías periféricas como en las centrales. Es la integridad de estas múltiples articulaciones internacionales del capital privado lo que los Estados deudores priorizan y procuran sostener en los períodos de crisis externa, en detrimento del nivel de vida de la mayoría de la población.

Los profesionales de la economía enfrentan en general una dificultad de envergadura al tratar los problemas de la deuda externa. Su abordaje como mero problema fiscal contribuye a encubrir su trasfondo social; reviste de lenguaje técnico el relato militante de sus beneficiarios. Su denuncia como un rasgo inherente a la sociedad basada en el capital privado, como uno más de sus mecanismos generadores de crisis, en cambio, los conduce a un campo político menos propicio para el progreso individual, sea en el plano privado o estatal. Si es cierto que las condiciones materiales determinan la conciencia y no al revés, esto podría explicar la masiva adhesión de los economistas a una visión tan complaciente del problema del endeudamiento externo, tan enfrentada a los datos concretos históricos y estadísticos.

**Gráfico 4.** Emisión neta de pasivos financieros sector privado y público, en millones de dólares a precios de 2021



Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI

## Referencias

- Akyüz, Y. (2018). "External Balance Sheets of Emerging Economies: Low-Yielding Assets, High-Yielding Liabilities". Working Paper N° 476. PERI, University of Massachusetts Amherst.
- Avdjiev S., Hardy, B., Kalemli-Ozcan, S. y Servén, L. (2017). "Gross capital flows by Banks, Corporates and Sovereigns". Working Paper 23116. Washington: National Bureau of Economic Research.
- Banco de Pagos Internacionales (2009). *Capital Flows and Emerging Market Economies*. Committee on the Global Financial System, N° 33.
- Banco Mundial (2020). *Global Waves of Debt. Causes and Consequences*. Washington: Banco Mundial.
- Burachik, G. (2022). "The role of capital movements in Latin American balance of payments in 1990-2019". *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 42, n° 3, pp. 738-760.
- CEPAL (1965). *External Financing in Latin America*. Nueva York: CEPAL.
- Eichengreen, B. (2003). *Capital Flow and Crises*. Massachusetts: MIT Press
- Estay Reyno, J. (1996). *Pasado y Presente de la Deuda Externa de América Latina*. México: Instituto de Investigaciones Económicas - UNAM.
- Kaminsky, G. (2017). "The center and the periphery; two hundred years of international borrowing cycles". *NBER working paper 23975*. Washington: National Bureau of Economic Research.
- McKinnon, R. (1993). "The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective". *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXI (March 1993), pp. 1-44.
- Marichal, C. (1988). *Historia de la Deuda Externa de América Latina: Desde la Independencia hasta la Gran Depresión*. México: Alianza Editorial Mexicana.
- Ocampo, J. (2016). "Balance-of-Payments Dominance. Implications for macroeconomic policy". En Damill, M., Rapetti, M. y Rozenwurcel, G. (eds.); *Macroeconomics and Development. Roberto Frenkel and the Economics of Latin America*. Nueva York: Columbia University Press.
- Prebisch, R. (1939). "El ciclo económico y la política monetaria". Obras, Tomo II, capítulo 89 Memoria Anual del BCRA, Ejercicio 1938. Buenos Aires.
- Vitale, L. (1986). *Historia de la Deuda Externa Latinoamericana y Entretelones del Endeudamiento Argentino*. Buenos Aires: Sudamericana/Planeta.

# La deuda en América Latina y el Caribe durante la pandemia - Sus impactos de género

Juan Pablo Bohoslavsky\*, Francisco Cantamutto\*\*, Agostina Costantino\*\*\* y Mariana Rulli°

Este capítulo se enfoca en la situación de endeudamiento de América Latina y el Caribe (ALC) durante la pandemia, y presenta sus principales impactos desde una perspectiva de género y de derechos humanos. Para ello se presentan los principales rasgos cuantitativos y cualitativos de la deuda soberana en la región y luego se analizan las vías de impacto de la deuda sobre las mujeres en toda su diversidad durante la pandemia<sup>1</sup>.

La estructura del presente capítulo es la siguiente: en la Sección 1 se explica la amplitud y profundidad de la recesión pandémica en los países de la región y cómo transcurrió la recuperación económica. En la Sección 2 se describe la evolución (en términos de volumen, condiciones, deonomiación y tipo de acreedor) de la deuda soberana en la región, junto a las iniciativas multilaterales implementadas en este campo. En la Sección 3 se presentan las vías de impacto del endeudamiento público en clave de género, incluyendo el ajuste fiscal (tanto en ingresos como en gastos), la forma concreta de la expansión económica y el

impacto de las reformas estructurales. En la Sección 4 se presentan las conclusiones del trabajo.

## 1. Impacto de la pandemia en ALC

El impacto económico de la pandemia sobre la región fue severo. La interrupción de las cadenas internacionales de valor, y las restricciones de movilidad interna así como para actividades co-presenciales, consecuencias de las medidas de protección sanitaria, indujeron a una súbita caída de los movimientos de capitales y el comercio. Prácticamente la totalidad de los países aplicaron paquetes de estímulo fiscal y monetario, aunque con significativas asimetrías. Mientras los países industrializados invirtieron casi el 24% de su PBI para contener los efectos económicos y sociales de la pandemia, en ALC apenas se logró aplicar el 4,6% del PIB. Los países de la región tuvieron dificultades para incrementar la recaudación, para emitir dinero y para acceder a crédito en condiciones aceptables, todo lo cual impuso límites para proteger los derechos humanos de la población durante la crisis. Si bien los organismos internacionales de crédito señalaron la necesidad de sostener la producción, impulsar la reactivación y ampliar la protección social en el inicio de la crisis, rápidamente —en especial, el FMI— retornaron a sugerir medidas de austeridad, lo cual redujo el espacio fiscal disponible para actuar.

En términos de crecimiento, el PIB de ALC cayó un 6,8% en 2020. Todos los países de la región —excepto Guyana— sufrieron caídas del nivel de actividad. Guatemala, Nicaragua y Paraguay fueron las economías que menos sufrieron en este sentido, en tanto Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Cuba, Dominica, Granada, Panamá, Perú, San Cristóbal y Nieves, Santa Lucía, Suriname y Venezuela fueron

\* Investigador del CONICET y Universidad Nacional de Río Negro (Centro Interdisciplinario de Estudios sobre Derechos, Inclusión y Sociedad, CIEDIS).

\*\* Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur, Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur (UNS)-CONICET, Bahía Blanca, Argentina.

\*\*\* Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur, Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur (UNS)-CONICET, Bahía Blanca, Argentina.

° Centro Interdisciplinario de Estudios sobre Derechos, Inclusión y Sociedad (CIEDIS), Universidad Nacional de Río Negro.

<sup>1</sup> Se debe señalar también que, si bien se adopta una perspectiva de género y diversidad, que considera a las mujeres en toda su diversidad producto de las interseccionalidades, no se pueden obviar las limitaciones que provienen de las propias estadísticas oficiales que aún se encuentran ancladas en visiones binarias. De ese modo, la comprensión sobre el origen y el modo en el que opera una serie de desigualdades se ve limitada por los desafíos pendientes en materia de relevamiento de información y construcción de indicadores a nivel regional.

las más afectadas, sufriendo caídas de dos dígitos. En 2021, la recuperación del dinamismo económico ha sido significativa, alcanzando la región un aumento del 6,3% del PIB –una expansión cuyo último paralelo es de 2010-. Haití, San Cristóbal y Nieves, Surinam y Venezuela son los únicos países que no crecieron ese año. Argentina, Chile, Colombia, El Salvador, Guyana, Honduras, Nicaragua, Panamá, Perú y República Dominicana fueron los que más crecieron, a tasas de doble dígito. De modo que la región mostró un fuerte y veloz movimiento de crisis y recuperación. Una parte importante del crecimiento de 2021 se debe al rebote de los sectores que habían sido golpeados más fuertemente por las restricciones sanitarias: construcción, comercio, manufactura y, en menor medida, transporte y comunicaciones (CEPAL, 2022a).

Durante la fase más aguda de la crisis, el desempleo creció en la región (llegando la tasa de desocupación al 10,5%), incluso a pesar de que una gran cantidad de personas no estaban participando del mercado laboral debido a las medidas sanitarias (CEPAL, 2022a; 2021a). La recuperación de 2021 y 2022 no logró reestablecer la situación previa, centralmente por la falta de dinamismo de ciertas actividades aun amenazadas por la situación sanitaria, y las trabas a la reapertura de los sistemas educativos (CEPAL, 2022a). Los desequilibrios salariales entre países y sectores contribuyen a la heterogeneidad del mercado laboral en América Latina. Esto impactó en un aumento de la pobreza y la pobreza extrema, que llegaron en 2020 al 33% y el 13,1% de las personas viviendo la región, cifras que incluso se incrementaron levemente en 2021 (CEPAL, 2022b). Un panorama semejante se observa a nivel de distribución del ingreso, debido a esta realidad del mercado laboral combinada con la retracción anticipada de las ayudas de emergencia por la pandemia. Más aún, los países latinoamericanos y caribeños comenzaron a consolidar sus cuentas fiscales ya en 2021, cuyos impactos sobre la demanda agregada podrían limitar la recuperación económica así como la distribución del ingreso (CEPAL, 2022a; 2022b). Es en este marco que impactó sobre la región la guerra en Ucrania (Bárcena, 2022).

## 2. El peso de la deuda: dinámica reciente en ALC

Incluso antes de la pandemia de COVID-19, las deudas públicas en todo el mundo eran altas. En condiciones de escaso crecimiento económico y empeo-

ramiento de la distribución del ingreso, el crédito funcionó como mecanismo para sostener la demanda agregada. Merced de la expansión monetaria en los países desarrollados asociada al fin de la crisis subprime en 2008, el crédito se abarató a nivel global. En los países periféricos, tanto la deuda privada (hogares y empresas) como la deuda pública (Estados) alcanzaron niveles alarmantes ya en 2019 (UNCTAD, 2020, Sección B). La relación deuda externa/PIB de los países periféricos en ese año ya era el doble con respecto a una década antes, lo que impactó en un severo aumento del peso de los pagos de las deudas aumentaron tanto en el gasto público como en las exportaciones (UNCTAD, 2020). Los países de la periferia tuvieron dificultades para mejorar la recaudación durante la pandemia y para emitir moneda propia para financiarse, lo que hizo que sus paquetes de estímulo dependieran centralmente del crédito que pudieran captar.

Entre 2019 y 2020, la deuda global total (pública y privada) aumentó en 28 puntos porcentuales, representando el 256 % del PIB global<sup>2</sup>. Al interior de este aumento, las deudas públicas son las que más se incrementaron, pasando de ser el 84% en 2019 al 99 % del PIB mundial en 2020. Con esto, su peso llegó al 40 % de la deuda total, una proporción solo comparable a la que tuvo en los años '60 (UNCTAD, 2021, #12). Esta tendencia pareció continuar en 2021, al menos en relación al mercado privado de crédito, donde los gobiernos de los países centrales se mantuvieron muy activos (Bank for International Settlements, 2022; Gaspar y Pazarbasioglu, 2022). Los países pobres también se encontraron lidiando con deudas cuyo peso se compara con la situación a inicios del siglo XXI (Gaspar, Medas y Perrelli, 2022). La periferia en general han estado sacrificando recursos para pagar la deuda en lugar de priorizar los recursos para responder a las crisis sanitarias, económicas y sociales: 25 países destinaron más recursos al pago de servicios de deuda que a la inversión en educación, salud y protección social combinadas (UNICEF, 2021).

Esta situación delicada en materia de deuda fue detectada tempranamente en la crisis mundial por los organismos internacionales, que evaluaron como alto el riesgo de una ola de cesaciones de pagos. En

<sup>2</sup> Datos correspondientes a la base de datos de deuda global del FMI. Ver Gaspar, Medas y Perrelli (2022).

ese sentido, en abril de 2020, un mes después del anuncio de la pandemia de COVID-19, el FMI, el Banco Mundial y el G20 aprobaron una iniciativa para suspender los servicios de deuda (DSSI por sus siglas en inglés), apuntando a los países más pobres. Esta iniciativa estuvo vigente hasta diciembre de 2021. Solo 46 países de los 73 elegibles aprovecharon esta oportunidad, suspendiendo pagos por tan solo 5.700 millones de dólares (en adelante, mdd). En muchos casos, se desistió de aprovechar esta oportunidad de alivio temporal porque los acreedores privados no estaban incluidos en la misma, y el uso de este beneficio era leído por las agencias calificadoras de riesgo como una señal de problemas, que les llevaba a empeorar la evaluación de calidad de sus deudas. Dicho de otro modo, participar de un alivio exiguo cerraba otras fuentes de crédito. De los 46 países que participaron de la DSSI, 41 mostraban problemas de pago de los servicios de deuda o estaban en alto riesgo de caer en ellos en abril de 2022 (según la evaluación del propio FMI). Entre ellos, se encontraban 4 países de la región: Dominica, Granada, Haití y San Vicente y las Granadinas.

En este marco, desde el inicio de la pandemia y hasta fines de 2022, el FMI prestó a 90 países unos 170.570 mdd, equivalentes al 17,5% de su capacidad prestable. De estos créditos, dos terceras partes fueron destinados a ALC. No obstante, del total de 118.315 mdd destinados a la región, el 88% (104.578 mdd) son líneas precautorias y de crédito flexible (PLL y LFC) habilitadas para Chile, Colombia, México, Panamá y Perú. Estas líneas apuntan a generar confianza en los mercados, y que no son necesariamente utilizadas. Estas líneas se basan en la conformidad de las políticas públicas con lo que el organismo considera un programa consistente. En cambio, Barbados, Costa Rica, Ecuador y Suriname pautaron programas de facilidades extendidas por un total de 8.438 mdd, mientras que Honduras acordó un Stand By (que fue luego aumentado) por un total de 438,8 mdd. Estos programas tienen condicionalidades asociadas, en aras de orientar las políticas públicas en el sentido que el FMI considere más apropiado para reestablecer la sostenibilidad de la deuda<sup>3</sup>. Haití fue el único

país de ALC que recibió diversos alivios de deuda por un total de 21,28 mdd. Además de lo anterior, el FMI creó dos nuevas líneas con baja condicionalidad destinadas a países en dificultades originadas por la pandemia: el Servicio de Crédito Rápido (SCR) y el Instrumento de Financiamiento Rápido (IFR). En ALC, 16 países utilizaron estas líneas, accediendo a 5.298,92 mdd<sup>4</sup>. Utilizando el Fondo Fiduciario para Alivio y Contención de Catástrofes el FMI concedió también reducciones de deuda para 31 países muy pobres, que totalizaron apenas 965 mdd (Haití fue el único país de ALC beneficiado).

En agosto de 2021, el FMI emitió nuevos Derechos Especiales de Giro. En ALC, 17 países recibieron un total de 50.300 mdd, que se corresponden con la participación accionaria en el organismo. Estos fondos se dirigieron a las arcas fiscales sin un uso específico, de manera inmediata, y sin condicionalidades asociadas. La llegada de los DEG apuntaló las reservas internacionales a un costo ínfimo, permitiendo liberar recursos para otras asignaciones urgentes. Sin embargo, en algunos casos, este uso alternativo ha sido justamente el pago de otras deudas (ver CEPAL, 2021a). El caso más extremo es Argentina, que destinó los fondos recibidos al pago de un vencimiento del Stand By de 2018 con el propio FMI<sup>5</sup>. Durante 2022 se anunció la creación del Fondo Fiduciario para la Resiliencia y la Sostenibilidad, con un financiamiento total de 50.000 mdd a devolver en plazos más prolongados –hasta 20 años– (Pazarbasioglu y Ramakrishnan, 2022).

La banca de desarrollo también aportó en la región. El Grupo Banco Mundial indica haber movilizado 29.100 mdd en la pandemia (Banco Mundial, 2022a; 2022b). El Banco Interamericano de Desarrollo prestó 17.174 mdd en el mismo período (BID, 2022). Considerada la actuación de estos tres organismos, el aporte total fue de aproximadamente el 2% del PIB regional por año. Es importante señalar que no todos los recursos efectivamente ingresaron a la región (por ejemplo, los créditos aprobados que no fueron utilizados), y parte de estos recursos fueron utilizados para saldar

<sup>3</sup> Las mismas incluyen acciones previas, criterios de ejecución, metas indicativas y criterios de ejecución estructurales (donde se incluyen reformas de diverso tipo). Ver más en <https://www.imf.org/es/About/Factsheets/Sheets/2016/08/02/21/28/IMF-Conditionality> Para una mirada sobre la evolución de las condicionalidades, ver Kentikelenis, Stubbs y King (2016).

<sup>4</sup> El Instrumento fue girado a Bahamas, Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Jamaica, Panamá, Paraguay y República Dominicana. El Servicio fue aprovechado por Dominica, Granada, Haití, San Vicente y las Granadinas (dos veces) y Santa Lucía. Nicaragua recibió fondos por ambas vías.

<sup>5</sup> Respecto del caso argentino, ver el capítulo de Francisco Cantamutto en este libro.

otras deudas (incluso con esos mismos prestamistas, como el caso de los DEGs del FMI). De modo que no todos los recursos implican crecimiento de la deuda, sino que se trata de recursos puestos a disposición por las IFIs en la región. Al momento de escribir este capítulo, no hay datos completos para evaluar los cambios de la deuda con acreedores privados.

En este contexto, algunos países desarrollados han comenzado a elevar las tasas de interés de referencia, comprimiendo el espacio creado por las políticas monetarias expansivas aplicadas los primeros dos años de la pandemia (en 2020 con mayor ímpetu que en 2021). Esto encarece el crédito para los países de la periferia, además de añadir volatilidad vinculada al futuro próximo de la recuperación económica (Banco Mundial, 2022a: 11-12). De hecho, esto indujo un aumento de los *spreads* de riesgo en la periferia, que ha afectado en especial a los países de ALC (CEPAL, 2022a). Los Estados y especialmente las empresas de la región, han emitido más deuda en 2021 que en 2020, incluso considerando que existieron 12 acciones de rebaja en la calificación crediticia<sup>6</sup>. Se ha señalado también que el impacto de la crisis climática tiene un efecto directo sobre el aumento del riesgo crediticio en la región (CEPAL, 2021b).

De hecho, la deuda regional creció durante 2020 y 2021. Por un lado, esto se debe a la propia expansión monetaria referida, que habilitó recursos disponibles en los bancos comerciales para prestar a los países de la periferia (CEPAL, 2022a: 42). Por otro lado, se debe a los límites de los propios países para mejorar la capacidad recaudatoria (movilizando recursos domésticos), así como para emitir moneda de amplia aceptación. En estos países resultan notables los amplios desafíos para encarar reformas fiscales progresivas, incluyendo la lucha para reducir la evasión y elusión fiscal, que tienen un componente de cooperación y coordinación internacional. Esto hizo que los Estados de la región debieran reposar mayormente en la emisión de deuda, que creció un 14% en los primeros 10 meses de 2021, por un total de 54.968 mdd. Este monto corresponde a 10 países de la región, aunque entre Chile, México y Perú explican un 61% del monto total<sup>7</sup>.

Considerado a octubre de 2021, la deuda bruta de los gobiernos centrales cayó al 54,7% del PBI regional (una caída de 1,7%), pero esto se debe básicamente a la expansión de la actividad económica. No solo eso, sino que esto incluye una amplia variedad de situaciones nacionales. En 17 países la deuda redujo su peso en 2021 (Argentina y Guyana presentan las mayores reducciones), mientras que en 12 aumentó (San Vicente y las Granadinas, y Suriname muestran los mayores incrementos). Si tomamos en consideración un período levemente más amplio, comparando con 2018 (último dato pre-pandemia disponible), encontramos que -excepto Guatemala- todos los países vieron elevarse la deuda de sus gobiernos centrales. Se trata de un alza promedio de 16 puntos del PIB, que expresan la tendencia en curso, en contraste con la reducción promedio de 0,3% del último año.

En términos generales, el Caribe es la subregión que presenta un mayor deterioro desde 2018, alcanzando mayores índices, que promedian un 90,3%. En toda la región, Barbados (145,6%), Suriname (121,8%), Belice (120,3%), Dominica (100,4%) tienen los mayores valores, que superan al total del PIB, mientras que en Perú (31,5%), Paraguay (29,4%) y Guatemala (26%) tienen los valores más bajos, donde representa menos de un tercio del PIB. Los pagos de intereses han subido de la mano del aumento de la deuda en la mayoría de los países de ALC, con excepción de Argentina, Ecuador y Uruguay (los dos primeros lograron reestructuraciones de deuda con acreedores privados en 2020). El Salvador, Paraguay y Costa Rica presentan los incrementos más acelerados en esta materia.

En la región existe una fuerte predominancia de deuda constituida en moneda extranjera, especialmente dólares. Argentina, Paraguay y República Dominicana presentan alrededor del 72-85% de su deuda nominada en divisa extranjera. En el extremo opuesto están Chile, Colombia y Costa Rica, donde la mayor parte de la deuda está denominada en moneda local (invirtiendo los guarismos previos, oscila entre el 60-71%). Un caso aparte son las economías dolarizadas como Ecuador, El Salvador y Panamá, donde toda la deuda está nominada en moneda extranjera. Este dato es clave pues implica una presión sobre las economías para generar las divisas correspondientes al pago de los servicios de deuda. Países con más deuda nominada en moneda

<sup>6</sup> Dos a Bahamas, Colombia, Panamá y Perú, y una a Chile, El Salvador, Suriname y a Trinidad y Tobago. Ver CEPAL (2022a: 54-56).

<sup>7</sup> Todos los datos sobre deuda presentados a continuación -salvo indicación contraria- corresponden a CEPAL (2022a: 56-58) y CEPALSTAT.

extranjera tienen una mayor necesidad de exportar para pagar.

Respecto de la residencia de los acreedores, también se presenta una situación heterogénea. Nicaragua, Panamá y Paraguay presentan más del 80% de su deuda con acreedores externos, seguidos por Ecuador y República Dominicana, que muestran más del 70%. En el extremo opuesto, Brasil tiene más del 80% de su deuda con acreedores domésticos, Chile, Costa Rica y México más del 70%. Esto tiene relación con el nivel de profundidad del desarrollo del mercado de capitales interno, y permite una mayor capacidad de regulación del Estado sobre la deuda.

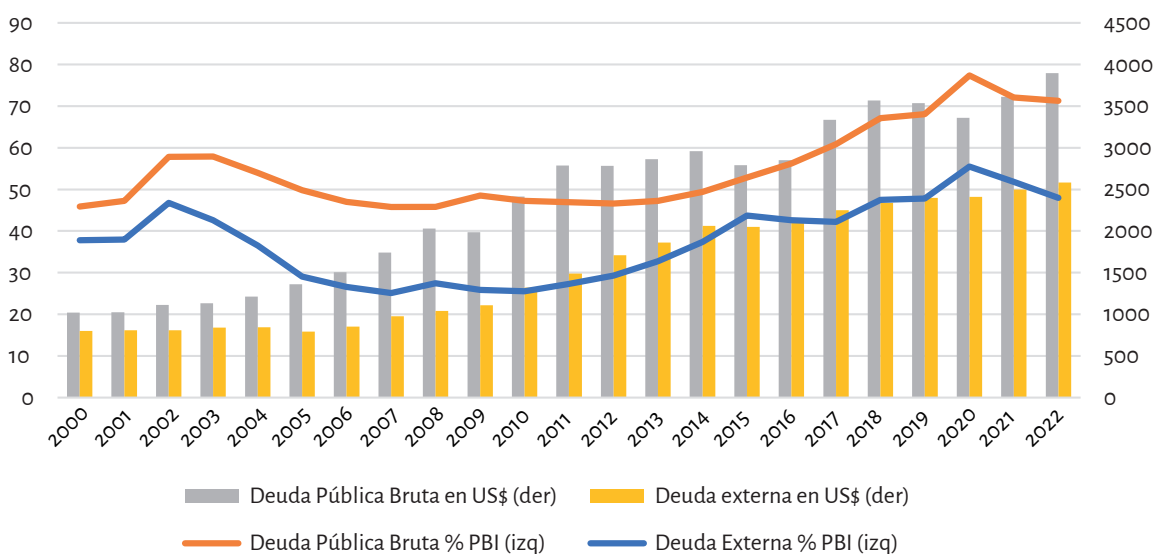
Los datos provistos por el FMI indican que, tras alcanzar un valor de 77% del PIB en 2020, la deuda pública bruta de la región se redujo en 2021 y 2022, llegando a un valor estimado de 71% (ver gráfico 1). Un movimiento similar se encuentra en relación a la deuda externa, que tras un máximo de 55% del PIB en 2020, se reduce a un estimado de 48% en 2022. Tal como se indicó en la Sección 1, esto se debe a una expansión del PIB -vinculada al rebote posterior a la crisis- superior al crecimiento de la deuda (que de hecho aumentó un 7% en los mencionados años). En ambos casos, sin embargo, los valores de los indicadores persisten por encima de su nivel pre-pandemia (2019). En términos absolutos, la deuda pública y la deuda externa se incrementaron en 2022, de modo que no

debe tomarse la caída del indicador de proporción del PIB como una tendencia.

De hecho, si analizamos la situación entre los países de la región, encontramos que solo en 5 países cayó el peso de la deuda respecto del PIB, comparando 2022 (estimado) respecto del nivel pre-crisis (2019): Guyana, Argentina, Jamaica, Haití y Barbados. De estos casos, en 4 lo que ocurre es que el PIB se recupera más rápido de lo que crece la deuda, pero ambas magnitudes se expanden, con lo que la sustentabilidad de la deuda pasa a depender de ritmos de crecimiento económico rápidos y sostenidos en el tiempo. Solo en Jamaica hay una reducción de la deuda propiamente dicha, en el marco de una crisis severa (caída del nivel de actividad). Junto a Belice y Suriname, Jamaica se encontraba entre los países más endeudados de la región en 2020 (CEPAL, 2021). En Belice la relación con el PIB alcanzó el 122,6%, mientras que en Jamaica llegó al 103,3%.

Para los 26 países de la región con datos, se observa un deterioro de la relación deuda – PIB. En 9 casos, este deterioro de la sostenibilidad de la deuda se combina con caída del PIB respecto de los niveles pre-pandemia. Es la situación de los 4 países que muestran mayor deterioro del indicador de deuda (Bolivia, Santa Lucía, Las Bahamas, Aruba y Suriname). En los demás países, la sostenibilidad de la deuda se vio deteriorada en un contexto de cre-

**Gráfico 1.** Deuda pública y deuda externa de ALC, como proporción del PIB y en miles de mdd corrientes



Fuente: elaboración propia con datos de WEO FMI.



cimiento de la economía. Es el caso de Guatemala, Honduras, Nicaragua, República Dominicana, El Salvador y Paraguay donde la economía se expandió a tasas de dos dígitos respecto de 2019; es decir, una fuerte expansión que no ha impedido que la deuda aumente en su peso.

En toda la región, la deuda creció respecto de la situación previa a la pandemia (2019), con excepción de Haití y Jamaica. Argentina, Dominica y Venezuela habían logrado reducciones en 2021, pero las estimaciones indican que en 2022 volvería a crecer (no hay datos disponibles de Venezuela). La situación promedio es una suba de 10 puntos del peso de la deuda sobre el PIB, a pesar de la fuerte recuperación de 2022. Paraguay, Guyana y Chile son los países donde más crecería la deuda en 2022.

### 3. Las 3 vías de impacto de la deuda en términos de género

En los últimos años muchos organismos internacionales incluyeron “narrativas de género” en sus documentos; sin embargo, en la mayoría de los casos las sugerencias incluidas en este sentido no son vinculantes para los países y no abordan cuestiones estructurales (Elson y Rodríguez Enríquez, 2021). Incluso, en el marco de la elaboración de la llamada “Nueva estrategia de género del FMI”, numerosas organizaciones de la sociedad civil reiteran el llamado de atención respecto a que el FMI continúa restando importancia a las causas reales de la desigualdad de género, entre las que destacan las políticas macroeconómicas que el propio organismo impulsa. El FMI la relega como “otra forma de desigualdad de oportunidades”, aun habiendo sido reconocido por la propia institución que las mujeres han sido las que más han sufrido las consecuencias económicas de la pandemia (Nissan y Saalbrink, 2021). Algunas miradas heterodoxas asumen una perspectiva más amplia de la sostenibilidad de la deuda incorporando no solo la ecuación fiscal, sino también la generación del saldo externo de la economía y la capacidad de crecer. Aunque representa una mirada diferente de la ortodoxia, mantiene su atención en cierto equilibrio macroeconómico, sin consideración por los indicadores sociales o, de manera más precisa, por la realización de los derechos económicos, sociales y culturales (DESC) de la población.

La Economía Feminista, en cambio, pone en el centro la sostenibilidad de la vida de las personas. Esto implica evaluar cualquier decisión de política económica desde el punto de vista del impacto que tendrá sobre la calidad de vida y los derechos humanos de todas las personas afectadas. La sostenibilidad de la deuda no debería vulnerar la vida. Siempre que estén en conflicto ambas perspectivas, debe privilegiarse el derecho a una vida digna, en lugar de aceptar las exigencias de los acreedores por suponer que es plausible un sacrificio actual por la perspectiva de una mejoría ulterior, y más aún cuando se trata de condicionalidades que, está probado y documentado, no llevan a la consecución de los objetivos proclamados.

En los procesos de renegociación de deudas soberanas, los acreedores suelen demandar —a través de los organismos internacionales de crédito— dos cuestiones centrales: que el déficit fiscal con respecto al PBI del país tienda a cero en un determinado (relativamente corto) período; y que el país lleve a cabo reformas estructurales necesarias para aumentar la competitividad. La atención está puesta en mejorar la capacidad de repago del país, y no en mejorar las condiciones de vida de la población. Desde la perspectiva de la Economía Feminista se enfatiza que ninguna de estas medidas es neutral en términos de género, básicamente, porque las mujeres en toda su diversidad se encuentran sobrerrepresentadas dentro de la población en situación de pobreza, en condiciones de precariedad tanto en el mercado de trabajo, en la seguridad social y en el tiempo disponible, entre otras cuestiones. Más específicamente, ya se ha ofrecido evidencia de que el endeudamiento soberano tiene impactos en términos de género principalmente a través de tres vías: (i) el ajuste fiscal; (ii) la forma del crecimiento económico; y (iii) las reformas estructurales. Veamos cada una de estas vías.

#### 3.1. Vía fiscal: sesgos del ajuste en ingresos y en gastos

La economía feminista ha explicado cómo las mujeres en toda su diversidad están en desventaja económica y son más vulnerables en diversos aspectos. En el mercado de trabajo existen trabas que dificultan la plena inserción, por las cuales las mujeres suelen mostrar mayores índices de desocupación y menores tasas de actividad. Entre estas trabas se destaca el reparto desigual de la carga de trabajo doméstico y tareas de cuidados, que no están remu-

neradas y recaen especialmente sobre las mujeres. Más aún, dentro del mercado laboral, suelen tener mayor inserción en ramas peor remuneradas y más informales, además de sufrir menores ingresos por las mismas tareas -lo que se conoce como brecha de género-. Esta posición desventajosa en el mercado laboral, combinada con una sobrecarga de trabajo no remunerado, hace que las mujeres estén más expuestas a cambios en la protección social. Por lo mismo, son especialmente afectadas cuando se proponen políticas de ajuste fiscal.

Se trata, precisamente, del tipo de demanda más usual de los acreedores, en especial, los organismos internacionales de crédito. Detrás de esta recomendación está la interpretación privilegiada sobre el exceso de gasto público como origen de la deuda, desestimando otras posibles razones. Si se reduce el gasto, razonan, el déficit fiscal disminuye y con éste la necesidad de endeudarse. Así, el FMI recomendó a 138 de 148 países que avancen en la consolidación fiscal en 2020-2021, ignorando por completo en esta sugerencia el hecho de que la pandemia de COVID-19 era el origen -ajeno a la voluntad y control de los Estados nacionales- de la reducción de los ingresos y aumento de los gastos (Razavi et al., 2021). Esto demuestra una visión reduccionista de los procesos que guían la deuda de los países de la periferia, siendo más bien un mandato general. De hecho, siguiendo las recomendaciones del FMI, el 80% de la población del mundo estaba sometida a medidas de austeridad para 2022, elevándose este guarismo al 85% a partir de 2023 (Ortiz y Cummins, 2021; 2022). Todo esto a pesar de que el propio organismo ha reconocido que las medidas de austeridad no solo amenazan el crecimiento, sino que además son inefectivas para mejorar la gestión de la deuda (Ghosh, 2023).

Más allá de este sesgo persistente al balance fiscal –objetivo discutible en el marco de ciertas urgencias–, el FMI tiende a enfocarse en ciertas formas de alcanzar ese equilibrio. Sea incrementando los ingresos o al reducir los gastos, cada camino específico tiene impactos específicos en términos de género. El incremento de los ingresos del Estado se puede lograr a través de impuestos directos (es decir, gravando directamente los ingresos o el patrimonio de las personas) o a través de impuestos indirectos (es decir, gravando la adquisición de mercancías). Los primeros son más progresivos porque las tasas impositivas

suelen aumentar con el nivel de ingresos o riqueza, por lo que las personas más ricas pagan más; mientras que los impuestos indirectos (como el IVA, los combustibles u otros consumos específicos) son más regresivos porque se cobran a todas las personas por igual, con lo cual las personas más pobres pagan proporcionalmente más. Esta definición de progresividad/regresividad de los impuestos se sostiene aún si pensamos en términos de género: como los varones están sobrerrepresentados dentro de las personas ricas y las mujeres en toda su diversidad lo están dentro de las personas pobres, una estructura tributaria con mayor carga de impuestos indirectos será más inequitativa en términos de género. Un aumento de IVA, por ejemplo reduciría el presupuesto del hogar desplazando el consumo de otros bienes o servicios de cuidados. En este caso, las mujeres se verían más afectadas no sólo porque son las que más deben afrontar estos gastos, sino también porque verían incrementada su carga de trabajo no remunerado al no tener forma de acceder a otro bien sustituto (un alimento más caro pero que requiera menos preparación, por ejemplo) (Almeida Sánchez, 2021).

ALC presenta una estructura tributaria sumamente regresiva. Mientras que en los países de la OCDE los impuestos directos representan el 66% de la recaudación, en ALC apenas llegan al 48% (CEPAL, 2021c). Entre los impuestos más destacados está el impuesto personal a los ingresos, que en la OCDE se estima en el 23,5% de ese total, mientras que en ALC solo es el 9,2%, teniendo a grandes economías regionales (Argentina, Brasil o Chile) por debajo de ese valor. Los impuestos a la propiedad significan en promedio un 5,5% de la recaudación en los países de la OCDE, mientras que en ALC solo representan el 3,8%. Esta estructura no solo es regresiva en términos de ingresos, sino que se combina con una cuestión no trivial de género: los varones tienen mayor participación entre las personas ricas, y las mujeres entre las pobres<sup>8</sup>. Solo el 38% de las personas que integran el quintil más rico de la región son mujeres.

<sup>8</sup> Dentro del impuesto a las ganancias también existen sesgos implícitos de género en contra de las mujeres (CEPAL, 2021c). Por ejemplo, las ganancias financieras que, por lo general, son cobradas por varones de altos ingresos no son cobradas dentro de este impuesto. Además, como las mujeres se insertan en trabajos que no alcanzan el mínimo imponible y, por lo tanto, no pueden deducir gastos relacionados con los cuidados, esto termina desalentando la participación laboral de las mujeres, sobre todo en el caso de los hogares monomarentales.

Durante el 2020, en medio de la pandemia del COVID-19, un número reducido de países del mundo aplicaron impuestos extraordinarios a grandes fortunas para financiar parte de los gastos relacionados a la salud y ayudas económicas derivadas de la pandemia. Argentina, Bolivia y Chile implementaron este tipo de impuestos, mientras que en Colombia, Costa Rica o Uruguay se propusieron sin llegar a aplicarse.

En la lista de las personas más ricas del mundo que realiza la revista Forbes, en 2022, la primera mujer latinoamericana aparece en el puesto 67 (Iris Fontbona, de Chile, del sector minero), y la segunda aparece recién en el puesto 350 (Lucía Maggi, de Brasil, sector agronegocios).<sup>9</sup> Por lo que es bastante esperable que la mayor parte de las personas que pagaron esos impuestos extraordinarios a las grandes fortunas en los países en donde se aplicaron hayan sido varones.

Una de las principales razones de la baja recaudación fiscal vía impuesto sobre la renta de las personas físicas en ALC es la evasión y la elusión fiscal. Tal como afirma CEPAL (2021d), la evasión del impuesto sobre la renta es regresiva, pues evaden aquellos más gravados, que son los que más ingresos tienen y, a lo que podemos agregar, además, son principalmente varones. Es decir, quienes más evaden son varones. Por lo tanto, el control sobre la fuga de capitales y la evasión y elusión fiscal son cruciales para aumentar la proporción de impuestos directos sobre la recaudación y puede tener un alto impacto en términos del sesgo de género de la redistribución, aun sin que se implemente ninguna reforma impositiva (Gómez Sabaini y Morán, 2016; Podestá, Hanni y Martner, 2017).

Como reverso de la falta de recaudación a través de impuestos directos, los países de ALC tienden a utilizar impuestos indirectos. En la región, los impuestos sobre bienes y servicios representan, en promedio, el 49,6% del total de la recaudación, mientras que para los países de la OCDE este porcentaje baja a 28,9%. Como se señaló antes, estos impuestos son regresivos en términos de ingresos y de género, pues las mujeres gastan más proporción de sus ingresos en bienes de consumo y servicios. Un sistema tributario que tienda a la equidad de género debería propender a disminuir el peso de los impuestos indirectos y aumentar el de los directos.

El FMI suele recomendar que se introduzcan o expandan el IVA (aumentar la base imponible o disminuir las excepciones), aun reconociendo su sesgo regresivo; y suelen ser menos las recomendaciones hacia los países para aumentar impuestos directos (Razavi et al., 2021).

Respecto al gasto público, su cambio tampoco es neutral en términos de género. En una primera mirada, la reducción del gasto público suele afectar partidas que tienen a las mujeres en toda su diversidad como público objetivo (transferencias condicionadas, programas específicos para esta población, programas de salud sexual integral, etc.). Dado que suelen ser programas menos consolidados en la estructura de gobierno, son objeto usual de recorte directo o sub-ejecución.

Sin embargo, estas partidas no suelen tener un gran peso presupuestario, de modo que la baja del gasto público tiene también otras vías por las cuales afecta a la vida. Por ejemplo, la decisión de recortar jubilaciones mínimas afecta desproporcionadamente a las mujeres ya que son ellas quienes principalmente cobran este tipo de estipendios (Lattera, Eliosoff, y Costantino, 2021). Es decir, el impacto del gasto público en la equidad de género no se refiere solamente a los gastos específicos dirigidos a mujeres en toda su diversidad, sino todos aquellos gastos que, aunque no tengan esta población como objetivo, permitan reducir la brecha de género redistribuyendo socialmente las tareas de cuidados o mejorando la infraestructura de la población vulnerable (Zabalaga, 2013). Además del recorte explícito en estos programas, las mismas condicionalidades de los préstamos del FMI aumentan la inequidad de género (Abdo, 2021).

En contra de lo que el propio FMI señalaba en su discurso, sobre la necesidad de impulsar el gasto, Razavi et al. (2021) encontraron que sus recomendaciones durante 2020-2021 fueron<sup>10</sup>:

- Recortar los gastos en salud. Esto afecta desproporcionadamente a las mujeres en términos de acceso a prestaciones de salud sexual y reproductiva. También aumenta la carga de trabajos de cuidados sobre ellas, toda vez que los/as niños/

<sup>9</sup> Ver en <https://www.forbes.com/billionaires/>

<sup>10</sup> Respecto de los cambios en torno a las intervenciones del FMI y el BM en la antesala de la pandemia, ver el capítulo de Emilia Val y Pablo Nemiña y el de Lucas Castiglioni en este libro.

as u otras personas a cargo se pueden enfermar. Además, dado que las mujeres en toda su diversidad son las que más usan los sistemas públicos de salud (ya que están sobre-representadas dentro de la población pobre y en los trabajos no precarizados y precarizados) son las personas más afectadas si disminuye o empeora la provisión pública de salud (United Nations, 2019). Si es necesario cubrir los gastos en salud con fondos de los hogares, suele ocurrir que las mujeres deban endeudarse para ello —debido a sus menores ingresos—.

- Aumentar las transferencias de ingresos en respuesta a la pandemia, pero sólo de manera temporal y focalizada (Kentikelenis y Stubbs, 2023); aun sabiendo que este recorte se puede dar antes de que se recupere completamente el mercado de trabajo, y con fuertes evidencias comparadas de que, a mayor focalización, menor disminución de la pobreza y la desigualdad. En ALC, una región en donde la mayoría de los países contaba con mecanismos para otorgar transferencias monetarias de manera temporal a la población vulnerable, se implementaron en 2020 un total de 111 intervenciones de transferencias monetarias (entre aumentos —de valor o número de beneficiarios— de programas existentes o programas nuevos). Los países que más invirtieron en protección social no contributiva fueron Chile y Bolivia (7,7% y 7,4% del PBI, respectivamente) seguidos por Colombia (3,3%), Brasil (3%) y Argentina (2,4%). El número de beneficiaria/os debido a las transferencias por Covid-19 en ALC superó por mucho al promedio mundial (37,7% de la población contra el 17%), aunque la duración de las mismas fue menor al promedio mundial (3,6 meses contra 4 meses). Además, estos programas temporales de transferencia condicionada llegaron, en promedio, al 54% de la población bajo pobreza extrema y al 42% de la población bajo pobreza moderada. Por lo tanto, teniendo en cuenta la sobrerrepresentación de mujeres dentro de esos grupos, es posible esperar que estas transferencias hayan tenido un fuerte impacto positivo en las mujeres.<sup>11</sup>

- Disminuir los “gastos no prioritarios”. Según Razavi, durante el 2020 el FMI le recomendó a 12 países latinoamericanos que redujera “gastos no prioritarios” para poder atender a los gastos asociados a la pandemia.<sup>12</sup> Sin embargo, el organismo nunca especifica a qué se refiere con “no prioritario” (por ejemplo, ninguno de los informes recomienda reducir los gastos militares, ver A/HRC/27/51). Según Naciones Unidas, en general, dentro de los gastos no prioritarios los países suelen incluir aquellos relacionados al acceso a la justicia y protección en caso de violencia contra las mujeres en toda su diversidad (Naciones Unidas, 2019).
- Disminuir los subsidios a los servicios públicos (como la energía, el agua, los combustibles o el transporte). Esta recomendación fue realizada a 7 países latinoamericanos.<sup>13</sup> Si disminuyen para toda la población por igual (es decir, sin hacer ningún tipo de segmentación por ingresos), esta medida perjudica más a las mujeres, pues resta presupuesto necesario para otros bienes y servicios que pueden dejar de consumirse o disminuir su calidad en los hogares de más bajos ingresos. Además, aumenta la carga de trabajos de cuidados para las mujeres, que son quienes se encargan de conseguir agua y fuentes de energía necesaria para la cocción de los alimentos o la calefacción (Abdo, 2019, Naciones Unidas, 2019).

Congelar o disminuir los salarios o la masa salarial del sector público, recomendación realizada durante 2020 a 14 países.<sup>14</sup> Esta medida afecta en mayor medida a las mujeres en toda su diversidad ya que, para ellas, el sector público es una fuente de empleo formal más relevante que para los varones —que tienen mejor inserción en el sector privado—. En 2020, la participación de mujeres dentro del sector público superaba el 50% en muchos países latinoamericanos. Es decir, las mujeres dependen más del empleo público que los varones. En el sector público, la brecha de ingresos entre mujeres y varones es menor que en el sector privado, de modo que no solo dete-

<sup>11</sup> En el caso de Argentina, se otorgaron 3 cuotas del Ingreso Federal de Emergencia que tuvieron, a pesar de su discontinuidad, un fuerte impacto en términos de género: un 55,7% de las personas beneficiarias fueron mujeres. Ver Dirección Nacional de Economía, Igualdad y Género (2020).

<sup>12</sup> Estos países fueron: Bahamas, Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Santa Lucía, San Vicente y Granadinas y Uruguay.

<sup>13</sup> Bahamas, Brasil, Colombia, Ecuador, Haití, Nicaragua y Uruguay.

<sup>14</sup> Se trató de Bahamas, Barbados, Brasil, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua, Paraguay, Perú, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, y Uruguay.

riora el nivel de empleo de las mujeres sino también incide en un aumento de la brecha de ingresos.

### 3.2. Vía del crecimiento: la forma de la expansión económica

Si bien en no pocos casos la deuda acaba induciendo procesos recesivos, también es real que para pagar sus servicios es necesario inducir a un aumento de la actividad económica, que expanda los recursos disponibles. Esto incluso puede funcionar como mecanismo relevante para ampliar la realización de derechos humanos, en especial en economías periféricas —como las de ALC— que requieren de más recursos para poder cubrir derechos vulnerados. Con todo, no es igual el modo en que se alcance esta expansión económica. Concretamente, existen sesgos sectoriales que, aun cuando puedan proveer más recursos económicos para redistribuir, al mismo tiempo generan impactos negativos en términos de género por su propio funcionamiento. Así, son factores de profundización y exacerbación de las desigualdades de género, que los hacen inadecuados para buscar al mismo tiempo resolverlas: su propia expansión vulnera derechos.

En relación a las respuestas de corto plazo, una parte relevante de la recuperación post pandemia en la mayoría de países se centró en el impulso a la obra pública y la construcción. De hecho, es el sector que más se expandió en ALC tras la crisis (CEPAL, 2022a). Se trata de un sector caracterizado por crear empleos directos de baja calidad y remunerar con bajos salarios. Y lo que es relevante para este capítulo, es un sector altamente masculinizado. Solo el 0,65% de las mujeres latinoamericanas se emplea en este sector (datos de CEPALSTAT). Inversamente, apenas entre el 2-8% del empleo del sector es explicado por mujeres. Esta proporción contrasta con la participación de las mujeres en otros sectores, como ocurre en administración pública, servicios sociales y comunitarios donde representan más del 60% del empleo total.

Usualmente, se pondera que la construcción tiene un alto efecto multiplicador sobre el resto de la economía, por la demanda indirecta que genera. Sin embargo, un estudio de De Henau y Himmelweit calcula que la inversión pública en servicios de atención a la infancia estimula más el empleo que la inversión en construcción, con más puestos de trabajo para las

mujeres, aunque no necesariamente menos para los hombres (De Henau y Himmelweit, 2021). De hecho, este tipo de alternativa de política fue recomendada en 2019 en la XIV Conferencia Regional sobre la Mujer de América Latina y el Caribe.

Más allá de la coyuntura, revisando estrategias más estructurales es posible encontrar estos sesgos también. Justamente, considerando las demandas por contener la absorción nacional —para liberar recursos para el pago de los servicios de deuda—, una forma usual de buscar expandir la actividad es a través del incremento de las exportaciones, que permiten inducir procesos de crecimiento al mismo tiempo que proveen divisas para los reembolsos<sup>15</sup>. De hecho, las exportaciones de la región han crecido en las últimas décadas, buscando infructuosamente compensar las crecientes salidas generadas en la cuenta capital y financiera<sup>16</sup>.

Si bien es posible que las exportaciones aporten a un proceso de desarrollo más general, en ALC esto ha tenido ciertos problemas a la hora de encarar procesos redistributivos en materia de ingresos. Primero, esto ocurre porque en general para incentivar a estas actividades, se suelen otorgar beneficios fiscales, cambiarios o incluso legales, que mejoran el poder adquisitivo —al punto de otorgar rentas de privilegio— a los sectores que teóricamente impulsarían el proceso inversor. Segundo, dado que se pone como elemento motor del crecimiento a la demanda externa, los salarios —factor determinante del mercado interno— son concebidos como un costo más que como un factor de demanda<sup>17</sup>. Esto limita los intereses por redistribuir rentas ligadas a las exportaciones. Lograr que a partir de las exportaciones se genere un proceso de “derrame” al resto de la economía requiere de plazos y estrategias estructurales que suelen ir en sentido contrario a las que se utilizan en la región para impulsar las ventas al exterior.

En términos de requerimientos, el impulso a las exportaciones suele estar asociado para los organismos internacionales en la liberalización cambiaria y financiera, la desregulación productiva, la aper-

<sup>15</sup> Lo que no necesariamente ha redundado en una mejoría en los indicadores de sostenibilidad de la deuda en la región. Ver A/76/214 #13 y #25.

<sup>16</sup> Al respecto, ver capítulo de Gustavo Burachik en este libro.

<sup>17</sup> De hecho, este es parte del eje mismo de la inserción externa de ALC, según explica la teoría de la dependencia (Katz, 2018; Osorio, 2016).

tura comercial, y el desplazamiento del Estado en la producción. Esta apertura y desregulación limita las opciones que tienen los países más pequeños para insertarse en la economía mundial. De hecho, lo que provoca es que las economías profundicen su inserción en términos de las actividades más competitivas. Una exacerbación de las ventajas comparativas estáticas, que genera mayores recursos a más velocidad en el corto plazo, pero que tiene severas limitaciones para inducir a procesos más generales de desarrollo. En ALC, este sesgo de apertura, en especial desde los años '80, generó dos grandes orientaciones: una basada en las actividades extractivistas que aprovechan la abundancia relativa de recursos naturales y otra basada en la mano de obra barata. La primera está más presente en países de Sudamérica<sup>18</sup>, y la segunda en países centroamericanos y México, debido a su cercanía con Estados Unidos. Ambas orientaciones se combinan de diversas formas, incluyendo también otras actividades de impulso externo -como el turismo internacional- (Cantamutto, 2020).

En los últimos años, se intensificó el sesgo extractivo de las exportaciones de un gran número de los países latinoamericanos (Laterra y Costantino, 2020). Este sesgo en la inserción externa y especialización productiva tiene un impacto en materia de género, al discriminar contra las mujeres en el empleo, la carga de cuidados y los riesgos de sufrir violencias. En relación a lo primero, la participación de las mujeres en el empleo de las actividades primarias es particularmente bajo. En general, las industrias extractivas tienen un alto grado de masculinización, lo cual intensifica la dependencia económica de las mujeres por parte de estos "varones proveedores". Un efecto de este sesgo es relegarlas con mayores tareas de cuidados -dentro y fuera del hogar-

En el caso de los países enfocados en las maquilas, la instalación de este tipo de industrias permitió la inserción de muchas mujeres en el mercado laboral y son actividades que emplean principalmente mujeres: en promedio, el 14,1% de las mujeres centroamericanas se emplean en la industria -en comparación, solo el 11,5% de los varones lo hace- (CEPAL, 2020a). Sin embargo, esta inserción laboral es muy precaria: los niveles de intensidad laboral son muy altos, las

jornadas laborales muy extensas y los salarios muy bajos. De hecho, la brecha de género en estos países ha aumentado en los últimos años (CEPAL, 2020b).

En otro orden, la mayor intensidad de las actividades extractivistas condujo en los últimos años a la multiplicación de conflictos en torno los recursos naturales: quién, cómo y para qué se usan. El caso es que cuando se limita el acceso a determinados recursos naturales (ya sea porque son contaminados, o su uso resulta bloqueado o captado por el emplazamiento de proyectos extractivos), esto produce un aumento en la carga de los cuidados que recae sobre las mujeres. En ALC, el 72% del trabajo para conseguir agua es realizado por mujeres (64% adultas y 8% niñas) (BID, 2016). En un sentido complementario, también se ha encontrado que el trabajo para conseguir fuentes de energía (leña, biomasa) también recae proporcionalmente más sobre las mujeres (World Bank, 2011). De modo que la expansión de los modos de desarrollo de la región basados en las industrias extractivas orientadas a la exportación tiene efectos no solo en materia de empleo, sino de acceso a recursos naturales en los que se basan. A mayores restricciones de acceso, mayor carga de trabajo necesario para obtenerles; y esta recarga pesa más sobre las mujeres. No solo eso, sino que, además, en caso de que los proyectos tengan efectos indeseados sobre la salud de quienes habitan la zona (sea por el uso de sustancias contaminantes o por el propio acceso restringido a recursos básicos como el agua), suele ocurrir que son las mujeres quienes se encargan del cuidado necesario. De modo que aparece otra carga de cuidados que se reparte de manera desigual.

Finalmente, se debe señalar que los entornos altamente masculinizados que se establecen en las zonas en que se emplazan los proyectos extractivos, originados por la prevalencia de empleo masculino, también tienen efectos sobre las mujeres en otro plano: suelen derivar mayor presencia de problemas trata de personas con fines de explotación sexual. Según un informe de la Iniciativa Global contra la Delincuencia Organizada se reportaron casos de explotación sexual en zonas mineras de Perú, Colombia, Ecuador, Bolivia, Brasil, Guyana y Venezuela (Global Initiative against Transnational Organized Crime, 2016). A diferencia de otras regiones del mundo, el tráfico de personas en América del Sur se explica en su gran mayoría por el tráfico para explotación sexual (UNODC, 2020). En Argentina, en los últimos años hay un solapamiento

<sup>18</sup> Respecto del creciente peso de la orientación extractivista y la generación de una deuda ecológica, ver capítulo de Guillermo Peinado y Aín Mora en este libro.

entre las rutas de la trata de personas (sobre todo niñas) para explotación sexual y las zonas mineras, petroleras y sojeras (Scandizzo, 2010).

### 3.3. Vía de las reformas estructurales

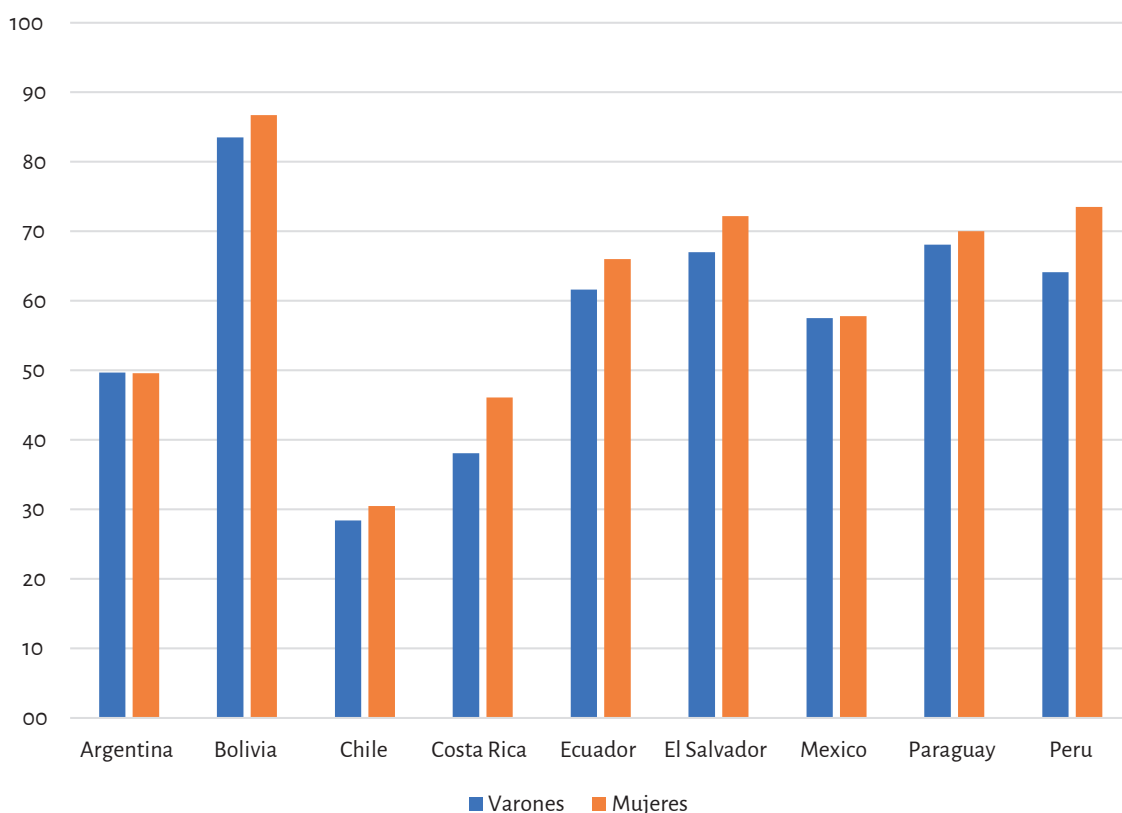
Además de impactar por la vía fiscal y la del crecimiento, los organismos internacionales, y en especial el FMI, tienden a reforzar la propuesta de reformas estructurales, que tienen claros sesgos de género. En plena pandemia, y a pesar del discurso de supuesta renovación, el FMI recomendó a 38 países que pusieran en marcha reformas de sus sistemas de pensiones (centralmente, privatización), y a 32 países les sugirió realizar reformas laborales (flexibilización) (Razavi et al., 2021). Esto ocurrió con algunos países latinoamericanos: Bahamas, Barbados, Brasil, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, Perú y Uruguay.

En ALC hay varios factores que, en conjunto, hacen que las mujeres se encuentren en una situación de mayor exposición a la vulnerabilidad en caso de reforma de

los sistemas de pensiones. En primer lugar, la vejez es un fenómeno feminizado en la región: del total de personas de 65 años o más, el 56,1% son mujeres. Sin embargo, según muestran Rofman y Oliveri, la cobertura (entre pensiones contributivas y no contributivas) es mayor en el caso de los varones que en el caso de las mujeres para la mayoría de los países latinoamericanos (Rofman y Oliveri, 2011). Es decir, hay mayor proporción de mujeres adultas mayores sin ningún tipo de cobertura. Esta brecha se invierte en el caso de las pensiones no contributivas, debido a la menor proporción de mujeres aportantes durante su vida activa. En general, las personas que entran en moratorias jubilatorias o que reciben este tipo de beneficios son, justamente, mujeres, debido a que son ellas quienes tuvieron menos posibilidades de tener trabajos formales que generasen los aportes correspondientes.

Respecto a las reformas laborales, muchos estudios sobre el proceso de flexibilización laboral en varios países latinoamericanos en las últimas dos décadas muestran que el mismo no fue efectivo en la regularización del trabajo previamente informal, sino que simplemente funcionó para reducir los costos labo-

**Gráfico 2.** Tasa de empleo informal por sexo, países seleccionados, 2019



Fuente: Elaboración propia en base a datos de OIT.

rales de los trabajadores formales (Cruces y Ham, 2010). Se proponían modificar también la carga horaria de trabajo hacia un régimen más flexible, que permitiera la distribución de tareas y descansos en el tiempo de formas menos ceñidas a un formato.

La flexibilización laboral tiende a vulnerar derechos humanos actuales, como la participación sindical, el acceso a la salud, el goce de licencias, vacaciones o aguinaldo, entre otras. Además, tiene también efectos sobre la futura cobertura para la vejez, tras el retiro del mercado laboral. En ambos planos, son las mujeres las que más sufren los problemas asociados a la informalidad laboral. En el gráfico 2, puede observarse que en muchos países de la región la proporción de mujeres en la informalidad es mayor a la de los varones.

Por último, se debe advertir que, a la luz de la historia reciente del FMI, éste tiene un conjunto mucho más amplio de posibles reformas estructurales. Además de las revisadas previamente, el organismo también ha sugerido recientemente privatizaciones, modificaciones en el diseño jurisdiccional del sistema de justicia, desregulación de las cuentas externas y fortalecimiento de la independencia de los bancos centrales. Respecto de las privatizaciones de empresas públicas, más allá de suponer la pérdida de herramientas para el desarrollo, tienen diversos potenciales efectos en términos de género. Uno de los más relevantes es el cobro de mayores tarifas por la prestación del servicio derivado de la privatización y mercantilización de servicios, lo cual afecta el acceso a la provisión. Esto afecta más a mujeres, que disponen de menores ingresos para pagarlos, y además en muchos casos deben cubrir con su trabajo no remunerado parte del servicio antes provisto por el Estado. En el caso de la desregulación de las cuentas externas, el efecto central está en el reforzamiento del perfil de especialización del país, con los problemas ya presentados en esta subsección. Más aún, magnifican la exposición de la economía a shocks externos, lo cual presenta efectos desproporcionados sobre mujeres en toda su diversidad en términos de empleo e ingresos. Finalmente, en relación a la independencia del Banco Central, el riesgo reside en un desbalance entre los objetivos de política fiscal y monetaria, lo cual puede comprometer políticas de protección de derechos de mujeres en toda su diversidad.

#### 4. Conclusiones

Los países de la periferia mundial atraviesan tiempos difíciles. Las recomendaciones de austeridad fiscal y las reformas estructurales vigentes han favorecido una fuerte distorsión de la economía en contra de la garantía de los derechos humanos. El peso creciente de la deuda pública en las economías favorece la capacidad de los acreedores para imponer sus interpretaciones y demandas a la hora de priorizar políticas públicas. ALC en particular ha estado afectada por esta realidad. La pandemia de COVID golpeó a la región, cargada de desigualdades, con una severa crisis, donde la respuesta de los acreedores se centró en dar continuidad a los pagos de deuda. El FMI y otros organismos internacionales de crédito dieron una respuesta tardía e insuficiente, priorizando mecanismos que dejaban fuera a acreedores privados y públicos de gran peso -como China-.

La deuda pública ha crecido en todo el mundo, y los países periféricos enfrentan riesgos reales de cesación de pagos, según reconocen las propias instituciones de la arquitectura financiera internacional. Los servicios de la deuda desplazan gastos en educación, salud y protección social, amenazando incluso la estabilidad macroeconómica -debido a la carga de obligaciones en moneda extranjera-. Tras la pandemia, la región se vio negativamente impactada por la guerra de Ucrania y el aumento de las tasas de interés de los países centrales. No extraña, en este marco, que la recuperación económica pospandémica haya registrado fuertes inequidades propias de su trayectoria previa, entre las que destaca la falta de políticas de cuidados a la altura de las circunstancias. Para atender a estos impactos, la economía feminista, centrada en la sostenibilidad de la vida como marco analítico, permite revisar el funcionamiento de la economía para hacerla funcionar en el marco de la plena garantía de los derechos humanos. En tal sentido, lejos de ser una expresión de deseos, se trata de obligaciones legales - internacionales e interamericanas- que son vinculantes para los Estados (y también para los acreedores, incluyendo las IFIs).

Durante la pandemia, se agravaron las desigualdades de género en la distribución de las tareas de cuidados y trabajos domésticos no remunerados. Entre las principales medidas que se adoptaron para mitigar la propagación del virus estuvo el cierre de establecimientos educativos y confinamientos por periodos



prolongados, lo que aumentó drásticamente las responsabilidades de cuidados a niños, niñas y adolescentes, personas enfermas, personas mayores y/o dependientes. Esto indujo a una sobrecarga de trabajos domésticos en los hogares que fueron realizados por las mujeres de manera desproporcionada y desigual.

En el mercado laboral, la crisis tuvo dos vías diferentes de impacto. Por un lado, debido a la segregación horizontal del mercado de trabajo que provoca una alta feminización en las ramas de actividad de la economía del cuidado, las mujeres fueron sobrecargadas con jornadas laborales ampliadas e imprevisibles, más expuestas al contagio del virus, obligadas a adaptarse rápidamente a las nuevas condiciones y con mayores dificultades para conciliar sus actividades laborales con las familiares y del hogar. Por el otro, porque las mujeres perdieron participación y ocupación en el mercado laboral, creciendo la informalidad y la desocupación.

Respecto del impacto de la deuda sobre las mujeres, establecimos aquí tres vías.

Respecto de la primera vía, el ajuste fiscal, la necesidad de cumplir con los servicios de deuda ha puesto en jaque el acceso a servicios básicos que son claves para garantizar derechos humanos como la educación y la salud. Estos recortes fiscales tienen un triple impacto sobre niñas, adolescentes, mujeres. 1) tienen mayores probabilidades de ser excluidas del acceso a los servicios básicos; 2) ven aumentar la carga ya desproporcionada de trabajo doméstico y tareas de cuidado no remuneradas y; 3) pierden oportunidades de trabajo decente, en el presente (por ser ramas de actividad feminizadas) y en el futuro (por haber sido excluidas antes).

Respecto de la segunda vía, la forma en que la economía se expande está condicionada por las obligaciones de deuda. En el caso de las IFIs, hay requerimientos explícitos de apertura y desregulación que se orientan a maximizar los pagos de deuda, y tienen impactos diferenciados en función del género. Esto induce a los países a reforzar sus especializaciones productivas existentes, es decir, a profundizar sus ventajas comparativas estáticas. En el caso latinoamericano, esto significa muchas veces profundizar el peso de actividades primario-exportadoras y las maquilas. Este tipo de estrategias de crecimiento

suele tener un impacto diferencial en detrimento de las mujeres tanto en términos de empleo, carga sobre los cuidados y violencia. Resulta por demás complejo que políticas focalizadas en mujeres en toda su diversidad logren revertir la orientación generada por la propia estructura del crecimiento económico.

Finalmente, respecto a las reformas estructurales, las IFIs -y en especial el FMI- han promovido orientaciones que no mejoran la situación de mujeres en toda su diversidad. En términos generales, las reformas de flexibilización laboral, del sistema previsional y de la protección social, así como la mercantilización de los servicios de salud y educación, tienden a desproteger a estos grupos vulnerables.

La mayor vulnerabilidad frente a la deuda genera problemas fiscales y macroeconómicos, maximizando el poder e influencia de los acreedores, lo que condiciona la forma en la que los países salen de la crisis pandémica. El peso de la deuda sobre las economías y el riesgo potencial que involucra es una realidad compartida por la mayor parte del Sur global. Los países no desarrollados enfrentan una situación delicada, que no solo se vivió durante la pandemia, sino que amenaza la forma de la recuperación.

Por medio de estas tres vías, el manejo de las deudas públicas y su dinámica afecta especialmente a las mujeres en toda su diversidad, lo cual significa que sus derechos deben ser especialmente contemplados, para evitar políticas económicas que le sean particularmente lesivas, y limitar, atenuar o compensar sus efectos en caso de no ser evitables. No es posible que el derecho de los acreedores a recibir pagos por los fondos prestados se ponga por encima del resto de las obligaciones de los Estados y los acreedores. El marco internacional e interamericano de los derechos humanos ofrece una guía para moldear las políticas públicas bajo esta premisa. Esto incluye la obligación de los acreedores -y en especial, los organismos internacionales de créditos, compuestos por Estados- a conceder alivios que liberen fondos para garantizar los derechos humanos, y en especial, para atender las desigualdades de género. A tres años de iniciada la pandemia, y las múltiples alarmas que esto implicó sobre la situación de endeudamiento de la periferia global, aun no existe un marco común que integre a los diferentes acreedores bajo las obligaciones antedichas. Por su parte, los países de ALC, por su carácter de región deudora afectada, deben poner en

su agenda al conjunto de obligaciones, sin priorizar la deuda por encima de otras. Quizás incluso sea hora de tener un marco común de negociación, propio de Estados deudores, que garantice los derechos humanos, y en especial de las mujeres en toda su diversidad, limitando las exigencias de los acreedores.

## Bibliografía

- Abdo, Dina (2021), "Effects of IMF Conditional Loans on Gender Equality", Ohio, Youngstown State University.
- Abdo, Nabil (2019), *The Gendered Impact of IMF Policies in MENA: The Case of Egypt, Jordan and Tunisia*, Oxfam, DOI 10.21201/2019.5143
- Almeida Sánchez, María Dolores (2021), "La política fiscal con enfoque de género en países de América Latina", serie *Macroeconomía del Desarrollo* N° 217, Santiago de Chile: CEPAL
- Banco Mundial (2022a), "América Latina y el Caribe: panorama general", disponible en <https://www.bancomundial.org/es/region/lac/overview#3> (acceso 17 de septiembre de 2022).
- Banco Mundial (2022b), "Respuesta del Banco Mundial a la COVID-19 (Coronavirus) en América Latina y el Caribe", disponible en <https://www.bancomundial.org/es/news/factsheet/2020/04/02/world-bank-response-to-covid-19-coronavirus-latin-america-and-caribbean> (consultado 2 de octubre de 2022)
- Bank for International Settlements (2022), Global debt securities markets, disponible en [https://www.bis.org/statistics/debt\\_sec/DebtSecurities\\_graph.htm](https://www.bis.org/statistics/debt_sec/DebtSecurities_graph.htm)
- Bárcena, Alicia (2022), "Efectos económicos y financieros en América Latina y el Caribe del conflicto entre la Federación de Rusia y Ucrania", CEPAL, Santiago de Chile, 28 de marzo de 2022, disponible en [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/47831/1/S2200221\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/47831/1/S2200221_es.pdf)
- Banco Interamericano de Desarrollo (2016), "¿Tiene género el agua?", disponible en <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/%C2%BFTiene-g%C3%A9nero-el-agua.pdf> (acceso 18 de septiembre de 2022).
- BID (2022), "El Grupo BID en respuesta al COVID-19 (Coronavirus)", disponible en <https://www.iadb.org/es/coronavirus/apoyo-paises> (consultado 11 de septiembre de 2022).
- Cantamutto, Francisco (2020), "América Latina y el Caribe a la deriva. La dependencia reforzada en la crisis mundial", *Revista Fueguia*, III(2), p. 33-53, disponible en [https://www.untdf.edu.ar/uploads/archivos/Vol\\_III\\_2\\_33\\_53\\_2020\\_Cantamutto\\_1632588942.pdf](https://www.untdf.edu.ar/uploads/archivos/Vol_III_2_33_53_2020_Cantamutto_1632588942.pdf)
- CEPAL (2020a), *La autonomía de las mujeres en escenarios económicos cambiantes*, División de Asuntos de Género, Santiago de Chile: CEPAL.
- CEPAL (2020b), *Perspectivas del comercio internacional de América Latina y el Caribe. 2020: la integración regional es clave para la recuperación tras la crisis*, Santiago de Chile, CEPAL.
- CEPAL (2021a), *Una agenda innovadora de financiamiento para el desarrollo para la recuperación de América Latina y el Caribe*, Informe Especial COVID-19 N° 12, Santiago de Chile, disponible en [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/47489/3/S2100628\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/47489/3/S2100628_es.pdf)
- CEPAL (2021b), "Alicia Bárcena reafirma gravedad de la crisis climática en la región e insta a la comunidad internacional a priorizar el financiamiento de medidas de adaptación", Comunicado de prensa, 17 de agosto de 2021, disponible en <https://www.cepal.org/es/comunicados/alicia-barcena-reafirma-gravedad-la-crisis-climatica-la-region-insta-la-comunidad>
- CEPAL (2021c), *La política fiscal con enfoque de género en países de América Latina*, LC/PUB.2021/5-P, Fiscal de América Latina y el Caribe, Santiago de Chile: CEPAL.
- CEPAL (2021d), *Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe 2021: los desafíos de la política fiscal en la recuperación transformadora pos-COVID-19*, LC/PUB.2021/5-P, Santiago de Chile: CEPAL.
- CEPAL (2022a), *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2021* (LC/PUB.2022/1-P), Santiago de Chile, disponible en [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/47669/5/S2100698\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/47669/5/S2100698_es.pdf)
- CEPAL (2022b), *Panorama Social de América Latina, 2021* (LC/PUB.2021/17-P), Santiago de Chile.
- Chabert, Guillaume, Cerisola, Martin y Dalia Hakura (2022), "Restructuring Debt of Poorer Nations Requires More Efficient Coordination", *Blog del FMI*, 7 de abril de 2022, disponible en <https://blogs.imf.org/2022/04/07/restructuring-debt-of-poorer-nations-requires-more-efficient-coordination/#>
- Cruces, Guillermo y Andrés Ham (2010), "La flexibilidad laboral en América Latina: las reformas pasa-

- das y las perspectivas futuras”, Santiago de Chile, CEPAL.
- De Henau, Jérôme y Susan Himmelweit (2021), “A Care-Led Recovery From Covid-19: Investing in High-Quality Care to Stimulate And Rebalance The Economy”, *Feminist Economics*, 27 (1-2), 453-69, disponible en <https://doi.org/10.1080/13545701.2020.1845390>
- Dirección Nacional de Economía, Igualdad y Género (2020), Políticas públicas y perspectiva de género, Buenos Aires, Ministerio de Economía de la República Argentina, disponible en [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/analisis\\_de\\_politicas\\_publicas\\_ppg\\_2020\\_.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/analisis_de_politicas_publicas_ppg_2020_.pdf)
- Elson, Diane y Corina Rodríguez Enríquez (2021). “Del dicho al hecho: la narrativa de género del FMI y los derechos humanos de las mujeres”, *Derechos En Acción*, (18), pp. 275-310. Disponible en <https://revistas.unlp.edu.ar/ReDeA/article/view/12008/10865>
- Gaspar, Vitor, Medas, Paulo y Roberto Perrelli (2022), “Global Debt Reaches a Record \$226 Trillion”, Blog del FMI, 15 de diciembre de 2021, disponible en <https://blogs.imf.org/2021/12/15/global-debt-reaches-a-record-226-trillion/>
- Gaspar, Vitor y Ceyla Pazarbasioglu (2022), “Dangerous Global Debt Burden Requires Decisive Cooperation”, *Blog del FMI*, 11 de abril de 2022, disponible en <https://blogs.imf.org/2022/04/11/dangerous-global-debt-burden-requires-decisive-cooperation/>
- Ghosh, Jayati (2023), “Schizophrenia at the IMF”, Project Syndicate, 19 de abril de 2023, disponible en <https://www.project-syndicate.org/commentary/imf-acknowledges-austerity-does-not-lead-to-debt-reduction-by-jayati-ghosh-2023-04>
- Global Initiative against Transnational Organized Crime (2016), *Organized Crime and Illegally Mined Gold in Latin America*, Switzerland, The Global Initiative against Transnational Organized Crime.
- Gómez Sabaini, Juan Carlos y Dalmiro Morán (2016), “Evasión tributaria en América Latina. Nuevos y antiguos desafíos en la cuantificación del fenómeno en los países de la región”, serie *Macroeconomía del Desarrollo* N° 172, Santiago de Chile: CEPAL.
- Katz, C. (2018). *La Teoría de la Dependencia, cincuenta años después*. Buenos Aires: Batalla de Ideas.
- Kentikelenis, Alexander, Stubbs, Thomas y Lawrence King (2016), “IMF conditionality and development policy space, 1985–2014”, *Review of International Political Economy*, 23(4), p. 543-582.
- Kentikelenis, Alexander y Stubbs, Thomas (2023), “IMF Social Spending Floors A fig leaf for austerity?”, Oxfam Briefing Paper, Oxfam.
- Laterra, Patricia y Agostina Costantino (2020), “Libre comercio y mujeres en América Latina: aproximaciones a través de los modos de desarrollo para analizar 25 años de Tratados de Libre Comercio en la región”, en Luciana Ghiotto y Patricia Laterra (eds.), *25 años de tratados de libre comercio e inversión en América Latina: análisis y perspectivas críticas*, Buenos Aires, Fundación Rosa Luxemburgo.
- Laterra, Patricia, Eliosoff, María Julia y Agostina Costantino (2021), “Austerity Programs in Argentina and the Structural Continuity of Extractivism: A Feminist Perspective”, *Agrarian South: Journal of Political Economy: A Triannual Journal of Agrarian South Network and CARES* 10 (1), pp. 110-138.
- Naciones Unidas (2019), *The Impact of Economic Reforms and Austerity Measures on Women’s Human Rights*, Center for Women’s Global Leadership, United Nations Human Rights Special Procedures.
- Nissan, Sargon y Saalbrink, Roos (2021), “The IMF’s Comprehensive Surveillance Review: A bungled attempt at meeting the moment”, Bretton Woods Project at Issue, julio de 2021, disponible en <https://www.brettonwoodsproject.org/wp-content/uploads/2021/07/At-Issue-Summer-2021-Comprehensive-Surveillance-Review.pdf>
- Ortiz, Isabel y Matthew Cummins (2021), “Global Austerity Alert Looming Budget Cuts In 2021-25 And Alternative Pathway”, SSRN Electronic Journal.
- Ortiz, Isabel y Matthew Cummins (2022), “End Austerity: A Global Report on Budget Cuts and Harmful Social Reforms in 2022-25”, Septiembre 2022, Initiative for Policy Dialogue (IPD), Global Social Justice (GSJ), International Confederation of Trade Unions (ITUC), Public Services International (PSI), ActionAid International, Arab Watch Coalition, Bretton Woods Project, Eurodad, Financial Transparency Coalition, Latindadd, Third World Network y Wemos. Disponible en [https://assets.nationbuilder.com/eurodad/pages/3039/attachments/original/1664184662/Austerity\\_Ortiz\\_Cummins\\_FINAL\\_26-09.pdf?1664184662](https://assets.nationbuilder.com/eurodad/pages/3039/attachments/original/1664184662/Austerity_Ortiz_Cummins_FINAL_26-09.pdf?1664184662)
- Osorio, J. (2016). *Teoría marxista de la dependencia. Historia, fundamentos, debates y contribuciones*. Los Polvorines: UNGS.
- Pazarbasioglu, Ceyla y Uma Ramakrishnan (2022), “Un nuevo fondo fiduciario para ayudar a los países a mejorar la resiliencia y la sostenibilidad”, *Blog del FMI*, 21 de enero de 2022, disponible en

<https://www.imf.org/es/News/Articles/2022/01/20/blog012022-a-new-trust-to-help-countries-build-resilience-and-sustainability>

Podestá, Andrea, Hanni, Michael y Ricardo Martner (2017), "Flujos financieros ilícitos en América Latina y el Caribe", *Serie Macroeconomía del Desarrollo* N° 183, Santiago de Chile: CEPAL.

Razavi, Shahra, Schwarzer, Helmut, Durán-Valverde, Fabio, Ortiz, Isabel y Devika Dutt (2021), *Social Policy Advice to Countries from the International Monetary Fund during the COVID-19 Crisis: Continuity and Change*, Ginebra: International Labour Organization.

Rofman, Rafael y María Laura Oliveri (2011), "La cobertura de los sistemas previsionales en América Latina: conceptos e indicadores", *Serie de Documentos de Trabajo sobre Políticas Sociales* N° 7, Washington: Banco Mundial.

Shalal, Andrea (2022), "China agrees to formation of global sovereign debt 'roundtable' -IMF chief", Reuters, 16 de diciembre de 2022, disponible en <https://www.reuters.com/world/china/china-agreed-form-global-sovereign-debt-roundtable-imf-chief-2022-12-16/?s=09>

Scandizzo, Hernán (2010), "El negocio de la trata en la ruta del petróleo" OPSur, 21 de abril de 2010, disponible en <https://opsur.org.ar/2010/04/21/el-negocio-de-la-trata-en-la-ruta-del-petroleo/>

UNCTAD (2020), "Sostenibilidad de la deuda externa y desarrollo", para la Asamblea General, 30 de julio de 2020, A/75/281. disponible en <https://digitallibrary.un.org/record/3880639>

UNCTAD (2021), "Report prepared by the secretariat of the United Nations Conference on Trade and Development on external debt sustainability and development. External debt sustainability and development", para la Asamblea General, 23 de julio de 2021, A/76/214.

UNICEF (2021), *COVID-19 and the Looming Debt Crisis*, disponible en [https://www.unicef-irc.org/publications/pdf/Social-spending-series\\_COVID-19-and-the-looming-debt-crisis.pdf](https://www.unicef-irc.org/publications/pdf/Social-spending-series_COVID-19-and-the-looming-debt-crisis.pdf)

United Nations (2019), *The Impact of Economic Reforms and Austerity Measures on Women's Human Rights*, Center for Women's Global Leadership, United Nations Human Rights Special Procedures

UNODC (2020), *Global Report on Trafficking in Persons 2020*, E.20.IV.3, Ginebra, Organización de Naciones Unidas.

World Bank (2011), *Household Cookstoves, Environment, Health, and Climate Change: A New Look at an Old*

*Problem*, Washington, World Bank, disponible en <https://doi.org/10.1596/27589>

Zabalaga, Carmen (2013), *Categorías para el análisis y la orientación de la inversión pública en igualdad de género*, Ginebra: ONU Mujeres.

# El sistema interamericano de derechos humanos y el problema de la deuda

Juan Pablo Bohoslavsky\* y Laura Clérico\*\*

Este capítulo analiza si y por qué el sistema interamericano de protección de derechos humanos puede y debe abordar la deuda pública y su incidencia sobre los derechos humanos, algo que hoy no hacen ni la Comisión ni la Corte Interamericana de los Derechos Humanos. Se trata de una exploración inicial, que funciona como llamado de atención para poner el tema en la agenda académica, judicial y del activismo de manera urgente y sistemática.

La deuda soberana tiene profundas implicaciones para los derechos humanos. Por un lado, limita el espacio fiscal del que disponen los gobiernos para asegurar la realización de los derechos humanos de la población. Por otro lado, en caso de sobre-endeudamiento y crisis de deuda y, eventualmente, también crisis económicas, bancarias y monetarias, los niveles de pobreza y desempleo aumentan, con sus conocidas consecuencias adversas sobre los derechos humanos. Las políticas económicas ortodoxas frecuentemente adoptadas para alcanzar objetivos fiscales de corto plazo, para asegurar el reembolso de la deuda, registran también notables efectos negativos sobre los derechos humanos. En el caso de la deuda tomada para el financiamiento de proyectos de infraestructura, muchas veces por parte de acreedores oficiales (multi y bilaterales) se suma el riesgo de facilitar emprendimientos nocivos para el medio ambiente y las comunidades locales.

Todas esas causalidades que pueden observarse entre la deuda soberana y la realización de los derechos humanos, se potencian en el actual contexto

global<sup>1</sup>, así como también en un número de países de América Latina y el Caribe, incluyendo a Argentina, que presentan persistentes y altos niveles de endeudamiento<sup>2</sup>.

A pesar de la centralidad de la deuda pública en las economías de la región, el sistema interamericano de derechos humanos, sea a través de la Comisión (CIDH) o la Corte (Corte IDH), no ha avanzado de forma sistemática y robusta sobre esta temática, de manera de fijar criterios al momento de armonizar las obligaciones de los Estados, los derechos humanos de la población y en consecuencia los derechos (y obligaciones) de los acreedores.

En 2015 la CIDH llevó a cabo audiencia “Derechos humanos e impacto de las políticas fiscales en América”. En mayo de 2018 la CIDH realizó una audiencia regional sobre “Control del gasto público, políticas fiscales y garantía de los derechos económicos, sociales y culturales en América Latina”. En 2018 también se publicó el informe sobre “Políticas públicas con enfoque de derechos humanos”. En ninguna de estas instancias la deuda pública fue considerada y gestionada como “factor de riesgo” o “macro-crítico” (FMI *dixit*) para los derechos humanos.

\* Investigador del CONICET y Universidad Nacional de Río Negro (Centro Interdisciplinario de Estudios sobre Derechos, Inclusión y Sociedad, CIEDIS).

\*\* Investigadora del CONICET, Profesora de la Facultad de Derecho de la Universidad de Buenos Aires y Profesora Honoraria de la FAU Erlangen-Nürnberg.

<sup>1</sup> Según la UNCTAD, a octubre de 2022 el 60% de los países de ingresos bajos y el 30% de las economías emergentes se encontraban en situación de crisis de deuda o próximas a ella, con una alta posibilidad de que se desencadene una crisis global de deuda (UNCTAD, 2022).

<sup>2</sup> De acuerdo a las estadísticas del FMI, tras alcanzar un valor de 77% del PIB en 2020, la deuda pública bruta de la región se redujo en 2021 y 2022, llegando a un valor estimado del 71%. Un movimiento similar se encuentra en relación a la deuda externa, que tras un máximo de 55% del PIB en 2020, se reduce a un estimado de 48% en 2022, básicamente como consecuencia de la recuperación post recesión pandémica. Sobre los niveles de endeudamiento en ALC y su impacto en términos de género, ver capítulo de Juan Pablo Bohoslavsky, Francisco Cantamutto, Agustina Costantino y Mariana Rulli en este libro.

En pocas oportunidades se visibilizaron, de algún modo, las implicaciones de la deuda para los derechos humanos. Una fue en la audiencia realizada en 2016 sobre “Deuda pública, política fiscal y pobreza en Puerto Rico, Estados Unidos”, seguida por una declaración de la CIDH de 2018, cuando dos huracanes golpearon la isla, agravando la pobreza y erosionando aún más el maltrecho espacio fiscal del gobierno local. En esta declaración, las políticas de austeridad y la elevada deuda pública fueron mencionadas, sin embargo, no hubo una mayor elaboración sobre las obligaciones de explorar opciones fiscales menos gravosas o la reducción de la deuda en caso de insolvencia del deudor estatal, ni atisbos de asignación de responsabilidades.

La deuda pública fue también tema de la CIDH en el contexto de la pandemia. En la Resolución No. 1/2020 “Pandemia y derechos humanos en las Américas” del 10 de abril de 2020, se subrayó en sus considerandos que “los contextos de pandemia y sus consecuencias acentúan la importancia del cumplimiento y observancia de las obligaciones internacionales en materia de derechos humanos, y particularmente aquéllas referidas a los DESCAs, en las decisiones económicas y políticas adoptadas por los Estados, sea individualmente o como integrantes de instituciones multilaterales de financiamiento u órganos internacionales”. En la parte resolutive de la misma Resolución se determina “(...) que las instituciones multilaterales de financiamiento e inversión en las que los Estados hacen parte implementen garantías específicas para proteger los derechos humanos en sus procesos de evaluación de riesgo y sistemas de operación relativos a proyectos de inversión o préstamos monetarios que se den en el contexto de respuesta a la pandemia y sus consecuencias sobre los derechos humanos, en particular de los DESCAs” (párr. 17). A renglón seguido se realiza un llamado concreto: “Suspender o aliviar la deuda externa y las sanciones económicas internacionales que pueden amenazar, debilitar o impedir las respuestas de los Estados para proteger los derechos humanos frente a contextos de pandemia y sus consecuencias (párr. 18)”. Sin embargo, no es claro cuál es el seguimiento que se le ha dado a esta disposición para evaluar su impacto en la práctica, o si han sido considerados para el desarrollo y monitoreo de los indicadores de progreso para la medición de derechos contemplados en el Protocolo de San Salvador.

En todo caso, y salvo la actividad relativa a Puerto Rico y el llamamiento en pandemia, la CIDH y la Corte IDH no han intervenido, espontáneamente o de oficio, sea en audiencias o informes temáticos o informes por países, en la selección/admisión de denuncias, o en referencias al contexto que atraviesan los casos o incluso expresiones *obiter dictum*<sup>3</sup> en sentencias que involucren discusiones relativas a la carga de la deuda pública cuando se juzgan, por ejemplo, casos de represión de protestas sociales originadas en reformas fiscales regresivas que empeoran las posibilidades de goce efectivo de derecho de aquellas poblaciones o colectivos que se encuentran en desigualdad estructural. ¿A qué se debe el subdesarrollo del sistema interamericano en el abordaje de la deuda? ¿Por qué, por lo menos, no se lo menciona como parte de los factores que sostienen los patrones de desigualdad estructural en la región más endeudada y desigual del mundo?

Una posibilidad es que, sencillamente, no se hayan presentado denuncias relativas al tema. Si ese fuera el caso, también cabría interrogarse si no se ha producido una cierta autocensura por parte de las posibles víctimas y de los organismos de derechos humanos, que sabiendo que el planteo no procedería en el sistema interamericano<sup>4</sup>, no se invierte energía en ese tipo de denuncia. Sin embargo, luego de la incipiente apertura demostrada en la audiencia y posterior declaración relativa a la deuda pública en Puerto Rico, y las explícitas referencias en la Resolución citada durante la pandemia, la sociedad civil podría haberse visto alentada a plantear casos en esa línea.

Resulta más verosímil pensar que el subdesarrollo del campo de la deuda y los derechos humanos es una derivación, no solo de los desafíos epistémicos que supone el cruce de las finanzas con los derechos humanos (Bantekas y Lumina, 2018; Bohoslavsky y Černič, 2014), sino, sobre todo, de paradigmas jurídicos y políticos aún prevalecientes en la interpretación de los objetivos y alcances del sistema interamericano.

<sup>3</sup> Se trata de una expresión “dicha al pasar” utilizada para describir un planteamiento, que si bien se encuentra vinculado de manera indirecta con el asunto que origina una sentencia, trata otros aspectos que pueden ser de interés para las partes, tercera/os, o incluso a la comunidad.

<sup>4</sup> Por ejemplo, si alguien se planta y advierte que los sobrecargos del FMI son usurarios y esos fondos deberían usarse para fortalecer el sistema de protección social antes que para engrosar los gastos corrientes de dicho organismo. Ver Bohoslavsky, Clérico y Cantamutto (2022).

Abrir casos concretos en los que derechos y obligaciones de los Estados, sus poblaciones y los acreedores deben ser armonizados, implicaría poner un ojo en las obligaciones del Fondo Monetario (Bohoslavsky y Cantamutto, 2020), Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo, así como en las obligaciones de otros Estados que operan como prestamistas o donantes en la región<sup>5</sup>. Del mismo modo, llevaría a contemplar la posibilidad de asignar responsabilidades a acreedores privados (por ejemplo, a los fondos buitres o acreedores especuladores en las reestructuraciones de deuda), que componen el grueso de la deuda de los países.

Este enfoque más amplio llevaría así a desafiar el abordaje fuertemente Estado-céntrico que adopta el sistema interamericano, puesto que tanto las instituciones financieras internacionales (IFIs) como las empresas/inversores privados deberían, de alguna forma, rendir cuentas en el ámbito interamericano.

En este último sentido, la CIDH – motorizada por la Relatoría Especial de Derechos Económicos, Sociales y Culturales-, publicó en 2019 un informe sobre “Empresas y derechos humanos: Estándares interamericanos”, en el que se reitera la imposibilidad de asignar responsabilidades autónomas a las corporaciones. Sin embargo, las puso en el centro de sus consideraciones y por momentos les apuntó directamente cuando sostuvo en el párr. 104 que “En ese sentido, la Comisión Interamericana de Derechos Humanos y la REDESCA, reiteran la importancia de que las empresas, independientemente de su tamaño, adopten medidas que les permitan identificar, prevenir, mitigar y reparar los impactos adversos que se puedan generar sobre los distintos derechos humanos, ya sea a través de sus actividades o relaciones comerciales.” Sin embargo, párrafo seguido advirtió que “[l]o anterior, desde luego, no sustituye la obligación de los Estados de garantizar los derechos humanos, incluso a través de la adopción de medidas legislativas y reglamentarias al respecto. De tal manera, para que los Estados cumplan con sus obligaciones convencionales, deberán tomar las medidas necesarias para regular de forma efectiva las actividades empresariales, incluyendo de las empresas públicas, privadas o mixtas, así como asegurar la efectividad de sus mecanismos de reparación para

aquellas personas cuyos derechos resulten afectados por la actividad empresarial.” (párr. 105).<sup>6</sup>

Otro intento de traer a empresas a escena – aunque sea indirectamente, fue en el caso de las *Comunidad Indígena Sawhoyamaya contra Paraguay*, sentenciado en 2006. Si bien no estuvo relacionado con acreedores privados titulares de deuda pública, Paraguay alegó la existencia de un Tratado de Protección de las Inversiones Extranjeras para incumplir una obligación en materia de derechos humanos frente a su población. La Corte IDH sostuvo frente al argumento estatal referido al Tratado firmado entre Alemania y Paraguay, que “la aplicación de acuerdos comerciales bilaterales no justifica el incumplimiento de las obligaciones estatales emanadas de la Convención Americana; por el contrario, su aplicación debe ser siempre compatible con la Convención Americana, tratado multilateral de derechos humanos dotado de especificidad propia, que genera derechos a favor de individuos y no depende enteramente de la reciprocidad de los Estados.” Y advirtió que “según lo dicho por el propio Estado, el referido tratado permite la expropiación o nacionalización de las inversiones de capital de una de las partes contratantes por causa de utilidad o interés público, lo cual podría justificar la devolución de tierras a los indígenas.” En el caso la Corte IDH ordenó al Estado la restitución de tierras ancestrales para la comunidad indígena y además proveer a la comunidad con bienes y servicios básicos.

Si bien fue muy importante la contundencia con que sostuvo en esa sentencia que el Estado debe cumplir con los tratados de derechos humanos, no aprovechó la oportunidad para, *obiter dictum*, ofrecer mayores guías respecto a cómo los derechos humanos deben impactar en los procesos de arbitraje internacional y, de ese modo, en el alcance de los derechos de los inversores extranjeros. De todos modos, se reconoce tácitamente la necesidad de armonizar obligaciones y derechos internacionales de los Estados e inversores con respecto a los derechos humanos de la población<sup>7</sup>, en clara referencia a la necesidad de prevenir la fragmentación del derecho internacional<sup>8</sup>.

<sup>5</sup> Sobre el rol de estas entidades en sus intervenciones, ver los capítulos de Emilia Val y Pablo Nemiña, y el de Lucas Castiglioni en este libro.

<sup>6</sup> Por el abordaje actual de la relación empresas y derechos humanos por el sistema interamericano, ver O'Brien (2022).

<sup>7</sup> Para lo cual el sistema interamericano dispone de mecanismos facilitadores, como el control de convencionalidad. Ver Bohoslavsky y Justo (2019).

<sup>8</sup> Comisión de Derecho Internacional, “Fragmentación del Derecho Internacional: dificultades derivadas de la fragmentación y expan-

Existen líneas de investigación que abordan la relación entre agentes no-estatales, empresas y derechos humanos a través de las diversas producciones de la CIDH y de la Corte IDH, e incluso se las ha caracterizado como pioneras en términos relativos (en comparación con los otros dos sistemas regionales de protección de los derechos humanos; ver O'Brien, 2022; Gonza, 2016). Sin embargo, es muchísimo menor -y, en todo caso, aún sin consecuencias concretas- el desarrollo de la CIDH y de la Corte IDH en el campo de la deuda pública y los derechos humanos, sea en materia de asignación de responsabilidades - aunque se haga en forma indirecta, de acreedores públicos o privados.

Entonces, aún cuando se podría sostener que se evidencia cierta apertura en el sistema interamericano, aún es muy tímida y sin incidencia en el terreno. La CIDH reconoció en su narrativa pandémica el sobreendeudamiento estatal como factor de riesgo, pero como un elemento lejano e indirecto en la causación de violaciones de derechos humanos concretas y específicas. Sin embargo, estando en juego la eficacia de la protección de los derechos humanos y la vigencia del principio *pro personae*, en este ensayo, que pretende ser solo una primera aproximación al tema, postulamos que el enfoque de los derechos humanos en las finanzas públicas debe constituirse en una prioridad transversal en el sistema interamericano. Esto también requiere, obviamente, un fortalecimiento de las obligaciones extraterritoriales en materia de derechos humanos (de Moerloose, Türkelli y Curtis, 2022; Scali, 2022).

La brutalidad policial en la represión de la protesta social frente a políticas económicas regresivas, que tienen por objetivo declamado asegurar el equilibrio de las cuentas públicas y el reembolso de la deuda, es el emergente de un fenómeno socio-económico más profundo, vinculado al modo de producción y reproducción de las desigualdades, en el que la financiarización juega un rol central.<sup>9</sup> Adoptar un enfoque

sión del Derecho Internacional", UN Doc. A/CN.4/L.702, 18 de julio de 2006, párrs. 5-20.

<sup>9</sup> Ver Martín Aldao y Laura Clérico (2023), sosteniendo (e individualizando) las sentencias, opiniones consultivas y medidas provisionales de la Corte IDH, que tienen como contexto (aunque no explicitado) las consecuencias más inmediatas de la captura del Estado por las élites globales/locales financieras, como las sentencias que se refieren a la flexibilización laboral (condiciones de trabajo que van desde la precariedad hasta la esclavitud), despidos masivos y recortes en el sector público, recortes en las pensiones, persecución y asesinato de

exclusivamente *ex post* y paliativo en la evaluación de la política fiscal, incluida la de deuda, compromete la garantía de la protección efectiva de los derechos humanos, por cuanto la causa de las desigualdades no es abordada, sino sus consecuencias (Clérico, Aldao y Ronconi, 2017; Ronconi, 2018).

Se debe tener presente que las protestas sociales tienen, mayoritariamente, un origen anclado en las desigualdades económicas (Ortiz et al, 2021; Baret, Chen y Li, 2021), sobre las cuales el componente de la deuda pública tiene una gravitación mayúscula, sea que su peso relativo se mida sobre el PBI, las exportaciones, o el presupuesto en salud, educación o cuidados. Los 15 Principios de Derechos Humanos en la Política Fiscal<sup>10</sup> desarrollados específicamente por la sociedad civil de América Latina constituyen un ejemplo de cómo puede implementarse, de una manera concreta y específica, un enfoque de derechos humanos en la gestión de la deuda (es mencionada 40 veces en dicho documento). Otro tanto se puede señalar respecto de los "Principios Rectores sobre las Evaluaciones de los Efectos de las Reformas Económicas en los Derechos Humanos" aprobados en 2019 por el Consejo de Derechos Humanos de Naciones Unidas<sup>11</sup>.

Finalmente diremos que tanto el enfoque Estado-céntrico de la CIDH y de la Corte IDH como la falta de consideración efectiva del sobreendeudamiento público como una amenaza para los derechos humanos, no constituyen leyes de la física. El Pacto Internacional de Derechos Económicos, Sociales y Culturales tampoco fue firmado por ninguna IFI ni por las empresas. Sin embargo, tanto en las resoluciones de la Asamblea General<sup>12</sup> y del Consejo de Derechos Humanos<sup>13</sup>, como en las decisiones de los Órganos de Tratados<sup>14</sup> y en los

representantes sindicales, la reducción del presupuesto en materia de sistemas sociales para cumplir con los pagos internacionales (financiación insuficiente del sistema sanitario público y sistema sanitario privado no regulado), programas de desarrollo basados en la extracción (apropiación corporativa de tierras y territorios de comunidades locales, criminalización y asesinato de activistas locales), entre otros.

<sup>10</sup> Información sobre la iniciativa disponible en <https://www.derechosypoliticaefiscal.org/es/>

<sup>11</sup> UN Doc. A/HRC/40/57 (19 de diciembre de 2018); Consejo de Derechos Humanos, Res. A/HRC/40/8 (4 de mayo de 2019).

<sup>12</sup> Resolución A/RES/69/319 (2015).

<sup>13</sup> Resolución 40/08 (2019).

<sup>14</sup> Comité DESC, "Deuda pública, medidas de austeridad y PIDESC: Declaración del Comité DESC", UN Doc. E/C.12/2016/1, 2016; Comité CEDAW, "Recomendación general 38 relativa a la trata de mujeres y niñas en el contexto de migración mundial", UN Doc. CEDAW/C/GC/38, 2020. De manera más específica, por ejemplo, el Comité de



informes temáticos<sup>15</sup> y de país<sup>16</sup> de los Procedimientos Especiales, no hay dudas de que las IFIs y las empresas deben respetar los derechos humanos<sup>17</sup>, incluso en el campo de la deuda pública. Esta es una discusión que se ha planteado, por ejemplo, en el accionar de los fondos buitres y su erosión desmedida sobre el espacio fiscal de los Estados deudores<sup>18</sup>.

Será un trabajo de largo aliento, pero el sistema interamericano necesita abordar la deuda pública desde un enfoque de derechos humanos si el sistema quiere seguir teniendo a las víctimas como centro prioritario.<sup>19</sup> A esta altura, no considerar centralmente las

implicaciones del sobreendeudamiento soberano y las políticas económicas que exigen los acreedores para asegurar su reembolso, sobre los derechos humanos (Nolan y Bohoslavsky, 2022), debilita la legitimidad del propio sistema.

No nos olvidemos que el Preámbulo del Pacto de San José afirma que "(...) con arreglo a la Declaración Universal de los Derechos Humanos, sólo puede realizarse el ideal del ser humano libre, exento del temor y de la miseria, *si se crean condiciones que permitan a cada persona gozar de sus derechos económicos, sociales y culturales*, tanto como de sus derechos civiles y políticos" (énfasis agregado por la/os autora/es). Asegurar que esas condiciones sean creadas, y que no son erosionadas por ningún actor, es un mandato del sistema. Ningún actor estatal o no estatal, nacional o supranacional que opere en la región, podría aspirar a estar por encima del Pacto de San José.

---

DESC sostuvo en su monitoreo al Estado argentino en 2018 que "(...) el Comité expresa su preocupación por la reducción de los niveles de protección efectiva de los derechos consagrados en el Pacto, en particular para las personas y los grupos desfavorecidos, como consecuencia de la inflación y las medidas de austeridad. Al Comité le preocupa también que, en el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, el gobierno prevé un objetivo de déficit cero para 2019, agudizando el recorte del gasto social (art. 2 (1))." Así el Comité recomienda al Estado argentino que "examine las medidas adoptadas en respuesta a la crisis financiera que sigan vigentes, a fin de garantizar el disfrute de los derechos económicos, sociales y culturales. En particular, el Comité recomienda al Estado parte: a) Evaluar previamente los efectos sobre los derechos económicos, sociales y culturales de cualquier medida para responder a la crisis financiera, a fin de evitar que tenga impactos desproporcionados en los grupos desfavorecidos; (b) Fortalecer la planificación y ejecución presupuestaria para evitar la infrautilización de los recursos; (c) Asegurar las líneas presupuestarias relacionadas con la inversión social en los grupos más desfavorecidos y facilitar una implementación efectiva y sostenible de las políticas públicas para garantizar sus derechos económicos, sociales y culturales; (d) Aprobar e implementar el presupuesto nacional haciendo todos los esfuerzos para evitar medidas regresivas y asegurando que el presupuesto contenga un enfoque de derechos humanos y género; (e) Tener en cuenta que las medidas regresivas sólo son compatibles con el Pacto si son necesarias y proporcionadas, en el sentido de que la adopción de cualquier otra política o el hecho de no actuar resultaría más perjudicial para el ejercicio de los derechos económicos, sociales y culturales; deben haber sido consultadas con las poblaciones afectadas y estar sujetas a un examen independiente; deben mantenerse en vigor únicamente en la medida de lo necesario; no deberían causar discriminación; deberían mitigar las desigualdades que pueden agudizarse en tiempos de crisis y garantizar que los derechos de los individuos y grupos desfavorecidos y marginados no se vieran afectados de forma desproporcionada; y no deberían afectar el contenido básico mínimo de los derechos amparados por el Pacto (Carta abierta a los Estados partes sobre los derechos económicos, sociales y culturales en el contexto de la crisis económica y financiera, de 16 de mayo de 2012", Un Doc. E/C.12/ARG/CO/4, párrs. 5-6.

<sup>15</sup> Relator Especial sobre Extrema Pobreza y Derechos Humanos, A/70/274, 2015; Experto Independiente en Deuda y Derechos Humanos, UN Doc. A/70/275, 2015.

<sup>16</sup> Experto Independiente en Deuda y Derechos Humanos, UN Doc. A/HRC/40/57/Add.2 (misión a Sri Lanka, 2019) y UN Doc. A/HRC/40/57/Add.1 (misión a Ucrania, 2019).

<sup>17</sup> UN Doc. A/74/178 (2019).

<sup>18</sup> Comité Asesor del Consejo de Derechos Humanos, A/HRC/AC/15/L.1, 2015. Más material disponible en <https://www.ohchr.org/en/special-procedures/ie-foreign-debt/debt-restructuring-vulture-funds-and-human-rights>

<sup>19</sup> Este punto se basa en el planteo realizado por Víctor Abramovich en

## Referencias

- Abramovich, C. (2009). "De las violaciones masivas a los patrones estructurales: nuevos enfoques y clásicas tensiones en el Sistema Interamericano de Derechos Humanos". *Sur. Revista Internacional de Direitos Humanos*, Vol. 6, pp. 7-39.
- Aldao, M. y Clérico, L. (2023). "Transformative Constitutionalism and State Capture". En von Bogdandy, A. et al (eds.), *Transformative Constitutionalism and the Global Economy*, (en edición).

---

términos más generales, no con referencia particular a lo especificado en este texto, cuando sostiene que: "... en la actualidad, en numerosas situaciones, ha procurado abrir el foco para enmarcar hechos particulares en patrones estructurales de discriminación y violencia contra grupos o sectores sociales determinados. La reinterpretación del principio de igualdad ha permitido al SIDH involucrarse en temáticas sociales". Luego se pregunta, "Cuál sería su relevancia si no hubiera evolucionado en función de estas dinámicas sociales, y hubiese quedado atado a los temas clásicos de derechos humanos, sin reaccionar frente a las situaciones planteadas por peticionarios y víctimas. Quiénes serían hoy sus usuarios, y qué grado de legitimidad tendría el SIDH en nuestras sociedades. En ese sentido, en relación con el argumento de la preservación del sistema, es bueno señalar que éste no se sostiene exclusivamente en el compromiso político de los gobiernos. Una base de apoyo fundamental es la legitimidad alcanzada precisamente en un amplio espectro de organizaciones, comunidades, y movimientos sociales, y en sus propias redes de alianzas y articulaciones (...)" Abramovich (2009). El mismo tipo de interrogante se formula en este texto, cuál sería la relevancia del sistema si no aborda la relación en cómo la deuda pública -y las políticas económicas que las suceden- impactan de manera profunda y duradera en colectivos que ya se encuentran en situación de desigualdad estructural, empeorando aún más el acceso al goce efectivo de los derechos de esas poblaciones.

- Bantekas, I. y Lumina, C. (eds.) (2018). *Sovereign Debt and Human Rights*. Oxford: Oxford University Press.
- Baret, P. Chen, S. y Li, N. (2021). "La larga sombra de la COVID-19: Repercusiones sociales de las pandemias". IMF Blog, 3 de febrero de 2021, disponible en <https://www.imf.org/es/Blogs/Articles/2021/02/03/blog-covid-long-shadow-social-repercussions-of-pandemics>
- Bohoslavsky, J. P. y Cantamutto, F. (eds.) (2020). "Fondo Monetario Internacional y derechos humanos" (Edición Especial), *Revista Derechos en Acción*, n° 18, disponible en <https://revistas.unlp.edu.ar/ReDeA/issue/view/788>
- Bohoslavsky, J. P. y Černič, J. (eds.) (2014). *Making Sovereign Financing y Human Rights Work*. Oxford: Hart Publishing.
- Bohoslavsky, J. P., Clérico, L. y Cantamutto, F. (2022). "IMF's Surcharges as a Threat to the Right to Development", *Development*, Vol. 65, pp. 1–9.
- Bohoslavsky, J. P. y Justo, J. B. (2019). "Control de convencionalidad y derecho económico internacional. Fines y medios". En von Bogdandy, A. et al. (eds.), *El Constitucionalismo Transformador en América Latina y el Derecho Económico Internacional. De la tensión al diálogo* (pp. 249-287). México: IIJ/UNAM.
- Clérico, L., Aldao, M. y Ronconi, L. (2017). "A Multidimensional Approach to Equality in the Inter-American Context: Redistribution, Recognition, and Participatory Parity". En von Bogdandy, A. et al. (eds.), *Transformative Constitutionalism in Latin America* (pp. 83-96). Oxford: Oxford University Press.
- de Moerloose, S., Türkelli, G. y Curtis, J. (2022). "Extraterritorial human rights obligations and international financial institutions". Gibney, M. et al. (eds.), *The Routledge Handbook on Extraterritorial Human Rights Obligations* (pp. 271-283). Routledge.
- Gonza, A. (2016). "Integrating Business and Human Rights in the Inter-American Human Rights System". *Business and Human Rights Journal*, Vol. 1, n° 2, pp. 357-365.
- Nolan, A. y Bohoslavsky, J. P. (eds.) (2022). *Human Rights and Economic Policy Reforms*. Routledge.
- O'Brien, C. (2022). "Business and Human Rights and Regional Systems of Human Rights Protection". En Marx, A., Otteburn, K., Lica, D., van Calster, G. y Wouters, J. (eds.), *Research Handbook on Global Governance, Business and Human rights*, Edward Elgar.
- Ortiz, I. et al. (2021). *World Protests. A Study of Key Protest Issues in the 21st Century*. Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Ronconi, L. (2018). "Repensando el principio de igualdad: alcances de la igualdad real". *Isonomía*, Vol. 49, pp. 103-140.
- Scali, E. (2022). "Extraterritorial human rights obligations and sovereign debt". En Gibney, M. et al. (eds.), *The Routledge Handbook on Extraterritorial Human Rights Obligations* (pp. 242-254), Routledge.
- UNCTAD (2022). Trade and Development Report 2022. Ginebra: UNCTAD, disponible en <https://unctad.org/tdr2022>

Documentos oficiales e informes

- Comité Asesor del Consejo de Derechos Humanos, A/HRC/AC/15/L.1, 2015
- Comisión de Derecho Internacional, "Fragmentación del Derecho Internacional: dificultades derivadas de la fragmentación y expansión del Derecho Internacional", UN Doc. A/CN.4/L.702, 18 de julio de 2006, párrs. 5-20.
- Comité CEDAW, "Recomendación general 38 relativa a la trata de mujeres y niñas en el contexto de migración mundial", UN Doc. CEDAW/C/GC/38, 2020.
- Comité DESC, "Deuda pública, medidas de austeridad y PIDESC: Declaración del Comité DESC", UN Doc. E/C.12/2016/1, 2016.
- Consejo de Derechos Humanos, Res. A/HRC/40/8 (4 de mayo de 2019).
- Experto Independiente en Deuda y Derechos Humanos, UN Doc. A/70/275, 2015.
- Experto Independiente en Deuda y Derechos Humanos, UN Doc. A/HRC/40/57/Add.2 (misión a Sri Lanka, 2019)
- Experto Independiente en Deuda y Derechos Humanos, UN Doc. A/HRC/40/57/Add.1 (misión a Ucrania, 2019).
- Relator Especial sobre Extrema Pobreza y Derechos Humanos, A/70/274, 2015.
- Resolución A/RES/69/319 (2015).
- Resolución 40/08 (2019).
- UN DOC. A/HRC/40/57 (19 de diciembre de 2018)
- UN Doc. A/74/178 (2019).

PARTE II

# La deuda pública de la Argentina

---



# El persistente desborde. Un cuarto de siglo de la deuda pública de la Argentina

Francisco J. Cantamutto\*

La deuda pública, y en particular aquella nominada en moneda extranjera con acreedores privados, es un problema de larga data en Argentina (ver por ejemplo Amaral, 1984, o Galasso, 2008), vinculada incluso al proceso de formación estatal. Sin embargo, su rol y relevancia no ha sido siempre la misma. En particular, durante la última dictadura (1976-1983) la deuda cambió no solo de magnitud, sino en torno a sus efectos sobre el conjunto de la economía. La deuda se ha multiplicado varias veces desde entonces, y por su propia dinámica ha llevado al país a sucesivas cesaciones de pago, que obligan a renegociar los términos de referencia. Estas reestructuraciones implican cambiar las características específicas de la deuda, en términos de montos, intereses, plazos y condicionalidades. La gestión de la deuda ha sido materia de debate público y de proyectos políticos, condicionando a todo el proceso de acumulación en el país.

Este capítulo ofrece un recorrido sobre esta dinámica y sus sucesivas reestructuraciones, centrado en los procesos de los últimos 25 años. Expresamente se vinculará la deuda a los debates de políticas públicas y los cambios en la forma de acumulación, es decir como parte del modo de desarrollo (Cantamutto y Costantino, 2019). No se discuten aquí todos los matices sobre los cambios en el modo de desarrollo—para lo cual se ofrecen oportunamente referencias—, sino que se enfatiza el vínculo de la deuda con este marco más general. Se trata de una línea de investigación compartida por otras obras (por ejemplo, Basualdo, 2017; Brenta, 2019; Mercatante, 2019). Considerando esta lógica, el capítulo divide la exposición siguiendo el recorrido de las principales fases del modo de desarrollo, para comprender la dinámica de la deuda y sus alcances en este marco.

Lo que puede reconstruirse a través de la exposición es la permanente disputa por contener la gestión de la deuda en torno márgenes que no hagan colapsar al resto de la economía y la sociedad... y el periódico fracaso de tales intentos. A través de oleadas, con fuertes determinantes—económicos y políticos— externos, la deuda se expande, entrando en indefectible crisis al momento de retraerse, y a pesar de los ingentes esfuerzos de los gobiernos por cumplir con sus servicios. Las demandas de los acreedores, incompatibles con el ejercicio pleno de la ciudadanía y la garantía de sus derechos, han pesado de forma sistémica sobre la Argentina, bloqueando alternativas. En todo el período, sin embargo, han existido demandas sociales—e incluso antecedentes jurídicos— que cuestionaron esta continuidad, pero que sin embargo no han prosperado como políticas públicas. Se mostrarán en las siguientes secciones diversas formas de reorganizar la deuda bajo una lógica sostenible y sus limitaciones.

La primera sección indica los principales cambios acontecidos en materia de la dinámica de la deuda a partir de la última dictadura y la forma en que esta herencia condicionó al primer gobierno del retorno a la democracia. La segunda sección explica el rol de la deuda en la Convertibilidad y su crisis (1989-2001), explicando en detalle las operaciones de reestructuración en este último período. La tercera sección aborda la gestión neodesarrollista de la deuda (2002-2015), centrada en la recomposición de la sostenibilidad de la deuda, explicando en especial las reestructuraciones llevadas a cabo durante el período. La cuarta sección detalla la gestión de la deuda por parte del gobierno de Cambiemos (2015-2019), con centro en el retorno del Fondo Monetario Internacional (FMI). La quinta sección presenta los principales cambios en torno al tema de la mano del gobierno del Frente de Todos (2019-2022). Finalmente se presentan algunos comentarios de cierre.

\* Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur, Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur (UNS)-CONICET, Bahía Blanca, Argentina.

## 1. Un cambio de orientación

La economía mundial capitalista sufrió un intenso proceso de cambios durante la década de los '70 del siglo pasado. La acumulación de capital encontraba diversas trabas para avanzar en el proceso de valorización, centradas en dificultades para elevar la tasa de ganancia (por resistencias sociales, limitaciones tecnológicas y regulaciones institucionales). Con todo, tras haber completado la reconstrucción de postguerra, desde la década del '60 una masa creciente de capitales se redirigió desde Europa hacia zonas de la periferia, incluyendo tanto Asia como América Latina y el Caribe (en adelante, ALC). Estos recursos ingresarían como inversión extranjera y como deuda, y serían clave en el despegue de algunas economías nacionales de estas regiones.

A nivel de las potencias, Estados Unidos (en adelante, EUA) pasó del superávit comercial al déficit. Esto ponía en problemas el esquema heredado de Bretton Woods, que se basaba en la expansión del dólar mediante la emisión de deuda y su regreso en forma de exportaciones, lo cual estabilizaba la paridad cambiaria con otras monedas. En 1971 se estableció la inconvertibilidad del dólar y en 1973 su libre flotación, lo cual inició una nueva etapa en materia de coordinación financiera y cambiaria internacional (Block, 1989). De su mano iría la creciente desregulación que habilitaría flujos de capitales antes reprimidos. Esto alimentó el crédito hacia la periferia, al que el shock de precios de petróleo de la década infló aun más. Estas condiciones se vieron súbitamente alteradas poco tiempo después, también por causas originadas en los países centrales.

La Argentina se insertó en este proceso a través de las medidas puestas en marcha por la dictadura del Proceso de Reorganización Nacional (1976-1983). Si bien con tensiones internas, la política económica de la dictadura produjo significativas transformaciones en la economía y la sociedad argentina. De hecho, Harvey (2007) la presenta como uno de los casos de avanzada en la ofensiva neoliberal, junto a la dictadura chilena. De la mano de una mundialización del capital productivo (Astarita, 2006), en los siguientes años se afianzó esta transformación de la economía mundial en clave de financierización (Duménil y Lévy, 2007). Si bien existen debates en torno a la significación precisa del término, podemos señalar que implicó una creciente influencia de las lógicas y acto-

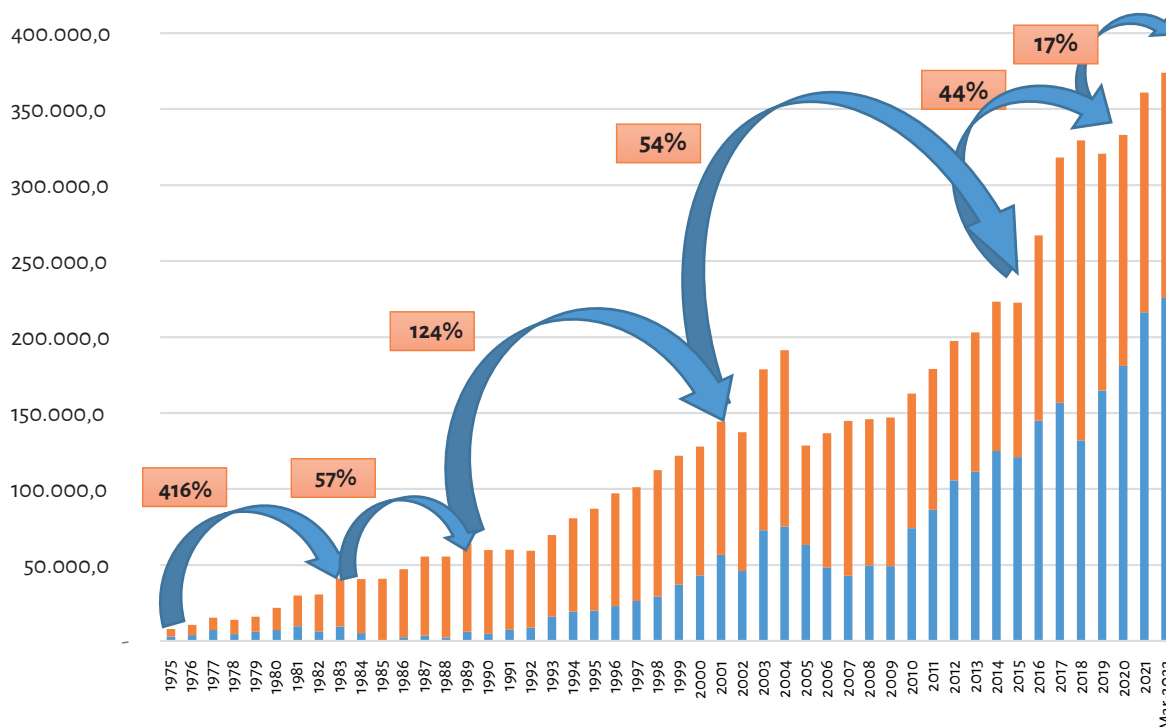
res financieros sobre las empresas, personas y Estados (Palley, 2021). A nivel macroeconómico, implicó una creciente desregulación de los movimientos de capitales, que condicionan severamente los grados de libertad de los países para poder determinar sus prioridades de desarrollo. ALC, en su carácter periférico, fue una región particularmente expuesta a estos cambios (Abeles, Pérez Caldentey y Valdecantos, 2018).

La deuda cumplió un rol clave en esta dinámica a nivel global. Su peso se multiplicó varias veces, hasta más que triplicar el producto mundial antes de la pandemia de COVID19, al alcanzar los 258 billones de dólares. Esto implicó una creciente gravitación de los acreedores sobre las políticas públicas en general. Esta sección introduce una visión sintética de algunos cambios fundamentales de la dinámica de la deuda argentina en este marco.

El gráfico 1 permite visualizar el peso creciente de la deuda pública argentina. Si bien a golpe de vista parece tratarse de una serie continuamente creciente, se pueden detectar momentos de mayor intensidad en el crecimiento. Durante el período de la última dictadura, la deuda pública se expandió un 416% (tomando por base el último año pre-dictadura, 1975), una expansión promedio del 52% interanual, donde la deuda externa era particularmente dinámica (68% anual promedio). La deuda pasó a explicar un 26,5% del PBI, un valor que desde iniciado el siglo XX solo había alcanzado en 1962-63<sup>1</sup>. La expansión de la deuda estuvo completamente dissociada de necesidades productivas concretas, sino más bien orientada a balancear las cuentas externas, para permitir el proceso de valorización estrictamente financiera (Brenta, 2019). Al mecanismo indirecto de endeudamiento estatal para obtener divisas para sostener la mecánica, se debe añadir el proceso de nacionalización de deudas privadas ejecutado con los seguros de cambio ofrecidos por el Banco Central a cargo de Domingo Cavallo.

<sup>1</sup> En 1891 había alcanzado el 67,7% del PBI, descendiendo paulatinamente desde esa proporción. Los primeros 3 años del siglo XX tenían valores superados al referido en el texto, aunque en una dinámica de franco descenso. Este comportamiento no era anómalo en la historia de las recientes dictaduras: en el período que va desde el golpe a Arturo Illia hasta la llegada de Cámpora al gobierno (1966-1973), la deuda creció un 169% (24% anual promedio). El ingreso de la Argentina al FMI se dio tras el golpe que derrocó a Perón en 1955 (Brenta, 2019).

**Gráfico 1.** Argentina. Deuda pública en millones de dólares, por residencia del acreedor, 1975-marzo 2022



**Fuente:** elaboración propia con datos de Fundación Norte y Sur y Ministerio de Economía.

El régimen de la dictadura, centrado en el programa económico de José Martínez de Hoz, produjo una serie de cambios significativos en el funcionamiento de la economía. La liberalización financiera y cambiaria, la reducción de los aranceles al comercio, así como las primeras privatizaciones periféricas (Müller, 2001), dieron lugar a un proceso de disciplinamiento social masivo (Canitrot, 1980) que complementó la represión. El uso de la deuda como mecanismo de financiamiento para políticas de reconversión estructural tiene una larga trayectoria, asociada a procesos carentes de legitimidad y legalidad, y con capacidad de generar fuertes condicionamientos a los posteriores gobiernos –como fue el caso del gobierno de Alfonsín, como veremos a continuación–.

La oleada de capitales desde los países centrales hacia la periferia llegó a ALC en condiciones laxas que probarían ser un arma de doble filo (Estay Reyno, 1996; Marichal, 1988)<sup>2</sup>. La dictadura utilizó estos recursos para sostener su programa económico, endeudando no solo al Estado sino también a las empresas públicas, cuyos balances deteriorados

serían luego argumento para la privatización. Con estos argumentos a la vista, así como el hecho de haber financiado un proceso de terrorismo de Estado –con comprobados crímenes de lesa humanidad–, en la propia transición democrática diversas organizaciones sociales reclamaron la nulidad de la deuda heredada, destacando su carácter odioso<sup>3</sup>.

Según fue sistematizado por el Comité para la Anulación de las Deudas Ilegítimas (CADTM), una deuda puede caracterizarse como odiosa cuando<sup>4</sup>: 1) es contraída en violación de los principios democráticos (incluyendo el consentimiento, la participación, la transparencia y la responsabilidad) y ha sido empleada contra los más altos intereses de la población del Estado deudor, mientras que el acreedor conocía o estaba en condiciones de saber lo anterior; o 2) tiene como consecuencia denegar los derechos civi-

<sup>2</sup> Por más detalles sobre las oleadas de capitales hacia la región, ver capítulo de Gustavo Burachik en este libro.

<sup>3</sup> Por más detalles sobre la trayectoria de denuncias de parte de las organizaciones sociales respecto de la deuda, ver el capítulo de Beverly Keene en este libro.

<sup>4</sup> Ver el Informe preliminar del Comité de la Verdad de la deuda pública griega, publicado en 2015, disponible en: <https://www.cadtm.org/Informe-preliminar-del-Comite-de-la-Verdad-de-la-deuda-publica-griega> La definición está tomada directamente de CADTM: <https://www.cadtm.org/Deuda-odiosa?lang=es>

les, políticos, económicos, sociales y culturales de la población mientras que el acreedor conocía o estaba en condiciones de saber lo anterior<sup>5</sup>. Se trata de una doctrina originalmente propuesta por el jurista conservador ruso Alexandre Sack en 1923, y cuya aplicabilidad ha sido variable a lo largo del tiempo<sup>6</sup>.

Cuando en 1979 se dio inicio al súbito y veloz aumento de las tasas de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos, de la mano de su entonces secretario Paul Volcker, las condiciones de renovación de la deuda latinoamericana sufrieron un fuerte impacto. Rápidamente, los países entraron en problemas para cumplir sus obligaciones, siendo México el primer país en declarar la incapacidad de pago. Los servicios de la deuda argentina se volvieron una carga imposible de sostener cuando alcanzaron el 6,0% del PBI o el 28,2% del gasto público total en 1982, como se puede ver en el gráfico 2. Las siguientes dos cimas en ese gráfico expresan también crisis de pagos de deuda, conformando dos grandes movimientos en forma de U, que de cierta manera muestran el carácter regular del problema.

El gobierno de Alfonsín (1983-1989) lidió con la presión de pagos de la deuda, pero al mismo tiempo con las demandas sociales por recomposición tras las reformas de la dictadura. Tras un intento inicial de poner en marcha una política redistributiva mientras el ministerio de economía estuvo a cargo de Bernardo Grinspun, a fines de 1984 se produjo un acercamiento al FMI para facilitar el acceso a fondos. En ese marco se negoció el programa económico más relevante del período, el Plan Austral de 1985, que apuntó a reducir el déficit fiscal al tiempo que expandía la economía (por las diversas interpretaciones del plan, ver Rossi, 2022). Para ello, la salida exportadora se presentaba como una alternativa a explorar.

Si bien tuvo inicialmente éxito en reducir la inflación, el gobierno estaba jaqueado por su búsqueda de

autonomía política bajo la presión cruzada de acreedores externos, empresarios vinculados a la obra pública y el movimiento obrero buscando recomponer su situación (Birle, 1997; Massano, 2018; Ortiz y Schorr, 2006). La disputa por el ingreso y la transferencia sistemática al exterior de recursos sostuvieron una larga agonía que culminó en las hiperinflaciones de 1989. Durante el período, el FMI concedió 4 préstamos de tipo Stand By, que fueron sistemáticamente suspendidos por incumplimientos.

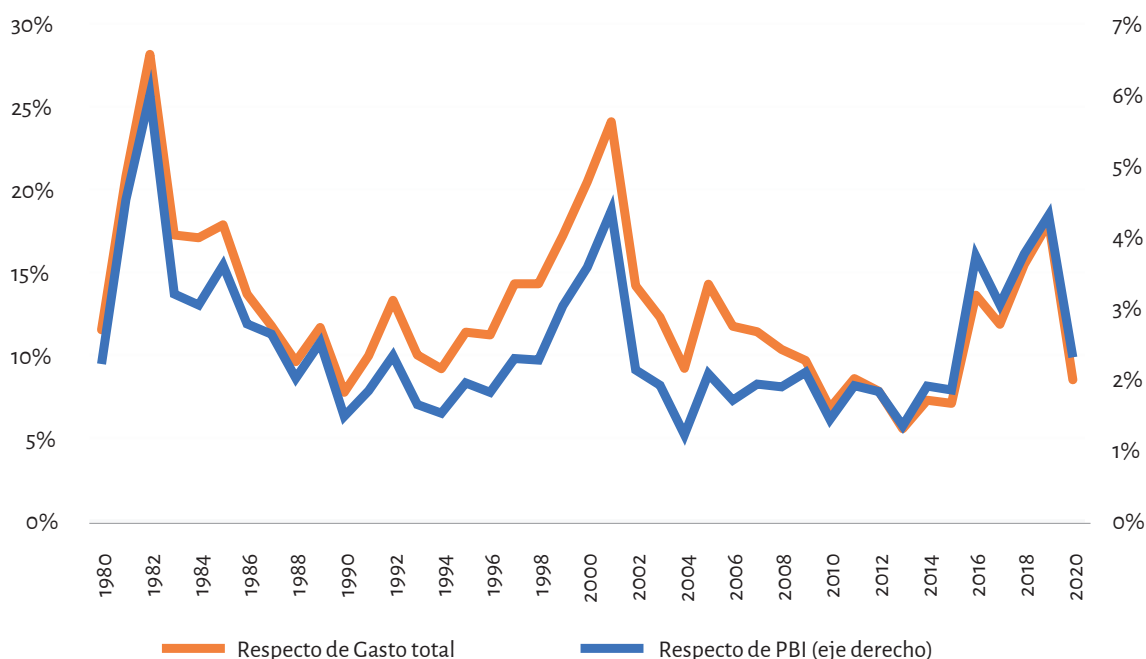
De conjunto, prácticamente toda la región entró en moratoria, dando inicio a la llamada “década perdida”, caracterizada por el estancamiento, aumento de la inflación y la pobreza, bajo la presión de pagos de la deuda heredada. ALC realizó transferencias netas al exterior durante toda esta década, alcanzando hasta el 7% de su PBI (Ocampo *et al*, 2014). Debido al carácter general de la crisis, se facilitó la convergencia en una lectura común de los gobiernos de la región, que confluyeron en el Consenso de Cartagena de 1984 asociando el problema a causas externas, a saber: el aumento de las tasas de interés de referencia y la caída de los precios —y las cantidades— de los productos exportados, lo cual hacía imposible el pago. Si bien se trató de una confluencia inicial, que declaró intenciones de intercambios técnicos y legales, así como de un marco común de negociación, no llegó nunca a ser un “club de países deudores” (ver Tussie, 2015).

Ahora bien, esa sola amenaza fungió como elemento suficiente para despertar la reacción de parte de los acreedores. Los principales prestamistas a la región eran los mayores bancos de Estados Unidos, cuya exposición al riesgo era elevada y se veían afectados por las dificultades de pagos. Esto indujo a la intervención directa del gobierno de EUA en las negociaciones. A partir de esta situación se dio forma primero al Plan Baker (1985) y luego al Plan Brady (1989), por sendos secretarios del Tesoro norteamericano, que promovían la reestructuración de las deudas a partir de su titularización (reemplazo por títulos negociables en mercados secundarios) y la inyección de fondos frescos de organismos internacionales de crédito (en adelante, OOI), bajo la coordinación del FMI. Esto significó un cambio de funciones del FMI, que a partir de entonces se volvió el garante de la aplicación de programas de ajuste y reforma estructural para dar con ellos su “sello de aprobación”, que teóricamente sería catalizador del acceso a financiamiento

<sup>5</sup> Toussaint (2015) distingue la *Deuda pública ilegítima* (aquella contraída por el gobierno pero que no representa el interés general), la *Deuda ilegal* (aquella contraída en violación de normas, leyes y/o constitución nacional), y la *Deuda odiosa* (aquellos préstamos a gobiernos autoritarios o realizados bajo condiciones que violan los derechos sociales, culturales, civiles y políticos del pueblo).

<sup>6</sup> EUA ha aceptado esta doctrina en relación a las deudas de las antiguas colonias españolas y más recientemente tras la invasión a Irak en 2003. Se la ha utilizado para buscar desconocer la deuda de Ucrania con Rusia (Cantamutto y Castiglioni, 2020). Por una revisión de su uso jurídico, ver King (2016).

**Gráfico 2.** Servicios de la deuda pública argentina, como porcentaje del PBI y del Gasto público total, 1980-2020



**Fuente:** elaboración propia con datos del Ministerio de Economía de la nación.

privado. Como parte del financiamiento asociado al plan Brady, el FMI otorgó a la Argentina un crédito por 7.957 millones de dólares (en adelante, mdd) en 1992, uno de los mayores de la región (Nemiña y Larralde, 2018).

## 2. Convertibilidad y su ocaso

Para 1990, tras la asunción anticipada de Carlos Menem como presidente de la Argentina (1989-1999), el pago de servicios de deuda alcanzó su mínimo –equivalente a 1,5% del PBI o 7,8% del gasto público–. Menem había puesto como condición la aprobación de las leyes de Reforma del Estado (n.º 23.696) y de Emergencia Económica (n.º 23.697), que lo habilitaron para poner en marcha un veloz proceso de reconfiguración de la economía y la sociedad argentina (Bonnet, 2007). El gobierno radical había buscado atender las demandas del FMI en materia de reformas –avanzando por ejemplo la privatización de las aerolíneas de bandera–, pero no contó con la capacidad política de completar el esquema propuesto. Las crisis de hiperinflación de 1989 (desatada tras la interrupción de los desembolsos por parte del FMI) y de 1990 funcionaron en este sentido como piedra de toque fundamental, al presentarse como una suerte de demostración de la disolución de las relaciones

sociales existentes, alimentando la demanda social por un orden. Esta fue la base del consenso “negativo” del programa de reformas (Piva, 2007): se presenta como un esquema con costos sociales, pero cuya alternativa era el aparente caos.

Además de la súbita reducción de aranceles al comercio exterior, se procedió a privatizar las empresas públicas con una velocidad y alcance difíciles de describir (Azpiazu y Schorr, 2002). A partir de abril de 1991 se aprobó el régimen de la Convertibilidad, una caja de conversión con tipo de cambio fijo establecido a razón de 1 peso 1 dólar, que solo podía funcionar de la mano del acceso masivo a flujos de recursos externos –provistos por inversión y por deuda–. De hecho, fue anunciado junto a un nuevo acuerdo Stand By con el FMI por 1.000 mdd. En este sentido, la Convertibilidad expresó la forma concreta en que se llevaron adelante las reformas estructurales en la Argentina (Cantamutto y Wainer, 2013; Schvarzer, 1995). El empresariado concentrado del país logró realizar un salto en su internacionalización, de la mano de un renovado acceso al crédito y la participación en las reformas (Basualdo, Nahon, y Nochteff, 2007). Entre 1989 y 2001, la deuda creció a un promedio del 11% interanual, muy por encima de la expansión del PBI. Un dato que puede entreverse del gráfico 1 es que una parte significativa de los recursos prestados al



Estado argentino provenían de residentes del propio país, lo cual cuestiona severamente la hipótesis ortodoxa de insuficiencia de ahorros como razón para la toma de deuda. De hecho, durante el período, no solo la deuda con residentes locales crecía, sino que al mismo tiempo se extendía el fenómeno de la fuga de capitales, que expresaba el uso de la deuda como mecanismo de transferencia en la valorización financiera (Basualdo, 2017). A pesar de tratarse de deuda con residentes en el país, la mayor parte de la deuda fue pactada en moneda extranjera, bajo el supuesto de paridad con el peso. Para 2001, el 97% de la deuda pública estaba denominada en moneda extranjera.

La exposición incrementada a los flujos de capitales externos tuvo su primera demostración de fragilidad en 1995, tras las primeras señales de agotamiento del proceso de privatizaciones, con los efectos de la crisis en México, conocida como “efecto Tequila”. El retiro de fondos de la periferia latinoamericana fue acompañado en la Argentina por un esfuerzo denodado por sostener el “modelo”, incentivando la reducción de los costos fiscales y salariales y dando continuidad a las privatizaciones (centralmente, la banca pública)<sup>7</sup>. Tras la última venta de activos considerable, correspondiente con el último tramo de YPF (Barrera, 2012), el ingreso de fondos se concentró en la toma de deuda en condiciones cada vez menos ventajosas. Un dato central en este sentido fue la sucesión de crisis en la periferia global a partir de 1997: en el Sudeste asiático, Turquía, Rusia y –de mayor impacto- Brasil. Estos eventos elevaron el costo de financiamiento del crédito, haciendo la renovación cada vez más onerosa. La interrupción de los flujos de capitales se dio entonces tanto en el frente de la deuda como de la inversión. En el caso de la crisis del país vecino, la ruptura del plan Real implicó además una caída en la demanda de importaciones desde la Argentina, con lo cual el canal comercial de la balanza de pagos se vio resentido. Desde 1998, la Argentina entró en recesión.

Debe enfatizarse que durante este período se produjo un salto en las exportaciones del país, merced de la conversión de la industria oleaginosa –con la aprobación de la soja transgénica como hito clave– y

petroquímica, entre otras. Así como el tejido industrial resultó severamente afectado, algunas ramas y sectores concentrados aprovecharon la apertura para capitalizarse y elevar su proactividad. Esto permitió expandir las exportaciones, basadas en el aprovechamiento de los recursos naturales. A pesar de las mayores ventas, el propio funcionamiento de las grandes empresas asociadas a ellas induce múltiples salidas de recursos por otras vías: pagos de regalías, servicios de consultoría, contabilidad, publicidad, transporte, asesoría legal, remisión de utilidades, uso de precios de transferencia, entre otros. La restricción externa al crecimiento mutó así en un nuevo formato, alejándose de la visión “clásica” basada en el comercio de bienes. Asimismo, la expansión de las exportaciones, en línea con el incipiente modelo de la década previa, se configuraría como *mandato* para pagar la deuda.

El gobierno de la Alianza (1999-2001) buscó dar continuidad al modelo cuando ya se encontraba prácticamente en bancarrota (Pucciarelli y Castellani, 2014). Carente de nuevos recursos que privatizar, dependió de forma creciente de la deuda financiada por los OOI. Entre 1993 y 2001 estos organismos desembolsaron un total neto de 17.138 mdd, un promedio anual de 1.904 mdd (ver tabla 1). En particular, el FMI realizó 10 acuerdos entre 1980 y 2001 por un total de 27.651 mdd (Brenta, 2021). En ese período, en anuencia o por demanda del organismo se limitaron los derechos laborales, lo cual facilitó el aumento del desempleo merced de los despidos y la caída del salario real (Delgado, 2021). Al mismo tiempo que esto sucedía, el Estado limitó la asistencia social como transitoria y focalizada (Nemiña, Gulias y Rudistein, 2021). El 61% de los fondos que el FMI puso a disposición durante ese período llegaron en dos años de crisis (2000-2001). En tanto, el organismo ofreció respaldo a través del “Blindaje financiero” y dos operaciones de reestructuración: el “Megacanje” y el canje con préstamos garantizados, todos cuestionados en la justicia argentina (Olmos Gaona, 2011).

La Convertibilidad prohibía el financiamiento monetario del déficit, obligando a tomar deuda para cubrirlo o reducir su cuantía. En relación a esto último, durante el período de la Alianza se avanzó en intentos por reducir el déficit, incluyendo recortes en salarios públicos, que favorecieron una intensificación de la protesta social. De hecho, con índices de desempleo al alza y con una política de protección

<sup>7</sup> Los impactos de la privatización de la banca pública provincial y su relación con el manejo de la deuda pueden verse en los capítulos de Sergio Arelovich (Santa Fe), Lautaro Breitman Pacheco, Gabriel Olmedo Sosa y Mariana Iza (Mendoza) y Graciela Landriscini (Río Negro).

**Tabla 1.** Aporte neto OOII, en mdd

Período	Acumulado		Anual promedio OOII
	OOII	FMI	
Convertibilidad (1993-2001)	17.138	10.814	1.904
Neodesarrollismo (2002-2015)	(27.466)	(18.483)	(1.962)
Neoliberalismo tardío (2016-2019)	44.538	43.096	11.134
Neodesarrollismo (2020-II 2022)	1.477	(306)	591
TOTAL	35.687	35.122	1.210

Nota: períodos en función de datos disponibles. En la Convertibilidad no están registrados los aportes de 1991-92.

Fuente: elaboración propia con datos del Ministerio de Economía.

social focalizada, se multiplicaron las organizaciones que cuestionaban el “modelo” —entre quienes cobró especialmente el movimiento piquetero—. Una estrategia complementaria de esa década fue transferir los gastos a las provincias, sin la asignación correspondiente de recursos, lo cual las llevó a persistentes crisis<sup>8</sup>. Una manera de sortear esta dificultad en el marco de la crisis fue la aparición de cuasi-monedas (Schvarzer y Finkelstein, 2003), estrategia que emuló incluso el Estado nacional con el Lecop en 2001.

Si bien el esquema macroeconómico resultaba insostenible, el gobierno de la Alianza buscó reforzar su continuidad a través de mecanismos de deuda. El “Blindaje financiero” de fines de 2000 consistió en la primera gran declaración de incapacidad de pago: ante la imposibilidad de garantizar los pagos del año siguiente, se acordó el acceso simplificado a fondos (de diversas fuentes) a cuenta del cumplimiento de las condiciones del organismo. Los fondos no se recibían automáticamente, sino que quedaban a disposición para ser utilizados en caso de presentarse la necesidad. De hecho, el desembolso (neto de pagos) fue de escasos 611 mdd, mientras que las condicionales del FMI repitieron las del acuerdo de febrero de 1998, cuando el país estaba aún en crecimiento. Como un reloj averiado, el FMI insistió en avanzar en dos aspectos centrales: por un lado, el mencionado ajuste fiscal que incluyera a las provincias (por ello insistía con una nueva ley de coparticipación federal), y por el otro lado, nuevas reformas estructurales (obras sociales, leyes laborales, privatización del Banco Nación). El FMI ofrecía hasta 13.700 mdd, y

sumando aportes del Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el gobierno de España y bancos locales y extranjeros se alcanzaban los 39.700 mdd. El “Blindaje financiero” tenía por objetivo otorgar certezas de continuidad, resolviendo lo que se identificaba como un problema de liquidez.

Aunque el Blindaje permitió sortear las dificultades de los primeros meses de 2001, la realidad era palmaria: Argentina no tenía acceso a los mercados de capital y dependía básicamente de estos paquetes de ayuda. El Estado nacional pagaba tasas de interés en torno al 14% anual en dólares, un valor expresamente insostenible<sup>9</sup>. La fuga de capitales era una realidad sostenida y las reservas del BCRA disminuían aceleradamente. En enero de 2001, el FMI renovó el acuerdo con el país, ampliando el Stand By, obteniendo casi 3.000 mdd. Dos ministros de economía (José Luis Machinea y Ricardo López Murphy) intentaron ajustes y fueron destituidos por la movilización popular, expresando la situación de tensión social. En ese contexto, Domingo Cavallo retornó al ministerio, con un despliegue de medidas que incluyeron planes de competitividad y mecanismos de devaluación fiscal, e incluso el intento por ampliar las monedas de referencia de la Convertibilidad.

<sup>8</sup> Al respecto, ver la discusión presentada en el capítulo de Graciela Landriscini en este libro.

<sup>9</sup> Se trata de una tasa incompatible con cualquier previsión realista de crecimiento de la economía, violentando así los principios más básicos de análisis de sostenibilidad. Debe resaltarse que los potenciales reclamos de los acreedores ante situaciones de impago deberían considerar que incluyeron la previsión de ese riesgo en la tasa de interés (Pahnecke y Bohoslavsky, 2022). La tasa pagada por las provincias en este período superaba el 18% anual en dólares por crédito con la banca privada (Álvarez et al, 2015).

En junio de 2001 se lanzó a través del decreto 648/01 el “Megacanje”, una reestructuración que buscaba modificar el perfil de vencimientos de casi un cuarto de la deuda pública, extendiendo levemente los plazos de unos 16.000 mdd. Las tasas de interés pactadas prácticamente no lograron ser reducidas; se pagó hasta un 15,5% nominal en dólares<sup>10</sup>. Los bonos rescatados se pagaron por encima de su valor de mercado, por lo que la deuda total aumentó en cerca de 2.200 mdd (García, 2001, Macías Vázquez, 2008). Sobre 55.000 mdd elegibles, se canjearon 29.477. El acuerdo no representó ningún desembolso de dinero en el país. Para hacerlo, se contrató a bancos que cobraron elevadas comisiones, siendo además muchos de ellos los propios tenedores de bonos: es decir, se contrató a los acreedores para renegociar la deuda (Basualdo, 2017; García, 2001). Este canje fue clave para lograr la aprobación en agosto de una revisión del acuerdo con el FMI que permitió el desembolso de 6.300 mdd. Sin embargo, no logró recomponer la confianza de los acreedores. La tasa de riesgo país, expresiva del riesgo percibido de impago, se mantuvo en una senda ascendente. Los servicios de la deuda pública volvieron a crecer hasta alcanzar el 4,4% del PBI o 24,1% del gasto público total (gráfico 2). Al igual que en 1982, esto derivaría en una crisis de pagos.

La presión sobre las finanzas de las provincias era fuerte, pero los gobernadores se negaban a avanzar en una nueva ley de coparticipación. En noviembre de 2001 se procedió a un nuevo canje, incluyendo deuda de las provincias, por nuevos títulos garantizados con los ingresos tributarios (por eso se conoció el canje como “préstamos garantizados”). El decreto 1387/01, que permitía a las empresas pagar deudas con el Estado utilizando los bonos, incentivó el ingreso al canje. Si bien este canje tampoco involucró quitas, sí redujo las tasas de interés pagadas (hasta 7% anual en dólares). Sobre 97.017 mdd de bonos elegibles, se canjearon 55.344 mdd, mayormente en manos de bancos que operan localmente y las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP). Con esto se completó la fase interna del canje. Si bien se preveía una fase externa, para ello era vital contar con la aprobación del FMI. Sin embargo, esta anuencia fue negada a días de cerrado este canje: el organismo

había decidido soltar la mano de la Argentina, alegando la falta de cumplimiento de metas fiscales<sup>11</sup>.

Debido a esta interrupción del apoyo del FMI y sin más fuentes de fondos, el 2 de diciembre de 2001 se anunciaron las restricciones al retiro de depósitos en el sistema financiero, hasta un máximo de \$250 a la semana, el “corralito” financiero (decreto 1570/01). Con esta medida, el gobierno reconocía formalmente la incapacidad de sostener la caja de conversión con paridad fija, de modo que puede tomarse como el anuncio del fin de la Convertibilidad. En el mes de diciembre confluyeron los descontentos de diversas partes de la sociedad, tanto de sectores medios que protestaron ante esta última medida, como organizaciones con años de creciente movilización –tanto en el movimiento piquetero como el sindicalismo– (Cotarelo e Iñigo Carrera, 2004). El mes culminó con la renuncia del entonces presidente Fernando de la Rúa, tras la declaración del Estado de sitio, el breve interinato de Ramón Puerta y la designación del entonces gobernador de San Luis, Adolfo Rodríguez Saá.

Este último sería quien declaró, ante los aplausos en el Congreso, el default de la deuda pública. Como señalan Damill, Frenkel y Rapetti (2005), el default no fue causa de la crisis sino al revés, el intento por seguir pagando fue lo que provocó la crisis. Con todo, se trató de un evento anómalo en una situación internacional que busca evitar esta situación a toda costa (Roos, 2019). La declaración, a pesar de su tono soberano, en realidad solo registraba la incapacidad circunstancial de pago, sin recuperar las demandas de investigación y/o repudio. De hecho, vale la pena resaltar que, a mediados de 2000, el juez federal Jorge Ballesteros había fallado sobre la causa iniciada por Alejandro Olmos 18 años antes, reconociendo el carácter ilegítimo e ilícito de la deuda, y derivando la investigación al Congreso nacional. Es importante señalar que esta determinación versaba sobre la deuda pública tomada por la dictadura, cuya renovación había operado a través de sucesivas reestructuraciones.

<sup>10</sup> Levy Yeyati y Valenzuela (2007) calculan una tasa de interés implícita de 17% en dólares. En ese momento, la tasa de referencia se encontraba entre 2% (LIBOR) y 5,5% (Fed).

<sup>11</sup> Frenkel y Avenburg (2009) señalan la importancia del informe Meltzer, publicado en 2000, para este cambio de actitud del FMI, pues implicaba el abandono de la función de prestamista de última instancia que el organismo cumplió durante los noventa para pasar a cumplir sólo la de auditor o coordinador. El propio FMI reconocería más tarde, aunque tibia y parcialmente, su responsabilidad en la crisis (“Informe sobre la Evaluación del Papel del FMI en Argentina, 1991-2001”, publicado por la Oficina de Evaluación Independiente de la entidad).

De modo que, en esencia, la deuda defaultada en diciembre de 2001 llevaba las marcas de sangre de la deuda odiosa de la dictadura (Olmos Gaona, 2011).

¿Qué razones impulsaron a los sucesivos gobiernos a renovar esta operatoria ilegal, semejante a la reventa de un vehículo robado? Resulta difícil de determinar. Es posible dejar planteada la misma pregunta respecto del uso del default como parte de una estrategia de negociación o la realización de auditorías<sup>12</sup>. Si bien son tratamientos diversos sobre el problema de la deuda, reúnen de conjunto la averción de los gobiernos por su uso. Al respecto, no pueden descartarse las convicciones ideológicas respecto de la relación de la deuda pública y con los acreedores, ni las connivencias. Sin embargo, existen más elementos a considerar. Por un lado, la amenaza del costo reputacional de discutir la deuda, y quedar por ello fuera del mercado de capitales. Este problema se expresaría en el alto costo de refinanciar la deuda. Sin embargo, un hecho llamativo es que por tratar de dar continuidad a los pagos, muchos países entran en problemas de pagos sistemáticamente, lo cual eleva el riesgo percibido de prestar, ofreciendo tasas de interés muy elevadas. En tal sentido, este costo es alto a pesar de no actuar interrumpiendo los pagos o discutiendo su legalidad. Esta situación es particularmente cierta para el derrotero argentino del último cuarto de siglo. El esfuerzo denodado de los gobiernos por mostrar credenciales de credibilidad ante los acreedores obliga no solo a pagos permanentes e inagotables, sino a una creciente influencia estructural de estos sobre las políticas económicas, diseñadas para atender sus demandas.

Por otro lado, específicamente respecto de la auditoría y la discusión sobre su legitimidad o legalidad, debe señalarse la inexistencia de un tribunal con atribuciones claras para resolver el problema<sup>13</sup>. Si bien existen propuestas que remiten a tribunales con competencia en materia de derechos humanos<sup>14</sup>, los acreedores –tanto privados como los OOI– han elu-

dido aceptar este ámbito y su jurisprudencia para resolver diferencias<sup>15</sup>. El creciente uso de instrumentos que reconocen la jurisdicción extranjera –centralmente Nueva York y Londres– pone en manos de esos tribunales la resolución de las disputas. En tal sentido, ha primado una interpretación que toma la deuda como un contrato entre partes, donde se erosiona la inmunidad soberana de jurisdicción. Incluso más, algunos acreedores han optado por iniciar demandas en tribunales vinculados a las diferencias entre Estados e inversores (Bohoslavsky, 2022).

En el plano social, diversas organizaciones sociales, incluyendo parte del movimiento piquetero y el sindicalismo, repudiaban la deuda. Dentro del bloque en el poder, el sector llamado “Grupo Productivo” –liderado por la Unión Industrial– reclamó durante el cenit de la protesta social por una cesación de pagos temporal y la renegociación<sup>16</sup>. De modo que se reunían en un mismo momento la demanda social, antecedentes jurídicos y la situación fáctica de imposibilidad de renovar. Es en ese contexto que se declaró la cesación de pagos del 56,6% de la deuda pública (81.800 mdd, sobre un total de 144.453 mdd). Esto incluía centralmente a acreedores privados no residentes, que habían quedado fuera del canje de noviembre de 2001.

### 3. Gestión neodesarrollista de la deuda

La declaración del default de la deuda pública liberó fondos fiscales y externos de manera inmediata, si bien no desprovista de conflictos<sup>17</sup>. Se trató de una medida puntual en un marco más amplio, implementado por los ministros de economía Jorge Remes Lenicov y Roberto Lavagna, ambos bajo la presidencia de Eduardo Duhalde (2002-2003)<sup>18</sup>. En el plano

<sup>12</sup> Ver Reinhart y Rogoff (2009) para un recorrido general de la historia y significación de los defaults, y Vidal-Folch y del Río (2015) para un análisis del caso argentino en comparación a su uso en Ecuador.

<sup>13</sup> El capítulo de Emilia Val en este libro explica esta situación. Kunibert Raffer, por su parte, analiza una propuesta alternativa en su capítulo.

<sup>14</sup> Ver al respecto el capítulo de Juan Pablo Bohoslavsky y Laura Clérico en este libro. Patricio Ferreira Lima y Marsh (2022) han propuesto llevar el caso de la Argentina ante la Corte Internacional de Justicia, idea que años antes ensayaron otros expertos del país como Alejandro Olmos Gaona o Alfredo Eric Calcagno.

<sup>15</sup> Sobre la tensión entre derechos patrimoniales y otros derechos humanos, ver Koskenniemi (2021).

<sup>16</sup> El documento presentado reclamaba “(...) reemplazar la convertibilidad por un tipo de cambio flotante y declarar la moratoria de la deuda externa pública y privada por un año fue presentado ayer en la sede de la Unión Industrial Argentina (UIA) por los anfitriones, la Cámara Argentina de la Construcción (CAC) y la Asociación de Bancos Públicos y Privados de la República Argentina (Abappra, que reúne a las entidades oficiales y del interior)” (Rebossio, 2001).

<sup>17</sup> El peso de los servicios de la deuda en el gasto público cayó a casi la mitad en 2002 respecto del valor del año previo, y a menos de la mitad en términos de PBI. Ver gráfico 2.

<sup>18</sup> Por revisiones más completas de las políticas económicas y los conflictos sociales de todo el período neodesarrollista, ver Cantamutto y Costantino (2022), Kulfas (2017), Manzanelli y Basualdo (2016), Puc-

externo, se devaluó la moneda –pasando a estabilizarse desde octubre de 2002 en torno a 3 pesos por dólar-, lo que indujo a un aumento de la inflación que licuó un 24% los salarios reales. Este cambio de paridad alimentó el saldo superavitario de la balanza comercial, ya positivo por la propia recesión precedente y el contexto de precios internacionales al alza. En el plano fiscal, la reintroducción de los derechos a las exportaciones primarias (retenciones) compuso el principal cambio, que permitió al Estado financiar las transferencias en materia de subsidios económicos para compensar a las empresas de servicios públicos, cuyas tarifas fueron congeladas. En ambos frentes la reducción de los servicios de la deuda significó un ahorro clave para lograr los “superávits gemelos”. Durante el mandato de Duhalde se masificó la política social con la creación del Plan Jefes y Jefas de Hogar Desocupados, y se pesificaron asimétricamente las deudas y ahorros en el sistema financiero local. La compensación del Estado al sistema financiero por esta medida implicó un aumento de la deuda pública por más de 8.000 mdd (Cobe, 2009). Durante 2002, el gobierno nacional absorbió a través de un canje 9.646 mdd de deudas provinciales<sup>19</sup>.

Este programa de conjunto mejoró la rentabilidad de la cúpula empresarial, en especial la industrial, que aplicó parte de esta rentabilidad a la inversión, además de desendeudarse y atesorar (Manzanelli, 2019). Esto reactivó la economía desde mediados de 2002 en adelante, a tasas elevadas hasta 2008, período en el cual el mercado de trabajo mejoró sus indicadores (bajó el desempleo, mejoraron los salarios reales). En este escenario de expansión con un frente externo auspicioso, el gobierno de Duhalde marcaría el camino por el que seguiría su sucesor, el presidente Néstor Kirchner (2003-2007): hacer a los acreedores “socios” del crecimiento. La devaluación incrementó significativamente el peso de la deuda denominada en dólares, por lo que la deuda total pasó de pesar el 53,7% respecto del PBI a significar el 166,7% (ver gráfico 3).

Ya en 2002 se habían iniciado las demandas legales en Nueva York. Para poder avanzar en una reestructuración de semejante escala, el gobierno buscaba tener el aval del FMI, pieza clave en la gestión de la deuda según ya explicamos. El año y medio

de su mandato se caracterizó por la incesante búsqueda de este acuerdo, con los respectivos intentos del gobierno por cumplir las condicionalidades del FMI, y la creación permanente de nuevas exigencias o excusas por parte del organismo. Es posible que el FMI quisiera aplicar a Argentina un castigo ejemplar por la declaración unilateral de cesación de pagos (Cibils et al., 2002)<sup>20</sup>. Las principales demandas del organismo en los primeros acercamientos eran: acordar políticamente con las provincias, derogar la ley de subversión económica, reformar la ley de quiebras (recientemente modificada a pedido de la Unión Industrial Argentina) y mantener una política fiscal y monetaria contractiva. La primera de estas demandas fue lograda por un acuerdo con los 11 gobernadores del PJ, que avalaba el resto de los pedidos del FMI en el acuerdo de “Los 14 puntos”. A pesar de que el gobierno cumplió con los puntos que el FMI demandaba, éste insistió con lograr un programa estable y creíble, y evitó llegar a un acuerdo hasta enero de 2003, en vísperas de la elección del siguiente presidente. La razón de este cambio de disposición del organismo está en el incumplimiento de Argentina en noviembre de 2002 respecto de un pago con el BM, alegando la falta de ayuda del FMI.

Esta situación funcionó como una amenaza creíble, pues si el FMI declaraba el *default* con los OOII, Argentina quedaba virtualmente fuera de la arquitectura financiera internacional, representando un antecedente peligroso para otros países fuera de todo el mercado financiero mundial (Bembi y Nemiña, 2005). Pero, además, la decisión dejaba a los OOII en una situación complicada, pues Argentina formaba parte de los 3 deudores más importantes, y sus pagos garantizaban un flujo de recursos importante. Finalmente, lo cierto es que durante este período los OOII (el FMI en particular) habían pasado de ser “prestamistas de última instancia” a ser “cobradores de primera instancia” (Damill, Frenkel, y Rapetti, 2005: 29). El acuerdo de 2003 tenía por principal objetivo garantizar la continuidad con el nuevo presidente. Kirchner sufrió las mismas presiones que Duhalde, y tras estar al límite de un incumplimiento por 3.000 mdd con el

ciarelli y Castellani (2017), y Schorr (2018).

<sup>19</sup> Ver al respecto el capítulo de Alejandro Manzo en este libro.

<sup>20</sup> “Durante mucho tiempo existió la percepción popular de que el FMI debe ayudar a la Argentina”, dijo Krueger en una entrevista, para quien “esa percepción popular fue tomada por las autoridades argentinas, quienes no son lo suficientemente realistas que deben ser, sobre la posibilidad de que les prestemos dinero, cuando no se ha hecho lo necesario” (“El Fondo insiste en sus condiciones”, La Nación, 21 de Abril de 2002).

propio organismo, logró en septiembre de 2003 un nuevo acuerdo Stand By, que mantenía las exigencias de ajuste previas. La principal preocupación, sin embargo, no era el desempeño macroeconómico – la economía crecía con superávits gemelos- sino la oferta de renegociación con los acreedores privados.

Justamente, el gobierno argentino había lanzado una primera oferta en el marco de la Asamblea Anual del Banco Mundial y el FMI en Dubai ese año. La propuesta fue lanzada para medir el “humor” de los acreedores y negociar después. Consistía en canjear 81.800 mdd en default con una emisión máxima en bonos por 21.750 mdd. Además de la importante quita, la novedad más importante era la oferta de un bono atado al crecimiento del PBI, con el argumento de asociar a los acreedores al crecimiento. La propuesta fue señalada como “inaceptable”, e incentivó la creación de numerosas organizaciones de acreedores (Val, 2019). El FMI enfatizaba la negociación de “buena fe” del deudor, que implicaba incluir el diálogo con las organizaciones de acreedores en caso de existir para la definición de la propuesta de reestructuración.

Nada llamativamente, el FMI no consideraba en este diálogo a otras partes afectadas, como las organizaciones representantes de la población argentina. Recordemos que para ese momento los salarios en promedio estaban 18% por debajo de su valor en 2001, la desocupación alcanzaba al 14,5% de la población económicamente activa y la pobreza afectaba a cerca del 47,8% de la población adulta. Estos simples indicadores dan cuenta de derechos vulnerados de manera masiva en el país, que requerían atención del Estado. Debe señalarse que al año siguiente el gobierno reactivó el Consejo del Salario Mínimo Vital y Móvil, así como las negociaciones colectivas de trabajo, lo cual ayudó a la distribución de los efectos de la recuperación. En noviembre de 2003, la CTA y diversas organizaciones sociales lanzaron una consulta popular, en la que se preguntaba por el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA), la deuda externa y la militarización como componentes de un mismo proyecto. El resultado final indicó que el 88% de los más de 2 millones de votos se expresó contra el pago de la deuda (Echaide, 2005). Estos datos se entregaron al presidente Kirchner en febrero de 2004, es decir, el entonces presidente tenía noción de la existencia de un fuerte apoyo al no pago de la deuda. En el frente empresarial, en cambio, había

común acuerdo sobre la necesidad de normalizar la situación con los acreedores, para retornar a los negocios.

Este diálogo sesgado avanzó hasta una nueva propuesta de canje en junio de 2004, lanzada en Buenos Aires. Allí se reconocía una parte mayor de la deuda: aunque había una quita de capital del 75%, se reconocían los intereses caídos y se sostenían los bonos por crecimiento. La intención era reducir la cantidad de jurisdicciones, de títulos (se emitían tres series, Par, Cuasi-Par y Discount) y de monedas<sup>21</sup>. Se incentivó a una mayor proporción de deuda en pesos bajo jurisdicción nacional, lo cual sería una marca de la gestión de deuda del neodesarrollismo.

Si bien la quita era significativa, debe considerarse que, cuando se lanzó la oferta, los títulos cotizaban en el mercado al 22% del valor nominal. Con esto, incluso la quita referida implicaba una ganancia de capital para quienes poseían los bonos o los adquirirían en ese contexto. Sobre el respecto, vale señalar que existen debates en torno al valor de la quita. Müller (2013) calcula la quita entre un 21% y 36%, mientras que Cafiero y Llorens (2004) la calcularon, a valor de mercado, en torno al 28%. Los bonos atados al crecimiento del PBI, en el marco de altas tasas de crecimiento, fueron un relevante aditivo. De hecho, como se puede ver en el gráfico 3, estos títulos incorporaron una brecha entre la deuda y las obligaciones totales generadas, que en 2005 implicó una diferencia del 18% (que irá reduciéndose paulatinamente hasta un 3% en el dato más reciente de la serie). Si consideramos estas obligaciones derivadas del canje, la reducción de la deuda en 2005 respecto de 2004 –utilizando datos oficiales- indica un valor del 4,8%. Desde 2005 y hasta 2011, la Argentina pagó casi 10.000 mdd adicionales por estos bonos (Guzmán, 2018).

La reducción de las tasas de referencia de los EUA y la reducción del riesgo percibido en la periferia ayudaron a mejorar el valor financiero de la propuesta. Antes que terminara 2004, el gobierno había conseguido el respaldo de las AFJP, que poseían el 20% de los bonos, lo cual daba un piso de aceptación. El ministro de economía Lavagna lanzó formalmente la propuesta en enero de 2005, señalando que era

<sup>21</sup> Por las características técnicas de las propuestas, ver Damill, Frenkel y Rapetti (2005) y Müller (2013).

hora “que hablen los mercados”. En ese momento, los acreedores tenían títulos en cesación de pagos desde hacía 3 años, por lo que la normalización de los pagos se imponía como una urgencia. Como elemento final, se aprobó en febrero la ley 26.017 (ley “cerrojo”), que impedía la reapertura del canje: quienes no entraran en esta oferta, se quedarían con papeles sin valor. En marzo de ese año se cerró la reestructuración con un 76,15% de aceptación. La vida promedio de la deuda pasó de 7,8 años a 12,3 años.

Con esto el gobierno dio por normalizada la situación de la deuda. El FMI, en cambio, mantuvo sus reparos. Los bonos canjeados, todos emitidos antes del colapso de 2001, no tenían Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) que limitaran el comportamiento obstruccionista de los acreedores (estas herramientas comenzaron a incorporarse a partir de 2003)<sup>22</sup>. Ante la ausencia de un mecanismo coordinado de reestructuración, no había manera de definir de manera terminante las diferencias. Este sería el inicio de un largo periplo de conflictos con acreedores especializados en comprar bonos a bajo precio y litigar –y hostigar- para obtener rendimientos plenos: los fondos buitres<sup>23</sup>.

Las exigencias del FMI en torno al uso del superávit fiscal y por nuevas propuestas para atender a los *holdouts* (acreedores fuera del canje) tensaron la relación con el gobierno argentino. Mientras tanto, el gobierno norteamericano estaba centrado en un eje diferente, en torno a la conformación del ALCA, que se esperaba tuviera un momento definitorio en la IV Cumbre de las Américas a realizarse en Mar del Plata en noviembre de 2005. Ese espacio fue clave para lo que siguió, pues allí convergieron diferentes proyectos regionales del “giro a la izquierda”. Allí la Argentina y Brasil presionaban por mayores concesiones de parte del gobierno norteamericano, mientras que Venezuela y Cuba denunciaban todo el proyecto y lanzaban sus propias alternativas. La presión social, organizada en la Contracumbre (III Cumbre de los Pueblos), demandaba un giro más radical<sup>24</sup>.

En este marco fue que se cayó el proyecto del ALCA, e impulsó la estrategia coordinada a nivel regional –con antecedentes en el relanzamiento del MERCOSUR en 2003-. Un emergente clave post-Cumbre fue la acción coordinada de Argentina y Brasil para el pago adelantado de sus deudas con el FMI (9.810 mdd y 15.500 mdd respectivamente)<sup>25</sup>. Venezuela se comprometió a prestar a la Argentina los fondos que fueran necesarios para sostener la decisión. La misma se ejecutó en enero de 2006 mediante el decreto 1.599/05, que establecía la libre disponibilidad de las reservas por encima de las necesarias para garantizar el 100% de la base monetaria. Apareció aquí la idea de “desendeudamiento” como política de gestión de la deuda.

El gobierno argentino buscaba con esto limitar la injerencia del FMI en la definición de políticas económicas. La expectativa era poder retornar a los mercados internacionales de capitales, tal como lo expresaba la imagen de Kirchner abriendo las sesiones de Wall Street en septiembre de 2006. Sin embargo, estaba lejos de lograr resolver el problema de la deuda. El siguiente frente a resolver fue la negociación con los acreedores oficiales del Club de París, en una negociación que se dilató hasta 2014, por diferencias en torno a los montos en cuestión, los créditos incluidos –se buscó negociar por separado con España, algo que contradice las reglas del Club- y el organismo que auditaría las cuentas argentinas. Ocurre que a partir de 2007 la intervención del organismo de estadísticas implicó un cambio en la metodología de estimación de los índices de precios, lo cual tuvo impacto, entre otras variables, en el rendimiento de algunos bonos atados a la inflación (ver Lo Vuolo y Seppi, 2008).

Resulta por demás relevante marcar que estos años de la etapa neodesarrollista estuvieron marcados por la abundancia relativa de divisas, gracias al amplio saldo comercial de los bienes. Esta abundancia relativa permitió que el Estado afrontara diversos pagos de deuda sin afectar las necesidades vinculadas al funcionamiento de la economía. Pero este escena-

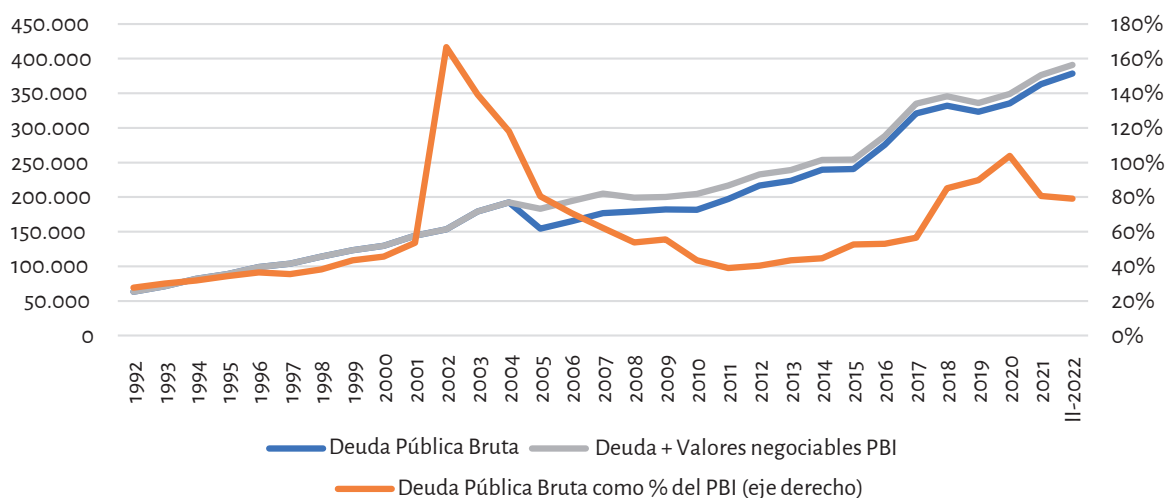
<sup>22</sup> Sobre las CAC, ver el capítulo de Emilia Val en este libro.

<sup>23</sup> Respecto de esta disputa y sus consecuencias, ver Guzmán (2018), y Nemiña y Val (2018).

<sup>24</sup> El quinto punto de la Declaración de la III Cumbre de los Pueblos afirmaba: “Hay que anular toda la deuda externa ilegítima, injusta e impagable del Sur, de manera inmediata y sin condiciones. Nos asumimos como acreedores para cobrar la deuda social, ecológica e histórica con nuestros pueblos”.

<sup>25</sup> Rusia había pagado por adelantado en 2004, y en años subsiguientes otros países de la región saldarían el total de sus deudas: Uruguay en 2006 y Ecuador y Venezuela en 2007. Esto produjo un fuerte impacto en el FMI, que perdió fuente de financiamiento ligada a los intereses de los acuerdos. El organismo estaba sumido en una crisis sobre su rol, que terminó de redefinir mediante su intervención en la crisis de 2008. Ver al respecto el capítulo de Lucas Castiglioni en este libro.

**Gráfico 3.** Deuda pública Bruta y Valores negociables vinculados al PBI en mdd, y deuda como porcentaje del PBI (1992 a II-2022)



**Fuente:** elaboración propia con datos del Ministerio de Economía y Banco Mundial

rio no se sostuvo en el tiempo. La holgura externa promovió una propuesta de salida de la situación de deuda sin grandes cambios en material regulatoria. Cuando la holgura se erosionó, comenzaron -tarde- las iniciativas para contener las salidas.

Justamente, en 2008 se produjo un parteaguas por dos eventos diferentes. En el plano internacional, el estallido de las crisis de las *subprime*, cuyo canal financiero no afectó tanto a la Argentina, básicamente porque no había accedido a créditos previos. La crisis, no obstante, afectó a la demanda de las exportaciones argentinas, lo cual generó un canal de transmisión por esa vía, que se notaría en 2009. Con todo, en el marco de la reacción de *flight to quality* de los capitales, por la mayor aversión al riesgo, existió una apuesta a los mercados futuros de diversos *commodities*, que elevó el precio de algunos bienes exportados. Esto mejoró relativamente la situación de la balanza comercial hasta 2011. A pesar de ello, vale resaltar que su saldo se veía erosionado por el aumento de las importaciones, especialmente en materia energética. Con todo, no fue la balanza comercial la que erosionó las reservas internacionales, sino las persistentes salidas registradas en el ingreso primario de la cuenta corriente (pago de intereses y remisión de utilidades y dividendos), así como los pagos de principal de deuda y la fuga de capitales (Wainer, 2021).

En el frente interno, en 2008 el gobierno enfrentó el momento de quiebre ante el conflicto con la Mesa

de Enlace, que reunía a las 4 principales asociaciones empresarias del agro. El detonante fue el intento por aplicar un esquema de tasas móviles a las exportaciones primarias. La Mesa de Enlace surgió como confluencia ante esta medida, y logró convocar a otros sectores de la sociedad. Este proceso sería el inicio de la constitución política de un polo antagónico, que produjo una lenta migración de sectores del bloque en el poder, y finalmente la constitución de la oposición partidaria en el frente Cambiemos en 2015 (Cantamutto y López, 2019). El gobierno reaccionó reforzando su sesgo nacional-popular como anverso de su contrincante, lo cual tuvo efectos más allá de lo discursivo: a partir de este quiebre, aparecieron varias de las políticas públicas que luego formarían parte las reivindicaciones centrales de la identidad política kirchnerista<sup>26</sup>. Entre ellas, se destaca la estatización del sistema previsional (las AFJP) en noviembre de 2008, que significaría un gran salto en términos del flujo de fondos disponible (por ejemplo, de allí se financió desde 2009 la Asignación Universal por Hijo/a). El gobierno nacional aprovecharía esta fuente de recursos interna al Estado para colocar deuda, una tendencia que se sostuvo en los siguientes años (Datz, 2012).

Ese año, tres grandes bancos internacionales (Barclays, Citigroup y Deutsche Bank) le acercan a la presidenta Cristina Fernández de Kirchner (2007-2015) una propuesta para reabrir el canje de 2005. Los ban-

<sup>26</sup> Las leyes de corte progresista en materia de derechos reproductivos, de identidad de género o de medios, fueron aprobadas en este marco.



cos aceptaban las condiciones originales del canje, pero buscaban cobrar los intereses como si hubieran reestructurado en aquel año. La presidenta anunció este nuevo canje en septiembre de 2008, aunque tardaría un tiempo más en efectivizarse. En 2009 se creó el Fondo del Bicentenario para el Desendeudamiento y la Estabilidad (decreto 2.010/09) para garantizar los pagos de deuda, pero no fue sino hasta 2010 que se logró lanzar la reapertura (decreto 463/10), mediante la suspensión del artículo 2 de la ley “cerrojo”. El gobierno desarrolló una intensa gira internacional para lograr adhesiones, y finalmente logró que 12.210 mdd sobre 18.300 mdd elegibles ingresaran al canje, normalizando así el 92,4% de la deuda que entró en default en 2001. Esta suspensión se volvió a aplicar en septiembre de 2013 y luego en septiembre de 2015, en aras de resolver la situación de los *holdouts*. En el mismo brío puede considerarse la ley N° 26.739 de reforma de la carta orgánica del BCRA de marzo de 2012, que permitió alinear los objetivos de la institución a la política de pagos del Poder Ejecutivo<sup>27</sup>.

El acceso al mercado de capitales de la Argentina enfrentaba sin embargo un escollo difícil de resolver, a saber, el hostigamiento abierto de los fondos buitres. Coincidiendo con la reelección de la presidenta Fernández, en diciembre de 2011 estos fondos obtuvieron una victoria clave en la demanda iniciada por NML Capital en el tribunal neoyorkino a cargo del juez Thomas Griesa, que determinó que la Argentina incumplía con la cláusula *pari passu*. Esta cláusula estándar indica el tratamiento equitativo entre acreedores. La llamativa interpretación de Griesa era que los *holdouts* estaban siendo discriminados en el trato por no recibir pagos mientras quienes entraron al canje sí lo hacían, lo cual era bastante evidente considerando que no aceptaron los términos de la reestructuración. Esta estrategia de litigio se intensificó de manera marcada entre 2002-2007 a nivel global (Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2018), siendo la Argentina uno de los países afectados. Los propios acreedores encontraban problemática esta interpretación, puesto que añadía un fuerte sesgo contrario a la resolución de las situaciones de impago. De hecho, la Asociación Internacional de Mercado de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés), que reúne a grandes operadores, realizaría sucesivas revisiones de las CAC

para bloquear este tipo de comportamiento, llegando a su cuarta revisión en 2014 (Buchheit y Gulati, 2020; Stiglitz y Guzmán, 2016).

Con todo, los fondos buitres comenzaron a acumular victorias parciales. En 2012 fueron capaces de incautar por unas semanas la Fragata Libertad en Ghana. En 2013, los fondos NML Capital Ltd y Aurelius Capital Management (que reunían 1.330 mdd en títulos sin canjear) ganaron el aval de la Cámara de Apelaciones respecto del fallo de Griesa, considerando que los fondos buitres eran acreedores en igualdad de condiciones al resto (a pesar de haber comprado los bonos después del default) y a Argentina como desigual ante la ley por ser un “deudor serial”. Por este motivo es que en 2013 se produjo la segunda reapertura del canje 2005<sup>28</sup>. La presidenta Cristina Fernández señalaba la irracionalidad de la situación, afirmando que la Argentina bajo los gobiernos desarrollistas era una “pagadora serial” de deudas. En octubre de ese año la Corte Suprema de EUA rechazó el pedido de Argentina para rever la decisión. En 2014 lograron directamente bloquear el pago a los acreedores con bonos reestructurados, lo cual ponía a la Argentina en potencial default selectivo. Para el gobierno, se volvió uno de los conflictos políticos centrales, que sintetizó bajo la consigna “Patria o buitres”.

En septiembre de 2014, se aprueba la ley de Pago Soberano (N° 26.984), que habilitaba a los bonistas regulares a cambiar su jurisdicción de cobro a la Argentina y el agente fiduciario al Banco Nación. Asimismo, y contradictoriamente, la misma ley que declaraba de interés público el pago de la deuda, incorporó la creación de una comisión bicameral de investigación, constituida recién en abril de 2015. Al mismo tiempo, en el plano internacional, la Argentina cosechó el apoyo del G77 + China, la UNASUR y la CELAC, e incluso de otros fondos de inversión (como los liderados por George Soros y Nicola Stock) y gobiernos europeos. Esta clase de demandas creaba un antecedente jurídico peligroso para la viabilidad de cualquier futura reestructuración de deuda. Por

<sup>27</sup> Esta reforma, lejos de ser una anomalía local, siguió las recomendaciones y compromisos en el marco del G20 y de “Basilea III” del Banco de Pagos Internacionales.

<sup>28</sup> Hasta 2015 estaba vigente la cláusula Rights Upon Future Offers (RUFO), que señalaba que todos los acreedores que habían ingresado al canje de 2005 tenían derecho a acceder a cualquier nueva oferta que se hiciera por los títulos originales. Este era el motivo por el cual el gobierno argentino se sostenía en la misma oferta, pues si se hubiera hecho algún tipo de oferta mejor a la original, hubiera provocado una fuerte presión por renovar los títulos, forzando al país a una situación de default generalizada.

ello, cuando ese mismo mes, la Argentina propuso definir un marco regulatorio para las reestructuraciones de deuda soberana en la Asamblea General de la Organización de Naciones Unidas, contó con un amplio aval (124 votos a favor, 11 en contra y 41 abstenciones). El trabajo de esta comisión logró la aprobación, mediante la Resolución 69/319, de los “Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana”<sup>29</sup>. En noviembre de ese año estos principios fueron declarados de orden público mediante la ley N° 27.207.

De conjunto, tratando de sintetizar lo actuado, los diversos gobiernos neodesarrollistas hicieron un esfuerzo por mejorar la sostenibilidad de la deuda, buscando resolver controversias mediante alternativas de pago; tal es el sentido del lineamiento estratégico del “desendeudamiento”. La deuda total creció un 66,9% si comparamos 2015 con 2001, al alcanzar los 240.665 mdd. En términos relativos, en 2015 representaba 52,6% del PBI (ver gráfico 3), se encontraba a niveles similares a 2001, tras haber alcanzado su mínimo en 2011 (38,9%). En gran medida, esta relación sigue el menor dinamismo de crecimiento económico desde 2011, momento a partir del cual la balanza de pagos comenzó a generar problemas para la Argentina (Wainer, 2021)<sup>30</sup>.

La deuda en manos de residentes pasó del 39% al 54%. La deuda denominada en moneda extranjera cayó del 96,9% en 2001 al 66,9% del total en 2015, lo cual permitió que cayera como proporción de las reservas internacionales del 706,4% al 582,4% en el mismo lapso, y de representar el 448,5% de las exportaciones al 212,6%. Todos estos indicadores favorecen una gestión más sustentable en términos de los requerimientos de divisas. La vida promedio fue reduciéndose tras el canje de 2005, alcanzando los 7,8 años en 2015, por algo por debajo de 2001 (8,3 años). Los servicios de la deuda (ver gráfico 2) se encontraban en valores bajos, del 1,8% del PBI o 7,1% del gasto público total, tras alcanzar un mínimo en 2013.

Después del canje de 2005, la Argentina utilizó de manera creciente la emisión de títulos públicos,

convirtiéndose en el principal instrumento de financiación. La misma pasó de pesar el 57,6% de la deuda total en 2001 al mínimo de 48,0% en 2004, creciendo de manera sostenida hasta el 66,5% en 2015. En cambio, el peso de los OOI disminuyó de forma continua, pasando del 22,4% al 8,2% del total. De hecho, como se ve en la tabla 1, durante todo el período el país se desendeudó con los OOI, a un ritmo anual levemente superior al acceso que tuvo en la década previa. Si bien desde el punto de vista del costo financiero esta decisión carece de sentido (pues se pagan tasas de interés muy inferiores a las de mercado), la lógica subyacente fue quitar el peso de las condicionalidades asociadas a esta fuente.

Los sucesivos canjes recibieron el apoyo consolidado del bloque en el poder. Entre las organizaciones populares, las demandas originales eran diferentes, más centradas en el repudio de la deuda o su investigación. Sin embargo, de la mano de la dinámica política, muchas organizaciones abandonaron estas críticas, centrándose en la defensa del gobierno. En tanto, a través de las reestructuraciones, se renovaron títulos y créditos de períodos previos, cuestionados en su legitimidad—e incluso su legalidad (ver Lozano, 2019)—bajo la perspectiva de que era posible aprovechar la liquidez asociada a la bonanza externa para contener el problema de la deuda. No obstante, esta salida mostró tener limitaciones.

#### 4. La deuda en el centro del neoliberalismo tardío

El frente Cambiemos, que llevó a la presidencia a Mauricio Macri (2015-2019), representó el programa unificado del bloque en el poder, surgido de la convergencia iniciada en 2008<sup>31</sup>. El proyecto involucraba un severo proceso de ajuste social, que enfrentó una significativa resistencia, que obligó al gobierno a adoptar un camino “gradual” (que no modificaba el rumbo, sino la velocidad). En la primera semana de gobierno, se unificaron los tipos de cambio con un salto devaluatorio, que, junto al aumento dispuesto de tarifas de servicios públicos, aceleró la inflación. La nueva dinámica inflacionaria rezagó los salarios reales, que desde entonces no recuperarían su valor: cerrarían 2019 en un valor promedio 15% por debajo

<sup>29</sup> Por una comparación entre estos principios y las propuestas del FMI, ver Manzo (2017).

<sup>30</sup> Las tensiones en la balanza de pagos generaron una serie de medidas que buscaron contener el problema, incluyendo las restricciones a la remisión de utilidades y dividendos, controles a las importaciones y limitaciones a la adquisición de moneda extranjera.

<sup>31</sup> Por caracterizaciones del programa económico y la conflictividad social en el gobierno de Cambiemos, ver Belloni y Cantamutto (2019), Bona (2019), Piva (2017) y Susani (2019).

de 2015. El gobierno redujo significativamente las retenciones a los productos primarios, lo cual quitó una significativa fuente de recursos fiscales.

En el plano de la deuda, debe destacarse que en el primer mes de gobierno se reemplazaron letras en manos del Banco Central por bonos en moneda extranjera vendidos a diversos bancos, por un total de 5.000 mdd. Este sería el rumbo de las operaciones de endeudamiento: el reemplazo de deuda en pesos bajo jurisdicción local y con el propio Estado por deuda en moneda y jurisdicción extranjera con acreedores privados. En marzo de 2016, el Congreso aprobó la ley N° 27.249 de Cancelación de Deuda en Cesación de Pago, por la cual se habilitó al pago a los fondos buitres y emisión para fortalecer las reservas, por un total de 16.500 mdd. En este arreglo, se reconocieron incluso deudas sin comprobantes, permitiendo a los fondos buitres obtener grandes ganancias.

Este fue el primer paso, con habilitación del Congreso, para destrabar la nueva dinámica de la deuda. La deuda permitiría compensar la falta de recursos tributarios, sostener cierto equilibrio en la balanza de pagos durante el proceso de apertura y liberalización externa, y al mismo tiempo generar obligaciones que condicionaran posibles futuros gobiernos. La Argentina emitió deuda pública de manera masiva. La deuda pública creció un 33% en solo dos años, llegando a 320.935 mdd en 2017, lo cual representó una suba de casi 4 puntos porcentuales en términos del peso en el PBI<sup>32</sup>. Por supuesto, este veloz incremento de la deuda implicó un aumento en el peso de los pagos de intereses (ver gráfico 2), que pasaron a representar el 3,0% del PBI o el 11,9% del gasto público. De este modo, el ahorro en materia de transferencias a subsidios económicos era compensado por el mayor peso de los intereses, lo cual presionaba las cuentas fiscales. Si bien se acumularon reservas en este período, su fuente era la propia deuda, atraída por las altas condiciones de rentabilidad y apertura externa. Esto probaría ser un frente central de exposición a los shocks externos.

En octubre de 2017, tras salir victorioso en las elecciones legislativas, el gobierno señaló pasar a una fase de “reformismo permanente”, que involucraba cambios en las leyes previsionales, tributarias y laborales. Esto incentivó la resistencia social, al punto que la última de estas leyes no alcanzó a ser tratada en el Congreso, mientras que las dos primeras fueron aprobadas con fuertes protestas en las calles. Merced de la inflación persistente, se produjeron ese mes tensiones entre el Banco Central y el Ministerio de Finanzas. Este sería un punto de inflexión para que el gobierno pudiera avanzar en su programa. En abril de 2018, ante el anuncio de revisión de la política de tasas de interés bajas del Tesoro estadounidense (que llevaba una década en niveles casi nulos en términos reales), se desató una nueva salida masiva de capitales desde la periferia hacia los países centrales. Esta situación general golpeó fuertemente a la Argentina, que no tenía mecanismos para contener la salida, salvo insistir en la suba de las tasas de interés. Se inició así una corrida cambiaria, por fondos que liquidaban sus tenencias en instrumentos en pesos, y se retiraban del país comprando dólares. La velocidad con la que ocurrió, generó una secuencia de devaluaciones, que incrementaron la inflación —que duplicó sus valores respecto del año previo—. Con la memoria aun fresca del 2001, incluso ahorristas poco sofisticados buscaron asegurar sus tenencias, dando lugar a una corrida financiera.

Es en este contexto que en junio de 2018 se cierra un acuerdo Stand By con el FMI, a quince años del último acuerdo firmado. El mismo fue pautado por 50.000 mdd, ampliado a 57.100 millones en la revisión de octubre. Entre ambos momentos, a pesar de que los resultados contravenían el art. VI del Estatuto del FMI, el organismo amplió y adelantó los desembolsos, en lugar de suspenderlos. Se trataba de una cifra inédita en la historia del organismo, que volcó en un solo país la mitad de sus recursos prestables, excediendo (un 1.100%) los montos asignados según la cuota aportada. Según expresó el comunicado oficial, se ponían a disposición fondos para que el gobierno lidiara con la crisis, devolviendo la confianza inversora en el país. No obstante, resulta por demás significativo marcar que se arribó al acuerdo en tiempo récord, sin seguir los procedimientos establecidos por la legislación argentina correspondiente. Tal como lo pone Juan B. Justo (2021: 596),

<sup>32</sup> Esto incluyó la emisión en 2017 de un bono a 100 años, que fue masivamente comprado por Noctua Asset Management LLC, un fondo de inversión radicado en una guarida fiscal, vinculado al entonces ministro de finanzas Luis Caputo. Por este motivo se inició una investigación judicial.

De acuerdo a lo que surge de constancias judiciales y administrativas, la decisión de contraer el préstamo fue adoptada por los precitados funcionarios argentinos: a) sin ley previa especial habilitante; b) sin autorización del Jefe de Gabinete de Ministros para el inicio de las tratativas; c) sin acto administrativo autorizador emanado del Poder Ejecutivo Nacional para la conclusión del acuerdo; d) sin intervención de la Procuración del Tesoro de la Nación; e) sin dictamen jurídico previo; f) sin dictamen técnico previo; g) sin expediente administrativo. Como era de esperarse, esas omisiones determinaron que la operatoria presentara severas falencias en materia de competencia y procedimientos de formación de la voluntad estatal<sup>33</sup>.

De modo que el acuerdo se encuentra viciado en su procedimiento normativo. El referido autor pone en cuestión la compatibilidad de la decisión del Estado argentino con la Convención Americana sobre Derechos Humanos (Justo, 2021). La falta de respeto por los procedimientos básicos del Estado de derecho por parte de las autoridades argentinas del momento no puede ser ignorada por el FMI, a riesgo de ser co-responsables del vicio de origen (cf. Bohoslavsky, 2020). Más allá de la normativa local, el préstamo financió la continuidad de la corrida cambiaria, lo que contraviene expresamente el artículo VI del Convenio Constitutivo del FMI<sup>34</sup>. Al cabo de los meses que transcurrieron hasta la suspensión de los desembolsos en octubre de 2019, la salida de capitales fue equivalente a 45.100 mdd, cifra equivalente a los 44.500 mdd girados por el organismo (BCRA, 2020). Las sucesivas revisiones del FMI habilitaron nuevos desembolsos, a pesar de la evidencia disponible en cuanto a la continuidad de la salida de capitales<sup>35</sup>.

La magnitud de esta deuda no fue suficiente para contener la situación. El dólar pasó de cotizar \$25 a inicios de junio de 2018 a valer \$60 al finalizar el mandato de Cambiemos en diciembre de 2019, lo cual incrementó el peso relativo de la deuda en dólares. Asimismo, elevó la inflación a valores sin parangón desde 1992. Entre junio de 2018 y diciembre de 2019, el índice general de precios subió 94%. Esto impactó sobre los ingresos de la población: entre 2018 y 2019, la pobreza pasó de afectar al 27,3% de las personas al 35,5%, y la indigencia del 4,9% al 8%. De conjunto, la deuda durante este gobierno creció hasta los 323.065 mdd en 2019, aumentando la proporción en moneda extranjera hasta el 77,7% del total (una suba de 11 puntos), representando un 556,1% de las reservas o un 311,4% de las exportaciones. Los OOI apostaron por este gobierno con una significativa cantidad de recursos, fuertemente sesgado por el préstamo del FMI (ver tabla 1).

Los pagos de intereses se elevaron con velocidad similar a previas crisis de deuda (ver gráfico 2), alcanzando a representar el 4,3% del PBI o el 18,0% del gasto público total. De hecho, a pesar del acuerdo con el FMI, la Argentina no logró renovar la confianza del mercado de capitales, debiendo prometer tasas de interés insostenibles y a plazos cada vez menores (la vida media quedó en 6,9 años en 2019). Cambiemos finalizó el mandato presidencial con un país en crisis, al punto de alcanzar a cesar los pagos de la deuda contraída en su propio gobierno. Tras perder en las elecciones primarias abiertas y obligatorias en agosto de 2019, la dinámica de crisis financiera y cambiaria se aceleró, lo que obligó a un cambio de ministro de economía (dimitió Nicolás Dujovne, tomó el cargo Hernán Lacunza), la reintroducción de controles de cambios y el “reperfilamiento” de deuda, esto es, la dilación expresa de los compromisos de pago. Con ello, el país ingresaba en default selectivo para las agencias calificadoras de riesgo. Según cálculos del OCEPP, tras este reperfilamiento, el Estado argentino enfrentaba vencimientos de capital e intereses de deuda entre 2020 y 2023 por 113.603 mdd en moneda extranjera y 25.468 millones más en moneda nacional, esto sin contar los vencimientos intra-Estado (OCEPP, 2019).

<sup>33</sup> El referido autor pone en cuestión que la compatibilidad de la decisión del Estado argentino con la Convención Americana sobre Derechos Humanos. Ver también CEPA (2021), y los puntos 11 y 17 de la Carta del Bloque de Senadores del Frente de Todos, de noviembre de 2020, disponible en <https://radiografica.org.ar/2020/11/16/la-carta-completa-de-la-camara-de-senadores-al-fmi/>

<sup>34</sup> El Artículo VI Transferencias de capital; Sección 1. Uso de los recursos generales del Fondo para transferencias de capital; Inciso a) “Salvo en el caso previsto en la Sección 2 de este Artículo, 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”.

<sup>35</sup> La Argentina incumplía al menos 3 de los 4 criterios para un tratamiento excepcional que habilitara a superar la cuota asignada (CEPA, 2021). Estos son la probabilidad de retorno al mercado de capitales, de repago y de éxito en términos técnicos, económicos y políticos. Ver Brenta (2019) y Mercatante (2019).

## 5. La sostenibilidad imposible

En diciembre de 2019 asumió la presidencia Alberto Fernández por el Frente de Todos, en una situación de crisis generalizada con un severo problema de sostenibilidad de la deuda. Apenas asumido, el nuevo gobierno buscó atender a este problema como central, y de hecho consiguió en febrero de 2020 el apoyo público de Alemania, China, España, Estados Unidos, Francia, Italia y Japón, entre otros. Se trata de los países que integran el Club de París, cuya deuda había sido reestructurada en 2014 pero que Cambiemos dejó de pagar. Son, al mismo tiempo, los principales accionistas del FMI. De hecho, poco después, el organismo —que hasta agosto de 2019 había avalado la deuda— afirmó que la deuda argentina no era sostenible, que era necesaria una reestructuración, y que los acreedores deberían “hacer una contribución apreciable” en ella<sup>36</sup>. Al apoyo del FMI se añadieron otros, como el de Naciones Unidas o el del Papa Francisco, además de una multitud de economistas e intelectuales de prestigio internacional. Ese mismo mes se aprobó —con el voto de todo el arco político a excepción de la izquierda trotskista— la ley N° 27.544 de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública, que ordenaba la reestructuración de la deuda. La tarea se orientó a la deuda con acreedores privados en el extranjero.

En marzo de 2020 se determinó la pandemia global de COVID-19, lo cual llevaría al mundo a la crisis más generalizada y profunda en un siglo. El G20, el Banco Mundial y el FMI llamaron rápidamente la atención sobre una potencial crisis de deudas, lo cual los llevó a proponer un Marco Común de negociación y la Iniciativa de Suspensión de los Servicios de la Deuda (Cantamutto y Castiglioni, 2021). Respecto del Marco Común, el mismo se restringió a los acreedores oficiales vinculados al Club de París: nunca logró involucrar a grandes acreedores oficiales —como China— ni a los acreedores privados. De hecho, muchos países que estaban en condiciones de participar de la Iniciativa, buscaron evitar hacerlo, pues su sola referencia era

una señal sobre las dificultades de pago, que automáticamente empeoraba la calificación de riesgo, quitando acceso al mercado privado de capitales. La Argentina no pudo aprovechar ninguna de estas iniciativas, ni tampoco calificó para las líneas de emergencia creadas por el FMI para países más pobres. La pandemia, con su situación absolutamente anómala y de emergencia, no alteró los planes en materia de renegociación de la deuda<sup>37</sup>.

El gobierno argentino lanzó su primera oferta a los acreedores privados bajo legislación extranjera el 16 de abril (Cantamutto y Félix, 2021). Se proponía allí el canje de 21 bonos por 10 nuevos bonos, por un total cercano a los 66.700 mdd. Dos terceras partes de este monto, en 17 títulos, fueron emitidos durante el gobierno de Cambiemos, mientras que el resto provenían de los canjes realizados por el kirchnerismo. A diferencia de la situación en 2005, las tenencias parecían estar menos atomizadas, mostrando importantes cantidades en manos de unos pocos fondos (destacaban Blackrock, Fidelity, Gramercy, Greylock, Pimco, y Templeton). Esto permitía una negociación más fluida con interlocutores mejor definidos. Además, a diferencia de lo ocurrido en aquel momento, los nuevos bonos incluían CACs. Esto limitaba el poder de bloqueo de fondos buitre, al tiempo que consolidaba el poder de negociación de los tenedores mayoritarios. De hecho, por ambos elementos, se produjo una rápida convergencia entre fondos acreedores, que se organizaron en torno a tres grupos: Grupo Ad Hoc de Bonistas Argentinos, el Comité de Acreedores de Argentina y el Grupo de Bonistas del Canje (Fernández Alonso, 2020)<sup>38</sup>.

La propuesta inicial presentada el 17 de abril buscaba extender los plazos de maduración, con 3 años de gracia y una baja carga de pagos hasta 2026. La quita de capital promediaba el 5,4%, aunque en algunos bonos era nula (Pary Discount, correspondientes a los canjes de 2005 y 2010), y la quita de intereses se ubicaba en torno del 62%. Considerando todos los conceptos, la quita total estaba lejos de ser considerada agresiva, incluso en el propio mercado financiero: una vez publicada la oferta, impulsó una suba de la coti-

<sup>36</sup> “(...) la deuda de Argentina no es sostenible (...) el superávit primario que se necesitaría para reducir la deuda pública y las necesidades de financiamiento bruto a niveles consistentes con un riesgo de refinanciamiento manejable y un crecimiento del producto potencial satisfactorio no es económicamente ni políticamente factible”, se señala en FMI, “Declaración del equipo técnico del FMI sobre Argentina”, Comunicado de prensa N° 20/57, Washington, Fondo Monetario Internacional, 2020. El organismo proponía que los acreedores privados aceptaran pérdidas en torno a los 50.000-85.000 mdd.

<sup>37</sup> Respecto de los impactos con perspectiva de género de la deuda en pandemia, ver el capítulo de Juan Pablo Bohoslavsky, Francisco Cantamutto, Agustina Costantino y Mariana Rulli en este libro.

<sup>38</sup> Al respecto de los fondos acreedores, ver el capítulo de Ayelén Álvarez en este libro.

zación de los bonos en default. A pesar de ello, recibió el rechazo casi unánime de los acreedores, iniciando un período de ofertas y contraofertas que continuaría hasta agosto, cuando se llegó a un acuerdo.

Detrás de ese rechazo, confluyeron diversas aristas. Primero, el registro del último arreglo con acreedores en 2016, y la conocida intención del nuevo gobierno de no repetir tal odisea. Segundo, la urgencia del país en poder reabrir los mercados de crédito en el contexto de severa crisis económica local que se conjugó con el estallido de otra crisis a nivel global, asociada a la pandemia del coronavirus COVID-19. Los pagos de deuda eran incompatibles con la macroeconomía nacional y con las necesidades fiscales para atender la “doble” crisis. Tercero, los acreedores de Argentina incluían grandes actores de las finanzas globales, que tenían otorgados créditos a terceros países en condiciones semejantes. La negociación con Argentina fungía como potencial ejemplo del rumbo a seguir ante el inminente riesgo de defaults generalizados. Cualquier trato aceptado sería un antecedente a las negociaciones por venir. Cuarto, a pesar de la existencia de límites al comportamiento de fondos buitre, los principales acreedores alcanzaban capacidad de veto en series particulares, lo que fortalecía su posición negociadora. Así, es posible explicar el rechazo, incluso considerándolo como una oferta amigable.

De hecho, esto forzó a que se presentaran sucesivamente 4 ofertas por parte del gobierno, extendiendo 8 veces el plazo máximo para cerrar el canje. En este lapso de tiempo, no se abonaron vencimientos por 503 mdd en mayo, lo que llevó al país a la calificación de default. Sin embargo, por mantener los canales de diálogo abiertos, y llevar en curso la negociación, esto no llevó a demandas por parte de los acreedores que provocaran una aceleración de los pagos. Cada propuesta fue presentada ante las autoridades bursátiles de Estados Unidos, así como los juzgados intervinientes, de modo de demostrar la “buena fe” de la negociación. En caso de que el canje no alcanzara un acuerdo, el gobierno argentino buscaba actuar bajo criterios de razonabilidad y buena fe mostrando su interés en alcanzar un acuerdo de pago.

Finalmente, el Ministerio de Economía comunicó a inicios de agosto que había alcanzado un entendimiento con los tres grupos de acreedores, acuerdo que se perfeccionó un mes más tarde. Se logró que el 93,5% de los acreedores aceptara la propuesta, lo que

activaba las CAC, llevando el canje al 99% de los títulos en negociación. Esta misma propuesta se extendió a los bonos en moneda extranjera bajo legislación nacional. El objetivo de ofrecer el mismo trato fue la idea de fortalecer la seguridad jurídica local, en el sentido de no resultar en un perjuicio contrario a quienes optaron por esta jurisdicción -en favor de quienes compraron bonos bajo otras jurisdicciones.

La propuesta contenía un alivio en términos de erogaciones inmediatas, pues se redujeron fuertemente los pagos durante el mandato presidencial de Fernández (2019-2023). Según cálculos del Instituto de Estudios Fiscales y Económicos, entre 2020-2023 se ahorrarían 56.686 mdd, más otros 15.656 para el siguiente mandato presidencial (IEFE, 2020). Sin embargo, durante 2029 y 2035 la carga se invierte, pues se suman 51.693 mdd más de los previstos. En términos agregados, el ahorro nominal sería de 34.555 mdd, muy por debajo del valor estimado como sostenible por el informe del FMI de marzo del mismo año, que refería que el alivio debía estar en torno a los 50.000-85.000 mdd. La quita, centrada en reducción de intereses y el mayor plazo de maduración de los bonos, se encontraría en torno al 18,3% (IEFE 2020). Vale la pena recordar que esta reestructuración, con quitas de capital prácticamente nulas, se realizó durante la crisis mundial ligada a la pandemia de COVID19. La continuidad de los pagos generó conflictos en el uso de fondos con urgencias sociales evidentes dentro del país. Aunque no puede atribuirse al FMI la decisión del gobierno argentino, sí se puede subrayar su anuencia.

Una vez resuelta esta situación, el gobierno argentino avanzó con otros acreedores. Se abonaron 226 mdd al Club de París, para aplazar hasta marzo de 2022 el pago de otros 2.000 mdd en deuda bilateral renegociada en 2014, que se dejó de abonar en 2019, lo cual elevó la tasa de interés hasta el 9% anual. Esa fecha establece el límite con el cual el gobierno argentino debería llegar a un acuerdo con el FMI para reestructurar los 44.500 mdd girados. De acuerdo con el cronograma original de pagos pactado en 2018, en 2022 se debían pagar poco más de 19.000 millones, una cifra que excede la disponibilidad de fondos provenientes del saldo comercial y de las reservas internacionales. Esta aseveración no es trivial, porque enfatiza que el cronograma de pagos del Stand By de 2018 no era viable desde el punto de vista macroeconómico, lo que se habría detectado si

el acuerdo hubiera sido dictaminado por los organismos competentes. ¿Cómo esperaba el FMI que se devolviera un monto mayor a los saldos históricos de fondos disponibles? Teóricamente, por el retorno al mercado privado de capitales, algo que no solo era de difícil concreción, sino que a todas luces falló durante el período de vigencia del crédito.

El gobierno argentino se abocó durante 2021 a buscar un nuevo acuerdo con el FMI. A pesar de las condiciones anómalas de negociación —la pandemia- y de otorgamiento del Stand By 2018<sup>39</sup>, la Argentina buscaba un alivio de deuda, la eliminación de los sobrecargos y un plazo excepcional de repago. El organismo se negó a todas estas demandas. En agosto de ese año, el FMI aprobó la emisión de Derechos Especiales de Giro como forma de nutrir de liquidez a los países miembros. Se trató de la mayor emisión de su historia. La Argentina recibió 4.334 mdd equivalentes a su 0,67% de participación accionaria, de los cuales 4.094 mdd se utilizaron para pagar vencimientos del Stand By en renegociación. De modo que los fondos recibidos salieron para pagar al mismo organismo.

A inicios del 2022, el gobierno y el FMI llegaron a un entendimiento respecto de un nuevo acuerdo. Se trató de un acuerdo de Facilidades Extendidas, que tiene un plazo de maduración de 10 años. El nuevo acuerdo tiene un cronograma de desembolsos empalmado con los vencimientos del Stand By de 2018, de modo que durante los primeros años ambos préstamos están vigentes. Así, y en línea con lo actuado con acreedores privados, se desplazó el horizonte de pago, aunque reconociendo la validez de las deudas en cuestión<sup>40</sup>. El acuerdo está sometido a revisiones trimestrales, que suponen un control permanente del FMI sobre las cuentas fiscales y macroeconómicas argentinas. Entre sus principales condiciones, el acuerdo establecía un sendero de consolidación fiscal a 3 años (en lugar de un ajuste inmediato), la reducción del financiamiento monetario del Banco Central al déficit y la acumulación

de reservas. Estos aspectos tensionaron al interior a la coalición gobernante en diversas oportunidades, terminando por ocasionar la renuncia del ministro Guzmán en julio de 2022. Con el objetivo de acumular reservas, el gobierno estableció diversas medidas que favorecieron a los sectores exportadores (complejo oleaginoso en especial), a pesar de lo cual el objetivo apareció esquivo: a lo largo del mandato en curso, 25 mil mdd de los casi 29 mil mdd de superávit comercial se destinaron a pagar deuda pública y privada.

De conjunto, y si bien se trata de un proceso aun abierto al momento de escribir este capítulo (noviembre de 2022), el gobierno del Frente de Todos se mantuvo condicionado por la tensión originada en la deuda. Si bien en su campaña llamó a terminar con la lógica de la valorización financiera, y estaba claro para gran parte de la población las dificultades asociadas a la deuda, el gobierno eludió una estrategia de investigación o incluso de cesación de pagos como parte de la negociación. Ni siquiera la situación de pandemia, y las alarmas internacionales que hizo sonar en materia de deuda, fueron aprovechadas en tal sentido. Como se explicó, el costo político de adoptar un camino en este sentido puede ser alto, pero en este contexto: a) se contaba con una enorme cantidad de potenciales aliados internacionales en situaciones similares; b) había posibilidades reales de construir consenso social para adoptar tal estrategia; c) se dio en circunstancias de negociación anómalas (pandemia); y d) los resultados alternativos de buscar reestructurar de buena fe no fueron auspiciosos tampoco.

Si bien la economía logró rebotar y crecer con intensidad desde 2021, y se redujo el nivel de desempleo, la inflación acelerada (alcanzaba el 88% interanual al momento de escribir este capítulo) continuó erosionando a los salarios reales, que sostuvieron el rumbo de caída de 2015-2019. La pobreza afectaba al 36,5% de las personas en I-22, y la indigencia alcanzaba al 8,8%. A esto debe sumarse la multiplicación de tipos de cambio efectivos, por la vía de impuestos y regulaciones cambiarias, que añaden alta incertidumbre. En aras de obtener dólares, el gobierno debió ceder ante los diversos reclamos del bloque en el poder para tentar mayores exportaciones, que se pierden aceleradamente en el pago de las deudas. No obstante, en lugar de reducir la exposición externa, la sostienen: durante el gobierno del Frente de Todos

<sup>39</sup> En diciembre de 2021, la Oficina de Evaluación Independiente del organismo publicó su evaluación de lo actuado (FMI, 2021). A pesar de reconocer los problemas técnicos que derivaron en el fracaso del acuerdo, aluden a la visión estrecha del gobierno —al cual continuaron prestando- y la falta de avance en materia de reformas estructurales.

<sup>40</sup> Irónicamente, al mismo tiempo que se renegó el pago, el gobierno nacional instruyó al Procurador General de la nación a interponer una querrela contra el ex presidente Macri y otros funcionarios por la operación de deuda.

no se lograron acumular reservas a pesar de elevados niveles de exportaciones. En ese rumbo, las protestas sociales vinculadas a cuestiones socioambientales cobraron una relevancia pública total: desde el gobierno se pretende que la única forma de resolver la restricción externa es profundizar un rumbo que genera cada vez más impactos sobre el territorio y sus habitantes, tomando sus preocupaciones como amenazas a un desarrollo siempre esquivo (Cantamutto y Schorr, 2021)<sup>41</sup>. Las exportaciones se han tornado de manera creciente cada vez más basadas en el aprovechamiento -directo o indirecto- de los recursos naturales, incrementando la exposición a las variaciones del clima e intensificando la conflictividad asociada a los problemas socio-ambientales.

La herencia del gobierno de Cambiemos y la pandemia implicaron una doble crisis cuya severidad es imposible de esconder. Sin embargo, la búsqueda por reponer la sostenibilidad de la deuda a toda costa, resultó en una mayor capacidad de veto del bloque en el poder, que aprovechó en su favor. Sin buscar cerrar aquí un balance del gobierno de Fernández, es posible dejar planteadas las dudas respecto de los problemas aparejados a la deuda. Para mediados de 2022, la deuda pública alcanzaba los 378.506 mdd, un 17,2% mayor que en 2019. La proporción en moneda extranjera, sin embargo, se redujo al 68,2% del total, en línea con la búsqueda por reponer la sostenibilidad. A pesar de la reestructuración, la vida promedio de la deuda bajó a 6,1 años.

### Comentarios finales

A partir de la década del '70, el capitalismo mundial modificó su forma de desarrollo, en un proceso de expansión mundial con características de financierización. La deuda renovó su relevancia como mecanismo de expansión del capital y de subordinación política. ALC como región periférica estuvo particularmente expuesta, jugando de hecho un rol central en el proceso de cambio. En el caso argentino, la última dictadura se encargó de acoplar al país a esta dinámica, dando inicio a la ofensiva de clase que expresaban las políticas neoliberales. El presente capítulo presentó la dinámica de la deuda pública a través del último cuarto de siglo, focalizándose sobre las reestructura-

ciones y créditos que le dieron forma en desde la crisis de la Convertibilidad hasta la crisis de la pandemia. El objetivo fue presentar esta dinámica en un marco complejo, que mostrara cómo el país se insertó en una dinámica global y regional, con sus propias características basadas en adaptaciones de política pública que medió la disputa socio-política.

En este sentido, la deuda pública argentina creció a lo largo de todo el período, entrando en problemas para cumplir sus servicios de manera recurrente. La salida de la dictadura, el pasaje al programa de la Convertibilidad, su crisis, y la siguiente crisis del neoliberalismo tardío con Cambiemos, todas estuvieron signadas por problemas para cumplir con los servicios de deuda. Excepto durante los '80, todos estos casos fueron precedidos por la aceleración de la toma de deuda sin fines asociados a la inversión productiva, en infraestructura social o la garantía de derechos humanos de la población, que repercutieron en un aumento severo del peso de los intereses sobre el gasto público y el PBI. La deuda, en todos sus momentos de aceleración, estuvo vinculada a la abundancia externa de capitales y las oportunidades de negocios de un bloque en el poder cada vez más financierizado.

A pesar de los esfuerzos ingentes por cumplir con los pagos de deuda, los sucesivos gobiernos entraron en conflicto con las demandas de los acreedores. Durante los '80, debido a la generalidad de la situación en ALC, esto derivó en una reformulación del rol de los OOI, en especial el FMI, que bloquearon cualquier salida alternativa. En el caso del neodesarrollismo, que realizó un esfuerzo de largo aliento por mejorar la gestión de la deuda, quedaron atrapados en una situación legal externa a su control. Sin embargo, a pesar de ello, el objetivo fue siempre retornar a esos mercados de capitales que les negaban el acceso, buscando formas de pagar y lograr el feliz retorno. La maraña legal que impedía limitar las demandas de algunos acreedores particularmente virulentos –los fondos buitres- estaba garantizada por la falta de un ordenamiento internacional que los contuviera. Los gobiernos de la Argentina, a pesar de conocer esta situación, buscaron por todas las vías cumplir con estas demandas. En tal sentido, no solo se reconoció la validez jurídica y política de los reclamos de los créditos, sino que se continuó emitiendo deuda que incluía la cesión de soberanía por jurisdicción y se avanzó muy poco (y tardíamente) en

<sup>41</sup> Sobre la presión primarizante y su anverso como deuda ecológica, ver el capítulo de Guillermo Peinado y Ain Mora en este libro.



ordenamientos legales que dieran límite a estos problemas. En ningún momento se le dio tratamiento al manejo de la deuda bajo preceptos ligados al derecho internacional de los derechos humanos, como si se tratasen de dos aspectos disociados.

El sentido común construido se orientó a la idea de que la abundancia relativa de dólares comerciales permitiría pagar y anular así los reclamos. Sin embargo, la estrategia falló por diversos ángulos. De un lado, la acumulación de antecedentes jurídicos en torno a la validación de créditos cuestionables, envaletonó a los acreedores. La batalla de 15 años con los fondos buitres se libró en el exterior, pero el gobierno no usó ese tiempo para generar el plexo legal que limitara la reiteración del problema (lo que ocurriría con el gobierno de Cambiemos). De otro lado, justamente, las presiones sociales se estructuran en función de esta situación. Los acreedores y el bloque de poder asociado reforzaron sus demandas, mientras para las clases populares la posibilidad de un cambio sustancial en materia de la deuda se alejó —y limitó cada vez más a la confianza de buena gestión de parte de personal político con formación heterodoxa—. De forma sistemática en el tiempo, existieron organizaciones demandando por estrategias más agresivas, incluyendo el no pago y la investigación.

La posibilidad de construir legitimidad política a partir de esta estrategia estuvo lejos de ser una quimera, toda vez que diversos gobiernos lograron convocar apoyos a partir de su denuncia sobre el rol de la deuda —en los '80 y con el neodesarrollismo—. Sin embargo, siempre se buscó limitar la denuncia política bajo una gestión técnica. En el plano nacional, la salida de la dictadura así como la crisis de la convertibilidad y la del neoliberalismo tardío fueron momentos donde existía plena conciencia social del descalabro provocado por el endeudamiento previo, que no fueron aprovechadas para articular una presión social más dura. En el plano internacional, esto trasuntó en la escasa coordinación internacional en los países afectados, aun cuando demostró su potencialidad. En los '80 se eludió esta posibilidad concreta y real a nivel regional. Durante el neodesarrollismo, con altos niveles de sintonía política, no se aprovechó para reforzar la integración financiera alternativa, a pesar de los proyectos existentes en tal sentido. Esto a pesar de que se coordinaron declaraciones para el pago y se logró aprobar los Principios en la ONU, que mostraban la potencialidad de avanzar en este rumbo. Más recientemente, durante la

pandemia, casi un centenar de países se vio afectado por la crisis de deuda; pero se eligió refrendar el apoyo de los acreedores privados y públicos.

Desde el punto de vista de la sustentabilidad, los diversos manejos de la deuda tuvieron resultados distinguibles. El neodesarrollismo logró mejorar sensiblemente los indicadores que vinculan la deuda a la producción y la capacidad de repago, aprovechando la abundancia relativa de dólares comerciales, mientras que los gobiernos neoliberales provocaron un severo deterioro en todos los órdenes. Ese deterioro condicionó a los gobiernos que les siguieron, no solo en relación a las demandas de los acreedores sino en términos de recursos fiscales y externos. Esto se expresó en las persistentes asimetrías en materia fiscal, que eludieron cargar de manera equitativa a los impuestos sobre las ganancias y el patrimonio, bajo la promesa de inversión que habilitaría los recursos para el pago. Con todo, las diferencias son cuantificables: en 32 de los 41 años con datos, los pagos de intereses superaron la inversión combinada en promoción y asistencia social, en trabajo, en agua, y en vivienda y urbanismo. Los 9 años que esto no ocurrió fue durante gobiernos neodesarrollistas. El único año de la serie (2013) en que la inversión en educación superó los pagos de deuda también fue en un gobierno neodesarrollista. En materia externa, en cambio, la necesidad de contar con divisas ha reforzado una persistente presión por profundizar la matriz primaria de inserción externa, con los problemas socioambientales y productivos asociados. Este mandato exportador se ha consolidado de forma sistémica entre gobiernos de diversa orientación.

La creciente gravitación de la deuda sobre las decisiones políticas es una característica de los tiempos contemporáneos, y su modificación está lejos de ser un problema técnico. Salir del atolladero impone desafíos muy complejos, que implican diversos frentes a considerar; tanto en el plano interno social, como en el plano de la coordinación internacional. Si bien el costo de explorar caminos alternativos es alto, no está claro que sea mayor a la tozudez de insistir con satisfacer a los acreedores, suponiendo que estos alguna vez saciarán su avaricia.

## Referencias

- Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S. (2018). *Estudios sobre financierización en América Latina*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Álvarez, C., Manes, M., Paredes, P. y Ivani, G. (2015). “El acceso al crédito de los gobiernos sub-nacionales”. Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas. Córdoba. Disponible en [https://www.economia.gob.ar/dnap/deuda/documentos/el\\_acceso\\_al\\_credito\\_de\\_los\\_gobiernos\\_subnacionales.pdf](https://www.economia.gob.ar/dnap/deuda/documentos/el_acceso_al_credito_de_los_gobiernos_subnacionales.pdf)
- Amaral, S. (1984). “El empréstito de Londres de 1824”. *Desarrollo Económico*, vol. 23, n° 92, pp. 559–588.
- Astarita, R. (2006). *Valor, mercado mundial y globalización*. Buenos Aires: Kaicron.
- Azpiazu, D. y Schorr, M. (2002). Privatizaciones, rentas de privilegio, subordinación estatal y acumulación del capital en la Argentina contemporánea. Buenos Aires: FLACSO.
- Banco Central de la República Argentina (2020). *Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019*. Buenos Aires.
- Barrera, M. (2012). “YPF: Estudio de las causas del quebranto y privatización”. *Ensayos de Economía*, vol. 22, n° 40, pp. 13-37.
- Basualdo, E. (Ed.). (2017). *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Basualdo, E., Nahon, C., y Nochteff, H. (2007). “La deuda externa privada en la Argentina (1991-2005). Trayectoria, naturaleza y protagonistas”. *Desarrollo Económico*, vol. 47, n° 186, pp. 193–224.
- Belloni, P. y Cantamutto, F. (Eds.) (2019). *La economía política de Cambiemos. Ensayos sobre un nuevo ciclo neoliberal en Argentina*. Buenos Aires: Batalla de Ideas.
- Bembi, M., y Nemiña, P. (2005). “El FMI y la Argentina en la posconvertibilidad”. XXV Congreso ALAS. Porto Alegre, Brasil: UFRGS.
- Birle, P. (1997). *Los empresarios y la democracia en la Argentina. Conflictos y coincidencias*. Buenos Aires: Belgrano.
- Block, F. (1989). *Los orígenes del desorden económico internacional: la política monetaria internacional de los Estados Unidos, desde la segunda Guerra Mundial hasta nuestros días*. México: FCE.
- Bohoslavsky, J. (2020). “Complicity of International Financial Institutions in Violation of Human Rights in the Context of Economic Reforms”. *Columbia Human Rights Law Review*, vol. 52, n° 1, pp. 203-250.
- Bohoslavsky, J. P. (2022). “Tratados bilaterales de inversión y reestructuración de deudas soberanas”. *Revista de la Facultad de Derecho de México*, vol. 72, n° 283, pp. 195-220.
- Bona, L. (2019). “¿Neoliberalismo hegemónico? Apuntes sobre el Estado, el bloque de poder y la economía política en la Argentina reciente (2016-2018)”. *Revista Pilquén*, vol. 22, n° 1, pp. 39–54.
- Bonnet, A. (2007). *La hegemonía menemista: el neoconservadurismo en Argentina, 1989-2001*. Buenos Aires: Prometeo.
- Brenta, N. (2019). *Historia de la Deuda Externa Argentina. De Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Brenta, N. (2021). “Los acuerdos entre la Argentina y el FMI, 1956-2021”. *Voces En El Fénix*, n° 83, pp. 26-33.
- Buchheit, L. y Gulati, M. (2020). “The Argentine collective action clause controversy”. *Capital Markets Law Journal*, vol. 15, n° 4, pp. 464-473.
- Cafiero, M., y Llorens, J. (2004). “O juremos con deuda morir”. Análisis de la propuesta de reestructuración de la deuda pública argentina post-Dubai y sus consecuencias financieras económicas y sociales. Buenos Aires.
- Canitrot, A. (1980). “La disciplina como objetivo de la política económica. Un ensayo sobre el programa económico del gobierno argentino desde 1976”. *Desarrollo económico*, vol. 19, n° 76, pp. 453-475.
- Cantamutto, F. y Castiglioni, L. (2020). “La doctrina de la deuda odiosa está sobre la mesa”, *La Izquierda Diario*, 21 de marzo de 2020, disponible en <https://www.laizquierdadiario.com/La-doctrina-de-la-deuda-odiosa-esta-sobre-la-mesa>
- Cantamutto, F. y Castiglioni, L. (2021). “¿Una crisis de deuda mundial?”. En G. Roffinelli, L. Castiglioni, Ly A. López (comp.); *Crisis capitalista mundial en tiempos de pandemia. Una mirada desde Nuestra América* (pp. 205-228). Buenos Aires: CLACSO.
- Cantamutto, F. y Costantino, A. (2019). “Estado y Mercado en sociedades capitalistas dependientes”. En M. Mallardi y E. Fernández (Eds.), *Cuestión Social y políticas sociales. Crítica a sus fundamentos y expresiones contemporáneas* (pp. 71–105). Tandil: Puka.
- Cantamutto, F. y Costantino, A. (2022). “El neodesarrollismo como el programa de la industria dependiente”. *Pampa, Revista Interuniversitaria de Estudios Territoriales*, (25), e0050.
- Cantamutto, F. y Félix, M. (2021). “Argentina entre la sostenibilidad de la deuda y la vida”. *Revista NuestrAmérica*, vol. 9, n° 17.

- Cantamutto, F. y López, E. (2019). “Voces que gritan fuerte: posiciones del bloque de poder durante el gobierno de Cambiemos”. *Mediações*, vol. 24, n° 1, pp. 74–101.
- Cantamutto, F. y Schorr, M. (2021). “Argentina: las aporías del neodesarrollismo”. *Nueva Sociedad*, n° 295, pp. 82–98.
- Cantamutto, F. y Wainer, A. (2013). *Economía política de la convertibilidad. Disputa de intereses y cambio de régimen*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- CEPA (2021). “La corresponsabilidad del FMI en la crisis argentina 2018-2019: lo que no vas a encontrar en la revisión del organismo sobre el préstamo otorgado”. Informe CEPA N° 222, Buenos Aires.
- Cibils, A., Weisbrot, M., y Kar, D. (2002). “La Argentina desde la cesación de pagos: el FMI y la depresión”. *Realidad Económica*, n° 192, pp. 1-14.
- Cobe, L. (2009). *La salida de la Convertibilidad. Los bancos y la pesificación*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Cotarelo, M. C. e Iñigo Carrera, N. (2004). “Algunos rasgos de la rebelión en Argentina 1993-2001”. Documentos y Comunicaciones N° 8. Buenos Aires: PIMSA.
- Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005). “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”. *Desarrollo Económico*, vol. 45, n° 178, pp. 187–233.
- Datz, G. (2012). “The inextricable link between sovereign debt and pensions in Argentina, 1993–2010”. *Latin American Politics and Society*, vol. 54, n° 1, pp. 101-126.
- Delgado, N. (2021). “La disolución de los antagonismos entre el FMI y los derechos laborales”. *Revista Derechos En Acción*, vol. 6, n° 18, pp. 479-516.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2007). *Crisis y salida de la crisis. Orden y desorden neoliberales*. México: FCE.
- Echaide, J. (2005). *Construcción de herramientas de resistencia contra el ALCA. El caso de la Consulta Popular de 2003 en Argentina*. Buenos Aires: CLACSO.
- Estay Reyno, J. (1996). *Pasado y Presente de la Deuda Externa de América Latina*. México: Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM.
- Fernández Alonso, J. (2020). “El proceso de reestructuración de la deuda argentina 2020: ¿demasiado poco?” Análisis CIPEI N° 109. Rosario: Centro de Investigaciones en Política y Economía Internacional.
- FMI (2021). *Ex-post Evaluation of Exceptional access under the 2018 Stand By Agreement*. Press Release and Staff Report, IMF Country Report N° 21/279. Washington: FMI.
- Frenkel, R. y Avenburg, A. (2009). “Los cambiantes roles del Fondo Monetario Internacional y América Latina”. *Desarrollo Económico*, vol. 49, n° 194, pp. 179-201.
- Galasso, N. (2008). *De la Banca Baring al FMI: historia de la deuda externa argentina 1824-2001*. Buenos Aires: Colihue.
- García, A. (2001). “Estudio. El megacanje de los acreedores”. *Realidad Económica*, n° 180, pp. 22-32.
- Guzmán, M. (2018). “Análisis de la resolución del default de Argentina de 2001”. *Revista de economía política de Buenos Aires*, año 12, vol. 17, pp. 49-104.
- Harvey, D. (2007). *Breve historia del neoliberalismo*. Madrid: Akal.
- IEFE (2020). Informe Mensual N° 189. La Plata: Instituto de Estudios Fiscales y Económicos (IEFE).
- Justo, J. B. (2021). “El acuerdo entre el FMI y Argentina en 2018. Control de Convencionalidad”. *Revista Derechos En Acción*, n° 18, pp. 594-626.
- King, J. (2016). *The Doctrine of Odious Debt in International Law: A Restatement*. Cambridge Studies in International and Comparative Law, Cambridge: Cambridge University Press.
- Koskeniemi, M. (2021). “Prólogo”. *Derechos En Acción*, n° 18, pp. 23-31.
- Kulfas, M. (2017). *Los tres kirchnerismos. Una historia de la economía argentina 2003-2015*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Levy Yeyati, E. y Valenzuela, D. (2007). *La resurrección. Historia de la poscrisis argentina*. Buenos Aires: Sudamericana.
- Lo Vuolo, R. y Seppi, F. (2008). “La falacia del desendeudamiento del sector público en la Argentina. Evolución de la deuda post-default y sus impactos fiscales”. Documento de trabajo N° 61. Buenos Aires: CIEPP.
- Lozano, C. (2019). *La deuda ilegítima: renuncia del parlamento, desafío de la democracia*. Buenos Aires: Autonomía.
- Macías Vázquez, A. (2008). “La deuda externa en el mundo en desarrollo: sostenibilidad, alivio y reestructuración”. Documento de Trabajo N° 25. Madrid: Fundación Carolina.
- Manzanelli, P. (2019). “¿En el mundo del revés? La cúpula empresaria y la inversión en la Argentina 2002-2017”. *Realidad Económica*, n° 321, pp. 9–34.
- Manzanelli, P. y Basualdo, E. (2016). “Régimen de acumulación durante el ciclo de gobiernos kirchneristas. Un balance preliminar a través de las nuevas evidencias empíricas de las cuentas nacionales”. *Realidad Económica*, n° 304, pp. 6–40.

- Manzo, A. (2017). "Reestructuraciones de deuda soberana: El debate sobre su regulación en términos de disputa por la gobernanza global". *Revista Direito e Práxis*, vol. 9, n° 1, pp. 9-45.
- Marichal, C. (1988). *Historia de la Deuda Externa de América Latina: Desde la Independencia hasta la Gran Depresión*. México: Alianza Editorial Mexicana.
- Massano, J. P. (2018). "El "Plan Austral" y el avance del "consenso del ajuste" durante la transición democrática". *Sociohistórica*, n° 42, e062.
- Mercatante, E. (2019). *Salir del Fondo*. Buenos Aires: Ediciones IPS
- Müller, A. (2001). "Un quiebre olvidado: la política económica de Martínez de Hoz". *Ciclos en la historia, la economía y la sociedad*, vol. 11, n° 21, pp. 11-33.
- Müller, A. (2013). "Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?" Documento de trabajo n° 32, Buenos Aires: CESPA.
- Nemiña, P., Gulias, T. y Rudistein, F. (2021). "FMI y política social desde el prisma argentino. Tres décadas de cambios, desde las redes al piso de protección social". *Revista Derechos En Acción*, vol. 6, n° 18, pp. 405-434.
- Nemiña, P., y Larralde, J. (2018). "Etapas históricas de la relación entre el Fondo Monetario Internacional y América Latina (1944-2015)". *América Latina en la historia económica*, vol. 25, n° 1, pp. 275-313.
- Nemiña, P. y Val, M. E. (2018). "El conflicto entre la Argentina y los fondos buitres. Consecuencias sobre los procesos de reestructuración de deuda soberana". *Cuadernos de Economía Crítica*, vol. 5, n° 9, pp. 45-68.
- Ocampo, J. A., Stallings, B., Bustillo, I., Velloso, H. y Frenkel, R. (2014). *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. Santiago de Chile: CEPAL.
- OCEPP (2019). "La peor versión de la restricción externa". Agenda Económica N° 12. Buenos Aires: Observatorio de Coyuntura Económica y Políticas Públicas (OCEPP).
- Olmos Gaona, A. (2011). "La deuda argentina como delito: un aspecto no tratado por el derecho penal". *Rebela*, vol. 1, n° 1, pp. 51-71.
- Ortiz, R., y Schorr, M. (2006). "La economía política del gobierno de Alfonsín: creciente subordinación al poder económico durante la 'década perdida.'" En A. Pucciarelli (Ed.), *Los Años de Alfonsín. ¿El Poder de la Democracia o la Democracia del Poder?* Buenos Aires: Siglo XXI.
- Pahnecke, O. y Bohoslavsky, J.P. (2022). "Re-regulating the Risk Premium to Realize the Right to Development". *Development*. <https://doi.org/10.1057/s41301-022-00341-4>
- Palley, T. (2021). "Financialization Revisited: The Economics and Political Economy of the Vampire Squid Economy". Working Paper 2110, Post-Keynesian Economics Society.
- Patricio Ferreira Lima, K. y Marsh, C. (2022). "Acuerdo Stand-By del FMI con Argentina en 2018: ¿Un acto ultra vires?". 10 de enero de 2022. Disponible en <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4008220>
- Piva, A. (2007). "Acumulación de capital y hegemonía débil en la Argentina (1989-2001)". *Realidad Económica*, n° 225, pp. 72-98.
- Piva, A. (2017). "La épica de un país ordenado. En torno a la caracterización del gobierno Cambiemos". *Intersecciones*. Disponible en <http://intersecciones.com.ar/index.php/articulos/37-la-epica-de-un-pais-ordenado-en-torno-a-la-caracterizacion-del-gobierno-cambiemos>
- Pucciarelli, A. y Castellani, A. (Eds.) (2014). *Los años de la Alianza: La crisis del orden neoliberal*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Pucciarelli, A. y Castellani, A. (Eds.) (2017). *Los años del kirchnerismo. La disputa hegemónica tras la crisis del orden neoliberal*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Rebossio, A. (2001). "Sectoros de la producción y de la banca piden devaluación y default", *La Nación*, 22 de diciembre de 2001.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Roos, J. E. (2019). *Why Not Default? The Political Economy of Sovereign Debt*. Princeton: Princeton University Press.
- Rossi, I. (2022). "Un estado del arte sobre el plan económico argentino denominado Plan Austral de 1985 y una contribución interpretativa sobre el mismo". *e-l@tina. Revista electrónica de estudios latinoamericanos*, vol. 20, n° 79, pp. 1-21.
- Schorr, M. (Ed.) (2018). *La Argentina kirchnerista: entre la "década ganada" y la "década perdida"*. Estudios de economía política. Buenos Aires: Batalla de Ideas.
- Schumacher, J., Trebesch, Ch. y Enderlein, H. (2018). "Sovereign defaults in court." Working Paper Series N° 2.135, European Central Bank.
- Schvarzer, J. (1995). *La reestructuración de la industria argentina en el período de ajuste estructural*. Buenos Aires: CISEA.
- Schvarzer, J., y Finkelstein, H. (2003). "Bonos, cuasi monedas y política económica". *Realidad Económica*, n° 193, pp. 79-95.

- Stiglitz, J. y Guzmán M. (2016) "A Soft Law Mechanism for Sovereign Debt Restructuring. Based on the UN principles". International Policy Analysis, Berlín: F. Ebert Stiftung.
- Susani, B. (2019). *La economía oligárquica de Macri. Endeudar, empobrecer y fugar*. Buenos Aires: Ciccus.
- Toussaint, É. (2015). *Bankocracy*, Liège: Resistance Books - IIRE – CADTM.
- Tussie, D. (2015). "La Concertación de Deudores: Las negociaciones financieras en América Latina". *Revista Ola Financiera*, n° 20, pp. 197-215.
- Val, M. E. (2019). "La organización de los acreedores durante el primer canje de deuda (2003-2005)". *Realidad Económica*, n° 326, pp. 59- 88.
- Vidal-Folch, L. y del Río, A. (2015). "El default como impulso hacia una política económica heterodoxa". *Revista de Economía Crítica*, n° 19, pp. 100-121.
- Wainer, A. (2021). *¿Por qué siempre faltan dólares?: Las causas estructurales de la restricción externa en la economía argentina del siglo XXI*. Buenos Aires: Siglo XXI.

# La deuda externa y sus impactos ecológicos. El concepto de deuda ecológica como visibilizador de los efectos ocultos del endeudamiento externo en los países periféricos

Guillermo Peinado\* y Aín Mora\*\*

El presente capítulo tiene el objetivo de conectar los impactos del endeudamiento externo con sus efectos ecológicos a partir de una mirada desde la Economía Ecológica y la Economía Política. Para ello, en primer lugar, se analiza e historiza el concepto de deuda ecológica. En una segunda y tercera parte se plantea la discusión sobre la medición de la deuda ecológica y la (no) monetización de la misma. Por último, se realiza un ejercicio de cálculo propio para el caso argentino.

## 1. El surgimiento del concepto de deuda ecológica

El concepto de deuda ecológica nació a principios de la década de 1990, cuando el Instituto de Ecología Política de Chile publicó un documento donde explicaba que la producción de clorofluorocarburos (CFC) de los “países del norte” causaba efectos perniciosos a la salud humana, por lo que se producía una “deuda ecológica” de aquellos países hacia el resto. En 1994, J.M. Borrero publicó un libro sobre deuda ecológica, basado en preguntas a diversas personas ecologistas de todo el mundo (Colectivo de Difusión de la Deuda Ecológica, 2003).

El concepto fue ganando relevancia y a finales del siglo XX, la organización Christian Aid presentó un informe donde analizaba la deuda de carbono frente a la deuda externa (Simms, Robins, & Meyer, 1999). Sumado a esto, a principios del milenio se inició la campaña “¿Quién debe a quién?”, llevada a cabo por diversos grupos de la red Amigos de la Tierra y la ONG Acción Ecológica de Ecuador. Otras entidades más antiguas como el Comité para la Anulación de la

Deuda del Tercer Mundo (CADTM) incorporaron a su campaña el concepto de deuda ecológica para argumentar a favor de la abolición de la deuda externa (López Cabana, 2012).

En términos generales, la deuda ecológica es entendida como “la obligación contraída por los países enriquecidos a consecuencia del expolio continuo de los recursos naturales de los países empobrecidos, por un intercambio comercial desigual con éstos y por el aprovechamiento exclusivo del espacio ambiental global como sumidero de residuos” (Barcena & Lago, 2009, pág. 11).

Sin embargo, esa conceptualización trae numerosas ambigüedades y contradicciones: ¿de qué manera podemos evaluar ese intercambio comercial desigual? ¿Quiénes son los países enriquecidos y quiénes los empobrecidos? ¿Cómo analizamos o cuantificamos el aprovechamiento del espacio ambiental global como sumidero de residuos? ¿Alcanza solamente con demostrar datos monetarios o hay que complementarlos con datos biofísicos?

## 2. ¿Cómo medir la deuda ecológica?

Joan Martínez Alier (2007) intentó operativizar el concepto a partir de analizar la deuda ecológica desde la sumatoria de 4 aristas distintas: 1) la deuda ecológica por emisiones de gases con efecto invernadero; 2) los pasivos ambientales de las empresas; 3) el comercio ecológicamente desigual; y 4) la exportación de residuos tóxicos desde el Norte y la biopiratería. Cada uno de estos elementos puede ser cuantificado no sólo de manera monetaria sino en términos biofísicos.

Si bien no se encuentra en la mayoría de artículos científicos posteriores una cuantificación homogé-

\* Universidad Nacional de Rosario.

\*\* Universidad Nacional de Rosario-CONICET.

nea ni una única metodología que permita cuantificar monetaria y/o biofísicamente la deuda ecológica, sí existe una consistente línea de estudios alrededor del intercambio ecológicamente desigual, la cual permitirá ensayar una estimación de la deuda/acreencia ecológica derivada del endeudamiento externo.

El intercambio ecológicamente desigual, concepto derivado de la Economía Ecológica en su cruce con la Economía Política, se define a partir de las cantidades y precios de los materiales y energía involucrados en el comercio internacional. Dos países pueden tener equilibrado su comercio internacional en términos monetarios, pero aún así uno de los países puede estar intercambiando una gran cantidad de materiales y energía escasamente remunerados—generalmente, los países periféricos—por una pequeña cantidad de materiales y energía altamente remunerados—generalmente, los países centrales— (Peinado, 2015).

Este concepto permite visibilizar una serie de elementos muy importantes. En primer lugar, los flujos netos unidireccionales de materiales y energía permiten evitar y/o posponer procesos de reducción de capital natural (desacumulación) en los países beneficiados por el intercambio—aquellos que utilizan pocos materiales y energía pero altamente remunerados—, con un correspondiente drenaje virtual de capital natural desde la periferia hacia el centro (Muradian & Martínez-Alier, 2001).

En segundo lugar, la presencia de un intercambio ecológicamente desigual posibilita a los países beneficiados presentar patrones de producción más sustentables, a pesar de que los patrones de consumo de su población sean profundamente insustentables. La otra cara de la moneda es que muchos de los patrones de producción insustentables que operan en la periferia no sean consecuencia de patrones de consumo locales insustentables, sino efecto del gran peso del comercio internacional sobre sus economías. Es el intercambio ecológicamente desigual el que permite tales desacoples que a su vez profundizan las desigualdades (Peinado, 2015).

Por ejemplo, en Mora, Piccolo, Peinado y Ganem (2021) se demuestra cómo a lo largo del período 1976-2015 Argentina presentó un intercambio ecológicamente desigual claramente desfavorable, colocándola en el grupo de países proveedores de sustentabilidad “artificial” a otros países (Belloni & Peinado,

2013), al permitir el mencionado desacople entre patrones de producción y consumo entre países.

El Gráfico 1 no sólo muestra el intercambio ecológico que presenta Argentina en una mirada de largo plazo, sino que también refleja su profundización entre 2002 y 2015. El flujo de materiales y energía neto estimado como parte de las exportaciones netas pasó de representar el 32% de la Huella ecológica del producto entre 1976 y 2001 a ser el 41% de la misma en 2002-2015. Ese incremento de la presión ambiental en un 28% es el que posibilita, junto con el efecto precios internacionales, una expansión del saldo monetario de la balanza comercial fundamental para que un país como Argentina pueda hacer frente a los flujos de divisas necesarios para el pago en tiempo y forma del endeudamiento externo adquirido en su periodo de valorización financiera (1976-2001)<sup>1</sup>.

A su vez, ese crecimiento de la presión ambiental asociada al sector externo para pagar la deuda externa, entre otros flujos de salida de divisas, tiene como contrapartida una reducción de la Huella ecológica de la absorción doméstica que pasó del 68% al 59%, en un contexto de población total creciente. En definitiva, el intercambio ecológicamente desigual necesario para pagar la deuda externa está intrínsecamente asociado a la creciente deuda interna<sup>2</sup>. Mora, Peinado y Passalía (2022) muestran que esto ocurre a partir de la combinación de una Huella ecológica de la absorción doméstica relativamente constante y una Huella ecológica de las exportaciones fuertemente creciente (Gráfico 2).

### 3. El debate sobre la (no) monetización de la deuda ecológica

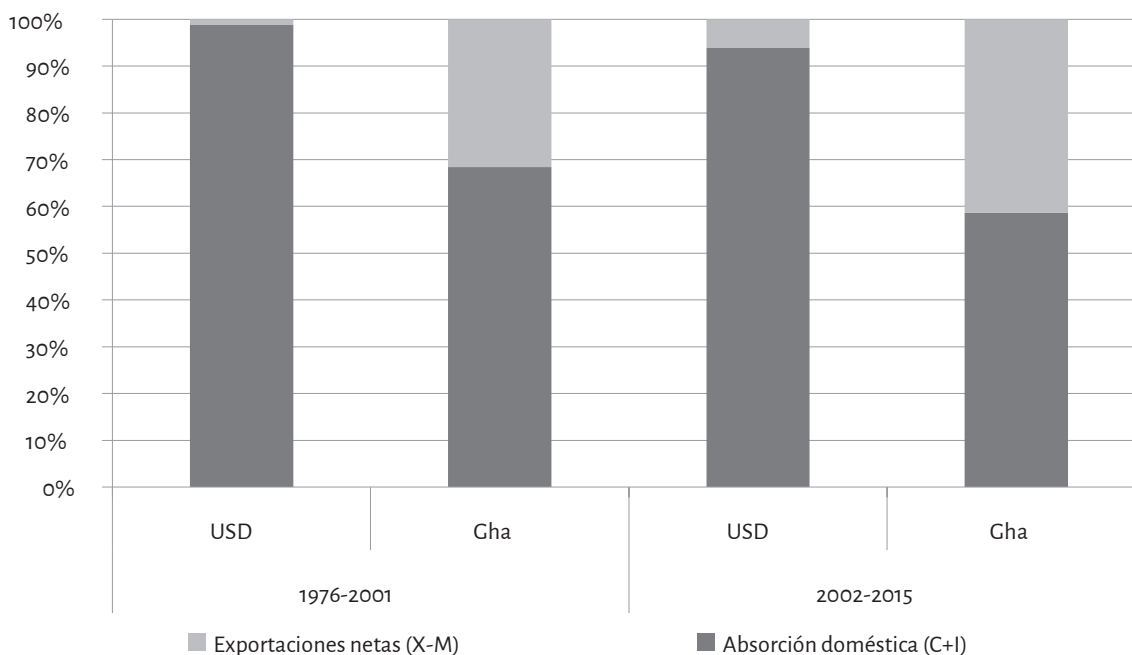
El intercambio ecológicamente desigual explicado en la sección anterior se introduce en el debate entre la economía ambiental<sup>3</sup> y la economía ecológica acerca

<sup>1</sup> Por un estudio de la presión sobre AlyC para maximizar las exportaciones para pagar los flujos de capitales, ver capítulo de Gustavo Burachik en este libro.

<sup>2</sup> La tensión de la deuda con los derechos humanos puede consultarse en el capítulo de Juan Pablo Bohoslavsky y Laura Clérico en este libro.

<sup>3</sup> La Economía Ambiental se basa en los mismos conceptos y supuestos básicos de la Economía Neoclásica. En esta corriente teórica los impactos ambientales son entendidos como una falla del mercado (una externalidad, un bien público o un recurso común). Esta falla de mercado no proporcionaría ninguna indicación con respecto al valor de las mercancías, lo que lleva a que sean considerados bienes gra-

**Gráfico 1.** Participación promedio de los principales agregados de las cuentas nacionales de Argentina en dólares corrientes y en hectáreas globales (Gha) *per cápita* entre 1976-2001 y 2002-2015.



**Fuente:** elaboración propia en base a datos del Banco Mundial y Global Footprint Network (Edición 2019)

de sí los precios pueden reflejar impactos ambientales. Mientras la economía ambiental insiste en valorar monetariamente los “bienes ambientales”, la economía ecológica se centra en mostrar las desigualdades marcadas entre los impactos monetarios y los impactos ambientales.

De este debate se desprende un segundo debate dentro de la economía ecológica acerca de si la deuda ecológica (o cualquier fenómeno que implique impactos ambientales) se debe expresar en unidades monetarias o en unidades biofísicas. Es decir, dado que los precios no reflejan los impactos ambientales como lo demuestra el intercambio ecológicamente desigual surgen las preguntas si la estimación de la acreencia ecológica debe ser valuada biofísicos o si es acertado pasar a precios los impactos ecológicos. La disyuntiva fundamental es sobre si monetizar o no monetizar<sup>4</sup>.

tuitos y a que se produzca una sobreexplotación de estos recursos. De acuerdo con este diagnóstico, la economía ambiental tiene como objetivo principal la agregación del medio ambiente al mercado mediante la internalización de esas externalidades adjudicándoles un valor monetario. Una vez internalizado, el medio ambiente pasa a tener las características de un bien económico, o sea, pasa a tener precio y/o derecho de propiedad.

<sup>4</sup> Existe un tercer debate entre la economía política y la economía ambiental acerca de la relación entre la naturaleza y las teorías del valor. Debido a la profundidad que merece este debate no fue abordado en este trabajo.

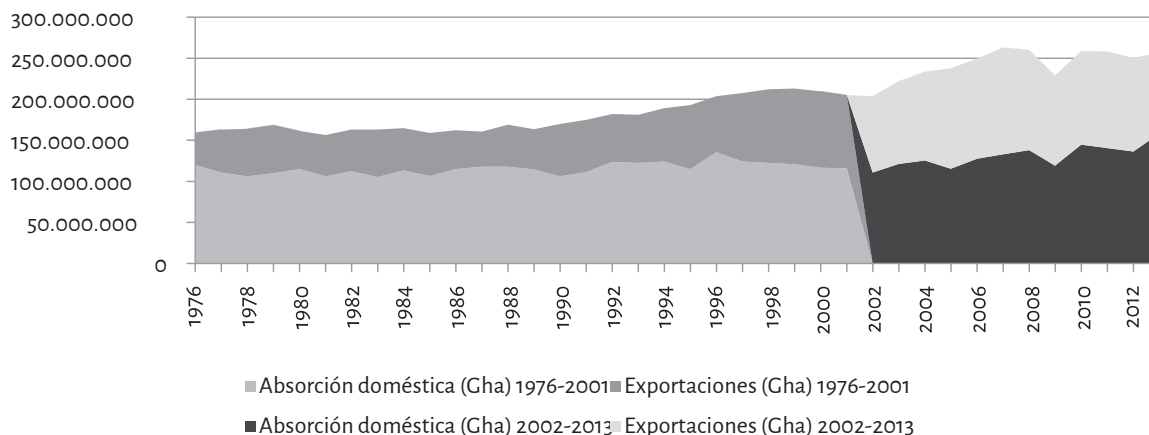
Por ejemplo, Pengue (2003), aunque reconoce las limitaciones de la monetización, afirma que éstas son compensadas por la facilidad para realizarla en algunos casos. De esta manera, puede intuirse que en la medida que se cuente con indicadores e instrumentos adecuados, la monetización no implicaría ninguna distorsión en sí misma y podría ser reflejo de los valores. Dos trabajos que pueden ejemplificar esta práctica de monetizar la deuda son el de Daniel Hoyos (2009) y Federico Zuberhan (2019).

Frente a los intentos de transformar la deuda ecológica en términos monetarios de manera de propiciar su comparabilidad con la deuda externa, y teniendo presente que existe un constante desacople entre la dimensión monetaria y la dimensión biofísica de los fenómenos económicos tal como lo refleja el intercambio ecológicamente desigual, diversos autores proponen otro tipo de valuaciones que permitan visibilizar la deuda ecológica de otra forma.

Por ejemplo, Schatan (1998) fue el primero que convirtió la deuda externa monetaria en unidades biofísicas y, de esta manera, se hace posible combinar la escala monetaria (cuya unidad de cuenta es el dinero, en este caso dólares estadounidenses) con la escala biofísica (cuya unidad de cuenta son los materiales y energía,



**Gráfico 2.** Patrón de producción de la Argentina: Absorción doméstica y exportaciones, en Gha. Argentina (1976-2001 y 2002-2013)



**Fuente:** Elaboración propia en base a Global Footprint Network (NFA 2017).

en este caso representados por la huella ecológica). En este sentido, se destacan dos componentes: por un lado, la venta subvaluada de los recursos naturales, es decir el intercambio ecológicamente desigual; y, en segundo lugar, la libre ocupación del espacio ambiental (la utilización de los mismos como sumideros de emisiones de CO<sub>2</sub> equivalente) conmensurable a partir del superávit/déficit de biocapacidad.

En un mismo sentido, más cercano en el tiempo, Hickel (2020) elaboró una metodología para cuantificar el impacto en el cambio climático por país. El autor destaca que al hablar de cambio climático lo que importa son las existencias de CO<sub>2</sub> en la atmósfera y no los flujos anuales. Por lo tanto, la responsabilidad debe medirse en términos de la contribución de cada país a las emisiones históricas acumuladas teniendo en cuenta las diferencias en el tamaño de la población.

Los resultados de Hickel establecen que EE.UU. ha contribuido con el 40% del total de emisiones nacionales excesivas<sup>5</sup>. Los países del G8 son responsables del 85% del total. La otra cara de la moneda está

<sup>5</sup> Metodológicamente establece como proporción justa nacional los 350 ppm de CO<sub>2</sub> atmosférico, toma el año 1850 como año base para calcular las emisiones históricas acumuladas y se basa en datos de emisiones basados en el consumo. A partir del cálculo del total de CO<sub>2</sub> emitido entre 1850 y 1990, el autor deriva el presupuesto de emisiones históricas acumulada dentro del límite planetario (830 gigatoneladas). Este presupuesto se distribuyó entre los países de acuerdo con la población de cada país como porcentaje de la población mundial. Mediante estos cálculos se puede estimar la participación justa nacional durante un período histórico en términos de estado-nación (Hickel, 2020).

representada por la mayoría de los países del mundo (108 de los 202 en este conjunto de datos) que tienen una acreencia ecológica. Estos resultados ilustran lo que podría denominarse un proceso de colonización atmosférica: un pequeño número de países de altos ingresos se han apropiado de una parte sustancialmente mayor de la que les corresponde de los bienes comunes atmosféricos.

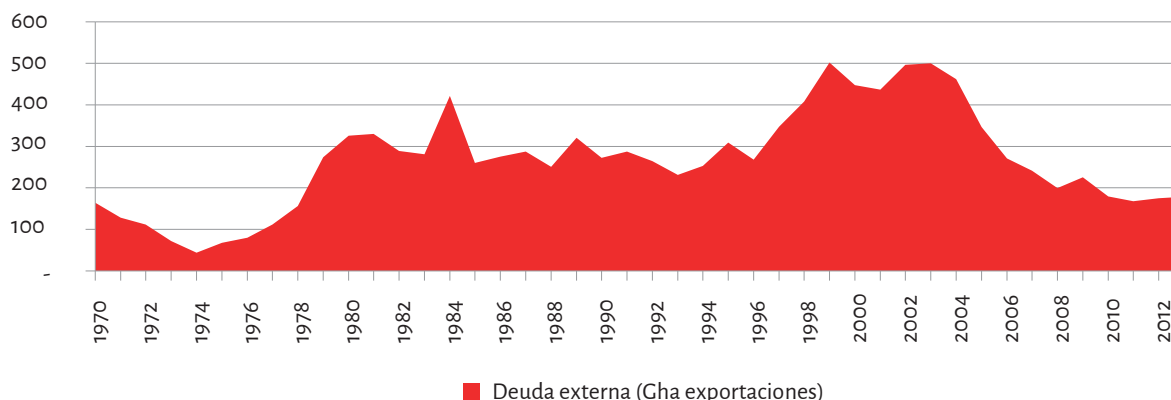
Bajo esta óptica, tal como refiere Rice (2009), la deuda ecológica se coloca en el centro del nexo entre la tendencia a patrones de producción más sustentables en los países centrales, pero con patrones de consumo insustentables, y su contracara en la periferia con patrones de consumo más sustentables que los patrones de producción y en especial de exportaciones.

#### 4. Un ejercicio de cálculo para el caso argentino

¿Cómo podría calcularse la deuda ecológica en el caso argentino?<sup>6</sup> Lo primero que se puede hacer es reestimar la deuda externa en términos biofísicos de la Huella ecológica. ¿Cómo se hace eso? Una alternativa (no necesariamente la mejor) es tomar el monto monetario de la deuda externa y dividirlo por el precio implícito por hectárea global (la unidad de medida de la Huella ecológica), y estimar con ello las exportaciones necesarias para cancelar la deuda. De esta manera, lo que se calcula implícitamente

<sup>6</sup> Para comparar con la dinámica de la deuda financiera, ver capítulo Francisco Cantamutto en este libro.

**Gráfico 3.** Deuda externa de la Argentina, en millones de Gha (1970-2013)



**Fuente:** elaboración propia en base a Banco Mundial (World Development Indicators), Banco Mundial (International Debt Statistics) y Global Footprint Network (NFA 2017).

es cuántas hectáreas globales se debería dedicar a exportaciones para pagar la deuda externa (Gráfico 3)

El siguiente paso es estimar la subvaluación de las exportaciones derivada del intercambio ecológicamente desigual. Ahí aparece un segundo problema: es relativamente fácil identificar precios o términos de intercambio injustos y desfavorables, pero esto lleva implícita la idea de que existirían precios justos, algo que no es un hecho incontrovertido. De hecho, cómo no adherimos a la idea de la existencia de precios justos, lo que se hizo fue estimar 3 escenarios con precios de las exportaciones en hectáreas globales efectivamente realizadas entre 1970 y 2013 (Gráfico 4).

La línea azul expresa el valor monetario de las exportaciones. Las estimaciones se ubican todas por encima de esa línea real. La primera de ellas (línea amarilla) reemplazó el precio de las exportaciones por el precio promedio ponderado de las exportaciones netas (exportaciones menos importaciones). La segunda estimación (línea gris) tomó como base el precio promedio tanto de exportaciones como importaciones. Mientras que la estimación de máxima (línea naranja) fue que las exportaciones se hubieran realizado al precio de las importaciones. La intuición aquí es que existe un desfase de precios entre lo que se vende y lo que se compra al mundo, y que si el valor de ambos flujos se aproximara, se reducirían las discrepancias.

Una vez estimado ese flujo de ingresos no ingresados al país, justamente por enfrentar un intercambio eco-

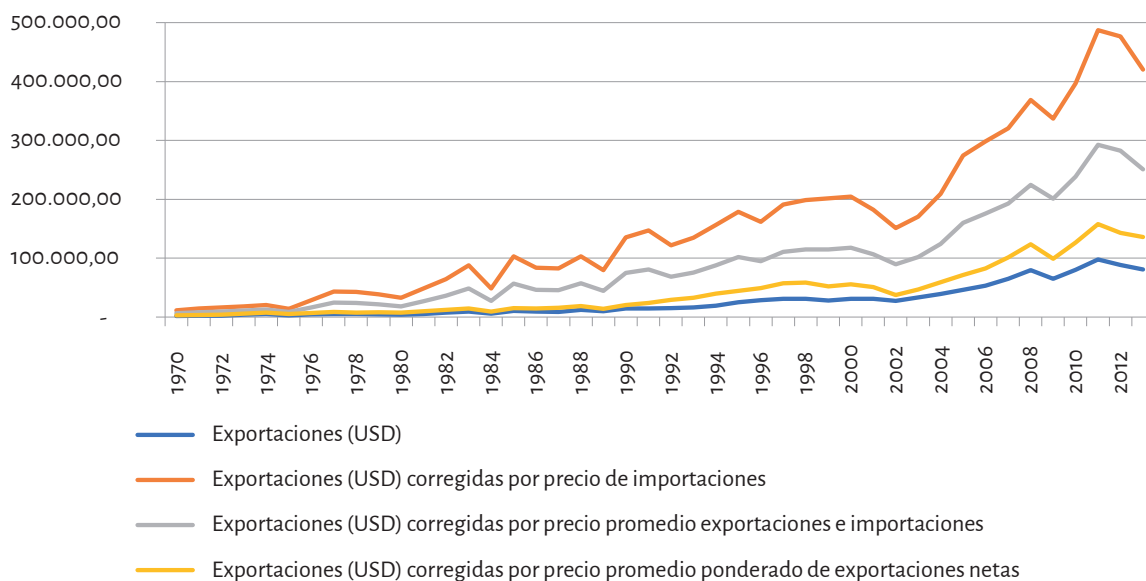
lógicamente desigual, se tomó la más conservadora de las estimaciones (línea amarilla, precio promedio ponderado de exportaciones netas), se lo transformó en hectáreas globales de exportaciones que no hubieran sido necesario explotar para obtener el mismo flujo de divisas que en definitiva se obtuvo. Todo ello se lo comparó con la deuda externa en términos biofísicos (Gráfico 5).

Lo primero que se puede afirmar a partir de estas estimaciones es que Argentina es una nítida acreedora ecológica, al mismo tiempo que es deudora en términos monetarios (Mora, Piccolo, Peinado, & Ganem, 2021). La transformación de ambos conceptos a una unidad de medida no monetaria permite dimensionar la magnitud de dicha acreencia ecológica. En términos concretos, desde 1972 esa acreencia ecológica supera a la deuda externa. Es decir, la deuda externa argentina ya está pagada hace tiempo.

En relación a la magnitud de dicha acreencia ecológica que nunca se vio ni siquiera desacelerada, en 2013 el stock de acreencia ecológica representa algo más de 2.744 millones de hectáreas globales con una deuda externa en términos biofísicos cuyo pico fue en 1999 con casi 502 millones de hectáreas globales. Esto implica una relación de 5,46 veces, lo que significa que Argentina no solo es acreedora ecológica, sino que es acreedora por casi 4 veces y media más de lo que debe por deuda financiera.

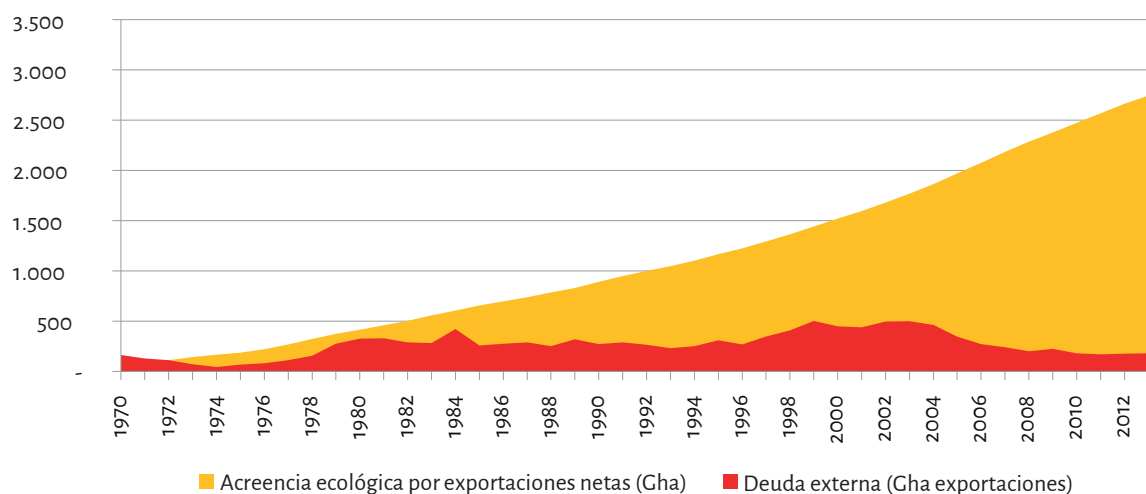
Al igual que otros análisis (Schatan, 1998; Srinivasan, y otros, 2008; Hickel, 2020), esto permite concluir

**Gráfico 4.** Exportaciones de Argentina, en millones de dólares (1970-2013)



**Fuente:** elaboración propia en base a Banco Mundial (World Development Indicators) y Global Footprint Network (National Footprint Accounts 2017).

**Gráfico 5.** Deuda externa de la Argentina, en millones de Gha (1970-2013)



**Fuente:** elaboración propia en base a Banco Mundial (World Development Indicators), Banco Mundial (International Debt Statistics) y Global Footprint Network (NFA 2017).

que en el mundo existen acreedores ecológicos en el comercio internacional. La dimensión propuesta en este escrito es que esa acreencia ecológica (como en el caso argentino) está profundamente ligada al endeudamiento externo: la obligación de pagar la deuda externa y sus intereses obliga a conseguir un excedente monetario que, en parte, proviene del proceso de reprimarización económica y de un inter-

cambio ecológicamente desigual. En este sentido, la deuda ecológica es un potente concepto político-económico y una herramienta interdisciplinaria para denunciar la insostenibilidad ecológica (y social) de la inserción internacional de países como Argentina, y cuestionar los mecanismos de dominación invisibilizados por la legitimidad de la deuda externa.

## Bibliografía

- Barcena, I. y Lago, R. V. (2009). *Energía y deuda ecológica, Transnacionales, cambio climático y alternativas*. Barcelona: Icaria.
- Belloni, P. y Peinado, G. (2013). Inserción externa, capitales transnacionales e intercambio ecológicamente desigual en la América del Sur posneoliberal. *Sociedad y Economía* (25), 15-38.
- Colectivo de Difusión de la Deuda Ecológica. (2003). *Deuda Ecológica, ¿Quién le debe a quién?* Barcelona: Icaria.
- Hickel, J. (2020). Quantifying national responsibility for climate breakdown: an equality-based attribution approach for carbon dioxide emissions in excess of the planetary boundary. *Lancet Planet Health*, 399-404.
- Hoyos, D. (2009). Cambio climático y deuda ecológica. La deuda del carbono en la Comunidad Autónoma del País Vasco. En I. Barcena, R. Lago y U. Villalba, *Energía y deuda ecológica. Transnacionales, cambio climático y alternativas*. Madrid: Icaria.
- López Cabana, M. S. (2012). *El concepto de deuda ecológica frente a la deuda externa. El caso de Ecuador y España. Una aproximación al sector petrolero.* Madrid: Instituto Universitario de Investigación Ortega y Gasset.
- Martínez Alier, J. (2007). Cuantificación de la deuda ecológica. *Gestión y ambiente*, 23-33.
- Mora, A., Peinado, G. y Passalía, C. (2022). El metabolismo socioeconómico argentino bajo los distintos patrones de acumulación (1961-2013). *Realidad Económica*, 43-80.
- Mora, A., Piccolo, P., Peinado, G. y Ganem, J. (2021). La Deuda Externa y la Deuda Ecológica, dos caras de la misma moneda: el intercambio ecológicamente desigual entre la Argentina y el resto del mundo. *Cuadernos de Economía Crítica*, 39-64.
- Muradian, R. y Martínez-Alier, J. (2001). Trade and the environment: from a "Southern" perspective. *Ecological Economics*(36), 281-297.
- Peinado, G. (2015). Intercambio ecológicamente desigual e Intercambio desigual en Oscar Braun Nexos, puntos en común y especificidades. *Revista Iberoamericana de Economía Ecológica, REVIBEC*, 24.
- Pengue, W. (2003). La pampa sin el ombú... Comercio ecológicamente desigual y deuda ecológica. *Realidad Económica*(190), 1-9.
- Rice, J. (2009). North-South Relations and the Ecological Debt: Asserting a Counter-Hegemonic Discourse. *Critical Sociology*, 35(2), 225-252.
- Schatan, J. (1998). *El saqueo de América Latina. Deuda externa y neoliberalismo*. Santiago de Chile: Fundación CENDA.
- Srinivasan, T., Carey, S., Hallstead, E., Higgins, P., Kerr, A., Koteen, L.,... Norgaard, R. (2008). The debt of nations and the distribution of ecological impacts from human activities. *PNAS*, 105(5), 1768-1773.
- Zuberman, F. (2019). Suelo virtual y deuda ecológica. Un cálculo para la expansión de la soja en Argentina. *SaberEs*, 81-95.

# Estrategias de lucha frente a la dominación de la deuda

Beverly Keene\*

El drama de la deuda pública en Argentina encaja casi a la perfección en el ciclo de endeudamiento moderno que, hace 50 años, arranca a nivel mundial con la aplicación por parte del gobierno de EEUU de una política de libertad cambiaria, apertura financiera y “reordenamiento” agresivo de sus relaciones internacionales. La impronta particular de este ciclo en América latina y el Caribe fue anticipada ya en la gira regional realizada unos años antes, a instancias del Secretario del Estado Henry Kissinger y el Presidente Richard Nixon, por el entonces gobernador Nelson Rockefeller, hermano del presidente y CEO del banco más grande de EE.UU. y herederos ambos del imperio petrolero Standard Oil.<sup>1</sup>

En Argentina, su imposición vino de la mano de la feroz represión y el “Proceso de Reorganización Nacional” ejecutados a partir del golpe de Estado en 1976. El Fondo Monetario Internacional (FMI) fue la segunda entidad en reconocer a la Junta militar – después del gobierno de EE.UU. -, y en apenas dos días acordó otorgarle un primer préstamo, más importante como señal de largada para los grandes bancos que por su monto y términos propios. La deuda pública reclamada a la Argentina, en ese momento mayormente externa, fue multiplicada por seis durante los siete años de la dictadura (1976-1983), mientras el empleo, los salarios y el bienestar general se desplomaban con un modelo productivo

primarizado y puesto al servicio de un capitalismo mundial, cada vez más globalizado y financierizado, y sus socios locales.

La lucha frente al despojo de la deuda no tardó en aparecer. Antes incluso de finalizar la dictadura, el costo social del endeudamiento estaba presente en las demandas y movilizaciones sindicales y de derechos humanos. El ciudadano Alejandro Olmos realizó la primera denuncia penal contra la estafa en curso.<sup>2</sup> Al mismo tiempo, el jurista y diplomático Miguel Ángel Espeche Gil empezó acciones con miras a llevar el crimen de la deuda a la Corte Internacional de La Haya, señalando la ilicitud del alza unilateral por parte de EE.UU., de la tasa de interés cobrada sobre los reclamos de deuda pendientes.<sup>3</sup>

Desde entonces, con múltiples formas e instancias organizativas, a veces con más fuerza, a veces con menos, se han desplegado una amplia gama de estrategias de lucha frente al pago de una deuda ampliamente rechazada por sus impactos y consecuencias, denunciada por su carácter ilegítimo y fraudulento y repudiada por su utilización como instrumento de dominación. La *Autoconvocatoria por la Suspensión del Pago e Investigación de la Deuda* es una de las expe-

\* Economista, docente de la Cátedra Cultura para la Paz y los Derechos Humanos, Cs. Soc./UBA, coordinadora Diálogo 2000 - Jubileo Sur Argentina e integrante, Autoconvocatoria por la Suspensión del Pago e Investigación de la Deuda.

<sup>1</sup> Rockefeller, Nelson, Informe presentado por una Misión Presidencial de los EE.UU. al Hemisferio Occidental, 1969, <https://repositorio.uai.cl/handle/20.500.12858/113>. Ver también una contextualización de la visita y de los Rockefeller, en “El Imperio Rockefeller”, Suplemento de la Revista Punto Final, Santiago de Chile, 1969, [https://punto-final.org/PDFs/1969/PF\\_081\\_doc.pdf](https://punto-final.org/PDFs/1969/PF_081_doc.pdf); y una nota de la Oficina del Historiador de EE.UU. sobre el mismo, <https://history.state.gov/historicaldocuments/frus1969-76vo4/d122>.

<sup>2</sup> Según lo expresa el fallo judicial logrado 18 años después, Olmos basó su primera denuncia en el hecho de que el plan económico del período 1976/1981, dirigido por el Ministro de Economía y anterior presidente del Consejo Empresarial Argentino, José Alfredo Martínez de Hoz, se realizó “con miras a producir un incalificable endeudamiento externo; que el ingreso de divisas fue con el objeto de negociar con las tasas de interés, produciendo quiebras y cierres de empresas y dificultades en la capacidad exportadora y de producción y crecimiento del país”. En sucesivas ampliaciones, enfocó entre otros aspectos el endeudamiento sistemático de las empresas públicas y la estatización fraudulenta de las deudas de las grandes empresas privadas. Olmos, Alejandro S/ Denuncia, Causa No. 14.467, Expte. Nro. 7.723/98, 13/7/2000, <https://www.dipublico.org/3844/olmos-alejandro-sdenuncia/>

<sup>3</sup> Espeche Gil, Miguel Angel, La Doctrina Espeche, s/f, Buenos Aires, disponible en [http://www.derecho.uba.ar/institucional/proyectos/dext\\_espeche.pdf](http://www.derecho.uba.ar/institucional/proyectos/dext_espeche.pdf)

riencias más recientes en ese respecto. Lanzada en enero de 2020, apenas semanas después del cambio de gobierno, ha buscado construir sobre los diversos antecedentes y abrir nuevos horizontes de resistencia en el contexto de la más grave crisis socioeconómica y de deuda en Argentina, después del colapso producido en 2001/2002.

## 1. No pagamos lo que no debemos

La firma en junio de 2018 del acuerdo-préstamo más grande de la historia del FMI culminó el acelerado proceso de endeudamiento externo, al cual se había lanzado el gobierno del Mauricio Macri (2015-2019) desde que asumió. Así volvió al centro del escenario político, social, económico y ecológico del país este drama moderno de una deuda eterna y esclavizante<sup>4</sup>. Al final de su mandato, 18 meses después, la economía argentina ya llevaba dos años de recesión, la población viviendo por debajo de la línea de la pobreza había saltado de 27 al 36%<sup>5</sup> y un cuarto del presupuesto nacional estaba dedicado al pago de intereses. Se había logrado la hazaña de defaultear sus propias emisiones de deuda en moneda local, y todos los prestadores externos reconocían plenamente que sus reclamos de pago, en lo inmediato, eran incobrables.<sup>6</sup>

El nuevo desembarco del FMI en Argentina había sacudido a diversas corrientes de oposición histórica a sus recetas y programas. Amplios sectores sindicales, sociales y políticos protagonizaron dos grandes concentraciones reclamando la no firma del acuerdo. Muchos de ellos lo hicieron ya en clave preelectoral, y terminaron integrando el frente electoral con base en el peronismo que logró poner fin al gobierno de Macri a fines de 2019<sup>7</sup>. Otros sectores, que se venían articulando frente a la próxima realización en el país de la cumbre presidencial del G20, también protagonizaron importantes movilizaciones en ocasión de las reuniones previas, en las cuales participaba la enton-

ces directora general del FMI, Christine LaGarde.<sup>8</sup> Se presentaron varias denuncias judiciales, basándose en el incumplimiento de la normativa constitucional y administrativa vigente, obviando por ejemplo la participación del Congreso Nacional en la aprobación del Acuerdo.<sup>9</sup> Estas encontraban cierto eco en la campaña de la fórmula presidencial que resultó ganadora al año siguiente.

Fue en ese marco que una vez asumido el nuevo gobierno, un pequeño núcleo de organizaciones sociales, de derechos humanos, sindicales y político-partidarias, decidieron autoconvocarse para impulsar una campaña de movilización popular exigiendo la suspensión inmediata de los pagos y la investigación del acuerdo con el FMI y toda la deuda reclamada.<sup>10</sup> Ante la expectativa de un escenario de negociaciones relativamente rápidas (de tres a seis meses) para reestructurar los pagos imposibles de cumplir a corto plazo, y el margen de esperanza suscitado en muchos sectores por el recambio gubernamental, se planteó llamar a la más amplia participación de todos los sectores, dentro y fuera del nuevo gobierno, para llevar la campaña a las calles y a todos los ámbitos populares e institucionales.

Algunas de las primeras organizaciones de esta *Autoconvocatoria por la Suspensión del Pago e Investigación de la Deuda*, como Diálogo 2000, Attac, Economistas de Izquierda y la Corriente Política de Izquierda, ya habían activado juntas en varias campañas anteriores, tanto en el país como a nivel mundial.<sup>11</sup> Entre otros antecedentes, se incluye la Consulta Popular sobre el ALCA,

<sup>4</sup> Por más detalles sobre la dinámica de la deuda pública argentina, ver capítulo de Francisco Cantamutto en este libro.

<sup>5</sup> Datos tomados del INDEC, disponibles en <https://www.indec.gov.ar/indec/web/Nivel4-Tema-4-46-152>

<sup>6</sup> Cantamutto, Francisco y Álvarez, Ayelén, "Los mismos buitres otra vez", *El cohete a la luna*, NOV 24, 2019, <https://www.elcohetelaluna.com/los-mismos-buitres-otra-vez/>

<sup>7</sup> ver Proclama popular del 25 de mayo de 2018, La patria está en peligro. Disponible en <https://www.pagina12.com.ar/117212-proclama-popular-del-25-de-mayo>

<sup>8</sup> Campaña Nunca Más contra el acuerdo con el FMI, la deuda y las políticas del G20, Declaración, Buenos Aires, 21/7/18, <https://dialogo2000.blogspot.com/2018/07/miles-marchamos-hoy-por-el-nunca-mas-fmi.html>; <https://www.telesur.com.ar/news/protestan-contra-reunion-grupo-veinte-argentina-fmi-20180721-0017.html> de julio de 2018

<sup>9</sup> Redacción La Voz, "Las denuncias contra Macri por el préstamo del FMI vienen desde 2018", *La Voz*, Córdoba, 1/3/21. <https://www.lavoz.com.ar/politica/denuncias-contra-macri-por-pres-tamo-del-fmi-vienen-desde-2018/>. Ver también el sitio "FMI en Argentina: Maniobra 2018", <https://fmiargentina.com>

<sup>10</sup> Autoconvocatoria por la Suspensión del Pago e Investigación de la Deuda, "Frente a la deuda y el FMI nos autoconvocamos hacia una amplia campaña de movilización popular", Bs. As., 29/01/2020. <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2020/04/29-01-2020-frente-la-deuda-y-el-fmi-nos.html>

<sup>11</sup> Diálogo 2000 fue una de las organizaciones fundadoras, en 1999, y desde entonces integra la red Jubileo Sur. <http://jubileesouth.blogspot.com>; Jubileo Sur, Jubileo Sur a 10, Buenos Aires, 2011, [https://jubileesouthglobal.files.wordpress.com/2012/02/espaniol\\_doble.pdf](https://jubileesouthglobal.files.wordpress.com/2012/02/espaniol_doble.pdf); <https://jubileosuramericas.net>. Attac-Argentina integra la red Cadtm: <https://www.cadtm.org> En el país y el mundo, las dos redes suelen actuar juntas.

la Deuda y la Militarización en 2003<sup>12</sup> y, más recientemente, en la resistencia que se articuló entre 2014 y 2016, en medio de las batallas contra los fondos buitres durante los últimos dos años del gobierno de Cristina Fernández de Kirchner (2007-2015), con la Asamblea sobre la Deuda, el Patrimonio y los Bienes Comunes.<sup>13</sup> Otras organizaciones, como el Movimiento por la Unidad Latinoamericana y el Cambio Social, el Frente Popular Darío Santillán-Corriente Plurinacional, la CTA-Autónoma, Opinión Socialista, el PRML, el Movimiento Socialista de los Trabajadores Poder Popular y la Corriente Social y Política Marabunta, sumaron una importante presencia territorial y capacidad movilizadora popular.

Motivadas por la grave situación social, y la convicción de que las deudas histórica, social y ecológica con los pueblos y la naturaleza tienen prioridad sobre cualquier exigencia financiera, las organizaciones autoconvocadas plantearon la necesidad y urgencia de fortalecer la resistencia a cualquier pago en las calles, visibilizando sus costos y consecuencias en la vida cotidiana y vinculándolos con la enorme conflictividad existente a raíz del empobrecimiento, la precarización laboral, el extractivismo y el ecocidio. Se plantearon, asimismo, ampliar y profundizar las denuncias recientes e históricas, en torno a la ilegitimidad e ilegalidad de una pretendida deuda que, desde tiempos de la dictadura y junto con los varios acuerdos firmados con el FMI, nunca había dejado de condicionar el modelo económico y violar la vida y los derechos del pueblo.

La gran mayoría de las primeras organizaciones autoconvocadas compartían plenamente la demanda de “No pago” sin más, entendiendo que el carácter fraudulento y odioso de los reclamos de pago estaba ampliamente comprobado. Coincidían, sin embargo, en la necesidad de ampliar el movimiento, más allá de quienes ya estaban convencidos, abriendo lugar a la duda. Afirmar que “las estafas no se pagan” o que

“la deuda es con los pueblos y la naturaleza, no con el FMI”, permitió interpelar de otra manera a nuevos sectores sociales. Al cuestionar la existencia misma de una deuda, que para mucha gente debe ser “honrada” cueste lo que cueste, se ayuda a desmitificar una de las armas culturales más importantes desplegadas por el sistema de la deuda eterna.

Ante el costo prohibitivo del “servicio” de la deuda y la puesta en duda de su legitimidad, la suspensión del pago se torna una exigencia de sentido común, no solo por la urgencia de la enorme crisis social sino para evitar la complicidad en la estafa y males peores. Lograr que un estafador devuelva lo que se le ha pagado injustamente es mucho más difícil que no pagar lo que, a lo mejor, efectivamente no se debe. La investigación integral de los reclamos de pago, con participación y control popular, para conocer los orígenes, los usos, los beneficiarios y quienes han sido damnificados, fue el camino complementario planteado para desenmascarar los crímenes cometidos por la deuda y movilizar la fuerza popular necesaria para avanzar en justicia, repudiando lo nulo, sancionando los responsables y logrando las reparaciones debidas.

## 2. Sostenibilidad de la deuda, ¿o de la vida?

No se le escapaba a nadie el desafío planteado. En las cuatro décadas que han sucedido al final de la dictadura, ningún gobierno argentino, ningún Congreso Nacional, había asumido sus responsabilidades para investigar, y anular, la estafa. Ninguno había asumido sus obligaciones para cumplir con los derechos humanos del pueblo<sup>14</sup>, antes de cumplir con los reclamos de deuda cuya legitimidad nunca había sido establecida. Tampoco el Poder Judicial había actuado conforme al derecho; entre otras causas abiertas, se tardó 18 años para llegar a sentencia respecto a las denuncias iniciadas por Alejandro Olmos, constatando entonces la comisión de más de 477 arbitrariedades en la acumulación de una deuda que “carecía de todo sentido económico” y que “puso el país de rodillas ante el poder financiero”, pero dejando todo como estaba, sin sanción alguna, por el mero paso del tiempo.<sup>15</sup>

<sup>12</sup> Jornadas Populares Contra el ALCA, ANRed, 1/4/04, <https://www.anred.org/2004/04/01/jornadas-populares-contra-el-alca/>; Keene, Beverly, “A 10 años de Mar del Plata: ALCA, deuda, militarización”, en ALAI Revista #509, Quito, Ecuador, <https://dialogo2000.blogspot.com/2015/11/nota-editada-en-la-revista-america.html>; “Balance de las Primeras Jornadas de Consulta Popular sobre “ALCA, Deuda Externa y Militarización”, CADTM, 5/1/04, <http://www.cadtm.org/Balance-de-las-Primeras-Jornadas>

<sup>13</sup> Asamblea por la Suspensión del Pago e Investigación de la Deuda y por la Defensa del Patrimonio Nacional y los Bienes Comunes, Argentina, <https://asambleadeudaybienescomunes.wordpress.com/>

<sup>14</sup> Sobre la relevancia de los Derechos Humanos para el manejo de la deuda, ver cap. Juan Pablo Bohoslavsky y Laura Clérico en este libro.

<sup>15</sup> Olmos s/denuncia, op cit.; Diálogo 2000, “Verdad sin Justicia”, Bs. As., 20/7/00, <https://dialogo2000.blogspot.com/2000/07/verdad-sin-justi->

En otro momento clave, luego del estallido económico en 2001 y la declaración de una moratoria de pagos sobre los bonos de la deuda en manos privadas - ovacionada de pie en el Congreso -, los presidentes Eduardo Duhalde (2002-2003) y Néstor Kirchner (2003-2007) también esquivaron cualquier investigación antes de negociar la reestructuración de los bonos y pagarle al FMI, emitiendo aún más deuda en los mercados internacionales de capital.<sup>16</sup> Poco antes de entregar el gobierno a Mauricio Macri, la presidenta Cristina Fernández de Kirchner respondió a la presión de esos mismos mercados jactándose de que Argentina era un “pagador serial” de reclamos de deuda cuyos orígenes ilegítimos, al mismo tiempo, no dudaba en reconocer.

Más en lo inmediato, el nuevo presidente, Alberto Fernández (2019-), anunció antes de asumir su decisión de negociar para pagar, obviando cualquier referencia a una eventual investigación e incluso de las críticas que había hecho en campaña y afirmando más bien como objetivo prioritario tornar los reclamos de pago “sostenibles”. De ahí que, a los pocos días del gobierno, logró la aprobación por parte del Congreso Nacional de una ley declarando la emergencia social y afirmando la necesidad de reestructurar los vencimientos, que coronó con la presentación pública de la estrategia oficial con la firma, y la foto, de un *Compromiso Argentino por el Desarrollo y la Solidaridad*, comprometiendo a las grandes cámaras empresariales, las centrales sindicales y los movimientos sociales oficialistas, a apoyar el plan negociador.<sup>17</sup>

La *Autoconvocatoria* realizó sus primeras acciones públicas confrontando directamente con la política anunciada y afirmando la existencia de alternativas. Mientras la Cámara de Diputados y luego el Senado aprobaban, con el solo disenso suyo en la calle y del

Frente de Izquierda y de Trabajadores-Unidad (FIT-U) en Diputados, una segunda ley estableciéndose de “interés prioritario del Estado” la “Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública emitida bajo Ley Extranjera”,<sup>18</sup> la *Autoconvocatoria* denunció que “avanzar en la negociación con los bonistas y sostener los pagos implica validar la estafa (otorgando) un cheque en blanco al Poder Ejecutivo para pagar sobre la base de la impunidad. La prioridad debe ser otra: garantizar nuestros derechos y necesidades básicas. Por eso planteamos suspender todo pago e iniciar una investigación integral y participativa...”<sup>19</sup>

Desde las veredas del Congreso, se llamó a todo el pueblo a construir una campaña activa en las calles, informando y sensibilizando, debatiendo y movilizándolo hacia otro camino, el camino de la justicia y la sostenibilidad de la vida, de la organización y la participación popular en defensa de nuestros derechos. Y así empezaron las acciones, con jornadas de difusión y de movilización en Buenos Aires y otras localidades del país, hasta que apenas un mes después, la pandemia obligó a sustituir la calle por la pantalla. Mientras tanto, el gobierno ya había dado una primera respuesta a las demandas, anunciando el presidente, al inaugurar el Congreso el 1 de marzo, que pediría al Banco Central de la República Argentina (BCRA), un informe sobre la fuga de capitales y el destino de las divisas prestadas por el Fondo.

### 3. Juicio Popular a la Deuda y al FMI

El FMI envió a mediados de febrero de 2020 una misión “técnica” para iniciar en directo las conversaciones con las nuevas autoridades. Los movimientos sociales y sindicales más afines al gobierno recibieron la visita con su primera y última movilización importante frente al pago del acuerdo con el FMI, concentrándose masivamente frente al Congreso

[cia.html](#); Diálogo 2000, “A 10 años del Fallo Olmos sobre la Illegitimidad de la Deuda: ¿Auditar o Seguir pagando?”, Bs.As., 13/7/10. <https://dialogo2000.blogspot.com/2010/07/a-diez-anos-del-fallo-olmos-sobre-la.html>

<sup>16</sup> Diálogo 2000, “Dirigentes sociales, religiosos y políticos presentaron Recurso de amparo contra el pago al FMI”, Bs. As., 29/12/05. <https://dialogo2000.blogspot.com/2005/12/presentan-recurso-de-amparo-contra-el.html>

<sup>17</sup> Firma del Compromiso Argentino por el Desarrollo y la Solidaridad, TV Pública, Argentina, 27.12.19. [https://youtu.be/omm9iS\]bAvQ](https://youtu.be/omm9iS]bAvQ); Redacción Análisis Digital, “Gobierno, empresarios y gremios firmaron el Compromiso por el Desarrollo y la Solidaridad”, Paraná, Entre Ríos, 27/12/19, <https://www.analisisdigital.com.ar/nacionales/2019/12/27/gobierno-empresarios-y-gremios-firmaron-el-compromiso-por-el-desarrollo-y-la>

<sup>18</sup> Argentina, “Restauración de la sostenibilidad de la deuda pública emitida bajo ley extranjera”, Ley 27.544, publicada en el Boletín Oficial el 12.2.2020, <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/225362/20200212> No tan casualmente, el FMI en octubre de 2019 se había cambiado sus normas, que prohibían prestar a países cuyas deudas eran insostenibles, para admitir la posibilidad de prestar nuevas sumas a países que estaban en “proceso de restaurar esa sostenibilidad.”

<sup>19</sup> Autoconvocatoria por la Suspensión del Pago e Investigación de la Deuda, “Declaración ante la Llegada de la Misión del FMI”, Argentina, 11/2/20, <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2020/04/11-02-2020-declaracion-ante-la-llegada.html>



para apoyar la estrategia negociadora oficial tal como se habían comprometido. La izquierda, liderada por los partidos trotskistas del FIT-U, marcharon a Plaza de Mayo para exigir el No pago frente a la sede del gobierno. La *Autoconvocatoria*, integrada ya por una diversidad creciente de organizaciones de posicionamientos políticos diferentes, optó por seguir convocando a una campaña heterogénea e independiente, movilizándose a la sede del FMI en Buenos Aires el 11 de febrero, en las vísperas de la llegada, y acordando “libertad de acción” ante las demás convocatorias.

Fue en ese momento que se lanzó la primera invitación a construir un *Juicio Popular a la Deuda y al FMI*, visualizándolo como una herramienta de articulación, difusión y movilización a través de la cual se ejercería “el derecho y la capacidad de dar nuestro propio veredicto sobre los acontecimientos que afectan a nuestra vida y futuro”. Fue concebido como “una oportunidad colectiva de unir nuestras denuncias y demandas y avanzar en la identificación y construcción de salidas solidarias de justicia... establecer responsabilidades, señalarlas públicamente, promover las sanciones y la reparación correspondientes.”<sup>20</sup> En los considerandos de su eventual Fallo, las y los jueces populares resumieron su significado y potencia así:

Resulta de particular importancia juzgar y lograr evidenciar los derechos humanos afectados por la deuda pública asumida por Argentina, no transparentada, sin auditorías, con secretismos inaceptables ante el pueblo y un accionar del FMI, contrario a sus propias regulaciones y a derechos humanos fundamentales. Todo ello, a la luz de los valores de la ética y la solidaridad popular, consagrados en principios legales y constitucionales, declaraciones y normas regionales y universales de derechos humanos, derechos de los pueblos y de la naturaleza.<sup>21</sup>

Sobraban antecedentes en el país y el mundo de iniciativas similares de constituir tribunales éticos de opinión para visibilizar y calificar aquellas situaciones en las que la violación masiva de los derechos fundamentales no encuentra reconocimiento, ni respuestas institucionales. Su legitimidad radica en la

voluntad soberana de los pueblos. Organizaciones y referentes de la *Autoconvocatoria* habían participado antes de experiencias similares, como por ejemplo en la sesión de 1988 del *Tribunal Permanente de los Pueblos* - heredero del Tribunal Russell que había juzgado a las dictaduras en América Latina - que condenó a las políticas del FMI y del Banco Mundial en Berlín<sup>22</sup>, en el *Tribunal Internacional de los Pueblos sobre la Deuda* convocado por Jubileo Sur en 2002 durante el II Foro Social Mundial<sup>23</sup>, varios Juicios populares impulsados en el país en los años '90 por Alejandro Olmos y el Foro argentino de la Deuda Externa, y en el *Tribunal ético sobre la Deuda Externa y las políticas de ajuste neoliberal* que organizaron Diálogo 2000 y otros en Buenos Aires en el año 2000.<sup>24</sup>

La idea original era organizar el *Juicio Popular* en etapas, desarrollando sesiones en distintos lugares del país como una manera de involucrar a muchas organizaciones de base en sus territorios, relacionando sus problemáticas locales con los crímenes de la deuda y del Fondo. La realidad de la pandemia obligó a otras formas y tiempos, mientras también se fue frustrando la esperanza inicial del gobierno de una rápida reestructuración de los reclamos de deuda. Finalmente se dio inicio al Juicio de manera totalmente virtual en julio de 2020, como un homenaje a Alejandro Olmos, al cumplirse 20 años del Fallo judicial en la causa que él había iniciado en 1982.<sup>25</sup>

Desde entonces hasta fin de ese año, el *Juicio Popular* fue el foco de acción de la *Autoconvocatoria*, preparando, realizando y difundiendo los Foros semanales de denuncia y de peritaje que constituían el corazón de la iniciativa.<sup>26</sup> Se logró rápidamente un público vir-

<sup>20</sup> Autoconvocatoria por la Suspensión del Pago e Investigación de la Deuda, “Convocatoria a Juicio Popular a la deuda y al FMI”, 11/2/2020 <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2020/04/11-02-2020-convocatoria-juicio-popular.html>

<sup>21</sup> Juicio Popular a la Deuda y al FMI, Fallo, 14/12/2020, Argentina, <https://bit.ly/JuicioPopularDeudaFMI-Fallo>, p. 12.

<sup>22</sup> Tribunal Permanente de los Pueblos sobre las políticas del FMI y el Banco Mundial, Sentencia, Berlín, 1988, <https://core.ac.uk/reader/39007570>

<sup>23</sup> Tribunal Internacional de los Pueblos sobre la Deuda, Jubileo Sur y otros, Porto Alegre, Brasil, 2002. Veredicto, <https://cloc-viacampesina.net/tribunal-internacional-de-los-pueblos-sobre-la-deuda-2002-02-01/>, Sentencia, <http://latinoamericana.org/2003/textos/castellano/TribunalInternacional.htm>

<sup>24</sup> Tribunal ético sobre la Deuda y el Ajuste, Diálogo 2000 y otros, Buenos Aires, 2000, <https://dialogo2000.blogspot.com/2020/11/sentencia-tribunal-etico-sobre-la-deuda.html>

<sup>25</sup> Autoconvocatoria por la Suspensión del Pago e Investigación de la Deuda, “Con amplia audiencia y la participación de destacadas personalidades y artistas, fue presentado el Juicio Popular a la Deuda y el FMI”, Argentina, 20.7.2020, <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2020/07/con-amplia-audiencia-y-la-participacion.html>

<sup>26</sup> Las grabaciones de todas las sesiones del Juicio Popular están disponibles en el canal de Youtube @AutoconvocatoriaDeuda: [https://www.youtube.com/playlist?list=PLkU-8NPrbob\\_HOqZdXWnhf9P4zYk3qtSR](https://www.youtube.com/playlist?list=PLkU-8NPrbob_HOqZdXWnhf9P4zYk3qtSR)

tual importante, y participaron directamente como denunciantes y peritos un centenar de organizaciones populares y referentes de todas las disciplinas y ámbitos de la vida, de distintas provincias y localidades, poniendo a la vista sus ilicitudes y las consecuencias de esas herramientas de dominación en la vida cotidiana. Empezando con la salud y el ambiente, con motivo especial de la pandemia, se seguía con el hambre, el trabajo, el agua y el extractivismo, la educación, el hábitat, la represión estatal, el clima, la ciencia y la tecnología, la cultura y las comunicaciones, la energía y el modelo productivo. Otros foros de denuncia fueron dedicados a poblaciones especiales: las mujeres, feminismos y disidencias sexuales; pueblos originarios; niñez y jóvenes; jubilados; y pueblos de otros países de nuestra América.<sup>27</sup>

El desarrollo del *Juicio Popular* logró, sin dudas, acercar muchas organizaciones y conflictos sociales y ambientales a la problemática del endeudamiento perpetuo, el rol y las condiciones del FMI y de otras instituciones financieras internacionales. Fortaleció el espacio de intercambio, debate y articulación de la *Autoconvocatoria* así como también la visibilidad y fuerza de las demandas planteadas, aún mientras el gobierno procedió a cerrar las negociaciones con los tenedores privados de la deuda, sin ningún cuestionamiento a sus orígenes, usura y destinos ni qué hablar de las circunstancias de la pandemia, pateando meramente para adelante toda esa parte del conflicto. Al incorporar las propias informaciones pero también denuncias oficiales, como por ejemplo dictámenes judiciales constatando la ausencia de cumplimiento de diversas normas vigentes en la aprobación del mega-acuerdo con el Fondo<sup>28</sup> y el informe del BCRA, pedido por el presidente, mostrando la correlación entre el ingreso de divisas del FMI y la fuga de las mismas por parte de un reducido número de empresas y particulares<sup>29</sup>, se destacó la solidez de las pruebas existentes para sostener una política de justicia en vez de la entrega en curso.

El Fallo del *Juicio Popular*<sup>30</sup> fue aclamado frente al Congreso el 15 de diciembre, marcando el camino del retorno a las calles aún con muchas restricciones sanitarias todavía en curso. Ante el fuerte agravamiento de la crisis socioambiental, con un nivel de empobrecimiento que ya había alcanzado al 40% de la población, una acelerada precarización laboral y todo el deterioro de la infraestructura sociosanitaria puesto a la vista por la pandemia, así como el peso de los pagos continuos, el tribunal de juezas y jueces populares, integrado por el Premio Nobel de la Paz Adolfo Pérez Esquivel, la Madre de Plaza de Mayo-Línea Fundadora Nora Cortiñas, la abogada feminista Nina Brugo Marcó, el periodista Alejandro Bercovich y el exjuez federal Miguel Julio Rodríguez Villafañe, presentaron un dictamen haciendo eco de las denuncias recibidas y abriendo nuevas pistas de lucha<sup>31</sup>.

Condenaron, en su Fallo, el obrar criminal de un verdadero sistema de genocidio y ecocidio por goteo. Declararon como principio básico que no pueden aceptarse de ninguna manera, acuerdos económicos, como las deudas públicas y los acuerdos con el FMI denunciados, que impliquen perjuicios de lesa humanidad y de lesa naturaleza para los pueblos y la naturaleza, el país y el planeta. Afirmaron la nulidad absoluta de estas pretendidas deudas públicas que no beneficiaron ni fueron consultadas al “público”, y ratificaron el derecho del pueblo y de la Nación a rechazar su pago, más aún en situaciones de extrema necesidad como la que se viven en el contexto de la pandemia. Desarmaron muchas excusas del Poder Judicial, que para evitar pronunciarse en justicia suele invocar argumentos meramente procesales o que tergiversan su verdadero significado, aclarando por ejemplo que las garantías existen para defender derechos, y no al revés.

Concluyó así el *Juicio Popular*, con las organizaciones de la *Autoconvocatoria* nuevamente en las calles, respaldadas por el dictamen, declarando la necesidad y urgencia de suspender de inmediato el pago sobre

<sup>27</sup> Juicio Popular a la Deuda y al FMI, op cit., p. 4 al 10.

<sup>28</sup> Juicio Popular a la Deuda y al FMI, Foro de Peritajes, Argentina, 9/11/2020, [https://www.youtube.com/watch?v=GkLvTLx\\_Kcwyllis-t=PLkU-8NPrbob\\_HOqZdXWnhf9P4zYk3qtSRyindex=9](https://www.youtube.com/watch?v=GkLvTLx_Kcwyllis-t=PLkU-8NPrbob_HOqZdXWnhf9P4zYk3qtSRyindex=9)

<sup>29</sup> Banco Central de la República Argentina, Informe de Mercado de Cambios, Deuda y Formación de Activos Externos 2015 – 2019, Buenos Aires, 2020, <https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe-mercado-cambios-deuda-formacion-activos-externos-2015-2019.asp>

<sup>30</sup> Juicio Popular a la Deuda y al FMI, op cit.

<sup>31</sup> Debe remarcar que, mientras el Juicio Popular se llevaba adelante, el gobierno completó una masiva reestructuración con acreedores privados—dentro y fuera del país—, a la cual procedió con la colaboración del FMI. Este canje incluyó bonos emitidos en 2016 para pagar a los fondos buitres y bonos de 2017 cuestionados por ser comprados por empresas vinculadas al equipo económico que autorizó la emisión. Tras este masivo canje, el gobierno apuntaba a lograr un acuerdo con el FMI para resolver el peso de la deuda por el crédito Stand By de 2018.

la deuda y proceder a la realización de una auditoría integral, peticionando al Congreso y al Poder Ejecutivo para que tomen las medidas necesarias para implementarla. Resolvió además acciones para poner fin al secretismo y la impunidad que rodea el sistema de la deuda y afirmó la necesidad de rever la participación de la Argentina en organismos como el FMI, en la medida que obran con total impunidad y prioricen los intereses del gran capital por sobre los derechos del pueblo y la naturaleza. Concluía llamando al pueblo a avanzar en la construcción -nacional y regional- de un movimiento amplio e independiente frente a la dominación de la deuda, y a impulsar la creación de una Alianza de pueblos y países que son realmente los acreedores, a raíz de las deudas sociales, históricas y ecológicas generadas y los pagos efectuados indebidamente, reconociendo que los prestamistas y usureros actúan en coordinación.

#### 4. Con esta democracia no se come, ni se cura, ni se educa

Sobre esa base, la *Autoconvocatoria* continuó durante los próximos meses ampliando y fortaleciendo la campaña de difusión y movilización, enfocándose en las negociaciones con el FMI e insistiendo en la existencia de alternativas como la suspensión del pago de la estafa y la investigación, sanción y reparación de los crímenes.

Se realizaron conversatorios, reuniones y Asambleas virtuales, lo que más allá de la necesidad generada en el marco de la pandemia, tenían la virtud de posibilitar la presencia más activa de organizaciones y referentes de fuera de la sede principal de articulación y acción en Buenos Aires.<sup>32</sup> Desde Rosario, Córdoba, Chubut y Tucumán se participaron con mayor frecuencia en las reuniones, extendiéndose a otras provincias y localidades cuando se convocaba a algún conversatorio o encuentro específico. La salud, la soberanía, el estado de las negociaciones y las implicancias del nuevo acuerdo, los caminos alternativos y el “cuco” del default, se volvieron una y otra vez los ejes de las acciones de sensibilización y debate, cada vez más presenciales en la medida posible. Fueron estas actividades, además, el marco en el cual se

seguía buscando aumentar y consolidar la participación, alianzas o por lo menos interacción con nuevas organizaciones y sectores, destacándose el acercamiento logrado con diversas agrupaciones y partidos de la izquierda y los intentos, más frustrantes, con diferentes corrientes del frente gobernante.

Con el Fallo del *Juicio Popular* en mano, se volvió además a interpelar directamente a las autoridades ejecutivas y parlamentarias, reiterando los pronunciamientos, cartas abiertas, pedidos de entrevista e incluso ofrecimientos de apoyo realizados el año anterior.<sup>33</sup> A nivel oficial, la única respuesta directa en casi tres años fue la reunión realizada con Felix Crous, a cargo de la Oficina de Anticorrupción, en abril de 2021.<sup>34</sup> Se pudo presentarle directamente el Fallo del *Juicio Popular* e intercambiar información y perspectivas en torno a la denuncia judicial formulada por esa Oficina, sobre la base de algunas de las mismas acciones e informaciones que habían sido denunciadas en el *Juicio Popular*.<sup>35</sup>

Mientras tanto, las negociaciones oficiales continuaban alargándose en medio de una situación socioeconómica que, si bien mostraba algunos signos de recuperación después del año de pandemia más aguda, no alteraba significativamente la dinámica y agravamiento de los conflictos sociales, laborales y ecológicos que cualquier nuevo acuerdo de pago al

<sup>32</sup> La Autoconvocatoria mantiene un blog, donde se encuentra un registro de sus acciones y pronunciamientos. <https://autoconvocatoria-deuda.blogspot.com>

<sup>33</sup> En respuesta al Informe del Banco Central de abril de 2020, sobre el acuerdo con el FMI y la fuga de divisas durante el gobierno de Mauricio Macri, la Autoconvocatoria había solicitado reuniones con el Presidente, el BCRA y la Comisión bicameral de seguimiento de la deuda, buscando mayor información, reclamando la publicación de los nombres de las empresas y particulares involucrados y ofreciendo a la Comisión bicameral, la participación de la Autoconvocatoria en el tratamiento de las denuncias y la información recibidas. <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2020/06/con-las-firmas-de-perez-esquivel-y-nora.html>

<sup>34</sup> Desde el Ministerio de Economía se convocó a Diálogo 2000 a reunirse con el representante ante el FMI en febrero de 2021, pero aclarando que no fuera una invitación a la *Autoconvocatoria*. No obstante, luego de conversarlo en el espacio colectivo, Adolfo Pérez Esquivel, Nora Cortiñas y Beverly Keene aceptaron reunirse, presentando también de modo directo el Fallo del *Juicio Popular* junto con las demandas y alternativas levantadas por la *Autoconvocatoria* y las propuestas que Diálogo 2000 había presentado antes de la conformación del nuevo espacio de articulación, respondiendo entonces a la invitación del Ministerio a “los acreedores de la deuda” a hacerle llegar sus propuestas. <https://dialogo2000.blogspot.com/2020/01/senor-ministro-los-acreedores-somos-los.html>, <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2021/02/cortinas-esquivel-y-keene-fueron.html>

<sup>35</sup> Procuración del Tesoro de la Nación, Decreto 239/2021, Argentina, 8/4/21, <https://www.boletinoficial.gob.ar/pdf/aviso/pri-mera/242791/20220905>

FMI fuera inevitablemente a profundizar. La esquizofrenia, por no decir hipocresía, del gobierno, que por un lado instruyó al Procurador General a interponer una querrela contra el expresidente y sus más altos funcionarios económicos por sus responsabilidades en relación al acuerdo y endeudamiento fraudulento con el Fondo, y por el otro hacía gala de un patético pedido para que el FMI dejara de cobrar sobretasas de interés por la magnitud de la estafa perpetrada, también fue provocando cada vez mayor tensión política incluso entre sus propios huestes, cómo quedó manifiesto en las pérdidas sufridas en las elecciones legislativas de noviembre de 2021.

En medio de ese ciclo electoral, la *Autoconvocatoria* retomó la resistencia en las calles con mayor fuerza, iniciando un calendario de jornadas de difusión y movilización<sup>36</sup> que continuó sin respiro hasta la repudiable aprobación parlamentaria en marzo de 2022, de una ley que delegaba inconstitucionalmente en el ejecutivo, los contenidos y la firma de un nuevo acuerdo-préstamo con el Fondo, para pagar la estafa anterior. Una vez terminadas las elecciones, con la izquierda parlamentaria registrando su mejor caudal histórico de votos, sumó también su ímpetu tornando posible un salto cuantitativo en las movilizaciones con la realización de tres marchas masivas, en Buenos Aires y en decenas de localidades del país, entre diciembre de 2021 y la votación parlamentaria de marzo de 2022.<sup>37</sup> No fue suficiente, sin embargo, frente a la campaña de miedo impulsada desde los sectores beneficiados por las políticas de ajuste, saqueo extractivista y especulación financiera que el acuerdo con el FMI busca garantizar, viralizada por los medios masivos de comunicación y aceptada, aunque sea con matices, por las fuerzas del frente opositor Juntos por el Cambio así como también del frente gobernante (Frente de Todos).

Consumada la entrega, la *Autoconvocatoria* ratificó la continuidad de la lucha, convocando a seguir resistiendo las implicancias del nuevo acuerdo—y del conjunto de los reclamos de deuda que siguen aumentando en el mercado local, generando una verdadera bomba de tiempo aún pendiente de estallar—y exigiendo su nulidad. En mayo de 2022 se volvió a las calles convocando a una Semana de Acción ¡Fuera el FMI!<sup>38</sup> y en julio, nuevamente en alianza con el FIT-U, se movilizó masivamente contra el ajuste acordado con el Fondo y en apoyo a los conflictos sociolaborales y ecológicos que se multiplican a diaria a raíz de las políticas trazadas para garantizar su cumplimiento. A fines de agosto de 2022, la *Autoconvocatoria* se presentó con el aval de más de doscientas firmas y el Fallo del *Juicio Popular*, en el recurso de amparo que tramita el juez federal Martín Cormick frente al nuevo acuerdo con el Fondo.<sup>39</sup>

Se reafirmó, al mismo tiempo, la importancia de sumar apoyo y acompañamiento en otras luchas, destacando el impacto de la deuda y las exigencias del FMI en esos conflictos y la importancia desde el campo popular de articular fuerzas y construir unidad en la acción para fortalecer todas las resistencias y avanzar las transformaciones necesarias. Muchas veces a partir de los contactos e intercambios realizados en el marco del *Juicio Popular*, o en relación a las prioridades de las mismas organizaciones integrantes del espacio, la *Autoconvocatoria* se ha hecho presente, por ejemplo, en las movilizaciones de la Unidad Piquetera por salarios y empleo dignos<sup>40</sup>, o en campañas por el agua<sup>41</sup> y contra el extractivismo en general o la megaminería en Chubut<sup>42</sup>, en Andalgalá, en Jáchal y otros lugares, por la soberanía sobre el Río Paraná<sup>43</sup>, por un mar libre de petroleras<sup>44</sup>, por

<sup>36</sup> Ver, por ejemplo, la Jornada de Movilización del 28/7/21: "Nutrida Jornada de movilización rechaza el pago al FMI y todo nuevo acuerdo", <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2021/07/nutrida-jornada-de-movilizacion-rechaza.html>; Jornadas de difusión y denuncia del 21 y 22/9/21: <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2021/09/en-todo-el-pais-repudian-pagos-al-fmi.html>; Jornada de movilización del 4/11/21: <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2021/11/411-declaracion-de-la-autoconvocatoria.html>

<sup>37</sup> Ver por ejemplo la movilización del 11/12/21: <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2021/12/plaza-de-mayo-contundente-veredicto.html>; y la Movilización frente al Congreso, Buenos Aires, 10/3/22: <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2022/03/masiva-movilizacion-popular-rechaza-el.html>

<sup>38</sup> Autoconvocatoria Deuda, "Arrancan hoy las actividades de la Semana de Acción Fuera el FMI", Argentina, 16/5/22. <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2022/05/arrancan-hoy-las-actividades-de-la.html>. Cartilla de la Semana: <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2022/05/una-nueva-cartilla-para-la-semana-de.html>

<sup>39</sup> Autoconvocatoria Deuda, Acto ante el Juzgado por la nulidad del Acuerdo con el FMI, Argentina, 1/9/22. <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2022/09/acto-ante-el-juzgado-por-la-nulidad-de.html>

<sup>40</sup> <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2022/05/acompanamos-la-marcha-federal.html>

<sup>41</sup> <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2021/03/la-deuda-es-con-el-agua-marcha.html>

<sup>42</sup> <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2021/03/chubut-noes-no-ni-megamineria-ni-deuda.html>

<sup>43</sup> <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2022/04/el-parana-es-nuestro.html>

<sup>44</sup> <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2022/02/oceano-no-saqueo-extractivista-ni-fmi.html>

jubilaciones y salarios docentes dignas<sup>45</sup>, por Memoria, Verdad y Justicia ante a los crímenes de la dictadura<sup>46</sup>, contra el patriarcado o las imposiciones del Fondo a otros pueblos de la región y el mundo.<sup>47</sup> En ese mismo espíritu se ha participado también en las Semanas de Acción Global contra la Deuda y el FMI y otras iniciativas de articulación regional y mundial.

Cuando Argentina retomó la senda constitucional al final de la dictadura en 1983, la promesa de no pagar la deuda ilegítima fue un eje central de la campaña ganadora del futuro presidente Raúl Alfonsín, quien asumió, además, alentando la esperanza de que “Con la democracia, se come, se cura y se educa.” Se formó entonces una primera *Multisectorial por la Solución de la Deuda Externa*, que movilizaba en todo el país con la poderosa Confederación General de Trabajo (CGT) a la cabeza, y se impulsaban importantes alianzas populares a nivel regional y mundial frente a la urgencia de no pagar lo que no se debía.<sup>48</sup> A niveles oficiales había tentativas para conformar un frente común ante la usura, las condiciones de ajuste estructural impuestas y el resultante drama social y económico, como demuestran el Consenso de Cartagena en 1984<sup>49</sup> y el Encuentro contra la Deuda en Cuba en 1985.<sup>50</sup>

Cuarenta años después, las propuestas e iniciativas frustradas en aquel momento lucen con renovada urgencia. Desde entonces los mismos intereses geopolíticos, económicos y financieros, que no dudaron en reprimir salvajemente para imponer el sistema de endeudamiento perpetuo, han traba-

jado a full para erosionar esa conciencia e instalar el miedo al “no pago”, la idea – por no decir convicción – de que no hay alternativa. Pero los datos duros de la realidad señalan una y otra vez que, aun llevando el ajuste y el saqueo a límites explosivos, violando cada vez más grave y sistemáticamente los derechos más básicos del pueblo, sometiendo la soberanía y vaciando el propio sistema democrático con una política económica dictada desde afuera, no hay salida por el camino impuesto.

Como se afirmó en el Fallo del *Juicio Popular*, y como la *Autoconvocatoria* continúa planteando a través de sus diversas estrategias, se precisa avanzar nacional y regionalmente, en la construcción de un movimiento amplio e independiente frente a la dominación que ejerce la deuda, exigiendo respeto al derecho a no pagar lo que no se debe, la sanción de los crímenes cometidos por el sistema de deuda perpetua y la reparación del daño que hasta ahora, continúa siendo infligido. Una alianza de pueblos trabajadores y los países periféricos que son acreedores legítimos, a raíz de las deudas sociales, ecológicas, históricas y democráticas generadas y los enormes pagos efectuados indebidamente. Porque la verdadera deuda es con los pueblos y la naturaleza, no con el FMI ni demás prestadores y usureros, y son los pueblos conscientes, organizados y movilizados, quienes podrán torcer el rumbo trazado.

<sup>45</sup> <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2022/09/con-les-jubilades-no.html>

<sup>46</sup> <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2022/03/25-de-marzo-el-fmi-y-la-miseria.html>

<sup>47</sup> <https://autoconvocatoriadeuda.blogspot.com/2022/10/la-autoconvocatoria-presente-en-el-35.html>

<sup>48</sup> Un ejemplo claro, y resultado de esa articulación, fue la sesión del Tribunal Permanente de los Pueblos para tratar la acusación contra las políticas del FMI y el Banco Mundial, presentada por el capítulo argentino de la Asociación Americana de Juristas, con testimonios del mundo entero. Tribunal Permanente de los Pueblos, op cit.

<sup>49</sup> Krakowiak, Fernando, “El consenso de Cartagena”, Página 12, Buenos Aires, 7/3/04. <https://www.pagina12.com.ar/diario/suplementos/cash/subnotas/1211-421-2004-03-07.html>

<sup>50</sup> Estefanía, Joaquín, “La conferencia de La Habana plantea la negociación conjunta de la deuda exterior de América Latina”, El País, España, 31/7/85. [https://elpais.com/diario/1985/08/01/economia/491695205\\_850215.html](https://elpais.com/diario/1985/08/01/economia/491695205_850215.html); Castro, Fidel, “Discurso pronunciado en la sesión de clausura del Encuentro sobre la deuda externa de América latina y el Caribe, efectuada en el Palacio de las Convenciones, La Habana, 3/8/85. <http://www.fidelcastro.cu/es/discursos/discurso-pronunciado-en-la-sesion-de-clausura-del-encuentro-sobre-la-deuda-externa-de>

PARTE III

## Las deudas subnacionales

---



**> Planteo general comparado**

# Análisis descriptivo del endeudamiento de las provincias argentinas desde 2003 a 2019

José María Morales\*

## Introducción

En el presente capítulo se realizará una semblanza de la situación del endeudamiento de las provincias en el periodo comprendido en los años 2002 a 2019<sup>1</sup>. Para esto, se utilizarán datos cuantitativos identificando variaciones en la cuantía, velocidad y composición de la deuda del conjunto de las jurisdicciones argentinas<sup>2</sup>. El objetivo principal es visualizar la dinámica y composición del endeudamiento a luz de los procesos que también tuvieron lugar a nivel nacional en estos años.

Inicialmente se procede a realizar una descripción del estado del arte respecto a la temática de la deuda en las provincias argentinas. Los principales trabajos que referencian desde una perspectiva analítica la evolución del endeudamiento e identifican las problemáticas principales a través de los años.

Posteriormente, se realiza un análisis del stock de deuda, su evolución durante el periodo 2002 a 2019. Se analiza la composición por tipo de acreedor, identificando modificaciones en la dinámica y estructura de la variable. Luego, desde la perspectiva de cada provincia se muestra la distribución de cada una en el total, reconociendo la importancia relativa de cada una e identificando las más relevantes en el conjunto tomando en cuenta el nivel de gasto público provincial.

De manera siguiente, establece una comparación entre los años que van de 2002 a 2015 (etapa 1) y los años de 2015 a 2019 (etapa 2), a fin de identificar la

dinámica evidenciada en la deuda de las jurisdicciones. Esto se lo evaluará en términos de sostenibilidad

Se analiza la sostenibilidad del endeudamiento registrado evaluando el stock frente a los ingresos tributarios y los intereses frente a los recursos totales, siempre con la lógica de comparación entre primera y segunda etapa.

Luego se presenta la deuda de las provincias con sus acreedores principales, el gobierno nacional y los tenedores de títulos públicos, replicando la comparativa temporal e identificando tendencias entre las provincias.

Por último, se expone el indicador de autonomía tributaria, comparativamente con lo expuesto anteriormente para evaluar si las provincias que presentan mayor dinámica y situación de insostenibilidad tienen mayor o menor autonomía en términos de sus recursos.

## 1. Antecedentes

Para establecer un marco de análisis con el cual presentar la situación de la deuda en los años 2003 a 2019 se procederá a realizar un resumen de los trabajos que tuvieron como categoría de análisis al endeudamiento provincial argentino. Para ello se ordenará la presentación teniendo en cuenta los periodos investigados en cada uno de estos trabajos, con el fin de establecer un cierto orden cronológico y a la vez demostrar en cierta medida las etapas y características de la deuda en cada momento histórico. Es importante resaltar que, si bien el problema del endeudamiento público de la Argentina ha recibido mucha atención en los últimos años, en materia de deudas subnacionales,

<sup>1</sup> Este informe constituye una investigación realizada en el marco de la tesina de grado de Licenciatura en Economía de la Universidad Nacional del Nordeste.

<sup>2</sup> La fuente principal de los datos es la página de la Dirección de Asuntos Provinciales del Ministerio de Hacienda: <https://www.economia.gov.ar/dnap/deuda.html>



existe cierta carencia de trabajos exhaustivos. En lo que sigue se presentan algunas de las principales obras y análisis sobre la materia.

Inicialmente podemos encontrar el trabajo de Angel Vaca y Horacio Cao (1998), el cual desarrolla una visión general del endeudamiento provincial, analizando a partir de 1991 hasta 1997. Se busca establecer de forma general la situación del endeudamiento global de las provincias e identificar aquellas que se encuentran ante una posición de mayor fragilidad estructural.

A nivel general y como un agregado, los autores identifican que la proporción entre el stock de deuda de las provincias y sus recursos es menor que lo registrado a nivel nacional en 1997, aunque existen diferencias entre provincias. Aquí se presentan situaciones como San Luis, Santa Cruz, La Pampa y ahora Buenos Aires cuentan con menos del 20% deuda en relación a los recursos, mientras que Río Negro, Formosa, Tucumán, Jujuy, Corrientes y el Chaco cuentan con más del 100% de deuda sobre recursos.

Por otro lado, la deuda ha sido constante desde 1991 y llega a totalizar \$ 11 mil millones para el año 1997, sumado a que la tasa de interés promedio aplicada era del 13% (Álvarez *et al*, 2011). Sin embargo, teniendo en cuenta la proporción de stock de deuda y recursos, los autores identifican que en un escenario de estrés financiero las provincias cuentan con una mayor fortaleza financiera que la nación. Por otro lado, no dejan de llamar la atención sobre el ritmo de endeudamiento y la dependencia creciente de mayor financiamiento para sostener los pagos de los servicios de esta deuda. Cabe destacar que este trabajo termina poco tiempo antes de que comience la última fase de endeudamiento a nivel nacional que termina en la crisis de convertibilidad.

Siguiendo con los antecedentes y con la cronología de la historia de la deuda se encuentra un trabajo de la Fundación Mediterránea que analiza los años 1996 a 2000. Los autores explican que el mecanismo de la deuda como instrumento para financiar las actividades del aparato estatal provincial fue utilizado con gran intensidad y existió una profundización en el deterioro de la solvencia y capacidad de financiar los compromisos de esta deuda con recursos propios. Justamente, en este período se aceleró el endeudamiento a nivel nacional, terminando en la crisis y default en 2001.

El stock de deuda pública provincial creció en \$ 8.400 millones (pesos - dólares) en el periodo 1996-2000, representando un 53% de crecimiento en este periodo. El ritmo promedio de aumento de la deuda fue de 1.700 millones anuales, a razón de 8,9% interanual promedio. Como se puede ver, tras 7 años prácticamente estancada, la deuda provincial creció muy rápidamente a medida que la Convertibilidad entraba en crisis.

Los autores entienden que, si bien existen diversos factores que llevan a las provincias a embarcarse en una dinámica de endeudamiento, lo que encuentran como más relevante fue el factor de la “perspectiva política” en términos de la relación entre lo político y las herramientas de financiamiento del fisco. El “rol estratégico” de la deuda puede ser utilizado para postergar decisiones de ajuste de gasto público o aumento de impuestos por tener un “costo político” en un contexto de elecciones. Vale señalar que las provincias de hecho ya eran “presa” del ajuste fiscal, considerando que se les habían traspasado funciones (educación o salud, entre otras) sin los recursos necesarios, para balancear las cuentas fiscales a nivel nacional. En este sentido, más allá del ciclo político, existía un problema de funcionamiento básico de los Estados provinciales, cuyo mayor ajuste podía caer en el incumplimiento de la garantía de derechos humanos básicos, desatando un conflicto social severo (como de hecho se vio en esos años).

Para que esto no ocurra y las provincias incurran en problemas de endeudamiento a causa de no solucionar sus problemas fiscales, se proponen dos perspectivas de control de la deuda. La primera impuesta por el propio mercado, en donde el costo del endeudamiento refleje la situación de solvencia de cada provincia tomadora y eso en cierta medida regule la decisión de utilizar el endeudamiento. Efectivamente esto fue lo que sucedió y las provincias en promedio pagaban un interés muy elevado por el endeudamiento tomado, alcanzando el 18% en dólares en promedio.

Por otro lado, los autores proponen establecer un marco normativo que regule el uso de la deuda pública como mecanismo de financiación de los estados provinciales, evitando así la discrecionalidad y el factor “político”. Se plantea la necesidad de leyes de responsabilidad que limiten el crecimiento

de la deuda, creación de fondos anticíclicos y mayor transparencia en la información fiscal<sup>3</sup>.

Aquí cabe mencionar que los autores muestran una perspectiva más ortodoxa frente a la problemática sin dar cuenta de que funciones estatales básicas como salud y educación fueron transferidas directamente a la órbita de las provincias sin la contraparte de recursos necesarios para financiarlos. Esto indudablemente acrecentó el déficit y los problemas fiscales de las provincias que contaban con escaso margen de maniobra para solventar la situación frente a los crecientes estallidos sociales de una situación económica cada vez más complicada.

Por otro lado, el informe del Observatorio de Políticas Públicas publicado en diciembre de 2006, realiza un estudio de la situación del endeudamiento desde los '90 hasta el 2006 y con perspectivas que analizan la situación de la Ley de Presupuesto 2007. Este trabajo aborda el problema en un momento crítico, cuando las deudas provinciales alcanzaron su peor momento y fueron reestructuradas por el Estado nacional.

En los años '90, las opciones de financiamiento más recurrentes utilizadas por los gobiernos provinciales para hacer frente a sus erogaciones fueron la postergación de pagos<sup>4</sup> y la toma de endeudamiento con bancos públicos provinciales (algunos de los cuales fueron privatizados durante el período<sup>5</sup>). A partir de 1996 el endeudamiento se duplica, producto de un empeoramiento de las cuentas públicas, lo que agrava la situación cuando a fines de 2001 se produce una merma del flujo de capitales externos, aumentos en los intereses y reticencia a prestar en plazos más largos. El fin de la convertibilidad y la consecuente devaluación deja a las provincias en una situación financiera extremadamente complicada teniendo que recurrir a la cesación de pagos, como sucedió a nivel nacional. Esto se debió a la emisión –con escaso control– de deuda denominada en moneda extranjera durante los años previos.

En febrero de 2002 se suscribe el Acuerdo Nación-Provincias en el cual se materializa el canje de deuda provincial a través del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (en adelante, FFDP<sup>6</sup>). Esto implicó un incremento de la deuda en pesos, reprogramando el perfil de vencimientos a mayores plazos y estableciendo mejores condiciones de tasas de interés, regularizando así su situación de deuda. La actuación temprana del Estado nacional fue clave para mejorar la posición financiera de las provincias, absorbiendo sus deudas. Las provincias pasaron a deberle al Estado nacional a través del referido Fondo, y el Estado nacional emitió nuevos bonos que entregó a los acreedores privados que se presentaron al cobro. De este modo, mejoró la posición financiera de las provincias.

Respecto a la situación de las cuentas públicas, se remarca que luego del proceso de reestructuración se evidenciaron, entre 2002 y 2004, superávits primarios y financieros. Sin embargo, la deuda en pesos registró un crecimiento incluso mayor al de los recursos, registrando un incremento del 150% entre 2002 y 2004 frente a un 90% de incremento de los recursos. A partir de 2005-2006 la situación fiscal favorable empieza a demostrar síntomas de agotamiento con una política de gasto más activa con el objetivo de recomponer los salarios del personal provincial.

La amortización de la deuda por su parte pudo ser atendida en 2004, pero en 2005 el superávit financiero no alcanzó a cubrir las necesidades, recurriendo a excedentes anteriores y un nuevo endeudamiento con el FFDP. Respecto a lo transcurrido en 2006 hasta el momento de publicación del trabajo, el crecimiento de los recursos acompaña la evolución del producto, los gastos se amplían en consonancia con los reclamos salariales y el excedente financiero es cada vez menor y no logra cubrir las amortizaciones de la deuda. En función a esto es que se prevé que las provincias finalicen el año con una situación de equilibrio presupuestario o déficit y con mayores necesidades de financiamiento.

<sup>3</sup> Ver al respecto el capítulo de Alejandro Manzo en este libro.

<sup>4</sup> Principalmente a proveedores y empleados estatales, lo cual es consignado como deuda flotante en las cuentas públicas. Muchas de estas deudas, incluyendo también las previsionales, fueron luego consolidadas, pasando a registrarse con el resto de la deuda de acuerdo con el instrumento utilizado para tal operación.

<sup>5</sup> Ver al respecto los capítulos de Lautaro Breitman Pacheco, Gabriel Olmedo Sosa y Mariana Iza sobre Mendoza y el de Graciela Landriscini sobre Río Negro.

<sup>6</sup> Creado por el decreto N° 286/95 con el objeto de prestar apoyo a las reformas del Sector Público Provincial argentino y de promover el desarrollo económico de las provincias. Se constituyó bajo la figura de un fideicomiso, donde el fiduciante es el Estado Nacional, el fiduciario es el BNA y los beneficiarios son las Provincias. Fuente: <https://www.economia.gob.ar/hacienda/ffdp/>

Por su parte, tenemos un trabajo de Horacio T. Liendo (2010) el cual realiza una descripción y comparación del sistema legal y las facultades jurídicas de cada jurisdicción en Argentina respecto de otros países como los Estados Unidos y realiza un comentario a grandes rasgos de los procesos sucedidos a partir del restablecimiento de la democracia en 1983 hasta el fin de la convertibilidad en el 2002. Sin embargo, lo interesante del aporte del autor es su propuesta de Ley de saneamiento financiero de provincias, municipios u otros entes públicos. Las provincias carecen de poder para regular las situaciones de *default* y es el Estado nacional quien cuenta con la facultad delegada por las provincias para reglamentar estas situaciones, es por ello que el autor cree necesaria una legislación para resolver estos conflictos y así evitar caer en una profundización de las crisis fiscales e institucionales que se derivan de estas situaciones<sup>7</sup>.

Respecto a este punto el autor indica que: *“La legislación nacional resolvería, con el debido control judicial del máximo tribunal de justicia, que las minorías que se opusieran o se abstuvieran quedaran obligadas por el acuerdo concordatario alcanzado por las provincias que pidieran su concurso de acreedores. La garantía del debido proceso, el consentimiento de la mayoría, los límites contra el aumento arbitrario de los pasivos provinciales, la corrupción administrativa y el despilfarro de recursos fiscales, así como la búsqueda de un programa de saneamiento concreto, razonable y equitativo, permitirían lograr soluciones objetivas a los problemas financieros más complejos, con abstracción de cuestiones ideológicas”*.

La temática abordada por el autor es motivo de controversia jurídica y se encuentran distintas miradas en disputa respecto al tipo de legislación más acorde a la realidad económica y jurídica de las provincias y el estado nacional.

Por último, Kupelian y Biscay (2019) realizan una descripción a grandes rasgos de lo sucedido en la salida de la convertibilidad y los primeros años del nuevo milenio y se enfocan en la situación de deuda a fines de 2015. Aquí la situación se presenta bastante compleja ya que el stock de deuda sufre un incremento del 30% entre septiembre y diciembre de 2015, debido a la devaluación producida a fines de ese año lo que afectó directamente a las colocaciones en moneda extranjera.

En relación con los ingresos totales, este stock de deuda pasó de representar 24% en 2015 a 37% en agosto de 2016, explicado mayormente por un aumento de la emisión de deuda, el cual fue del 61% entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016. Casi dos tercios de esta nueva deuda es denominada en moneda extranjera.

La situación de las provincias en términos fiscales hacia 2016/2017 es muy desfavorable debido a la recesión económica y caída de los ingresos totales fiscales. Justamente es mediante este endeudamiento que se busca financiar los gastos especialmente los corrientes, complicando aún más la situación, generando dependencia de estos flujos de crédito y no capitalizándolos en proyectos de inversión. El mecanismo principal por el cual se formalizó el endeudamiento fue la emisión de bonos, los cuales fueron muy bien recibidos en el mercado internacional dado que tenían rendimientos muy por encima que los ofrecidos en el mercado internacional, jurisdicción extranjera y corta duración.

El alto nivel de crecimiento del stock de deuda y la forma en la cual se estructuró, podría tener efectos muy negativos en las finanzas provinciales, sobre todo en un contexto recesivo. El ajuste del gasto se presenta como la exigencia desde el gobierno nacional para resolver los problemas fiscales de las provincias, las cuales se encuentran en una encrucijada frente a las crecientes disputas sociales. Esto invita a pensar nuevamente en la sustentabilidad de la deuda, especialmente en moneda extranjera, en la necesidad de fortalecimiento del marco regulatorio y en las problemáticas de las economías regionales que en muchos casos cuentan con una fuerte dependencia del gasto público frente una estructura productiva que no logra incluir a su población.

Como conclusión podemos decir que la mayoría de los trabajos expresan con mayor o menor medida cierta preocupación respecto de los niveles de deuda de las provincias y su dinámica futura.

En 1991 la situación del endeudamiento de las provincias se encontraba inserto dentro de la problemática de la hiperinflación saliente, el Plan Brady de canje de deuda nacional y un marco fiscal que empujaba a las provincias a tomar responsabilidades y atribuciones en funciones estatales fundamentales sin contar con los recursos para financiarlos. Si bien en perspec-

<sup>7</sup> Al respecto, ver los capítulos de Emilia Val y de Kunnibert Raffer en este libro.

tiva, se puede identificar como un periodo de bajo stock de deuda relativo, existían ciertas alarmas en el plano fiscal de las provincias y la sostenibilidad del sistema financiero.

Para la segunda mitad de la década de los '90 el *roll-over* de la deuda y los crecientes costos del crédito empiezan a ser cuestiones a tener en cuenta y que podrían en una situación de crisis dejar muy expuestas a las provincias respecto a sus compromisos. Ya a partir de 1996 se evidencia un deterioro año a año de la solvencia y capacidad de financiar sus compromisos con recursos propios que en 2002 con la caída de la convertibilidad llega a su punto máximo. Aquí se formula un acuerdo en el cual se reestructura la deuda de las provincias a través de la acción coordinada del Estado nacional, que logra establecer un cronograma más razonable para enfrentar las obligaciones, reduciendo significativamente las tasas de interés y cambiando la moneda de denominación. Luego de esto la situación fiscal de las provincias pudo ordenarse hasta 2015, donde encontramos nuevamente se inicia una dinámica de endeudamiento acelerado, que eleva el stock de deuda principalmente en moneda extranjera mediante títulos públicos.

En términos generales existe una dinámica de empeoramiento de la situación de deuda de las provincias que para Liendo (2010) tiene su raíz en la falta de un marco regulatorio para los problemas de bancarrota y la relación entre acreedor-deudor. Si bien se puede aprender de la jurisprudencia y los casos regulatorios en otros países, es necesario crear una ley que permita establecer previsibilidad respecto a estas situaciones de crisis, ordenando la administración y el repago del endeudamiento de las provincias<sup>8</sup>.

De conjunto, se observa la carencia de un estudio que muestre la dinámica de las deudas provinciales a lo largo del tiempo. Existen análisis con diversos recortes temporales, que dan cuenta de rasgos de este proceso, sin alcanzar a distinguir comportamientos comunes y diferencias entre jurisdicciones. Este capítulo se aboca a ello, a partir de la información oficial disponible de manera homogénea.

## 2. Evolución del endeudamiento provincial. Años 2002-2019

De la lectura de los antecedentes mencionados resulta interesante conocer con mayor profundidad lo ocurrido desde la salida de la convertibilidad hasta el fin de la administración de Cambiemos, ya que luego de una reestructuración y ordenamiento de su situación, las provincias nuevamente unos años más tarde vuelven a acudir al crédito internacional en una intensidad e importancia que vale la pena entender cómo se produjo.

Para empezar, podemos exponer la dinámica del stock de deuda acumulada de todas las provincias en los años comprendidos desde el 2003 al 2019 y su variación interanual, a fin de identificar los años de mayor crecimiento en el volumen de stock de deuda provincial.

Cabe mencionar que para el año 2019 casi dos tercios del total de endeudamiento de las provincias argentinas lo explican sólo tres provincias, que serán analizadas más adelante con mayor profundidad. Se trata de Buenos Aires que representa el 41% del total, seguido por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires con un 11% y Córdoba con un 10%. Comparativamente si vemos el PBC a precios corrientes de cada provincia en 2019 en relación al PBI nacional a precios corrientes encontramos que Buenos Aires representa el 34,9%, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires representa el 16,8% y Córdoba representa el 7,54%.

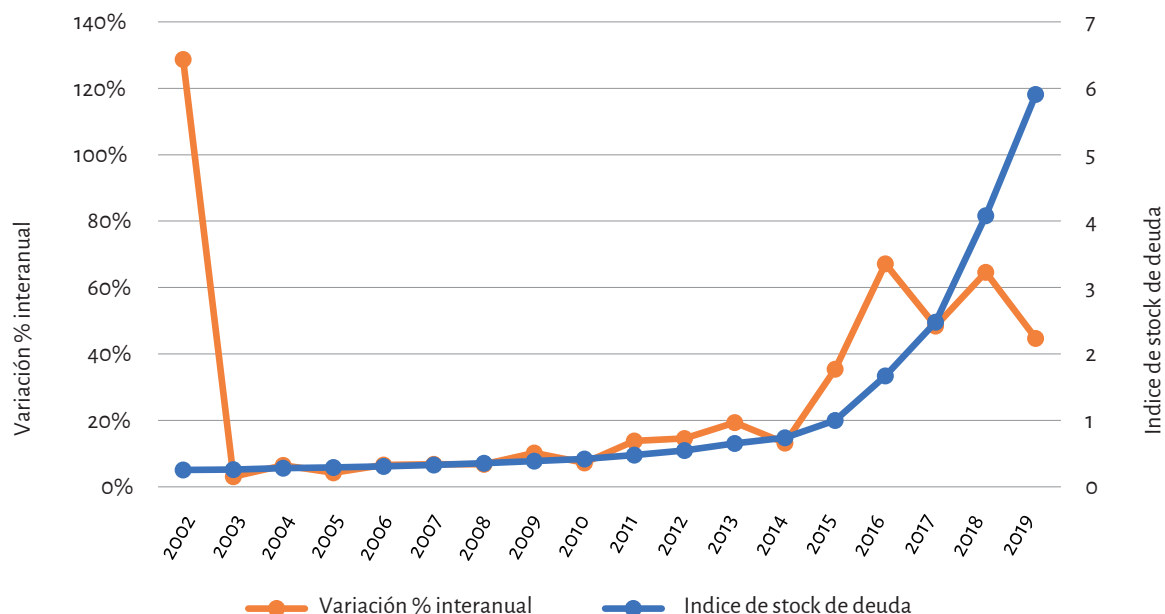
Como se puede apreciar, existe una dinámica creciente del endeudamiento de las provincias a lo largo de los años, con un momento de clara aceleración a partir de 2015. Cabe mencionar que, si bien se presenta al año 2002 en el gráfico, se tomará como referencia 2003 para las comparaciones en este apartado, ya que corresponde al año de la salida de la convertibilidad y un momento de crisis importante. De hecho se puede apreciar la gran variación en 2002 (129%) producto de la devaluación producida el 6 de enero de 2002.

Inicialmente, entre 2003 y 2010, se encuentra una tasa de crecimiento interanual que no supera nunca el 10%, siendo del 6% en promedio. Durante ese período, el PBI nacional creció a un promedio del 7,6% interanual,

<sup>8</sup> Ver al respecto el capítulo de Kunibert Raffer en este libro.

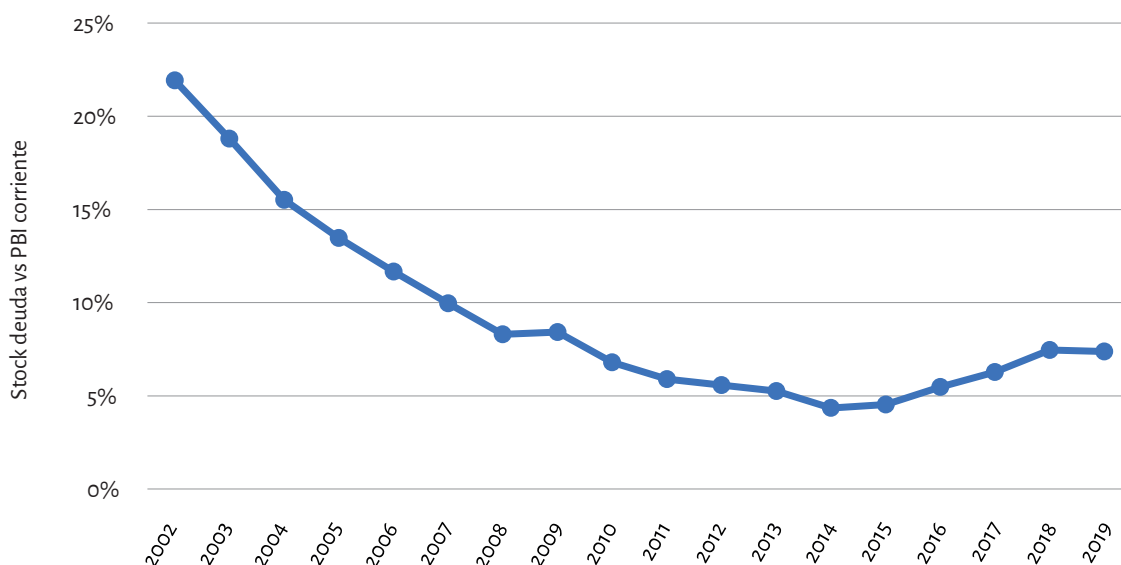
<sup>9</sup> Las tres provincias son analizadas en sendos capítulos de este libro: Buenos Aires en el de Andrés Wainer, CABA en el de Lucía Sánchez Barbieri y Rodrigo Barbieri, y Córdoba en el de Pablo Díaz Almada.

**Gráfico 1.** Índice del stock de deuda de las provincias y su variación interanual. Base 2015. Periodo 2003-2019.



**Fuente:** elaboración propia con datos de la Dirección Nacional de Asuntos Provinciales del Ministerio de Economía de la Nación.

**Gráfico 2.** Relación stock de deuda y PBI corriente. 2002 - 2019



**Fuente:** elaboración propia con datos de la Dirección Nacional de Asuntos Provinciales del Ministerio de Economía de la Nación.

de modo que la variación de la deuda provincial total estaba por debajo de la expansión del valor agregado nacional. Esto supone una relación de sustentabilidad del manejo de la deuda en el tiempo.

A partir de 2011, se registra un primer incremento en la variación llegando al 19% interanual en el 2013. Entre 2011 y 2014, la expansión de la deuda promedia

el 15% interanual, lo cual casi triplica el ritmo previo, y lo hace en años donde el producto nacional está prácticamente estancado. En este periodo, entonces la relación de sostenibilidad de la deuda se deteriora. En 2015, se produce un nuevo cambio, con un incremento interanual del 35% y al año siguiente el pico de toda la serie, con un 67% de variación. El siguiente pico se registra en 2018, casi equiparando al anterior,

con un 65% de crecimiento interanual. En 2015, el aumento de la deuda está asociado a la devaluación de finales de ese año, apenas iniciado el gobierno de Cambiemos (2015-2019), que reunificó y liberó el tipo de cambio. La deuda denominada en moneda extranjera sufrió un súbito aumento en su valor en pesos, mostrando un primer salto en el stock. Con todo, las tasas de expansión de los años siguientes se ubicarán por encima de este nivel.

De modo que a pesar de ser siempre creciente, la deuda tuvo bajo crecimiento durante prácticamente toda la postconvertibilidad, elevándose su expansión en los últimos años. Si tomamos el promedio hasta 2014, se expandió a un ritmo de 9,4% interanual, llegando al 11% si se suma el último año del período. A partir de 2015, se produce una aceleración de la deuda provincial. Durante los siguientes cuatro años, bajo el gobierno de Cambiemos, la deuda se expande de manera mucho más acelerada, promediando un 56% interanual. Es decir, un ritmo cinco veces mayor al del período previo. De modo que podemos establecer con claridad dos grandes períodos en relación a la expansión de la deuda provincial: el de la etapa neodesarrollista (2003-2015) y el de la etapa de Cambiemos (2015-2019). Al interior de la primera, se pueden distinguir dos subperíodos, según la aceleración del endeudamiento provincial: el que va de 2002 a 2010, y de 2011 a 2015.

Mirado desde otro ángulo, el gráfico 2 muestra el stock de deuda en relación con el producto. Ahí se

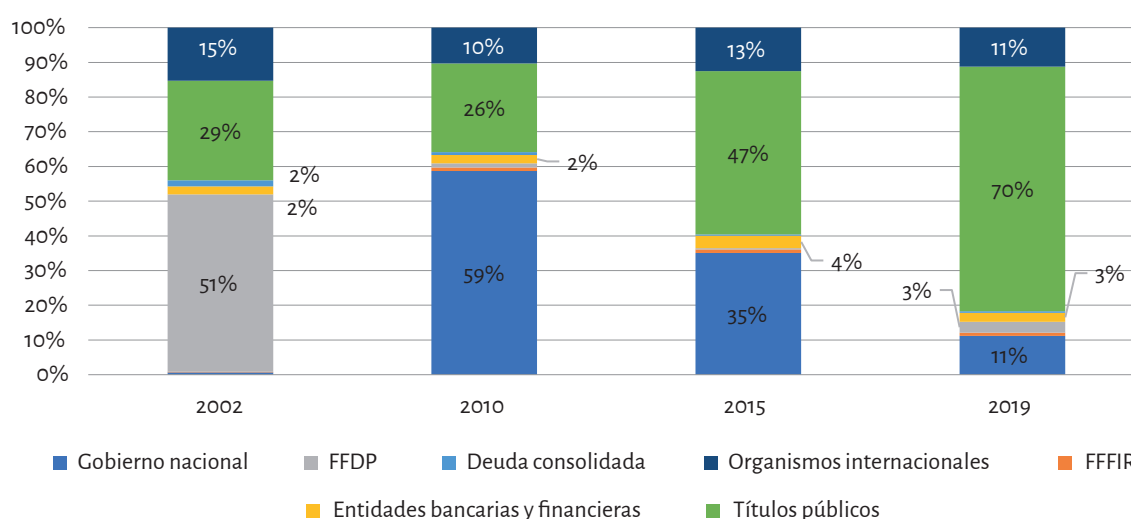
encuentra que el peso de la deuda fue disminuyendo año a año hasta 2014, siendo a partir de 2015 donde se evidencia un aumento considerable del stock de deuda. El comportamiento en forma de U se corresponde con la descripción previa y se ajusta a la dinámica establecida en las dos grandes etapas definidas. Entre 2003 y 2015, la proporción cayó de 19% a 5%, es decir se redujo a casi un cuarto, mientras que entre 2015 y 2019 la proporción se elevó, alcanzando el 7%. Si bien la intensidad es diferente a la encontrada en la variación del stock de deuda, sigue el mismo comportamiento que aquella serie.

### 3. Composición de la deuda según el origen o acreedor

En el gráfico 3 se exponen los distintos acreedores y el porcentaje de composición que representan en diferentes momentos del tiempo. A efectos de simplificar la exposición, hemos seleccionado 4 años clave, definidos por el cambio de tendencia que antes señalamos. En tal sentido, mostramos aquí la composición de la deuda en los años 2002, 2010, 2015 y 2019.

Del gráfico previo es posible apreciar algunos cambios. En primer lugar, se destaca el crecimiento de los títulos públicos dentro del total. En 2002 los títulos públicos representaban el 29% del total, pasando a 26% en 2010, es decir, perdiendo algo de peso en el primer subperíodo de menor crecimiento de la deuda. De allí tienen una primera expansión (casi duplican su peso) hasta 2015, cuando llegaron al 47%

**Gráfico 3.** Composición del stock de deuda de las provincias por tipo de acreedor (años seleccionados).



**Fuente:** Dirección Nacional de Asuntos Provinciales. Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía de la Nación.

del total. Es decir, su importancia creció durante el segundo subperíodo de la postconvertibilidad. Aquí pesa fuertemente la devaluación de diciembre de 2015, ya bajo el gobierno de Cambiemos, que elevó el peso de los títulos denominados en moneda extranjera. De allí continúan su crecimiento, hasta alcanzar el 70% en 2019. De modo que la importancia de los títulos públicos se vuelve crucial, superando en importancia a todas las demás fuentes juntas. Esta expansión ocurrió desde 2010 en adelante.

En segundo lugar, y como contrapartida de lo anterior, se puede ver la caída del peso del financiamiento con el gobierno nacional. En 2002, esta deuda se materializó a través del FFDP, debido al proceso de reestructuración producido con la salida de la convertibilidad. Contemplando esta particularidad de registro, entre 2002 y 2010 el financiamiento del gobierno nacional creció del 52% al 60%. Desde entonces, cae su importancia, pasando al 35% en 2015 y al 11% en 2019.

Considerando ambos procesos, se puede decir que se reemplazó la fuente de financiamiento del gobierno nacional por la emisión de títulos públicos que cotizan en el mercado. Este cambio es muy significativo, no solo por el cambio en las condiciones de emisión de los títulos (tasas de interés, plazos de maduración y moneda de denominación), sino por las dificultades asociadas a posibles reestructuraciones, que involucran actores privados y en muchas ocasiones jurisdicciones distintas a la de origen. Este cambio se inicia durante la postconvertibilidad, concretamente en el segundo subperíodo (2010-2015) pero se magnifica en el período posterior, bajo el gobierno de Cambiemos.

Respecto a la deuda tomada con los organismos internacionales, existe una participación relativamente estable en el tiempo. En 2002 representaba el 15% del total, y con variaciones intermedias, pesa un 11% en 2019. Esta deuda se toma en condiciones ventajosas desde el punto de vista del interés, más está atada a la cotización de la moneda de denominación, lo cual puede encarecerla súbitamente.

Los restantes rubros (deuda consolidada, FFFIR, entidades bancarias y financieras) no tuvieron cambios significativos comparativamente.

La tabla 1 permite apreciar lo anterior con mejor detalle, al añadir estimaciones de variación entre períodos de cada tipo de deuda. Allí se puede obser-

var que a partir de 2010 las variaciones promedio son en su mayoría positivas y en algunos casos muy importantes. Respecto a las proporciones respecto del total se dan modificaciones según la intensidad del crecimiento registrado.

Así, los títulos públicos tuvieron un crecimiento promedio interanual de 7% hasta 2010, pasando a un 36% hasta 2015 y finalmente de un 69% hasta 2019. Se puede apreciar una mayor utilización año a año de esta herramienta de financiamiento que no sólo pasa a significar más en el total del stock de deuda, sino que crece a un ritmo creciente a medida que se analizan los subperíodos. De hecho, desde 2010 se consolidó entre las fuentes más dinámicas. En 2010-2015, aumentaron su participación, lo que se vio reflejado también en un mayor crecimiento interanual promedio. Entre 2015 y 2019, su expansión fue eclipsada por el aumento ligado al FFDP. Sin embargo, en ambos casos, se trata de variaciones desde niveles muy bajos, siendo que en ninguno de los dos casos explica más que el 4% de la deuda total, contra un máximo del 70% de los títulos públicos. De modo que es esta la fuente que explica la mayor parte del endeudamiento durante los subperíodos que se abren desde 2010.

El gobierno nacional, por su parte, fue la principal fuente de expansión de la deuda durante el primer subperíodo (2002-2010). Se aprecia una alta tasa de crecimiento interanual promedio hasta 2010, que corresponde al proceso de reestructuración de la posconvertibilidad, donde el gobierno absorbió la deuda que originalmente estaba en el FFFIR. Sin embargo, después de esta etapa, su dinamismo baja, registrando hasta 2015 un 8% promedio y un 19% en la última etapa. En este último subperíodo, de hecho, fue la fuente de menor expansión relativa. De modo que el rol del gobierno se vio minimizado en este aspecto: dejó de prestar a las provincias, al tiempo que estas recurrieron más al mercado de capitales a través de la emisión de títulos. Es una especie de desplazamiento entre fuentes. Debe recordarse que desde 2015 el Estado nacional puso en marcha un acelerado proceso de endeudamiento, primero con títulos públicos y luego con organismos internacionales (FMI).

En tercer lugar, en orden de importancia entre acreedores, están justamente los organismos internacionales. En este respecto, no hubo un gran cambio

**Tabla 1.** Deuda provincial por tipo de acreedor, variaciones promedio y participación porcentual (2002, 2010, 2015 y 2019).

Valores	Año 2002	Año 2010		Año 2015		Año 2019	
	Participación en el total	Participación en el total	Variaciones interanuales promedio	Participación en el total	Variaciones interanuales promedio	Participación en el total	Variaciones interanuales promedio
Gobierno nacional	1%	59%	558%	35%	8%	11%	19%
FFFIR*	0%	1%	31%	1%	23%	1%	52%
FFDP	51%	1%	-3%	0%	-18%	3%	369%
Entidades bancarias y financieras	2%	2%	10%	4%	35%	3%	53%
<b>Deuda consolidada</b>	2%	1%	-1%	0%	3%	0%	72%
Títulos públicos	29%	26%	7%	47%	36%	70%	69%
Organismos internacionales	15%	10%	1%	13%	21%	11%	53%
Deuda total	-	-	6%	-	17%	-	52%

\* Fondo Fiduciario de Infraestructura Regional (FFIR), creado por la Ley N° 24.855, con el objetivo de asistir a las Provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y el Estado Nacional. Las obras llevadas a cabo a través del mismo fueron de infraestructura económica y social, y tenían el objetivo de promover la integración nacional, disminuir los desequilibrios socioeconómicos, impulsar el desarrollo regional y el intercambio comercial.

**Fuente:** Dirección Nacional de Asuntos Provinciales. Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía de la Nación.

respecto a la participación en el total del stock. Sí se evidencia un mayor crecimiento interanual en los años posteriores a 2015, alcanzando hasta 2019 un 53% de crecimiento promedio, aunque por debajo de otras fuentes. Cabe destacar que se mantuvo en preponderancia siendo que el stock aumentó tuvo un crecimiento muy importante en los últimos años.

Otros rubros de menor importancia, como el FFDP y el FFFIR, las Entidades Bancarias y Financieras y la Deuda Consolidada también tuvieron un crecimiento interanual superior al 50% a partir de 2015.

A grandes rasgos y a medida que fueron pasando los años la vía de financiamiento a través del gobierno nacional perdió preponderancia y los Estados provinciales empezaron a utilizar el mercado de crédito –tanto nacional como internacional– como una posibilidad para conseguir financiamiento. Esto es particularmente más evidente en los años posteriores a 2015.

Durante el gobierno de Cambiemos, entre 2015 y 2016, el Banco Central aprobó 61 emisiones de bonos y títulos públicos a entidades subnacionales, incluyendo 12 provincias (Buenos Aires, CABA, Chaco, Chubut, Córdoba, Corrientes, Entre Ríos, Mendoza, Neuquén, Río Negro, Salta y Santa Fe), la ciudad de Córdoba y la

de Río Cuarto, así como la empresa de energía de esa provincia. Estas emisiones totalizaron 218.446 millones de pesos y 4.286 millones de dólares, algunas de las cuales se trató en realidad de una renovación de instrumentos de deuda previa<sup>10</sup>. Si bien estas cifras no permiten comparar en el tiempo, sí dan cuenta de la relevancia de esta fuente en el subperíodo.

#### 4. El peso de las diferentes provincias

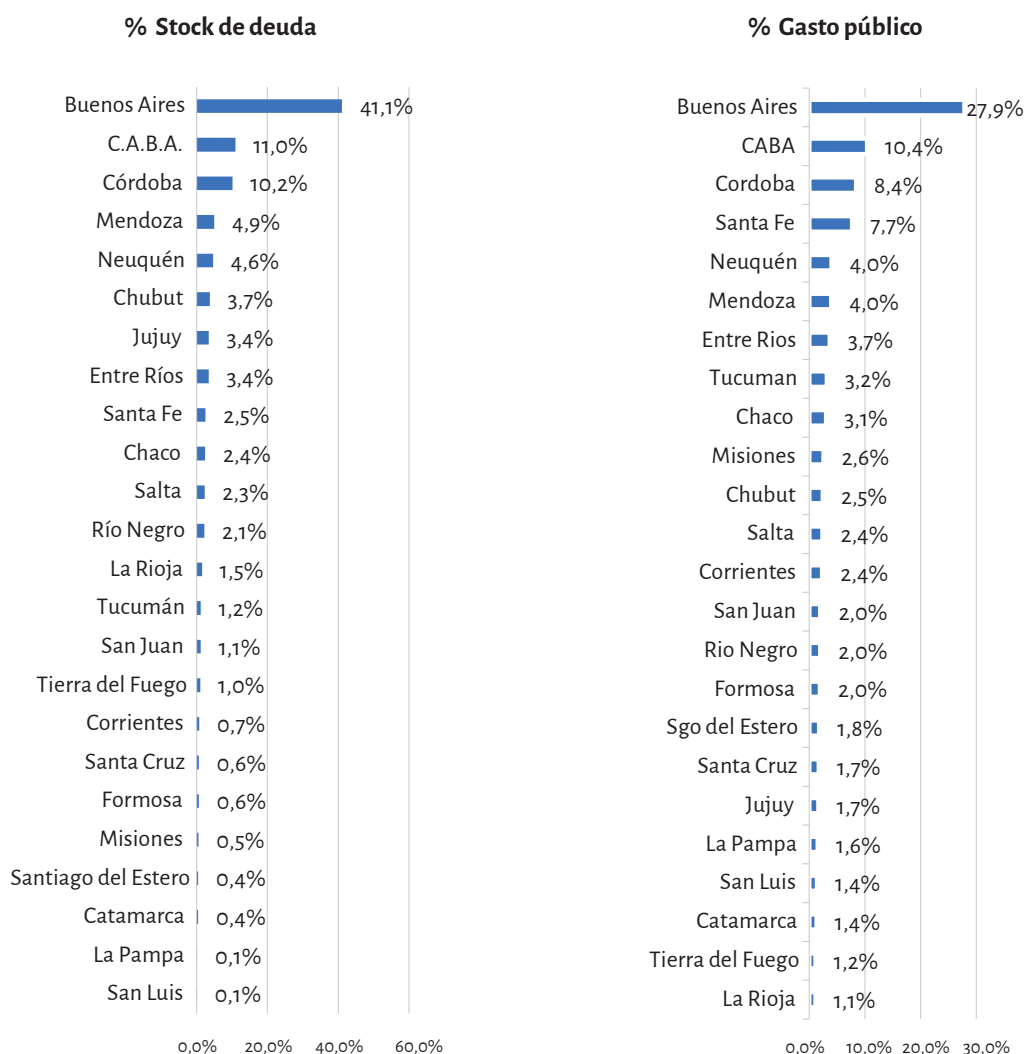
Hasta aquí se analizó el stock de deuda en función de su valor agregado. Es necesario conocer con mayor detenimiento la situación particular de cada jurisdicción. Existen diferencias particulares en cada zona del país en términos de estructura económica y desarrollo productivo y cómo esto afecta a la posición financiera de cada estado provincial. También existen diferencias entre provincias que cuentan con cierta trayectoria en el uso de diferentes tipos de financiamiento. Se expone aquí la posición relativa de cada provincia en el conjunto.

Como se puede apreciar del anterior gráfico, la Provincia de Buenos Aires es la jurisdicción que mayor

<sup>10</sup> Ver al respecto el ya referido capítulo de Pablo Díaz Almada.



**Gráfico 4.** Participación de cada jurisdicción del total de stock de deuda provincial y el total del gasto (2019)



**Fuente:** Dirección Nacional de Asuntos Provinciales. Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía de la Nación.

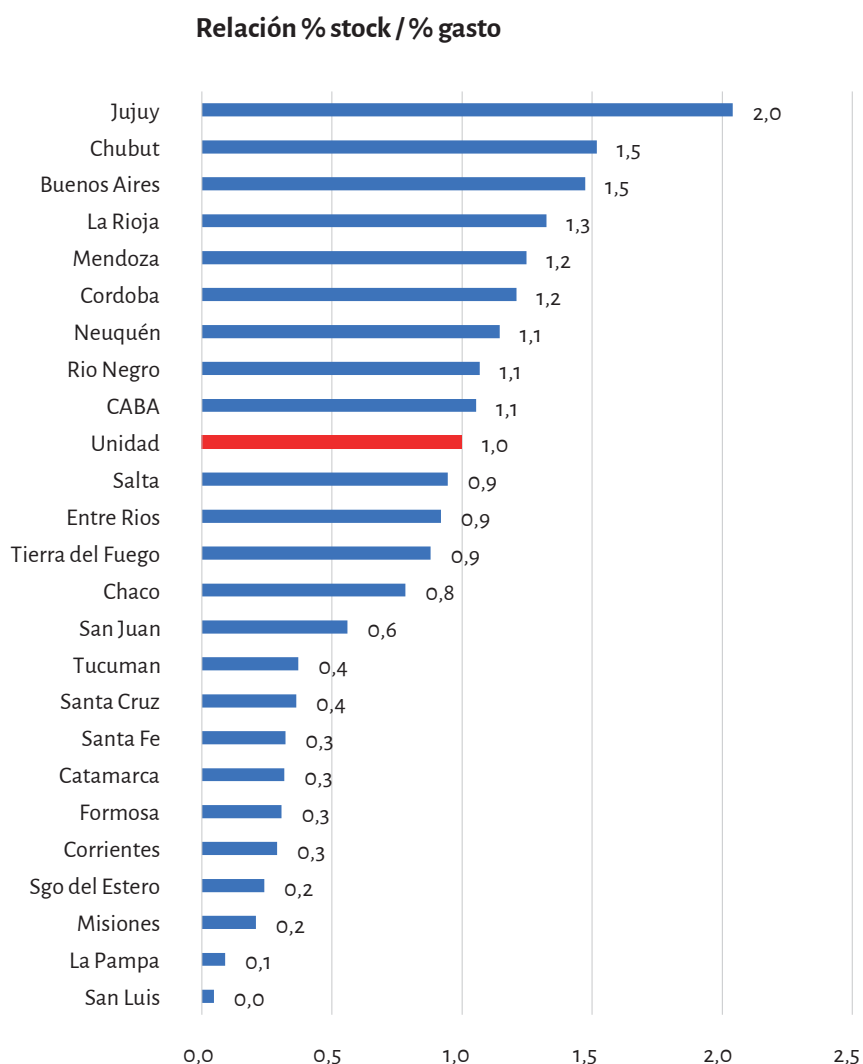
cantidad de stock de deuda presenta en el total, seguido por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y Córdoba. Entre estas tres jurisdicciones podemos encontrar más del 60% del total de endeudamiento provincial. Estas tres jurisdicciones, junto a Neuquén y Mendoza, se encuentran en el top de provincias con mayor porcentaje de participación en el total del stock de deuda y el total de gasto público provincial. Un caso diferente es el de Santa Fe, que se ubica por detrás de otras provincias en cuanto al endeudamiento (noveno lugar), siendo la cuarta provincia que mayor gasto proporcional tiene en el conjunto<sup>11</sup>.

Entre las demás jurisdicciones, se encuentra un grupo heterogéneo de 9 provincias, donde cada cual representa entre el 2% y el 5% del stock total de deuda, acumulando entre todas el 29,4% del total. Finalmente, existe otro grupo de 12 provincias con valores de hasta el 1,5% del total de endeudamiento, que acumulan entre todas el 8,3% del total.

En este sentido, si se relaciona la participación relativa del stock de deuda frente a la participación de cada provincia en el total de gasto público de las provincias podemos ver la intensidad de uso de deuda para financiar los gastos del estado provincial. Se trata de un indicador comparativo para describir el uso del recurso de la deuda en las provincias.

<sup>11</sup> Ver al respecto el capítulo de Sergio Arelovich en este libro.

**Gráfico 5.** Intensidad de uso de deuda: relación entre participación relativa en el stock de deuda y participación relativa en el gasto total de las provincias (2019)



**Fuente:** Dirección Nacional de Asuntos Provinciales. Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía de la Nación

Aquí podemos ver que 9 jurisdicciones se encuentran por encima de la unidad, que representaría la relación equivalente entre gasto y stock de deuda. Es decir, son provincias que toman más deuda de lo que participan en el gasto total; tienen una mayor intensidad en el uso de deuda que peso en su intervención a través de sus erogaciones. El valor máximo de este indicador lo representa Jujuy, que tiene una participación en la deuda provincial dos veces mayor que su participación en los gastos<sup>12</sup>. Le siguen Chubut y Buenos Aires. Por otra parte, 15 jurisdicciones se encuentran por debajo de la unidad, usando menos deuda de la importancia que tienen en el gasto. En

el valor mínimo se encuentra San Luis con menos del 0,1 de relación deuda-gastos.

Buenos Aires (1,5), Córdoba (1,2), CABA (1,1), jurisdicciones con niveles de gasto y actividad mayores, utilizan intensivamente más la deuda para financiar sus gastos provinciales. Por su parte Santa Fe, provincia con un gasto elevado en términos relativos, tiene un grado de utilización del 0,3 para financiar sus gastos.

### 5. Dinámicas provinciales de deuda

Teniendo en cuenta lo señalado antes sobre que existe un quiebre a partir de 2015, cuando la dinámica de la deuda en las provincias vuelve a tomar

<sup>12</sup> Ver al respecto el capítulo de Gastón Remy en este libro.

un rumbo ascendente, resulta importante analizar en promedio el ritmo con el cual las provincias accedieron al crédito. Analizando la variación promedio de cada provincia en cuanto a su stock de endeudamiento, se divide en dos etapas la serie estudiada, periodo 2002-2015 y periodo 2015-2019.

En el siguiente gráfico tenemos a las veintitrés jurisdicciones y la CABA con las variaciones promedio registradas en los periodos mencionados.

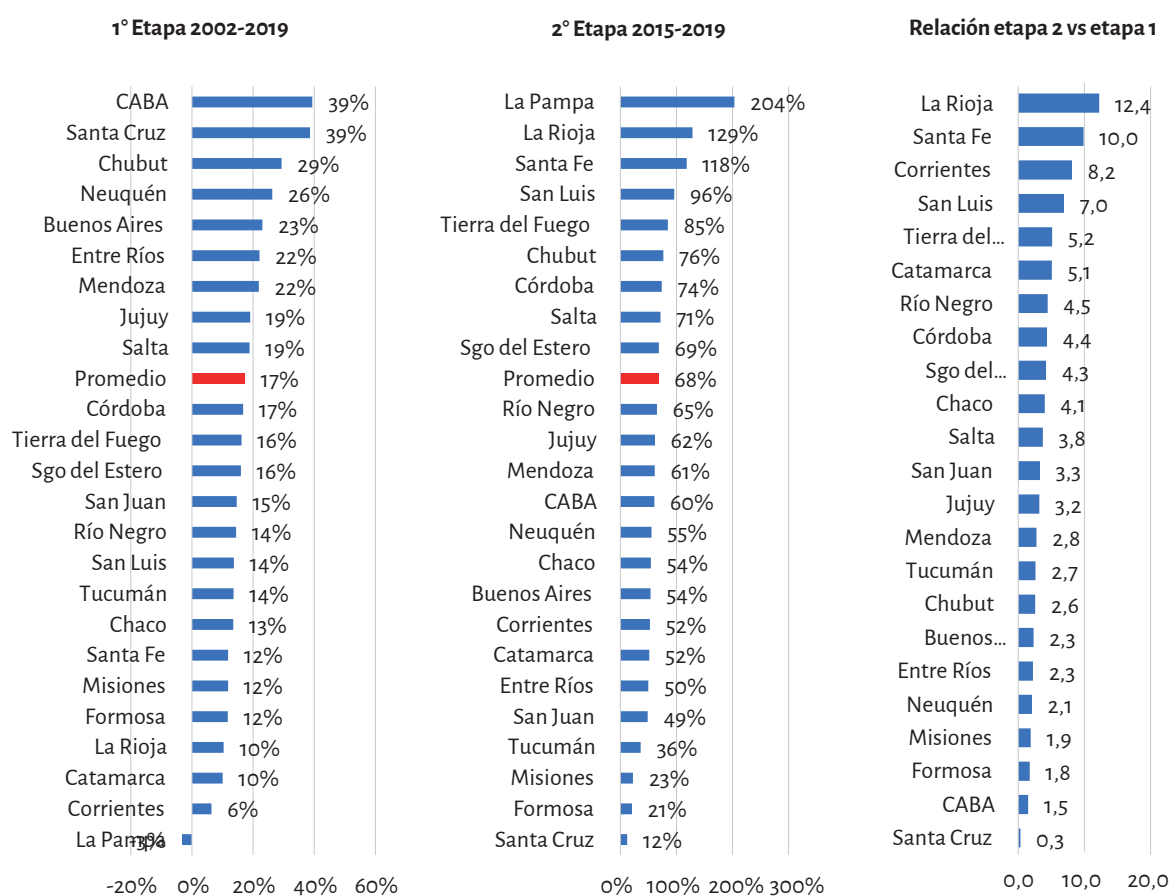
En líneas generales, el crecimiento del segundo periodo (2015-2019) fue en todas las jurisdicciones más importante que el primer periodo (2002-2015). De hecho, el crecimiento interanual promedio de todas las provincias en la primera etapa es del 17%, mientras que en la segunda es del 68%, un salto de cuatro veces más de intensidad. Esto habla de una dinámica de aceleración del endeudamiento que es fuerte y generalizada. En el gráfico de la derecha se

puede ver que todas las jurisdicciones participaron de esta aceleración: la que menos lo hizo fue Santa Cruz, y aun así elevó su tasa de endeudamiento en un 12%.

En la primera etapa el valor mínimo lo registró La Pampa con un decrecimiento del 3%, y el valor máximo lo obtuvo CABA con un 39% de crecimiento promedio interanual. En la segunda etapa, el valor mínimo lo tuvo Santa Cruz con un aumento del 12%, y el valor máximo La Pampa con 204%, que venía de ser última en el orden provincial, bajando su deuda en promedio en el periodo anterior, lo cual requeriría un análisis específico de la situación de endeudamiento de esta provincia.

Por su parte, Chubut y Salta son las únicas provincias que se encuentran por encima del promedio en ambas etapas. El caso de Chubut se caracteriza por contar con una industria hidrocarburífera, la cual al emitir deuda no sólo con garantiza la misma con fon-

**Gráfico 6.** Variación promedio interanual del stock de deuda de las provincias por etapas (2002-2015 y 2015-2019) y relación entre ambas.



Fuente: Dirección Nacional de Asuntos Provinciales. Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía de la Nación.

dos coparticipables, sino que también con respaldo en sus propias regalías petroleras.

Río Negro, Chaco, Catamarca, Corrientes, Tucumán, Misiones y Formosa son las provincias menos dinámicas en términos de endeudamiento en ambas etapas de la serie, ya que se encuentran por debajo del promedio<sup>13</sup>.

En muchos casos el crecimiento es tan vertiginoso en la segunda etapa que comparativamente termina siendo hasta doce veces mayor que el registrado anteriormente. En el tercer gráfico se puede ver la relación entre ambas etapas, provincias como La Rioja, Santa Fe, Tierra del Fuego, Corrientes y San Luis cuentan con un crecimiento promedio por lo menos 5 veces mayor al anterior periodo.

Santa Fe, que fue mencionada anteriormente como una provincia con menor peso relativo de su deuda con relación a sus recursos, registró un crecimiento a partir de 2015 diez veces mayor al periodo anterior.

Respecto a las provincias de mayor peso en términos de stock de deuda y gastos, es importante de notar que Córdoba para el periodo 2015-2019 acrecentó su deuda en un 74% en promedio, lo cual resulta significativo en miras de que se trata de una provincia importante en términos de montos y también en relación al crecimiento que tuvo en el primer periodo el cual sólo registró un 17% promedio.

Por otra parte, Buenos Aires duplicó su tasa de endeudamiento, al crecer en promedio un 54% en 2015-2019 versus un 23% en 2002-2015. La Ciudad Autónoma de Buenos Aires creció a un ritmo mayor en 2015-2019 (60%) pero que no llega a duplicar al primer periodo de 2002-2015 (39%), presentando una continuidad más marcada<sup>14</sup>. Se ubicó entre las provincias que menos crecimiento tuvo en la segunda etapa, ubicándose por debajo del promedio.

Existen jurisdicciones que en promedio tuvieron un crecimiento superior al 100% en el periodo 2015-2019. Aquí podemos encontrar a Santa Fe, La Rioja

y La Pampa, siendo esta última la que mayor crecimiento registró en el segundo periodo, ubicándose en el 162% promedio y registrando además un decrecimiento en el periodo anterior en promedio.

Considerando la generalidad del proceso de aceleración del endeudamiento, con trayectorias diversas, analizamos en la siguiente sección el impacto en términos de su sostenibilidad.

## 6. Sostenibilidad de la deuda de las provincias

El principal recurso con el que cuentan las provincias para financiar sus actividades son los ingresos tributarios, esto es, los que provienen de los diferentes impuestos y tasas que se aplican en el territorio. Aquí se analizará únicamente los ingresos de origen provincial, sin contemplar aquellos que son coparticipados por el Estado nacional, para vincular la dinámica de las deudas a la propia capacidad de repago. Las provincias reciben normalmente recursos de parte del Estado nacional, en carácter de coparticipación, que suelen ser una fracción relevante de los ingresos totales. Aquí la atención está puesta en la relación de los pasivos respecto de los recursos que dependen de la propia capacidad recaudatoria.

Las provincias, a diferencia del Estado nacional, no tienen la posibilidad de emitir moneda para solventar los gastos. Por ello es particularmente relevante analizar la relación entre el stock de deuda y los recursos tributarios con los que cuenta anualmente cada jurisdicción. Esta relación nos da una aproximación útil para evaluar la sostenibilidad de la deuda y la capacidad de hacer frente a sus compromisos que tiene una provincia.

En 2002 las ratios se encontraban en niveles muy superiores a los recursos de cada provincia en la mayoría de los casos, lo cual corresponde a la situación que se produjo con el fin de la convertibilidad, que incluyó la megadevaluación que llevó el valor del peso a un tercio de dólar (de la paridad previa equivalente a un dólar). El efecto de esta variación súbita del tipo de cambio afectó a la valuación de la deuda denominada en moneda extranjera, mientras que los ingresos tributarios se mantuvieron en pesos (y además en una economía en recesión). La reestructuración ya mencionada facilitó un cambio de acreedor (de acreedores privados al Estado nacional), de

<sup>13</sup> Ver los capítulos de Afra Blundetto, Matías Flores Urturi y Gregorio Miranda Chaco sobre Chaco y de Graciela Landriscini sobre Río Negro en este libro.

<sup>14</sup> Ver al respecto el capítulo de Lucía Sánchez Barbieri y Rodrigo Barbieri en este libro.

Parte III. Las deudas subnacionales

**Tabla 2.** Relación de deuda respecto del total de ingresos tributarios provinciales, años seleccionados

Provincia	2002	2010	Relación 2010 vs 2002	2015	Relación 2015 vs 2010	2019	Relación 2019 vs 2015
Buenos Aires	268%	115%	Bajó	62%	Bajó	90%	Creció
C.A.B.A	61%	17%	Bajó	34%	Creció	55%	Creció
Catamarca	215%	42%	Bajó	12%	Bajó	15%	Creció
Chaco	339%	83%	Bajó	29%	Bajó	45%	Creció
Chubut	180%	38%	Bajó	64%	Creció	150%	Creció
Córdoba	225%	76%	Bajó	31%	Bajó	78%	Creció
Corrientes	244%	45%	Bajó	11%	Bajó	17%	Creció
Entre Ríos	194%	58%	Bajó	39%	Bajó	55%	Creció
Formosa	396%	99%	Bajó	28%	Bajó	17%	Bajó
Jujuy	343%	108%	Bajó	60%	Bajó	113%	Creció
La Pampa	63%	7%	Bajó	1%	Bajó	6%	Creció
La Rioja	210%	35%	Bajó	16%	Bajó	72%	Creció
Mendoza	235%	72%	Bajó	42%	Bajó	78%	Creció
Misiones	288%	78%	Bajó	19%	Bajó	12%	Bajó
Neuquén	234%	81%	Bajó	82%	Creció	115%	Creció
Río Negro	365%	110%	Bajó	35%	Bajó	64%	Creció
Salta	153%	38%	Bajó	22%	Bajó	47%	Creció
San Juan	246%	43%	Bajó	23%	Bajó	31%	Creció
San Luis	25%	8%	Bajó	2%	Bajó	2%	Creció
Santa Cruz	66%	39%	Bajó	64%	Creció	28%	Bajó
Santa Fe	75%	7%	Bajó	4%	Bajó	19%	Creció
Sgo. del Estero	76%	5%	Bajó	5%	Creció	10%	Creció
Tierra del Fuego	183%	26%	Bajó	22%	Bajó	62%	Creció
Tucumán	238%	66%	Bajó	21%	Bajó	19%	Bajó
<b>Promedio</b>	<b>205%</b>	<b>54%</b>	<b>Bajó</b>	<b>30%</b>	<b>Bajó</b>	<b>50%</b>	<b>Creció</b>

Fuente: Dirección Nacional de Asuntos Provinciales. Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía de la Nación.

moneda (de dólares a pesos), de jurisdicción (ahora nacional), de plazos (ampliación) y tasas de interés (reducción). Con todo, la relación aparecía severamente deteriorada, con un promedio equivalente a dos años de recursos tributarios.

10 provincias estaban por debajo de ese promedio, lo cual indica que no se trató de una anomalía sesgada por pocos casos. 6 de esos casos indicaban una relación menor a la unidad, lo que señala que el total de la deuda podía cancelarse con menos de un año de recursos tributarios<sup>15</sup>. Formosa tenía el peor indicador, casi duplicando el nivel promedio, mientras que San Luis mostraba la mejor relación (un octavo del promedio). Las provincias que tenían peores indicadores son las que *a priori* estaban más expuestas a variaciones en los determinantes de la deuda. Relacionando estas trayectorias previas con lo ocurrido en el último subperíodo, cuando se volvió a intensificar el uso de la deuda en especial en moneda extranjera, se puede notar que no hay un comportamiento homogéneo. Entre quienes emitieron títulos en este último subperíodo, Buenos Aires, Chaco, Córdoba, Corrientes, Mendoza, Neuquén y Río Negro ya mostraban valores por encima del promedio en la ruptura de la Convertibilidad, mientras que CABA, Chubut, Entre Ríos, Salta y Santa Fe mostraban bajos valores. De modo que no necesariamente hay una constancia automática entre provincias que utilizan sistemáticamente el recurso de la deuda emitida en títulos públicos.

A partir de 2010 las provincias mejoraron este indicador en términos generales, promedio cayó a un cuarto de su valor inicial. Solo Buenos Aires, Jujuy y Río Negro mostraban valores por encima del año de recursos tributarios. Todas las jurisdicciones mostraron una mejoría del indicador. Para 2015, la situación de la mayoría de las provincias era que el peso de la deuda respecto de los ingresos era menor respecto de la de 2010. Solamente 5 provincias, contrario a esta tendencia general, habían acrecentado sus deudas más que sus ingresos, encontrándose aún en niveles que el stock no superaba al año de recursos tributarios: CABA, Chubut, Neuquén, Santa Cruz y Santiago del Estero. Para 2015, el promedio indicaba que las deudas pesaban menos de un tercio de los recursos tributarios.

A partir de ese año, la dinámica se invierte. Durante el último subperíodo, 20 provincias acrecentaron sus deudas más que sus ingresos, ubicándose tres de ellas en niveles superiores a un año de ingresos tributarios (Chubut, Jujuy y Neuquén). Solo descendió el indicador en Formosa, Misiones, Santa Cruz y Tucumán. El promedio volvió a estar al nivel de 2010, es decir, una década antes.

Si bien lo siguiente cuenta con sendos capítulos de análisis en este libro, resulta significativo mostrar el comportamiento de las 3 provincias de mayor peso en la deuda subnacional en términos de gasto público provincial. En primer lugar, Buenos Aires<sup>16</sup> registró un crecimiento en 2019 de la deuda sobre ingresos tributarios, ascendiendo a un 90% esta relación y quebrando la tendencia de decrecimiento registrada desde 2002 (268% en 2002, 115% en 2020 y un 62% en 2015).

La CABA<sup>17</sup> si bien tuvo una caída de esta relación al inicio, pasó de un 34% en 2015 a un 55% en 2019. Córdoba<sup>18</sup> por su parte registró un crecimiento de esta relación de un 31% en 2015 a un 78% en 2019.

El caso de Santa Fe<sup>19</sup> es llamativo ya que en el total no califica como una de las provincias que más deuda tiene, cuenta con un nivel de gastos corrientes alto, pero no creció significativamente su stock de deuda en relación a sus ingresos tributarios.

En cuanto a los compromisos y el peso de los intereses, el siguiente gráfico relaciona los intereses de deuda frente a los recursos totales. En este caso se toman los recursos totales, sean tributarios o no ya que representa la masa de dinero efectiva con la cual las provincias deben hacer frente a estas obligaciones.

En 2019 la totalidad de las jurisdicciones tienen más comprometidos sus recursos al pago de servicios de la deuda. En cuanto a los promedios, en 2015 los intereses representaban el 1% de los recursos totales, mientras que en 2019 esta relación pasó al 3%. Es decir, en el lapso de 4 años el peso de los intereses se triplicó. La provincia con mayor porcentaje de afecta-

<sup>15</sup> En orden de menor peso de la deuda: San Luis, CABA, La Pampa, Santa Cruz, Santa Fe y Santiago del Estero.

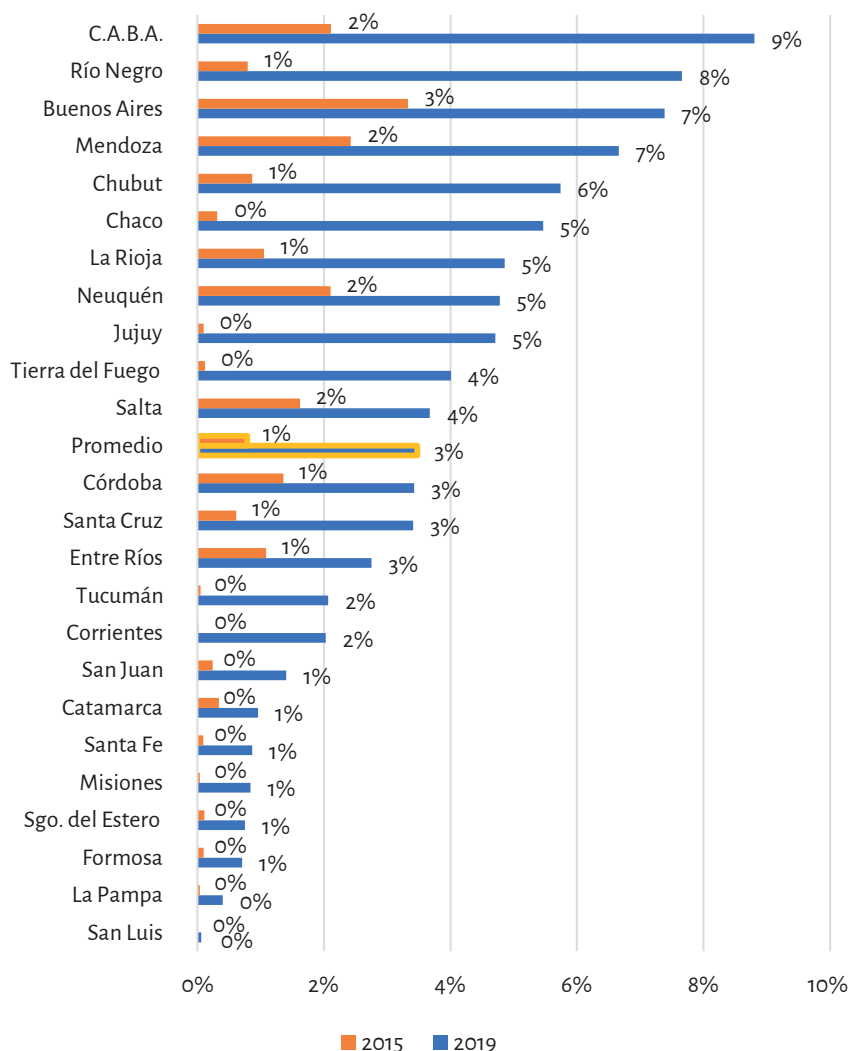
<sup>16</sup> Ver al respecto el capítulo de Andres Wainer en este libro.

<sup>17</sup> Ver al respecto el capítulo Lucía Sánchez Barbieri y Rodrigo Sánchez en este libro.

<sup>18</sup> Ver al respecto el capítulo de Pablo Díaz Almada en este libro.

<sup>19</sup> Ver al respecto capítulo de Sergio Arelovich en este libro.

**Gráfico 7.** Ratio intereses de deuda y recursos totales por provincia. Año 2015 y 2019.



**Fuente:** Dirección Nacional de Asuntos Provinciales. Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía de la Nación.

ción de sus recursos totales en intereses en 2015 era Buenos Aires con 3%, mientras que en 2019 fue la CABA con un 9%. La que menos porcentaje de recursos destina a los intereses en 2015 y también en 2019 es San Luis con valores por debajo del 1%. La Pampa, Formosa, Santiago del Estero, Misiones, Santa F, Catamarca y San Juan también está en torno a estos guarismos de muy bajo peso del pago de intereses.

En cambio, Salta, Neuquén, Mendoza, Buenos Aires y la CABA son jurisdicciones que se encuentran por encima de los promedios en 2015 y 2019, manteniendo su posición y destinando mayores recursos públicos al servicio de la deuda contraída.

Córdoba por su parte mantiene su ratio de intereses sobre recursos. Las provincias del sur como Neuquén,

Santa Cruz, Tierra del Fuego, Río Negro y Chubut duplicaron o hasta triplicaron su compromiso de intereses en función a sus recursos.

### 7. Endeudamiento con el Estado nacional y mediante títulos públicos de las provincias

En cuanto a la participación del endeudamiento de cada provincia con los dos acreedores más importantes, el Estado nacional y los títulos públicos, se puede identificar la intensidad con la que fueron utilizados en los años 2015 y 2019. Para ello comparan montos de deuda de estos acreedores en relación al total de deuda tomada en estos años por las provincias, buscando ahondar en los patrones vistos en el análisis general de todas las provincias.

**Tabla 3.** Participación de la deuda con el Estado Nacional en el total de endeudamiento (2015 y 2019)

Estado Nacional	2015	Estado Nacional	2019
Jujuy	97%	La Pampa	98%
Santa Cruz	92%	Formosa	87%
Tucumán	88%	Sgo del Estero	87%
Tierra del Fuego	88%	Catamarca	82%
Formosa	84%	Santa Cruz	77%
Corrientes	80%	San Luis	74%
Catamarca	77%	Tucumán	66%
Misiones	71%	Jujuy	60%
Río Negro	55%	Corrientes	53%
Chaco	51%	Misiones	48%
Promedio	42%	Promedio	37%
Entre Ríos	40%	San Juan	37%
San Juan	38%	Salta	18%
Buenos Aires	34%	Tierra del Fuego	18%
Córdoba	28%	Chaco	15%
La Rioja	23%	La Rioja	14%
Salta	21%	Río Negro	14%
Mendoza	20%	Mendoza	11%
Neuquén	14%	Entre Ríos	11%
La Pampa	8%	CABA	8%
Chubut	7%	Neuquén	5%
CABA	0%	Buenos Aires	4%
San Luis	0%	Chubut	3%
Santa Fe	0%	Córdoba	1%
Sgo del Estero	0%	Santa Fe	0%

Fuente: Dirección Nacional de Asuntos Provinciales. Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía de la Nación.

En primer lugar, se puede ver que el promedio en 2015 de la participación del Estado Nacional como acreedor fue del 42%, mientras que en 2019 decayó al 37%. Jujuy, la provincia con mayor participación en 2015 (97%), se ubica en 2019 en octava posición con 60% de participación, dejando a La Pampa en la primera posición del *ranking* con 98% de deuda con Estado Nacional en relación a la deuda total.

Por su parte, Santiago del Estero en 2015 se encuentra ubicada en la última posición con menos de 1% de participación y en 2019 pasa a ocupar el tercer puesto con 87% de deuda del Estado Nacional. La última posición en 2019 la ocupa la provincia de Santa Fe, que para 2015 también se encontraba cerca del final del listado con menos de 1% de participación en ambos años.



Las provincias de Jujuy, Santa Cruz, Tucumán, Formosa, Corrientes, Catamarca y Misiones se encuentran por encima del promedio en ambos años. La mayoría de ellas tuvieron bajas en la participación del Estado, aunque se mantuvieron por encima del promedio. Cabe decir también que la cantidad de provincias por encima del promedio no se modificó, y de hecho se encuentran las mismas al comparar el 2015 con el 2019. Como se puede, tiene mayor participación en general provincias por fuera del área central (pampeana y cuyana), con presencia particular de las que provienen del Norte del país.

Tierra del Fuego en 2015 tenía una participación del Estado del 88% y en 2019 bajó al 18%. Provincias más grandes como Buenos Aires y Córdoba también tuvieron bajas en sus participaciones en 2019 respecto a 2015, siguiendo el comportamiento del promedio. La CABA aumentó su participación, pasando de menos del 1% al 8% en 2019.

En cuanto a la situación con los títulos públicos se observa que el promedio de participación en el endeudamiento total de las provincias subió 23,4% en 2015 al 39,8% en 2019. Este salto implica que el peso de los títulos casi se duplica entre ambos períodos. En parte se explica por el desplazamiento al financiamiento de parte del Estado nacional, pero lo excede; de modo que se han desplazado en general todas las fuentes.

De hecho, en 2015 ocho de las veinticuatro jurisdicciones se encuentran por encima del promedio y en 2019, trece jurisdicciones se encuentran por encima del promedio en ese año. A excepción de Santiago del Estero, todas las provincias que están por encima del promedio en 2015 lo están en 2019. El listado lo compone la CABA, Chubut, Neuquén, Buenos Aires, Salta, Córdoba y Mendoza. Como se observa, existe una amplia variedad de jurisdicciones en cuanto a su peso económico en la agregación de valor, en cuanto a sus características productivas y ubicación geográfica.

En cuanto a las provincias con mayor participación de los títulos públicos, la CABA ocupa esa primera posición en 2015 con 90,4% y Buenos Aires hace lo propio en 2019 con un 88,2% de títulos públicos en el total de su deuda. Respecto al último lugar, lo ocupa la provincia de Santa Cruz con menos de 1% de participación en ambos años.

Cabe destacar los casos de Santa Fe, Jujuy y Tierra del Fuego que contaban con porcentajes de menos del 1% en 2015 y subieron a valores cercanos o muy por encima del promedio en 2019.

En términos generales y en consonancia con lo que demuestra la comparación de los promedios, se puede observar que en la mayoría de las provincias los títulos públicos duplicaron su participación de 2015 al 2019. Existen sin embargo algunas jurisdicciones que no modificaron o disminuyeron la participación de los títulos públicos, siendo el caso de Santa Cruz, San Luis, La Pampa, Corrientes, Catamarca, Tucumán y Formosa, demostrando su menor dinamismo a la hora de utilizar esta forma de endeudamiento.

## 8. Autonomía tributaria de las provincias

Por último, se expondrá el concepto de autonomía tributaria, la cual es definida como la relación entre los ingresos tributarios de origen provincial y los ingresos tributarios totales. Esto permite exponer dependencia relativa de una jurisdicción a los recursos de origen nacional para hacer frente a sus compromisos. Resulta importante ya opera como un indicador de la capacidad de pago con fuentes propias que tiene cada provincia.

Se utiliza la comparación de este concepto para los años 2015 y 2019 a fin de relacionarlo con el proceso de endeudamiento, que tuvo un quiebre a partir del año 2015. En promedio un 30% de los recursos totales tributarios son recaudados por las provincias en 2015. Esta relación es levemente menor en 2019, bajando 2 puntos porcentuales. De hecho, 20 de las 24 jurisdicciones empeoraron su situación de autonomía tributaria. Si bien la diferencia porcentual no es tan alta en la gran mayoría, existen casos como la Provincia de Buenos Aires o la CABA, perdieron autonomía por más de 10 puntos porcentuales.

Las provincias que se encuentran por encima del promedio de autonomía tributaria coinciden en su mayoría con aquellas que presentan mayor nivel de stock de deuda en general (CABA, Buenos Aires, Mendoza, Neuquén y Córdoba), pero sin embargo no fueron las que tuvieron un crecimiento más vertiginoso en la segunda etapa de endeudamiento entendida como los años entre 2015 a 2019. Buenos Aires,

**Tabla 3.** Participación de la deuda en títulos públicos en el total de endeudamiento (2015 y 2019)

Títulos públicos	2015	Títulos públicos	2019
CABA	90,4%	Buenos Aires	88,2%
Chubut	79,9%	Chubut	80,4%
Neuquén	65,7%	Santa Fe	75,8%
Buenos Aires	56,2%	La Rioja	75,6%
Salta	44,7%	Córdoba	72,0%
Córdoba	44,5%	CABA	68,7%
Sgo del Estero	42,2%	Tierra del Fuego	68,7%
Mendoza	23,8%	Río Negro	68,1%
Promedio	23,4%	Salta	67,4%
Entre Ríos	20,9%	Neuquén	66,5%
Misiones	20,3%	Entre Ríos	55,5%
San Juan	19,8%	Mendoza	49,4%
Chaco	16,3%	Chaco	46,7%
Formosa	13,0%	Promedio	39,8%
Río Negro	10,1%	Misiones	31,5%
Tucumán	6,5%	Jujuy	23,0%
La Rioja	6,4%	Sgo del Estero	7,3%
Tierra del Fuego	0,7%	Formosa	6,7%
Catamarca	0,5%	Tucumán	3,4%
Corrientes	0,2%	San Juan	0,3%
Jujuy	0,0%	Catamarca	0,1%
Santa Fe	0,0%	Corrientes	0,0%
La Pampa	0,0%	La Pampa	0,0%
San Luis	0,0%	San Luis	0,0%
Santa Cruz	0,0%	Santa Cruz	0,0%

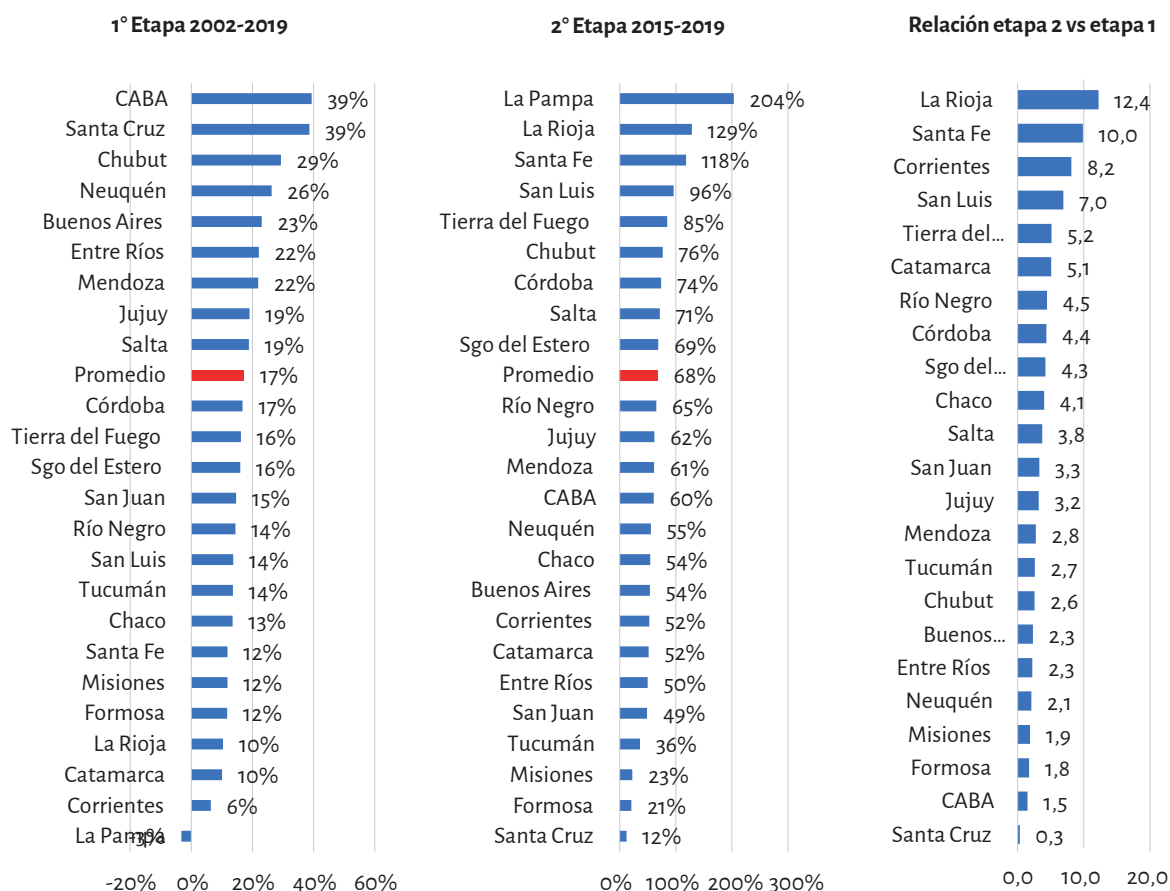
Fuente: Dirección Nacional de Asuntos Provinciales. Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía de la Nación.

la CABA, Mendoza y Neuquén crecieron menos que el promedio en esta segunda etapa y Córdoba lo hizo en una ratio muy similar al promedio.

Las provincias que presentan una autonomía financiera menor al promedio en 2019 como La Pampa, La Rioja y San Luis, se ubican entre las que mayor nivel de endeudamiento promedio interanual tuvieron

en la segunda etapa de la serie (2015 a 2019). Por otro lado, Tierra del Fuego, Santa Fe y Chubut, que también tuvieron crecimientos interanuales superiores a la media a partir de 2015, se encuentran en una posición de mayor autonomía financiera que el promedio.

Gráfico 8. Autonomía tributaria de las provincias y CABA (2015 y 2019)



Fuente: Dirección Nacional de Asuntos Provinciales. Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía de la Nación.

### Reflexiones finales

El endeudamiento de las jurisdicciones subnacionales no ha tenido un gran desarrollo en la bibliografía económica, a pesar de su relevancia en la situación de deuda pública a nivel nacional, así como de su impacto en términos de funcionamiento del Estado a nivel subnacional. En este capítulo se exploraron los principales rasgos de la dinámica de la deuda de las provincias y la CABA, para tratar de mostrar grandes orientaciones en torno a este fenómeno. Se trata de un estudio exploratorio, que funciona como marco para ulteriores análisis.

A grandes rasgos se identifica una dinámica creciente del endeudamiento de las provincias, con un momento de aceleración a partir de 2015. Entre 2003 y 2010, se encuentra una tasa de crecimiento interanual que no supera nunca el 10%; a partir de 2011, se registra un primer incremento en la variación llegando al 19%

interanual en el 2013. En 2015, se produce el primer pico, con un incremento interanual del 35% y al año siguiente el pico de toda la serie, con un 67% de variación. Hacia 2018 se registra nuevamente un 65% de crecimiento interanual, y de allí en adelante las tasas de expansión se ubicarán por encima de este nivel.

La deuda tuvo bajo crecimiento durante prácticamente toda la postconvertibilidad, elevándose su expansión en los últimos años. A partir de 2015, se produce una aceleración de la deuda provincial. Durante los siguientes cuatro años, bajo el gobierno nacional de Cambiemos, la deuda se expandió de manera mucho más acelerada, promediando un 56% interanual. Es decir, un ritmo cinco veces mayor al del período previo. Es por ello que se puede establecer con claridad dos grandes períodos en relación a la expansión de la deuda provincial: la etapa neodesarrollista (2002-2015) y la etapa de Cambiemos (2015-2019). Al interior de la primera, se pueden distinguir dos subperíodos,

según la aceleración del endeudamiento provincial: el que va de 2002 a 2010, y de 2011 a 2015.

En cuanto a la dinámica de endeudamiento y teniendo en cuenta los dos subperiodos, Santiago del Estero, Río Negro, Chaco, Catamarca, Corrientes, Tucumán, Misiones y Formosa son provincias menos dinámicas en términos de endeudamiento en ambas etapas de la serie. También se encuentran como provincias de mitad de ranking para abajo respecto a su importancia relativa en gasto y stock de deuda.

La provincia de Buenos Aires se presenta como la jurisdicción que mayor cantidad de stock de deuda presenta en el total, seguido por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y Córdoba. Estas además utilizan más que proporcionalmente la deuda para financiar sus gastos.

La importancia de los títulos públicos se vuelve crucial a partir de 2015, superando en importancia a todas las demás fuentes juntas. Esta expansión ocurrió desde 2010 en adelante. Esto ocurrió específicamente en mayor medida en provincias que tenían tendencias decrecientes de sus deudas en los años anteriores a 2010 o aquellas que no presentaban stocks significativos en términos de títulos públicos. Si bien no representan un gran porcentaje del endeudamiento total de las provincias, indican una mayor generalización a nivel país de este mecanismo de financiamiento.

Las provincias más dinámicas en cuanto a la deuda en títulos públicos son aquellas con tendencias decrecientes o nulas en los años anteriores a 2010 o 2015 (Santa Fe, Tierra del Fuego, Jujuy, Catamarca y La Rioja), aunque también representan poco relativamente en términos de gasto público o nivel de stock de deuda provincial.

Respecto a la autonomía tributaria provincias como La Pampa, La Rioja y San Luis presentan valores por debajo del promedio, siendo que además que se ubican entre las que mayor nivel de endeudamiento promedio interanual tuvieron en la segunda etapa de la serie (2015 a 2019).

Finalmente habiendo descrito la situación de la deuda y repasado los puntos más importantes en su devenir, queda reflexionar respecto de la sustentabilidad futura, los límites y alcances que pueden

establecerse y la relación costo-beneficio que tiene endeudarse no sólo en términos económicos, sino de bienestar social general. Este debate constituye un punto de partida fundamental para abordar a una resolución de los problemas de sustentabilidad y compromiso que enfrentan hoy en día las provincias. La iniciativa debería abordarse de modo tal que se materialice en un marco regulatorio y establezca los puntos fundamentales a tener en cuenta a la hora de recurrir a este medio de financiamiento, estableciendo límites que no permitan situaciones de crecimiento vertiginoso que puedan comprometer la situación fiscal de las provincias y su capacidad para hacer frente a sus atribuciones fundamentales.

## Referencias

- Álvarez, C., Manes, M., Paredes, P., y Ivani, G. (2011). "El acceso al crédito de los gobiernos subnacionales". Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas. Facultad de Ciencias Económicas. República Argentina. Recuperado de [https://www.economia.gob.ar/dnap/deuda/documentos/el\\_acceso\\_al\\_credito\\_de\\_los\\_gobiernos\\_subnacionales.pdf](https://www.economia.gob.ar/dnap/deuda/documentos/el_acceso_al_credito_de_los_gobiernos_subnacionales.pdf)
- Argañaraz, N.; Garzón, J.M. y Bocco, M.J. (2001). "La Deuda Pública Provincial. Crecimiento Insostenible". Documento de Trabajo N°33, Córdoba: IIERAL. Recuperado de [https://www.ieral.org/images/db/noticias\\_archivos/12-82574087.PDF](https://www.ieral.org/images/db/noticias_archivos/12-82574087.PDF)
- Dirección Nacional de Asuntos Provinciales (DNAP). (2022). Recuperado de <https://www.argentina.gob.ar/economia/sechacienda/asuntosprovinciales>
- Duarte, F.; Cao, H.; Martinovich, G.; Kukulas, J.; Fernández Landoni, M.; Morales, P. y De Antoni, C. (2006). *Antecedentes, Actualidad y Perspectivas del Endeudamiento Provincial*. Observatorio de Políticas Públicas. Recuperado de: <https://www.horaciocao.com.ar/wp-content/uploads/2015/06/6-antecedentes-actualidad.pdf>
- Frugoli, E. y Lorenti, N. (Junio 2020). Endeudamiento de las provincias y CABA. Centro de Estudios para el Cambio Estructural. Recuperado de <http://fcece.org.ar/wp-content/uploads/informes/endeudamiento-provincias-caba.pdf>
- Kupelian, R. y Biscay, P. (2019). *Informe sobre las deudas provinciales*. Buenos Aires: BCRA. Inédito.
- Letcher, H. y Strada, J. (2019). *Endeudamiento provincial, el fenómeno silencioso. Análisis de la incidencia de la deuda sobre la recaudación provincial en el período 2004-2015*. Buenos Aires: Centro de Economía Polí-

tica Argentina. Recuperado de <https://centrocepa.com.ar/informes/235-endeudamiento-provincial-el-fenomeno-silencioso-analisis-de-la-incidencia-de-la-deuda-sobre-la-recaudacion-provincial-en-el-periodo-2004-2019.html#:~:text=El%20endeudamiento%20se%20utiliza%20para,la%20fenomenal%20fug>

Liendo, H. (2010). "Cesación de Pagos de Provincias". Segundas Jornadas Italo-Latinoamericanas de Derecho Público y Terceras Jornadas Italo-Argentinas de Derecho Público. Recuperado de <http://www.saij.gob.ar/horacio-liendo-cesacion-pagos-provincias-dacf180003/123456789-0abc-defg3000-81fcanirtcod?yo=24yf=Total%7CFecha%7CEstado%20de%20Vigencia%7CTema/Econom%EDa%20y%20finanzas%7COrganismo%7CAutor%5B125%2C1%5D%7CJurisdicci%F3n%7CTribunal%5B5%2C1%5D%7CPublicaci%F3n%5B5%2C1%5D%7CColecci%F3n%20tem%Etica%5B5%2C1%5D%7CTipo%20de%20Documentoyt=32776>

Ministerio de Economía de la Nación (Septiembre 2021). Resultados de los procesos de reestructuración de deuda pública externa. Recuperado de [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/resultados-reestructuracion\\_de\\_deudas\\_provinciales.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/resultados-reestructuracion_de_deudas_provinciales.pdf)

Observatorio de Políticas Públicas (Diciembre de 2006). *Antecedentes, actualidad y perspectivas del Endeudamiento Provincial*. Jefatura de Gabinete de Ministros. Recuperado de <https://www.horaciocao.com.ar/wp-content/uploads/2015/06/6-antecedentes-actualidad.pdf>

Vaca, A. y Cao, H. (1998). "El Endeudamiento de las Provincias Argentinas". *Realidad Económica*, n° 158, pp. 135-147. Recuperado de <https://www.horaciocao.com.ar/wp-content/uploads/2015/06/12-endeudamiento.pdf>

# Estrategias de reestructuración de deuda pública sub-soberana a la luz de las experiencias argentinas 2002 y 2020

Alejandro Gabriel Manzo\*

## Introducción

Las crisis financieras son eventos especialmente caros para la plena vigencia de los Derechos Humanos (DDHH). Tras las crisis de 2001 y 2018, Argentina —un país históricamente reconocido por la extensión de su clase media— vio caer a más de la mitad de su población en la pobreza y a sus sectores sociales más vulnerables por debajo incluso de aquel núcleo de derechos económicos, sociales y culturales definido por el Consejo de DDHH de la ONU como «mínimo» (A/HRC/25/50/Add.3, 2014)<sup>1</sup>.

Estas crisis fueron precedidas por ciclos de acelerado sobreendeudamiento, en los que el acceso al crédito por parte de los gobiernos subnacionales fue un componente significativo.<sup>2</sup> En efecto, entre 1998-2002 el stock de deudas de las provincias en su conjunto más que se cuadruplicó en términos de sus ingresos corrientes consolidados (Duarte, 2006:10) y entre 2016-2019 se duplicó (Letcher y Strada, 2019:3), quedando muchas de ellas, en uno y otro evento, al borde del *default*.<sup>3</sup>

Consecuentemente, las provincias iniciaron dos procesos generales de reestructuración de sus deudas: el primero de ellos, activado en 2002, y el segundo, en el 2020, en los que se canjearon de manera com-

binada acreencias por casi 25 mil millones de dólares (MECON, 2008; 2021). En el canje 2002 participaron 18 provincias y, por su intermedio, más de 77 municipios (FFDP, 2010), en tanto que en el de 2020 lo hicieron 12 provincias y una municipalidad, de las cuales 11 alcanzaron efectivamente acuerdos de reestructuración (MECON, 2021; 2021a).

La bibliografía distingue dos grandes modelos típicos-ideales para organizar estos procesos: el «individual» y el «conjunto» (Capello, 2020). En el primer modelo cada jurisdicción subnacional se considera un caso único, de tal forma que debe reestructurar sus deudas de conformidad a sus cualidades particulares, mientras que en el segundo se resalta su pertenencia a una entidad política superior, por lo que tal reestructuración se efectúa de manera colectiva bajo el amparo del gobierno central. En tanto que el primer modelo se asocia a una gestión del endeudamiento sub-soberano que acentúa la «disciplina del mercado», el segundo a uno que remarca el control y la regulación estatal (Capello, 2020; CBPA, 2020; Melamud, 2009; Cosentino, Isasa y Hang, 2017).

Considerando que los canjes de 2002 y 2020 se estructuraron bajo una lógica organizativa diferente, cabe aquí preguntarse: ¿A qué modelo típico-ideal se asemejó uno y otro proceso? Y, más relevante aún ¿Cuál reportó mejores resultados? Este capítulo procura reflexionar sobre estos interrogantes comparando estos canjes a la luz del papel que desempeñó en ellos el gobierno nacional; es decir, comparándolos a partir de la macro-estrategia de reestructuración que este nivel de gobierno puso en práctica en uno y otro evento.

A estos efectos, el capítulo se divide en dos partes. En la primera se problematizan los argumentos que

\* Investigador adjunto del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET), Centro de Investigaciones Jurídicas y Sociales (CIJS), Universidad Nacional de Córdoba (UNC), Argentina.

<sup>1</sup> Sobre la relación del marco regional de los derechos humanos para evaluar la deuda soberana, ver capítulo de Juan Pablo Bohoslavsky y Laura Clérico en este libro.

<sup>2</sup> Sobre la dinámica de la deuda sub-soberana que llevó a los procesos de canje 2002 y 2020 remitimos al capítulo de este libro de José Morales.

<sup>3</sup> A pesar de la atención que ha recibido el devenir de la deuda pública argentina a nivel nacional, así como sus diversos procesos de reestructuración, la bibliografía especializada aún no ha abordado con la debida profundidad lo ocurrido con este fenómeno en las provincias y municipios del país, pese a dar cuenta de su significación en el endeudamiento público total.

legitiman la puesta en práctica de los dos modelos señalados en el marco de las particulares cualidades que asume el endeudamiento en el ámbito sub-soberano de países periféricos, como los de nuestra región. Asimismo, en este apartado se exhiben los principales lineamientos del marco institucional que ordena el acceso al crédito de las provincias argentinas; algo fundamental al momento de evaluar las capacidades de intervención del Estado nacional en esta clase de reestructuraciones.

En la segunda parte se comparan los canjes de 2002 y 2020 en dos aspectos diferentes: su «diseño organizativo» y sus «resultados». A los fines de la comparación del primer aspecto se tienen en cuenta las siguientes dimensiones analíticas: 1) la *causa-fuente* de la que emana en los casos concretos la intervención del gobierno central; 2) el *tipo o la forma* que asume su cooperación con los gobiernos subnacionales; el 3) *cuándo*, el 4) *qué* y el 5) *cómo* se reestructuraron sus deudas.

El segundo aspecto, por su parte, se pone en práctica comparando: 1) los efectos inmediatos de los aludidos canjes a través de exhibir el alivio, por un lado, cuantitativo que ellos significaron para las cuentas públicas de las provincias y, por otro lado, cualitativo por medio de la modificación de sus deudas en términos de moneda, legislación y tipo de acreedores; 2) sus efectos más integrales visualizados en función de su grado de articulación con otros programas y reformas institucionales orientadas a estabilizar sus deudas en senderos de sustentabilidad de mediano y largo plazo.

A contramano de lo que postula la literatura «pro-mercado» hegemónica en este campo (Capello, 2020; CBPA, 2020; Melamud, 2009; Cosentino, Isasa y Hang, 2017), se argumenta aquí que en casos de reestructuraciones sub-soberanas de países periféricos con epicentro en crisis financieras generales—como los aquí analizados— la intervención del gobierno nacional es fundamental en tanto posibilita, por un lado, equilibrar las desigualdades de tamaño y escala que habitualmente existe entre las partes en tratativas y, por otro lado, observar el fenómeno del sobre-endeudamiento de forma holística y transversal a las diferentes jurisdicciones autónomas; algo fundamental al tiempo de realizar las transformaciones estructurales requeridas para prevenir que dicho fenómeno se reproduzca en el futuro.

## 1. Macro-estrategias para gestionar las reestructuraciones subnacionales: modelo individual vs colectivo

El presente título se divide en tres partes. En primer lugar, se presentan las cualidades definitorias del modelo individual, trazando un paralelismo entre los debates que informan las «Reestructuraciones de Deuda Soberana» (REDs) en el ámbito internacional con aquellos que lo hacen en el ámbito subnacional. En segundo lugar, se introducen los argumentos que legitiman la puesta en práctica del modelo colectivo en el marco institucional que regula el acceso al crédito sub-soberano en Argentina. Finalmente, se problematiza la manera de pensar sobre estos modelos desde un enfoque alternativo que resalta las dimensiones de estructura y poder.

### 1.1. Cualidades definitorias de la estrategia de reestructuración «caso-por-caso»

Tras la crisis de la deuda externa de los años ´80, la discusión sobre la mejor manera de organizar las REDs ocupa un lugar destacado en la agenda política internacional.

Uno de los ejes ordenadores de este debate se vincula a la conveniencia o no de la intervención en estos eventos de un tercero ajeno a las partes en conflicto.<sup>4</sup> Quienes responden a esta cuestión de forma afirmativa legitiman esta intervención en el carácter ínsitivamente conflictivo de las reestructuraciones. Este carácter motiva que en el ámbito doméstico todas las legislaciones estatales prevean la sustanciación de estos procesos frente a tribunales de quiebras; consecuentemente, en el ámbito internacional, donde la complejidad de las problemáticas tiende a amplificarse, —sostienen— la participación de la comunidad internacional debería estar garantizada.

Sin embargo, esto no es así en el régimen de REDs vigente, en el que deudor y acreedores negocian sus deudas de forma autónoma.<sup>5</sup> La cosmovisión que subyace bajo esta modalidad es aquella que

<sup>4</sup> A fin de profundizar sobre las posiciones que ordenan el debate sobre REDs a nivel internacional ver Manzo (2019) y el capítulo de este libro de Emilia Val.

<sup>5</sup> A fin de profundizar sobre las cualidades del régimen de REDs vigente a nivel internacional ver Manzo (2020).

entiende que la intervención de un tercero distorsionaría la lógica auto-regulativa del Mercado, según la cual las partes son capaces de arribar por sí mismas a un resultado óptimo bajo la dinámica de la oferta y la demanda. La participación del FMI como árbitro de estos procesos a partir de los años '80—bajo la denominada estrategia «caso-por-caso»—, se considera, no mina esta dinámica porque dicha participación es de naturaleza voluntaria y sus recomendaciones mantienen el sesgo pro-mercado.

Un segundo eje ordenador del debate se relaciona con la modalidad jurídica más adecuada para ordenar las REDs.<sup>6</sup> A la luz de los magros resultados de esta estrategia, aparecieron, ya en los años '90, diferentes propuestas que abogaban por ordenar estos procesos a través de una suerte de ley de quiebra internacional. Esta ley, básicamente, se diseñaría adaptando al campo de la deuda soberana las cualidades que revisten en el ámbito doméstico las legislaciones de bancarrota estatales.

Tales propuestas no prosperaron y, con ello, este campo se mantuvo «desregulado». Dicha desregulación no es sinónimo de carencia de reglas, sino de la existencia de un régimen de REDs construido a partir de reglas de naturaleza *soft law*.<sup>7</sup> Entre ellas, se destacan los modelos de cláusulas contractuales con directrices estandarizadas para organizar en estos eventos la relación entre el deudor y sus acreedores. Estos modelos son difundidos por el Fondo como «pro-mercado», en tanto son las propias partes en tratativas las que deciden de forma descentralizada—es decir y nuevamente, sin la intervención de un tercero— si incorporarlos o no en sus contratos de emisión de deuda (Hagan, 2014).

Las principales aristas de este debate se traducen al ámbito sub-soberano bajo una dinámica propia. Esta necesidad de traducción obedece a sus particulares cualidades. Los Estados subnacionales constituyen jugadores únicos dentro del mercado financiero, por su naturaleza ontológica «no soberana»; o si se quiere y en sentido inverso, por su pertenencia a una entidad soberana superior a la cual, con mayor o menor

grado de autonomía, se encuentran subordinados (Liendo, 2010).

Desde allí, el primer eje presentado se introduce aquí bajo el dilema de la conveniencia o no que el Estado nacional intervenga en las reestructuraciones sub-soberanas. Mientras que el modelo «colectivo» responde afirmativamente a esta cuestión, el «individual» lo hace de manera negativa (Capello, 2020). Para este último el problema de insustentabilidad de cada provincia es un caso en sí mismo y, consecuentemente, debe resolverse sin la injerencia de terceros. En esta estrategia caso-por-caso son las propias partes en disputa las que tienen la capacidad de alcanzar en la reestructuración un nivel óptimo de alivio para las cuentas públicas (CBPA, 2020).

Ese nivel representa en este modelo un punto de equilibrio en el cual la oferta del Estado deudor es aceptada por la amplia mayoría de sus acreedores. Fuera de dicho punto una de las partes obtendría en el corto plazo un beneficio excesivo a costa del perjuicio de la otra, pero sufriría pérdidas en el mediano o largo plazo (Capello, 2020). En efecto, si la reestructuración terminase con un alivio exagerado, el deudor tendría dificultades en el futuro para acceder al mercado financiero y en caso de poder hacerlo, lo haría pagando una tasa de interés elevada. Por el contrario, si el alivio fuese insuficiente, el riesgo de *default* seguiría latente y el acreedor debería enfrentar una nueva reestructuración en la que se le solicitaría una contribución más profunda (Melamud, 2009; Cosentino, Isasa y Hang, 2017).

A fin de calibrar la oferta dentro de este punto de equilibrio las partes deben considerar dos determinantes principales. En primer lugar, la capacidad de ahorro corriente del Estado deudor en relación al peso de su deuda: a mayor capacidad de ahorro, mayor será su capacidad de pago, de tal forma que menor debe ser el alivio requerido en la reestructuración; a la inversa, a menor capacidad, mayor debe ser el alivio solicitado (Capello, 2020; CBPA, 2020). En segundo lugar, el riesgo asumido por los distintos tipos de acreedores al momento de prestar: aquellos acreedores que hayan asumido mayores riesgos—y, por ello, hayan obtenido tasas de interés más beneficiosas—deben ahora, en la reestructuración, soportar mayores pérdidas que aquellos otros que prestaron asumiendo un riesgo menor (Krueger y Hagan, 2005; Bolton, 2003).

<sup>6</sup> A fin de profundizar sobre las modalidades jurídicas en disputa para regular las REDs a nivel internacional ver Manzo (2019).

<sup>7</sup> En el campo jurídico es común diferenciar entre normativas *hard* y *soft law*, siendo estas últimas orientativas de las conductas de los sujetos y sin el carácter jurídico vinculante asociado tradicionalmente a las normativas jerárquicas y verticales de los Estados-nación.



Desde esta perspectiva, la intervención del gobierno central distorsiona esta lógica auto-regulativa de diferentes maneras (CBPA, 2020:2). En primer término, en cuanto homogeniza las ofertas de reestructuración al interior del universo de casos subnacionales en situación de insustentabilidad (Capello, 2020:1). Dicha homogenización invisibiliza las cualidades particulares de cada caso y, al hacerlo, impide distinguir a los gobiernos/acreadores responsables de los irresponsables, alterando desde allí el peso de los sacrificios relativos que cada parte debe realizar como aporte óptimo a la solución de dicha situación.

Este reparto desequilibrado de los premios y castigos impacta negativamente sobre la gestión del endeudamiento sub-soberano en general. Esto es así, en tanto socava la disciplina del mercado al dejar impunes las prácticas irresponsables y, consecuentemente, al fomentar su reproducción («moral hazard»)- (Cosentino, Isasa y Hang, 2017:15). Asimismo, pone un velo sobre la información necesaria para que los agentes del mercado puedan comprender cabalmente las causas que llevaron a cada jurisdicción a reestructurar sus deudas, privándolos con ello de una herramienta esencial para que puedan en adelante calibrar adecuadamente sus decisiones («selección adversa»)- (Cosentino, Isasa y Hang, 2017:16).

En segundo término, el gobierno central suele acompañar su intervención con asistencia financiera para afrontar el pago de la deuda subnacional (Cosentino, Isasa y Hang, 2017:15). Los deudores y acreedores de estas jurisdicciones –hayan sido o no responsables en su obrar– usufructúan así los beneficios de una retribución a la cual no han contribuido (*free riders*)- (Melamud, 2009:19). Dicha situación y la expectativa de que el rescate se repita en el futuro, mina –desde esta perspectiva– los incentivos para prevenir la reproducción de los desequilibrios fiscales y las prácticas especulativas que desencadenaron el sobre-endeudamiento (Capello, 2020:1).

El segundo eje presentado se traduce aquí en la conveniencia o no de ordenar estos eventos a partir de reglas comunes redactadas desde el gobierno central (reglas *top-down*)- (Melamud, 2009:20; Cosentino, Isasa y Hang, 2017:19). A modo de espejo con el eje anterior, el modelo «colectivo» responde a esta preocupación de forma positiva, mientras que el «individual» negativa. Este último entiende que

cada gobierno local es quien debe definir sus propias reglas para poder adaptar la dinámica de la reestructuración a su situación particular (reglas *down-top*). El resultado final del proceso y, en consecuencia, su credibilidad en el mercado reposa en buena medida en la correcta definición de estas reglas.

La opción contraria, se entiende, licua este incentivo desde el momento en que diluye esta credibilidad individual dentro de un universo común a todas las jurisdicciones sub-nacionales (*common pool*), (Melamud, 2009:19). Las reglas comunes aportan a la credibilidad de la macro-política nacional, pero al costo de dificultar la identificación de los esfuerzos particulares de cada uno de los participantes. Así, estos reciben premios/castigos de parte del Mercado, independientemente de su contribución específica a la credibilidad común. Finalmente, se argumenta que las reglas *top-down* socavan su autonomía y, con ello, el federalismo (Melamud, 2009:19-20).

### 1.2. Argumentos legitimantes del modelo colectivo: el andamiaje institucional que justifica la intervención federal en Argentina

La intervención del gobierno federal en la gestión del endeudamiento subnacional se asocia en la literatura especializada a la noción de «mecanismos de control» de la nación a las provincias y se problematiza desde dos dimensiones interrelacionadas: la «jurídica» y la «económica» (Jiménez-Ruelas, 2017; Melamud, 2009; Álvarez et. al. 2015; Cosentino, Isasa y Hang, 2017).

Los debates de la primera dimensión giran en torno a la fuente jurídica que legitima dicha intervención y tienen sentido desde el momento en que –especialmente en los Estados federales– los gobiernos subnacionales gozan de una esfera de autonomía dentro de la cual pueden obrar sin ningún tipo de injerencia externa (Liendo, 2010).

En Argentina, el reparto de facultades entre la nación y las provincias se efectúa bajo la regla de que estas últimas conservan todo el poder no delegado a la primera, pudiendo en particular organizar su propio orden «económico y financiero» (art. 121 y 123, Constitución Nacional –CN–). Desde allí, se sigue que las provincias argentinas tendrían la facultad de gestionar autónomamente su propio endeudamiento, salvo que existiese una prescripción en la CN en contrario.

En nuestro país, tal prescripción no existe o, más técnicamente, no existe en la CN un artículo redactado específicamente para limitar tal gestión autónoma. Sin embargo, sí existen dos preceptos que mencionan al «crédito de la nación» y que, en nuestra historia legislativa,<sup>8</sup> han sido utilizados como base constitucional para fundamentar la intromisión del gobierno central en este aspecto (Nastri, 2013:4; Álvarez et. al, 2015:6).

El primer precepto es el art 75 inc. 4 de la CN, que incluye dentro de las atribuciones del Congreso nacional el “contraer empréstitos sobre el crédito de la nación”. Esta prescripción da cuenta que: 1) «la nación tiene crédito», lo que implica decir que es una persona jurídica con capacidad para obtener financiamiento; 2) corresponde al gobierno federal —en cabeza de su órgano legislativo— activar dicha capacidad a través de la toma de empréstitos.<sup>9</sup> Ahora bien, los Estados sub-soberanos también tienen crédito. En consecuencia, esta prescripción permitiría limitar su uso sólo en aquellos casos en los que dichos Estados requiriesen garantía de la nación al momento de contraer sus empréstitos; esto es, en aquellos casos en los que el crédito de la nación estuviese involucrado.

En segundo precepto es el art. 124 CN que instituye que las provincias pueden celebrar convenios internacionales en tanto “no afecten el crédito público de la nación”. En esta prescripción la palabra «crédito» aparece como sinónimo de «credibilidad o confianza»; atributo que puede verse lesionado por acciones de las provincias. Visto así, el gobierno central podría regular la manera en la cual éstas deben gestionar su endeudamiento en pos de resguardar el *crédito* conjunto.<sup>10</sup> Ahora bien, una interpretación restringida de este precepto habilitaría a sostener tal regulación exclusivamente en aquella gestión relativa al ámbito internacional; es decir, las provincias conservarían plena autonomía en sus decisiones de financiamiento de orden interno.

Sin un mayor debate sobre la pertinencia y alcance de estas fuentes constitucionales, para 1993 el gobierno central se atribuyó por Resolución del Ministerio

de Economía (MECON) las facultades de «supervisión», «coordinación» y «aprobación» del acceso subnacional al crédito.<sup>11</sup> Desde allí, emitió una serie de normativas dirigidas a operacionalizar estas facultades. En concreto, a lo largo de la década de los ´90, estableció reglas:

- 1) Procedimentales, que prescribían que para realizar cualquier acto que originase obligaciones de pago en moneda extranjera los gobiernos subnacionales deberían iniciar un procedimiento solicitando autorización a tales efectos a la nación frente a la Secretaría de Hacienda del MECON (Resoluciones N° 1075/93 MECON y N° 277/95 de esta Secretaría).
- 2) Sustantivas, que establecían una serie de requisitos mínimos a los que deberían ajustarse todas las ofertas de financiamiento que las provincias emitiesen en el ámbito internacional (Resolución 731/95 Secretaría de Hacienda).
- 3) Informativas, que instituían que, desde el año ´95, los gobiernos subnacionales deberían mensualmente brindar a la nación información de su endeudamiento interno y externo a través de una serie de formularios estandarizados (Decreto del PE Nacional N° 684/95).
- 4) Restrictivas, que prohibían a las entidades financieras que operaban bajo supervisión del Banco Central refinanciar u otorgar asistencia financiera a las provincias, salvo en casos de excepción expresamente contemplados (Comunicación “A” 3054/99 BCRA).

De este modo, para el momento en el que se produjo la crisis del 2001 existían en Argentina un conjunto de reglas jurídicas que normalizaban la injerencia del gobierno federal en la gestión del endeudamiento subnacional y que, llegado el caso, podrían utilizarse para legitimar su intervención en posibles reestructuraciones (Álvarez et. al, 2015).

De hecho, en los años ´90 ya se había producido un antecedente al respecto. En el marco de la crisis del

<sup>8</sup> Ver, por ejemplo, considerandos de las Resoluciones N° 1075/93 del MECON y N° 277/95 de su Secretaría de Hacienda.

<sup>9</sup> El art. 4 de la CN complementa esta interpretación al ubicar a los empréstitos dentro de los recursos del Tesoro Nacional (Nastri, 2013).

<sup>10</sup> Etimológicamente la palabra crédito proviene del sustantivo del verbo latino *credere*: creer, tener fe en, depositar confianza en (Nastri, 2013:4).

<sup>11</sup> Art. 1 de la Resolución N° 1075/93 del MECON. Al ser previa a la reforma constitucional del ´94, en sus considerandos, esta Resolución legítima su contenido exclusivamente en el art. 68 inc. 3 (actual 75 inc. 4) de la CN; el art. 124 CN aún no existía.

´89 la nación y las provincias poseían deudas reconocidas en sede judicial o administrativa, cuyo pago había sido suspendido por normas de emergencia (Decretos N° 648/88, 679/88 y cc). Establecido el régimen de convertibilidad, el gobierno central buscó regularizar la situación. Así, por ley N° 23.982 del año ´91 consolidó dichas deudas, ofreció su canje por títulos públicos y dispuso que las provincias podrían activar procesos de reestructuración semejantes siempre y cuando siguiesen sus lineamientos (art. 19). Con ello, jurídicamente, la nación exhibió su facultad para legislar sobre el fondo de las relaciones de crédito en la totalidad del territorio argentino; facultad que constitucionalmente sustentó en el art. 68 inc. 11 (actual 75 inc. 12) de la CN.<sup>12</sup>

Las discusiones de la segunda dimensión giran en torno a la conveniencia económica o no de la intervención del gobierno central en las reestructuraciones subnacionales (Capello, 2020). El modelo «colectivo» que promueve tal intervención se emparenta con la posición «regulacionista» del debate internacional sobre REDs. Desde esta posición, la inexistencia de una suerte de ley de quiebra para Estados soberanos constituye uno de los vacíos más preocupantes de la arquitectura financiera global (Helleiner 2008: 91).

Esta postura entiende que las reglas *soft law* vigentes—como, por ejemplo, los modelos de Cláusulas de Acción Colectiva (CACs)—ayudan, pero no resuelven los problemas de fondo de las REDs ni los abordan de forma integral. Si esta clase de reglas produjese resultados eficientes los Estados las utilizarían para ordenar sus bancarrotas internas y, de hecho, no existe siquiera uno solo que así lo haga. La desconfianza en el Mercado como mecanismo auto-regulado de ordenación eficaz de estos eventos constituye la premisa-base que, en último término, aglutina a las diferentes propuestas que abogan por la intervención de la comunidad internacional en las REDs, en el marco de un régimen con principios, roles y etapas legalmente regulados.<sup>13</sup>

Desde esta posición, la estrategia caso-por-caso promovida por el modelo «individual» en el ámbito sub-

nacional desconoce la naturaleza ontológica única de los Estados sub-soberanos. Tres argumentos atados puntualmente a dicha naturaleza legitiman la injerencia del gobierno central en sus reestructuraciones:

- 1) *Factores externos*: si bien en toda crisis intervienen factores que los gobiernos no controlan, en el caso de los sub-nacionales estos adquieren una significación especial, desde el momento en que los principales resortes de la macro-política económica y muchas de sus fuentes de ingresos están en manos de la nación. La tasa de interés que ellos pagan se calcula incorporando en la noción de riesgo sub-soberano estos factores (Cosentino, Isasa y Hang, 2017:14 y ss). Si esto es así en situaciones de normalidad porque no contemplarlos en las de insustentabilidad de sus deudas, máxime cuando es ciertamente improbable que estos factores externos no hayan influido en el proceso que ha desencadenado tal insustentabilidad. Desde allí, cabe argumentar que su corrección amerita la intervención del nivel de gobierno que los controla.
- 2) *Unidad*: los Estados subnacionales no son invitados ocasionales a una organización superior; son, por el contrario, parte integrante permanente y están estructuralmente moldeados por el Estado soberano al que pertenecen. La crisis de uno de ellos afecta al todo y a la inversa, la crisis del todo afecta a sus partes (Álvarez et. al, 2015). Con ello, los eventos de insustentabilidad subnacional no deben juzgarse únicamente en términos reputacionales, sino por su impacto en la reproducción de la economía nacional en general. El gobierno central es quien tiene las mayores capacidades para analizar y abordar problemáticas transversales al conjunto de la nación.
- 3) *Uniformidad*: la despersonalización de las relaciones económicas-sociales a partir de la fijación de reglas uniformes al conjunto de Estados subnacionales en reestructuración es fundamental al momento de prevenir que estos procesos: a) sean captados por lógicas clientelares y/o electoralistas; b) generen resultados no sustentados en criterios de clasificación racionales que terminen, en último término, diferenciando a los ciudadanos por el sólo hecho de pertenecer a uno u otro Estado sub-soberano (Liendo, 2010).

<sup>12</sup> Los programas de «consolidación de deuda» se repitieron en los ´90, ver Liendo (2010). El referido art. 75 inc. 12 de la CN incluye dentro de las atribuciones del Congreso nacional el dictar los códigos de fondo en materia civil, comercial, etc.

<sup>13</sup> Para profundizar al respecto ver las posiciones *estatutaristas* del debate de REDs en Manzo (2019).

### 1.3. Repensando la forma de abordar los modelos de reestructuración individual y colectivo: la importancia del poder y las estructuras dependientes

Con la emergencia de la globalización y sin la existencia de un gobierno global semejante al de los Estados nación, se han multiplicado los trabajos que analizan la manera de gestionar la articulación de agentes autónomos en competencia con intereses contrapuestos. Estos trabajos son relevantes aquí, porque visibilizan que dicha manera influye no sólo sobre los resultados sino también sobre la forma en la que tales procesos moldean las subjetividades de los agentes en ellos involucrados (De Angelis, 2003; Sousa Santos, 2005).

En este marco, desde el paradigma crítico, se ha desmascarado el uso ideológico que las elites financieras efectúan de la noción de «gobernanza» para legitimar sus propios intereses en el campo de las REDs.<sup>14</sup> El éxito de estas elites descansa en buena medida en su capacidad para exhibir esta noción—con eje en la cooperación horizontal— como una noción «buena en sí misma». A este resultado arriban partiendo de una concepción abstracta y universal de la sociedad que, básicamente, pone entre paréntesis las relaciones de poder que subyacen tras esta cooperación (Manzo, 2019a; 2019b).

En este capítulo entendemos oportuno traer de vuelta estas relaciones al tiempo de abordar las bondades y límites de los modelos de reestructuración presentados y al hacerlo, cambiamos el eje ordenador del debate, pasando desde un enfoque centrado en *cuál es el más eficiente* en abstracto a uno más concreto que analice *en beneficio de quién* (Mattli-Woods, 2009).

Desde este abordaje, el impacto de estos modelos en el peso relativo de las partes en tratativas se convierte en una dimensión de análisis central. Considerando esta dimensión, la supuesta neutralidad política, por ejemplo, de la estrategia «caso-por-caso» activada por el FMI en los años ´80 desaparece. Esto es así, porque esta estrategia modificó el equilibrio de poder existente, al individualizar a los Estados deudores que procuraban por entonces negociar sus deudas de forma mancomunada y, al mismo tiempo, al agrupar a sus acreedores dispersos, instándolos a organizarse en un Comité Asesor (Manzo, 2018).

Con los modelos de CACs difundidos por el Tesoro norteamericano a principios del ´00 aconteció otro tanto, desde el momento en que estos habilitaban a los deudores soberanos a reestructurar sus deudas sin la necesidad de contar con el consentimiento unánime de sus acreedores; razón por la cual sus principales asociaciones se opusieron en aquel tiempo a la iniciativa (Manzo, 2019a).

Siguiendo a Bourdieu (2000), entendemos aquí que el peso relativo de las partes en un evento de REDs determinado no puede valorarse nunca en abstracto; por el contrario, debe valorarse de forma relacional en el marco de las condiciones estructurales del campo financiero en un momento histórico dado. En particular, nos interesa resaltar en este aspecto dos elementos: la «escala» y el «tamaño» de dichas partes.

La escala hace al ámbito tempo-espacial en el cual éstas reproducen sus economías. Por regla general, mientras más globalizadas estén, mayor será su poder relativo en la reestructuración. En particular, la internacionalización de los acreedores es fundamental para fortalecer su posición en estos procesos, en la medida en que, tal cualidad, les permite mantener parte de sus negocios al margen de la crisis que afecta al territorio nacional/subnacional en cuestión, escapar de las posibles leyes de emergencia que se dicten en dichos territorios y, llegado el caso, demandar a los Estados deudores en el exterior.

El tamaño, por su parte, hace al volumen y a la estructura del capital de dichas partes. Claro está, a mayor o menor capital, mayor o menor será su peso relativo en las reestructuraciones. En los eventos que se organizan en uso de CACs, el tamaño de los acreedores debe valorarse también en su faz «colectiva». Esto es así, en tanto estas cláusulas establecen que si la oferta de canje del deudor es aceptada por un determinado porcentaje de acreedores—generalmente del 75%—, se hace obligatoria para todo su universo. Desde allí que, si estos logran agruparse en un colectivo que les otorgue una cantidad de votos que supere el porcentaje restante—en el caso habitual, que supere el 25%— adquieren «posición de bloqueo», desde el momento en que el deudor no puede cerrar el proceso sin su consentimiento (Manzo, 2019).

Partiendo de estos presupuestos, se plantea aquí como primer hipótesis de trabajo que lo adecuado o no de los modelos de reestructuración descriptos

<sup>14</sup> Para profundizar sobre este punto remitimos al capítulo de Lucas Castiglioni en este libro.

depende en buena medida de la mayor o menor equidad de las partes en tratativas. Si éstas se involucran en el proceso teniendo *a priori* un poder de negociación más o menos semejante, el modelo individual aparece como el más pertinente, puesto que la agregación de los Estados subnacionales tendería a generar un desbalance impropio a su favor.

Ahora bien, si por el contrario el tamaño/escala de los acreedores es visiblemente superior al de estos Estados, el modelo individual tendería a reproducir o amplificar las desigualdades existentes, en especial cuando se analizan las relaciones de unidades subnacionales con grandes acreedores. Subyace en este razonamiento la idea que, en procesos de negociación descentralizados, como los analizados, la equidad de las partes involucradas es una cualidad esencial para prevenir que una de ellas —la dominante— esté en condiciones de imponer sobre la otra —la débil— sus propios términos.

Asimismo, entendemos en este escrito que las condiciones estructurales del campo financiero deben juzgarse considerando el lugar que ocupan los deudores soberanos en la división internacional del trabajo (Prebisch, 2012; Marini, 2015; Dos Santos, 2017). El modelo individual se asienta sobre una concepción de sociedad que tiende a presentar a los Estados en términos más o menos semejantes a los de otros agentes del Mercado; es decir, prácticamente como si fuesen un agente privado más. El modelo colectivo recupera sus cualidades ontológicas únicas, pero lo hace sin distinguir entre Estados periféricos y centrales.

Esta distinción se juzga aquí como prioritaria por dos aspectos. En primer lugar, en la medida en que los Estados periféricos son aquellos en los que mayores necesidades de financiamiento existen al tiempo de salvaguardar la plena vigencia de los DDHH, en especial la de los derechos económicos, sociales y culturales de sus poblaciones más afectadas por la crisis que motiva la reestructuración. En ésta, por lo tanto, las nociones de «sustentabilidad de la deuda» y «capacidad de pago» deben calibrarse en sintonía con los principios que informan el enfoque de DDHH (A/HRC/RES/20/23, 2011).

En segundo lugar, en tanto la manera en la que se reproduce la economía difiere en uno y otro espacio global. Las estructuras sobre las que se asientan las relaciones financieras en disputa durante las rees-

tructuraciones, han sido moldeadas a través de un proceso histórico en el que los Estados periféricos se insertan de forma dependiente en los circuitos de financiamiento de los territorios centrales. Esta forma de inserción tiende a producir dos fenómenos que se desean considerar en este trabajo al tiempo de pensar los modelos descritos: la «restricción externa» y la «heterogeneidad estructural» (Prebisch, 2012; Marini, 2015).

La restricción externa hace a la carencia estructural de divisas de los países periféricos para reproducir sus economías.<sup>15</sup> Los procesos de sobreendeudamiento soberano de la región están asociados directamente a este fenómeno con ciclos acelerados de ingreso y fuga de capitales, en los que los agentes financieros obtienen jugosos dividendos (BCRA, 2020). Las crisis que se derivan de estos procesos, llevan a esta restricción a su nivel más agudo y son los gobiernos centrales los encargados de administrar la escasez de divisas durante estos eventos (BCRA, 2020). Los Estados sub-soberanos, consecuentemente, negocian sus deudas en moneda extranjera en contextos donde existe en el país una caja única de divisas —cuya gestión los excede— para satisfacer el conjunto de necesidades productivas, financieras y sociales de la población nacional.

La heterogeneidad estructural hace a la diferenciación de las relaciones sociales de producción hacia el interior de los propios países periféricos según espacios integrados o no de forma directa a la división internacional del trabajo; espacios entre los que se produce una dialéctica de la dependencia con lógicas semejantes —aunque no extrapolables mecánicamente— a las que operan a nivel transnacional (Stavenhagen, 1970). Las desigualdades extremas que se dan entre las capacidades/racionalidades económicas de las provincias de un mismo territorio nacional están estrechamente asociadas en nuestra región a este fenómeno;<sup>16</sup> capacidades/racionalidades que, claro está, moldean posibilidades estructuralmente diferenciadas de enfrentar una crisis de sobreendeudamiento.

<sup>15</sup> Debe enfatizarse el carácter financiero de esta restricción externa en el plano de la economía globalizada, y sobre este punto, el mecanismo central de acceso o salida de capitales en la periferia está determinado por decisiones tomadas en los Estados centrales, es decir, de manera exógena.

<sup>16</sup> Ver desigualdades socio-económicas entre Provincias argentinas en Centrángolo-Gatto, 2003.

Partiendo de estos presupuestos, se plantea aquí como segunda hipótesis de trabajo que lo adecuado o no de los modelos de reestructuración descriptos depende en buena medida del grado de autonomía que los Estados sub-nacionales tengan para lidiar con la carencia de divisas que los compele a renegociar sus deudas en moneda extranjera y atender los DDHH básicos de su población. Desde este enfoque, el modelo individual se presenta como apropiado únicamente en aquellos casos en los que dicha autonomía fuese especialmente elevada. La intervención del gobierno central, por el contrario, lo hace en el resto del universo de posibles casos; es decir, en aquellos eventos en los que tal carencia afecta a la economía en general y/o en los que participan provincias con desigualdades económicas-sociales marcadas entre sí.

## **2. Los canjes subnacionales de 2002 y 2020: comparación de su diseño organizativo y resultados**

Bajo este título, se comparan los diseños organizativos y resultados de los canjes 2002 y 2020 tomando en consideración las dimensiones presentadas en la introducción.

### **1.1. Dos estrategias de reestructuración de deudas sub-soberanas diferentes**

El gobierno central participó en el diseño y puesta en práctica de las reestructuraciones subnacionales activadas en 2002 y 2020. Sin embargo, su participación difirió en uno u otro proceso, tal como se observa en las siguientes dimensiones.

*a) Causa-fuente de la cooperación:* en ambos eventos, la nación fue quien ofreció a las provincias un espacio de encuentro al tiempo de reestructurar sus deudas. Ahora bien, la decisión de sumarse o no a dicho espacio era una decisión autónoma de cada gobierno local; dicho de otra manera, la nación carecía de facultades para obligarlos a involucrarse en una negociación conjunta de sus deudas. Interesa aquí, por lo tanto, analizar la causa-fuente que habilitó en uno y otro caso la cooperación en este materia.

Dicha cooperación en el primer canje emergió de un Acuerdo suscrito por el Presidente y los Gobernadores

el 27 de febrero de 2002. Esta clase de pactos son una herramienta jurídica clave en regímenes federales, en tanto posibilitan la coordinación y estabilización de voluntades autónomas en temáticas comunes. Lo distintivo de este Acuerdo es que fue el único de la historia suscrito por la totalidad de las provincias y CABA.<sup>17</sup> Posteriormente, fue ratificado en el Congreso por ley Nacional N° 25.570.

Su contenido excedía la temática del endeudamiento subnacional propiamente dicha. En primer término, fijaba las directrices centrales que guiarían la relación federal fiscal en el contexto de emergencia post-2001. En segundo lugar, establecía los principales lineamientos que ordenarían la gestión y reestructuración de la deuda sub-soberana. Finalmente, postulaba la intención de efectuar una serie de reformas de fondo, con eje en la redacción de una ley de coparticipación fiscal. Si bien esta ley no se redactó, sí se cumplieron algunos de los postulados allí acordados como la instauración de un organismo fiscal federal (art. 7 inc. "a", Acuerdo 2002).

El espacio de cooperación del canje 2020 se activó precisamente en el marco de este organismo, creado en 2004 bajo el nombre de "Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal" (art. 27, ley 25.917). Dicha activación se efectuó en concreto, en la reunión del 23 de abril de 2020 de este Consejo en la que participaron representantes del Estado nacional y de 21 de las 23 provincias + CABA (MECON, 2020).<sup>18</sup>

Es posible observar, al menos, cuatro diferencias entre la puesta en movimiento de la cooperación en este proceso con respecto al de 2002: 1) se selló a nivel de autoridades ministeriales y sin intervención directa del Presidente y los Gobernadores; 2) la voluntad de sumarse a este espacio se manifestó informalmente por parte de las provincias; esto es, sin la suscripción de documento oficial alguno; 3) se institucionalizó a partir de la creación de una Unidad especial y transitoria para canalizar dicha cooperación en el seno del MECON (Resolución N° 217/2020); 4) se circunscribió a

<sup>17</sup> Ver los Pactos entre nación y provincias en la página oficial de la Dirección de Asuntos Provinciales del MECON: <https://www.argentina.gob.ar/economia/sechacienda/asuntosprovinciales/normativa>, consultada el 12-10-2022.

<sup>18</sup> No están integradas a este Consejo las provincias de La Pampa y San Luis, en tanto no suscribieron el Pacto de Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal (ley N° 25.917).

la temática específica de la sostenibilidad de la deuda subnacional (Acuerdo, 2002; MECON, 2020).

*b) Profundidad de la intervención de la nación:* mientras que en el canje de 2002 las provincias delegaron en la nación el diseño, operacionalización y puesta en práctica de la reestructuración de sus deudas, en el canje 2020 cada una de ellas lo hizo de forma autónoma, en diálogo con sus pares y la nación, y con la asistencia técnica y el asesoramiento del MECON<sup>19</sup>.

La centralización del canje 2002 en manos de la nación fue posible en tanto ella asumía como propias las deudas provinciales existentes al tiempo de la reestructuración (Acuerdo, 2002; Decreto N° 1579/02). Esta conversión se habilitaba por medio de la suscripción de Convenios con cada una de las provincias interesadas. A través de este proceso, estas últimas dejaban de tener relación con sus acreedores, pero asumían el pago de la deuda reestructurada con la nación y se comprometían a efectuar una serie de condicionalidades. Claro está, la operatoria se perfeccionaba sólo si los acreedores voluntariamente aceptaban el canje de sus títulos originales por nuevos títulos (Resolución MECON N° 539/02; FFDP, 2010).

Las funciones de la nación en el canje de 2020 fueron formalizadas en la Resolución N° 217/2020 del MECON que dio origen a la mencionada Unidad especial. En ésta actuarían equipos nacionales técnicos que asesorarían a los gobiernos provinciales en sus estrategias de reestructuración, brindarían asistencia para que elaborasen sus análisis de sustentabilidad y el resto de la documentación requerida, y pondrían a su disposición información pertinente. La Unidad actuaría, asimismo, como punto de encuentro de los representantes subnacionales entre sí y con las autoridades económicas de la nación (Resolución N° 217/2020; MECON, 2020).

Se observa así que la intervención de la nación no sólo fue más profunda en el canje 2002 que en el 2020 sino también más integral: en efecto, en el primero de estos procesos ella organizó un *pool* de deudas provinciales que negoció de forma conjunta y centralizada con los acreedores subnacionales, en tanto que en el segundo asumió el papel de asesora y coordinadora

de los esfuerzos que cada una de las provincias realizó a estos efectos de manera autónoma.

*c) Cuándo:* en ambos procesos el gobierno federal jugó un rol clave en decidir *cuándo* reestructurar las deudas subnacionales. Retrospectivamente, se advierte que éstas llegaron demasiado tarde para evitar las crisis financieras (*too late*) y que en dicho retraso —entendemos— los Acuerdos del FMI 2001 y 2018 fueron un factor central. Ahora bien, una vez éstas desencadenadas, las nuevas autoridades tomaron rápidas cartas en el asunto.

En el primer caso, a un mes y medio de asumir, en febrero de 2002, el Presidente Eduardo Duhalde puso a disposición de las provincias un plan sumamente complejo para reestructurar sus deudas. Esta celeridad, en el marco de una situación de emergencia inédita, fue posible porque en realidad dicho plan se diseñó sobre la base de una arquitectura financiera heredada. En efecto, por Decretos nacionales N° 1387/01 y 1584/01 se había activado a fines de 2001 un canje subnacional semejante al de 2002 pero que, lamentablemente, debió ser abortado por el estallido de la crisis (Liendo, 2010).

En el segundo caso, a 13 días de asumido, el 23 de diciembre de 2019, el nuevo gobierno declaró la emergencia económica en busca —entre otras cosas— de recuperar la «sostenibilidad de la deuda pública» (art. 3, ley 27.541). Cuatro meses después, el Ministro de Economía presentó a sus pares provinciales su estrategia a estos efectos; estrategia que contaba de tres patas interrelacionadas. En primer lugar, debía reestructurarse la deuda nacional en moneda extranjera, bajo ley externa y local. En segundo lugar, debía efectuarse un proceso de normalización del mercado de la deuda pública en pesos, luego de su *default* en 2019 por Decreto N° 596/19. En tercer lugar, debía reestructurarse la deuda de las provincias (MECON, 2022: 4).

Ahora bien, con respecto al *cuándo* existieron dos diferencias centrales entre uno y otro proceso. En primer lugar, en 2002 fue la nación quien decidió *cuándo* abrir el canje subnacional, en tanto que en 2020 fueron las provincias quienes autónomamente lo decidieron, pero luego de un punto de largada fijado por la nación. En segundo lugar, mientras que la apertura efectiva del primer canje se efectuó en octubre de 2002, más de dos años antes que el gobierno hiciese lo propio con el canje de su deuda

<sup>19</sup> Se pueden consultar las vicisitudes de la reestructuración del caso de la provincia del Chaco en el capítulo de Afra Blundetto, Matías Flores Urturi y Gregorio Miranda en este libro.

nacional, el del segundo canje se realizó a partir de agosto de 2020 una vez que las autoridades centrales ya habían anunciado el acuerdo con sus propios bonistas; es decir, en tanto que en el primero las provincias reestructuraron sus deudas antes que la nación, en el segundo lo hicieron después. En este último, el canje nacional fue el punto de largada para que cada provincia activase su propio proceso; punto que fue respetado incluso por Mendoza y Buenos Aires cuyas deudas se encontraban en *default* desde antes (Raffer, 2022).<sup>20</sup>

d) *Qué*: nuevamente, en ambos procesos el gobierno central jugó un rol clave en la decisión del *qué* deuda subnacional reestructurar. En términos generales, puede afirmarse que a estos fines en el primer canje puso en práctica un abordaje más integral que en el segundo, circunscripto puntualmente a la renegociación de un tipo específico de deuda.

El canje de 2002 se dirigió a reestructurar deuda provincial tanto en moneda y ley local como extranjera (art. 18 y 25, Decreto N° 1387/01; art. 1 Resolución MECON N° 539/02). A este fin, correspondía al MECON decidir cuál era en concreto la deuda elegible para la operación. Dicha elección fue plasmada en el Anexo I de la Resolución 774/01 del MECON —modificado parcialmente por Resolución 809/01— a la cual remitió el art. 1 inc. “a” del Decreto 1579/02.

Dicho Anexo enumeró uno por uno los títulos públicos elegibles por cada provincia e incluyó a los préstamos con entidades bancarias y financieras por medio de una fórmula genérica. Asimismo, las provincias podrían encomendar a la nación la incorporación de otras deudas, garantizando con sus recursos la totalidad de su pago (art. 12, Decreto 1579/02); prescripción que apuntaba en particular a incluir dentro de la operatoria a la deuda de sus municipios (inc. “i”, Anexo I, Resolución 539/02).

El canje 2020, por su parte, se dirigió a reestructurar únicamente la deuda provincial en moneda extranjera, bajo ley externa y local (MECON, 2022:4). Correspondía a cada provincia decidir en concreto que deuda procuraría negociar. En la práctica, todas negociaron

deudas con acreedores privados emitidas a partir de bonos internacionales. Buenos Aires fue la única que procuró efectuar un canje más integral, negociando 11 bonos, 6 de los cuales había emitido antes de 2016. El resto únicamente reestructuró bonos emitidos en 2016-7; 8 provincias negociaron un solo bono, Neuquén 2 y Córdoba 3 bonos (MECON, 2021; 2021a). Esta última provincia dejó incluso fuera del proceso a un bono emitido en dicho período en moneda extranjera, porque entendió que su negociación sería difícil al estar garantizado (Hernández, 2021).

e) *Cómo*: los canjes 2002 y 2020 se operacionalizaron de manera diferente. En el primero de ellos, no existió un proceso de negociación formal con los acreedores; es decir, el Estado argentino efectuó —como era práctica habitual por entonces— una oferta unilateral de reestructuración a la que éstos podían o no adherir.

Las condiciones de dicha oferta fueron hechas públicas por la nación —previo Acuerdo (2002) con las provincias— en el Decreto N° 1579/02 que habilitó el canje; condiciones homogéneas para todos sus destinatarios. El Anexo I de la Resolución N° 539/02 del MECON fijó el procedimiento para llevarlo a la práctica que, en términos generales, mantuvo la lógica del proceso de 2001 abortado.<sup>21</sup>

Según este procedimiento, los acreedores interesados en convertir sus deudas debían presentar sus títulos en las entidades financieras designadas por el BCRA (agente financiero del canje) dentro de un plazo prefijado. La autenticidad de sus títulos era certificada por los gobiernos provinciales, en tanto que la verificación de sus acreencias correspondía a la Secretaría de Finanzas del MECON. Por Resolución oficial, este Ministerio hacía público el listado de deudas aceptadas, que se canjeaban por los nuevos títulos. Como su pago estaba garantizado con recursos provinciales y, subsidiariamente, nacionales estos títulos fueron conocidos como «BOGAR» («Bonos Garantizados»). Su agente emisor era el «Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial» (FFDP), con el cual las provincias quedaban en adelante obligadas (Resolución MECON N° 539/02).

En el canje de 2020 cada provincia entablaba negociaciones con sus propios acreedores para definir las

<sup>20</sup> En MECON (2021:2) se detalla la fecha en la que cada provincia alcanzó su acuerdo de reestructuración. La apertura y cronograma del canje 2002 fue establecida en el Decreto N° 1579/02 y su Resolución reglamentaria N° 539/02.

<sup>21</sup> Ver Anexo II, Resolución MECON N° 774/01.



condiciones de su oferta. La Unidad especializada del MECON las asesoraba al respecto. Estas negociaciones eran lideradas por estudios jurídicos especializados contratados por cada provincia o por funcionarios de su administración designados a estos efectos. Asimismo, cada provincia contrataba a bancos internacionales como agentes financieros de sus canjes (vgr. Deutsche Bank, The Bank of New York y el US. Bank National Association).<sup>22</sup>

Los bonistas, por su parte, se organizaban en Comités *ad hoc* para negociar con cada provincia. Su integración les otorgaba los votos suficientes para aceptar o bloquear las ofertas que fuesen recibiendo, según los términos de las CACs de sus respectivos contratos. Cada Comité contrataba estudios especializados para coordinar sus esfuerzos y, a su vez, todos estaban relacionados entre sí a través de la denominada «Coalición de Bonistas de Provincias Argentinas» (CBPA, 2020).

En la práctica, las tratativas se llevaban a cabo hasta un punto tal en el que la provincia oficializaba una oferta de canje, sobre la que el Comité *ad hoc* correspondiente se expresaba a través de un Comunicado. Si la rechazaba, se iniciaban nuevas tratativas para mejorar las condiciones ofrecidas. Si la aceptaba, se abría un proceso formal en el que los agentes financieros recibían los títulos de los bonistas interesados hasta un plazo pre-fijado y los canjeaban por los nuevos títulos emitidos con las condiciones acordadas.

### 1.2. Análisis comparativo de los resultados de los canjes 2002 y 2020

En este apartado procuramos comparar los resultados de los canjes de 2002 y 2020, mostrando su alivio más inmediato sobre las cuentas públicas de las provincias así como también su contribución más integral a la sustentabilidad de sus deudas en el mediano y largo plazo.

Pese a tratarse de REDs subnacionales en ambos casos, sus resultados cuantitativos más tangibles no pueden compararse de manera directa. Esto es así, porque en ellos participaron diferente número y tipos de deudores/acreedores y se renegociaron distintos

tipos de deudas. Desde allí, que hayamos decidido efectuar esta tarea de forma indirecta comparando sus resultados ya no entre sí, sino en relación a aquellos de los canjes nacionales que los complementaron y a las expectativas de alivio que existía al momento de activarlos.

En 2020 el gobierno nacional reestructuró su deuda con acreedores privados por un monto originario de 100.000 millones de dólares.<sup>23</sup> La refinanciación de sus vencimientos posibilitó un alivio para el país de 42.000 millones de dólares para el período 2020-2024. No existió quita sobre el capital, pero sí sobre los intereses cuyo cupón promedio bajó en 4,1% (de 7% a 2,9%). La tasa de adhesión de los acreedores fue del 99%, posibilitando cerrar estos procesos (MECON, 2022:2; FIDE, 2020).

Las provincias activaron sus reestructuraciones con la expectativa de alcanzar acuerdos semejantes al de la nación. Sin embargo, no lo consiguieron. De los 15.771 millones de dólares en bonos subnacionales en moneda extranjera existentes en 2020 (MECON, 2020a:5), se reestructuraron 12.500 millones.<sup>24</sup> No existieron rebajas sobre el capital y, de hecho, en términos nominales el valor de todos los bonos provinciales reestructurados aumentó con respecto al valor de los bonos originales.<sup>25</sup>

Mendoza, la provincia que logró la mayor quita de intereses, obtuvo una baja del cupón promedio del 3,37% (del 8,37% al 5%) y Chubut que consiguió la menor, logró una baja de sólo el 0,39% (del 7,75% al 7,36%), (MECON, 2021:3 y 5). Córdoba, con una performance intermedia, también estuvo lejos del 4,1% obtenido por la nación y consiguió una baja promedio del 1,15% (del 7,23% al 6,08%), (MECON, 2021:7; González, 2021:3).

Las provincias lograron aplanar la curva de sus vencimientos, pero con periodos de gracia y plazos de refinanciación inferiores al obtenido por la nación (MECON, 2021; FIDE, 2020). Durante el proceso, los acreedores se endurecieron y concedieron menos de

<sup>22</sup> El contenido de estos párrafos, sobre el *cómo* del canje 2002, se construye con información del CBPA, disponible en <https://www.arg-prov-coalition.org/es/inicio>, consultada el 20-10-2022

<sup>23</sup> De esos 100.000 millones de dólares, aproximadamente 66.000 millones eran bonos bajo ley extranjera y el resto bajo ley local, (Petovel, 2020:1)

<sup>24</sup> El dato de los 12.500 millones de dólares surge de la sumatoria de los montos de los bonos originales consignados en MECON (2021).

<sup>25</sup> La excepción la constituyó Mendoza, que mantuvo el mismo valor (MECON, 2021:3).

lo que originariamente estaban dispuestos a conceder (González, 2021). Aun así, los acuerdos provinciales posibilitaron despejar 7.158 millones de dólares del horizonte de vencimientos 2020-2024; es decir, consiguieron un alivio financiero para este periodo comparativamente semejante al alcanzado por la nación (MECON, 2022:5).

El canje subnacional de 2002 se activó en un momento en el cual las condiciones de la reestructuración nacional con sus acreedores privados siquiera estaban diseñadas. La primera etapa de esta reestructuración concluyó en marzo de 2005, con la negociación de 81.800 millones de dólares. Supuso una relevante quita de capital e intereses—los 62.300 millones de dólares que ingresaron al canje, se canjearon por 32.500 millones—, la pesificación de un porcentaje significativo de la deuda en dólares y la extensión de sus plazos de vencimiento (A/HRC/25/50/Add.3, 2014:7-8).

Las provincias, por su parte, canjearon en 2002 sus deudas sin quita del capital. No obstante ello, Schvarzer y Fikelstein (2004) entienden que en este proceso existió una suerte de quita indirecta producto de la manera en la cual se pesificó la deuda renegociada. A julio del 2003, los autores calculaban dicha quita en un 30% de su monto original; porcentaje aproximadamente un tercio menor que la quita nominal del canje nacional 2005 (Schvarzer-Fikelstein, 2004:24).<sup>26</sup> Como contrapartida, las provincias reestructuraron en 2002 sus deudas de manera más rápida y menos conflictiva que la nación.<sup>27</sup>

Asimismo, consiguieron un alargamiento de plazos y una rebaja en los intereses considerable. Desde 1999, las provincias emitían títulos de deuda en promedio a dos años y a una tasa de interés cercana al 20%; las tasas de los préstamos bancarios eran aún mayores (Álvarez et. al, 2015:11). La reestructuración 2002 canjeó estas deudas por nuevos títulos BOGAR, cuyo capital se canceló en 16 años, pagando la primera cuota en marzo de 2005 y devengando una tasa anual fija de interés del 2% (art. 3, Decreto N° 1579/02).

<sup>26</sup> De conformidad a Müller (2013:20) la quita nominal promedio del canje 2005 fue del 46%.

<sup>27</sup> La nación demoró hasta marzo de 2005 para llegar a un acuerdo con el 76% del universo de acreedores al que se dirigió y no pudo cerrar plenamente el proceso hasta principios de 2016, en virtud de los juicios de los fondos buitres contra el país en la jurisdicción de Nueva York (Manzo, 2018).

En este canje participaron 18 provincias, logrando reestructurar 9.646 de los 10.865 millones de dólares involucrados en el proceso; es decir, logrando reestructurar el 88,79% de la deuda a la que se dirigió.<sup>28</sup> Con su reapertura en los años subsiguientes, el monto reestructurado ascendió a casi 12.000 millones de dólares;<sup>29</sup> monto que incluyó los pasivos de 77 municipios (FFDP, 2010:1).

Durante este proceso, los acreedores efectuaron mayores concesiones que las previstas originariamente, fruto del estallido de la crisis 2001. A esta conclusión se arriba comparando las condiciones de canje ofrecidas por Argentina antes y después de esta crisis; esto es, comparando las condiciones del proceso abortado en 2001 con aquellas del 2002 con las que finalmente se efectuó la conversión. En el primer evento las deudas se mantenían en su moneda originaria mientras que en el segundo se pesificaron, las tasas de interés alcanzaban hasta un 7% contra el 2% mencionado y los plazos de repago eran más acotados (art. 19/20 Decreto 1387/01; art. 3 Decreto 1579/02; FFDP, 2010).

Una segunda dimensión a considerar al tiempo de valorar el alivio relativo de los canjes 2002 y 2020 hace a su impacto sobre la composición de las deudas subnacionales. En 2020, éstas se mantuvieron en sus condiciones cualitativas originarias: continuaron siendo deudas en moneda extranjera denominadas en ley extranjera y con o sin garantías según el caso (MECON, 2021; 2021a).

En 2002, por el contrario, las deudas se «pesificaron» a un dólar equivalente a 1,4 pesos indexados por el coeficiente CER y se «nacionalizaron» al ser asumidas por la nación y denominadas bajo ley argentina (Decreto N° 1579/02). Como contrapartida, los BOGAR fueron garantizados en un 100% con recursos de la coparticipación de las provincias y, subsidiariamente, de partidas asignadas específicamente por la nación (Decreto N° 1579/02).

Es fundamental aclarar que la tasa de aceptación del canje 2020 —en promedio cercana al 95% (MECON,

<sup>28</sup> A fin de presentar estas cifras, transformamos los montos presentados en pesos por Álvarez et al. (2015:17) a una tasa de cambio de un dólar/dos pesos (valor a febrero de 2002). Las cifras son coincidentes con las exhibidas por Damill, Frenkel y Rapetti (2005:36).

<sup>29</sup> Al 30 de setiembre de 2008, el saldo bruto de BOGAR emitidos ascendían a 12.159.541 dólares (MECON, 2008:107)

2021)– fue lo suficientemente elevada como para cerrar los acuerdos alcanzados por las provincias con sus bonistas. Esto no aconteció en el canje 2002, básicamente porque los contratos financieros en renegociación no incluían CACs, como era práctica habitual por entonces.

El grueso de los acreedores que rechazaron la oferta de este canje fueron aquellos que poseían acreencias en moneda y ley extranjera (MHyF, 2006:3; Schvarzer-Fikelstein, 2004:33); precisamente, el universo de deudas al que se dirigió el canje 2020. Las provincias, consecuentemente, debieron continuar negociando con ellos por fuera de esta arquitectura financiera y aún en 2009, poseían en conjunto el 7,25% de los títulos que Argentina mantenía en *default* (Álvarez et. al, 2015:23).

Corresponde, ahora, merituar los efectos de estos procesos en su dimensión más estructural. Los acuerdos informales entre la nación y las provincias en abril de 2020 se circunscribieron a la forma de reestructurar sus deudas (MECON, 2020). Este proceso no se ató a otros programas de saneamiento de las cuentas subnacionales ni a reformas de fondo;<sup>30</sup> la sustentabilidad de sus deudas en el mediano y largo plazo quedó, por lo tanto, sujeta a la institucionalidad ya vigente y a la disciplina del Mercado.

El canje de 2002 se puso en movimiento en el marco de una visión más integral de la problemática del endeudamiento. En efecto, éste se complementó con otros programas orientados a sanear las administraciones provinciales entre los que se destacaron: 1) el «Programa de Financiamiento Ordenado» (PFO) por medio del cual el Estado nacional otorgó asistencia financiera en condiciones favorables a las provincias en dificultades (Decreto N° 2263/02); 2) el «Programa de Unificación Monetaria» (PUM) por el que las ayudó en el proceso de rescate de sus cuasi-monedas (Decreto N° 743/03); emitiendo a estos efectos títulos por 2.500 millones de dólares (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005:36); 3) el «Programa Federal de Desendeudamiento» (PFD) a través del cual alivió considerablemente la carga financiera de las provincias distribuyendo recursos de un fondo específico del Tesoro Nacional (ATN) y reestructurando las

deudas que éstas habían adquirido con ella, precisamente, en el canje 2002 (Decreto N° 660/10).

En segundo término, el canje 2002 contribuyó a producir cambios en la dinámica y normas que orientaban por entonces la gestión de la administración financiera subnacional. En primer lugar, en la medida en que la asistencia de la nación mencionada se otorgó a cambio de una serie de condicionalidades orientadas al desendeudamiento y al manejo eficiente de los recursos subnacionales.<sup>31</sup> En segundo lugar, en cuanto el Acuerdo (2002) que lo activó previó reformas estructurales que derivaron, entre otras cuestiones, en el nuevo Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal institucionalizado en 2004 por ley N° 25.917.

La adhesión a este Régimen era voluntaria y, por lo tanto, *a priori* no atentaba contra la autonomía provincial constitucionalmente reconocida (art. 5 y 121 CN). Actualmente lo han hecho, CABA y 21 de las 23 jurisdicciones provinciales. En su núcleo se encontraba una nueva regulación del endeudamiento subnacional en el marco general de reglas fiscales orientadas a una administración financiera ordenada, transparente y coordinada entre los distintos niveles de la relación federal (Melamud, 2009; Álvarez et. al, 2015).

En concreto, la ley N° 25.917 estableció límites cuantitativos a la toma de deuda por parte de las provincias argentinas (art. 21), la prohibición de que dicha toma se efectuase para financiar gastos corrientes (art. 12), un procedimiento para el control del nivel de endeudamiento subnacional (art. 25) y, finalmente, la previsión de programas nacionales de asistencia financiera para aquellas jurisdicciones que careciesen de acceso al crédito y cumplieren con las condiciones de comportamiento fiscal fijados por la ley (art. 26).

### Reflexiones finales

La puesta en práctica en Argentina de dos canjes subnacionales generales en un periodo de tiempo relativamente corto nos abrió una oportunidad única para abordarlos a partir de un análisis comparativo.

<sup>30</sup> Se otorgó asistencia financiera a las provincias a través del Tesoro Nacional y el FFDP para enfrentar la pandemia.

<sup>31</sup> Las condicionalidades aceptadas por las provincias quedaron plasmadas en las normativas pertinentes del canje de 2002 y programas conexos ya citadas, a donde remitimos.

Algunos de sus rasgos comunes eran lo suficientemente destacados como para reforzar esta apuesta metodológica.

En efecto, ambos canjes: a) habían sido precedidos por crisis con epicentro en el sobreendeudamiento; b) se produjeron en contextos de aguda escasez de divisas y controles de cambio impuestos por el gobierno central («restricción externa»); c) en ellos participaron provincias con estructuras productivas y de gestión marcadamente desiguales («heterogeneidad estructural»); d) la vigencia de los DDHH de los sectores sociales vulnerables dependía en buena medida de su llegada a buen puerto; de hecho, el segundo aconteció en el marco de la pandemia Covid-19.

Ahora bien, entre ellos también se levantaban una serie de diferencias que complotaban contra su posible comparación. Tal vez las más relevantes hayan sido aquellas derivadas de los cambios acontecidos entre 2002 y 2020 en el ámbito de las REDs. La difusión de las CACs y el aumento de la litigiosidad de los acreedores modificaron, en este periodo, la mecánica de estos procesos. Las deudas de Estados periféricos en moneda y ley extranjera —en las que precisamente se centró el canje 2020— fueron aquellas en las que estas modificaciones se reflejaron en mayor medida.

Desde allí que, hayamos descartado desde el inicio la posibilidad de centrar el análisis comparativo en su dinámica interna. Dicho en otros términos, procuramos salvar esta dificultad dando un paso atrás y focalizándonos en la cáscara de estos procesos; o si se quiere y de forma más técnica, en las macro-estrategias que el gobierno central puso en práctica para lidiar en ambos momentos con la problemática del sobreendeudamiento subnacional.

Dos conclusiones generales se desprenden del análisis realizado. La primera es que el diseño organizativo del proceso de 2002 —con una fuerte intervención centralizadora del gobierno nacional— estuvo comparativamente más cerca del «modelo colectivo» descrito en el título dos que aquel del año 2020; en sentido inverso, este último —con un mayor peso de las autonomías provinciales— se aproximó más que el primero al «modelo individual» presentado.

La segunda conclusión es que el canje de 2002 causó un impacto positivo comparativamente más integral

y profundo sobre la sustentabilidad de las deudas provinciales que el de 2020.<sup>32</sup>

Estas conclusiones, con el alcance de los datos presentados, nos permiten corroborar las hipótesis introducidas en el desarrollo: en contextos de reestructuraciones generales en los que existen, por un lado, desigualdades marcadas entre las partes en tratativas (hipótesis 1) y, por otro lado, diferencias estructurales entre las provincias que deben reestructurar y una escasez de divisas sistémica cuya gestión las excede (hipótesis 2), —como en los casos analizados— la intervención directa de los gobiernos centrales es fundamental.

Pese a ello y a contar con la experiencia de 2002, en 2020, las autoridades nacionales apostaron por una macro-estrategia que diluyó dicha intervención y al hacerlo, dejaron a las provincias intervinientes —ya fuese el Chaco o Buenos Aires, Córdoba o Jujuy— negociando sus deudas con acreedores que las superaban en escala y tamaño.<sup>33</sup>

La escala de estos agentes les permitió mantener durante estos procesos el grueso de sus inversiones al margen de las crisis que asolaban los territorios provinciales y presentar demandas en el exterior contra aquellas jurisdicciones —como Entre Ríos, Buenos Aires y La Rioja— que procuraban endurecer su posición de negociación. Su tamaño, por su parte, les permitió alcanzar fácilmente posiciones de bloqueo y fijar posturas comunes a todas las REDs en marcha: de hecho, en la práctica, un mismo Fondo —VR Advisory Services Ltd— lideró las tratativas en 6 de las 11 provincias que finalmente reestructuraron sus deudas.<sup>34</sup>

Este desbalance de poder alejó rápidamente los resultados alcanzados de las expectativas originarias del canje. Se trató de un corrimiento que complotó contra la propia base de legitimación de la estrategia caso-por-caso al romper la correlación deseada entre capacidad de pago/riesgo de los acreedores

<sup>32</sup> Para dimensionar la profundidad y cualidades del proceso de sobreendeudamiento que significó uno y otro proceso remitimos al capítulo de este libro de José Morales.

<sup>33</sup> Sobre la naturaleza de los acreedores intervinientes en las REDs 2020 ver el capítulo de este libro de Ayelén Álvarez.

<sup>34</sup> Ver información del CBPA, disponible en <https://www.arg-prov-coalition.org/es/inicio>, consultada el 20-10-2022.

y distribución de los alivios/pérdidas en las REDs.<sup>35</sup> Con ello, el canje 2020 mandó una señal equivocada al mercado dejando abierto el interrogante sobre la sustentabilidad de las deudas provinciales, una vez que éstas deban afrontar el pago de los intereses junto al de las amortizaciones.

Este interrogante crece desde el momento en que la nación no aprovechó la crisis como una ventana de oportunidad para realizar reformas de fondo que mejorasen la gestión de las cuentas subnacionales, pese a que el ciclo de sobreendeudamiento 2016-2019 había desnudado los límites de aquellas que se habían efectuado en 2002 (Melamud, 2009). Se muestra, de este modo, que la elección de los modelos de REDs no debe meritarse en abstracto ni desconocer su importancia para el normal desenvolvimiento de la economía en general.

## Referencias

- A/HRC/25/50/Add.3, (2014), “Misión del Experto independiente a la Argentina (18 a 29 de noviembre de 2013)”, 25º período de sesiones, 2 de abril, Consejo de Derechos humanos, ONU.
- A/HRC/RES/20/23, (2011), “Guiding principles on foreign debt and human rights”, April 10<sup>th</sup>, 20<sup>th</sup> session, Human Rights Council, UN
- Acuerdo, (2002), “Acuerdo Nación-Provincias sobre Relación Financiera y Bases de un Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos”, 27 de febrero de 2002, incorporado en Ley Nacional N° 25.570.
- Álvarez, Claudia, Mariel Manes, Paredes Pablo y Gabriela Ivani, (Álvarez et al.), (2015), “El acceso al crédito de los gobiernos sub-nacionales”, disponible en [https://www.economia.gob.ar/dnap/deuda/documentos/el\\_acceso\\_al\\_credito\\_de\\_los\\_gobiernos\\_subnacionales.pdf](https://www.economia.gob.ar/dnap/deuda/documentos/el_acceso_al_credito_de_los_gobiernos_subnacionales.pdf), consultada el 01-07-2022.
- BCRA, (2020), “Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019”, Informe BCRA, disponible en <https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe-mercado-cambios-deuda-formacion-activos-externos-2015-2019.asp>, consultada el 26-10-2022.
- Bolton Patrick, (2003), “Toward a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice Around the World”, IMF Staff Papers Vol. 50, Special Issue, IMF, pp. 59.
- Bourdieu, P., (2000), “Poder, Derecho y Clases Sociales”. Editorial Desclee de Brouwer. Madrid.
- Capello, Marcelo, (2020), “Estrategia para negociar: ¿individual o conjunta?”, Presidente leral, Fundación Mediterránea, La Voz del Interior, 17 de enero, disponible en <https://www.lavoz.com.ar/opinion/estrategia-para-negociar-individual-o-conjunta/>, consultada el 01-07-2022.
- CBPA, (2020), “Nuestros principios básicos”, Comités de Bonistas de Provincias Argentinas (CBPA), disponible en <https://www.arg-prov-coalition.org/es/inicio>, consultada el 10-10-2022.
- Centrángolo, Oscar y Francisco Gatto, (2003), “Las provincias en la crisis argentina: algunos elementos para discutir las prioridades de la cooperación internacional”, documento de trabajo, CEPAL, disponible en <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/28460>, consultada el 01-07-2022.
- Cosentino, Adrián, Matías Isasa y Guillermo Hang, (2017), “El financiamiento de los gobiernos sub-nacionales”. Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública, Disponible en <https://docs.asap.org.ar/public/doc/El%20financiamiento%20de%20los%20gobiernos%20sub-nacionales>, consultada el 01-07-2022.
- De Angelis, Massimo, (2003), “Neoliberal Governance, Reproduction and Accumulation”, *The Comonomer* 7 (spring-summer): 1–28.
- Dos Santos, Theotonio [1969] (2017). “La crisis de la teoría del desarrollo y las relaciones de dependencia en América Latina”. en Helio Jaguaribe y otros, *La dependencia político-económica de América Latina*, Pag. 144-155, CLACSO, Bs As.
- Duarte, Fernando (coord.), (2006), “Antecedentes, Actualidad y Perspectivas del Endeudamiento Provincial”, Observatorio de Políticas Públicas, CAT. OPP/CAG/2006.09, Jefatura de Gabinete, Estado nacional, Argentina
- FFDP, (2010), “Canje de la Deuda Pública Provincial”, Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP), disponible en <https://www.economia.gob.ar/hacienda/ffdp/canje.html>, consultada el 10-10-2022.
- González, Laura, (2021), “Canje: a la saga de la deuda todavía le falta el aval de la Nación”, La Voz del Inte-

<sup>35</sup> Los acreedores de la nación, que con sus créditos habían obtenido menores ganancias que los de las provincias, sufrieron mayores pérdidas en las REDs 2020; los de Chubut y Neuquén aportaron menos al alivio que los de Córdoba y Buenos Aires pese a que habían obtenido mayores ganancias. Córdoba, Entre Ríos, Jujuy y Salta, con capacidades de pago claramente diferentes de conformidad a su trayectoria fiscal, cerraron sus acuerdos con un alivio semejante (MECON, 2021; 2021a y 2022).

- rior, 17 de enero, disponible en <https://www.lavoz.com.ar/politica/canje-a-saga-de-deuda-todavia-le-falta-aval-de-nacion/>, consultada el 01-07-2022.
- Hagan, Sean, (2014), "Conference Call on Addressing Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring", Monday, October 6, IMF, Washington.
- Helleiner, Eric. 2008. "The Mystery of the Missing Sovereign Debt Restructuring Mechanism." *Contributions to Political Economy* 27 (1): 91–113.
- Hernández, José, (2021), "Córdoba paga U\$S 13 millones del bono que no fue reestructurado", La Voz del Interior, 20 de julio, disponible en <https://www.lavoz.com.ar/politica/cordoba-paga-us-13-millones-del-bono-que-no-fue-reestructurado/>, consultada el 01-07-2022.
- Jiménez, Juan Pablo e Ignacio Ruelas, (2017), "El endeudamiento de los gobiernos subnacionales en América Latina: Evolución, institucionalidad y desafíos", disponible en <https://www.cepal.org/es/publicaciones/41007-endeudamiento-gobiernos-subnacionales-america-latina-evolucion-institucionalidad>, consultada el 01-07-2022
- Krueger, Anne O. and Hagan, Sean, (2005) "Sovereign Workouts: An IMF Perspective", *Chicago Journal of International Law*: Vol. 6: No. 1, Article 13, pp. 204
- Letcher, Hernán y Julia Strada, (2019), "Endeudamiento provincial, el fenómeno silencioso", Disponible en: [https://gallery.mailchimp.com/e9c6f62a4dc825f6a9dab4e88/files/f35666df-b964-49f2-a50832d8a771bb3b/Endeudamiento\\_provincial\\_el\\_fen%C3%B3meno\\_silencioso\\_CEPA.01.pdf](https://gallery.mailchimp.com/e9c6f62a4dc825f6a9dab4e88/files/f35666df-b964-49f2-a50832d8a771bb3b/Endeudamiento_provincial_el_fen%C3%B3meno_silencioso_CEPA.01.pdf)
- Liendo, Horacio, (2010), "Cesación de pago de Provincias", Segundas Jornadas Italo-Latinoamericanas de Derecho Público, 1-3 de septiembre, Potrero de los Funes, San Luis.
- Manzo Alejandro G. (2018), "Reestructuraciones de deuda soberana: El debate sobre su regulación en términos de disputa por la gobernanza global", Revista *Direito e Práxis*, DOI: 10.1590/2179-8966/2017/27078, ISSN: 2179-8966, Vol. 9, N. 1, 2018, p. 9-45, Río de Janeiro, Brasil.
- Manzo Alejandro G. (2019), "Where do they speak from? Positions about the new IMF contractual proposal for ordering sovereign debt restructurings", Revista *Direito e Práxis*, Vol. 10, N. 1, 2019. p. 41-100, Río de Janeiro, Brasil.
- Manzo, Alejandro G., (2019a), "¿Gobernanza financiera?: comparación de las matrices políticas de las que emergieron las CACs 2003 y 2014", Revista *Direito GV*, V. 15 N° 1, jan-abril, Brasil.
- Manzo, Alejandro G., (2019b), "El discurso de la gobernanza como legitimador de las elites financieras en el campo de las reestructuraciones de deuda soberana", Revista *Direito e Práxis*, Vol. 10, N.03, p. 1617-1656, Río de Janeiro, Brasil.
- Manzo, Alejandro G., (2020): "IMF Sovereign Debt Restructuring Framework: Origin, Evolution and Latest Updates of its Main Components", Revista *Direito GV*, V.16 N. 2, p. 1-45, Brasil.
- Marini, Ruy Mauro [1973] (2015). "Dialéctica de la dependencia". en Carlos E. Martins (comp.), *América Latina, dependencia y globalización*. P 107-135, CLACSO/Siglo XXI, México.
- Mattli, Walter, and Ngaire Woods. 2009. "In Whose Benefit? Explaining Regulatory Change in Global Politics." In *The Politics of Global Regulation*, edited by Mattli and Woods, Spring, 1–43. Princeton University Press. doi:10.1111/j.1468-0491.2010.01493\_3.x.
- MECON, (2008), "Boletín Fiscal", Tercer Trimestre, Secretaría de Hacienda, abril de 2009, disponible en <https://www.economia.gob.ar/onp/ejecucion/2015>, consultada el 20-10-2022
- MECON, (2020), "Guzmán presentó la nueva Unidad de Apoyo de Sostenibilidad de la Deuda Pública de las provincias", 23 de abril, disponible en <https://www.argentina.gob.ar/noticias/guzman-presento-la-nueva-unidad-de-apoyo-de-sostenibilidad-de-la-deuda-publica-de-las>, consultada el 01-07-2022.
- MECON, (2020a), "Estado de Situación de la Deuda Pública Provincial", Informe Trimestral al 30 de Septiembre de 2020, disponible en <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/informe-trimestral-de-deuda-provincial>, consultada el 01-07-2022.
- MECON, (2021), "Provincias: resultados de los procesos de reestructuración de deuda de pública externa", disponible en [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/resultados-reestructuracion\\_de\\_deudas\\_provinciales.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/resultados-reestructuracion_de_deudas_provinciales.pdf), consultada el 01-07-2022.
- MECON, (2021a), "Reestructuración de títulos provinciales", disponible en <https://www.economia.gob.ar/dnap/deuda/bonos/Reestructuraci%C3%B3n%20T%C3%ADtulos%20Provinciales.pdf>, consultada el 01-07-2022
- MECON, (2022), "Sostenibilidad de la deuda pública", disponible en <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/sostenibilidad-de-la-deuda>, consultada el 01-07-2022.

- Melamud, Ariel D. (2009), “Reglas fiscales en Argentina: el caso de la ley de responsabilidad fiscal y los programas de asistencia financiera”, CEPAL – Gestión Pública No 71, pp. 1-57.
- Müller, Alberto, (2013), “Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?”, Documento de Trabajo: Marzo, CESP, FCE, UBA.
- MHyF, (2006), “Canje de Deuda Provincial”, Ministerio de Hacienda y Finanzas (MHyF), Provincia de Buenos Aires, disponible en [https://www.ec.gba.gov.ar/areas/finanzas/deuda/archivos/Canje\\_Deuda.pdf](https://www.ec.gba.gov.ar/areas/finanzas/deuda/archivos/Canje_Deuda.pdf), consultada el 20-10-2022
- Nastri, Emilio, (2013), “El Sistema de Crédito Público en el marco del Programa de Reforma de la Administración Financiera Gubernamental”, Centro de Capacitación y Estudios de la Secretaría de Hacienda de la Nación, disponible en [https://capacitacion.meccon.gob.ar/manuales\\_nuevo/Credito\\_Sistema\\_Credito\\_Publico.pdf](https://capacitacion.meccon.gob.ar/manuales_nuevo/Credito_Sistema_Credito_Publico.pdf), consultada el 01-07-2022.
- Petovel, Pablo, (2020), “El acuerdo despeja el camino para la refinanciación de la deuda de Córdoba”, La Voz del Interior, 5 de agosto, disponible en <https://www.lavoz.com.ar/politica/acuerdo-despeja-camino-para-refinanciacion-de-deuda-de-cordoba/> consultada el 01-07-2022.
- Prebisch, Raúl [1949] (2012). *El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas*, CEPAL, Santiago de Chile.
- Raffer, Kunibert (2022), “Préstamos y especulación: lecciones desde los recientes problemas de deuda de Argentina”, disponible en <https://www.priemeconomics.org/articles/lending-and-profiteering-lessons-from-argentinias-recent-debt-problems/>, consultada el 01-07-2022.
- Scott, Hal, (2006), “Sovereign debt default: cry for the United States, not Argentina”, Critical Legal Issues: working paper series No. 140, September, *Washington Legal Foundation*.
- Sousa Santos, Boaventura, (2005), “Beyond Neoliberal Governance: The World Social Forum as Subaltern Cosmopolitan Politics and Legality.” disponible en <http://www.boaventuradesousasantos.pt/documentos/chapter2.pdf>, consultada el 03 de octubre de 2022.
- Stavenhagen, Rodolfo (1970). “Siete falacias sobre América Latina”, en James Petras y Maurice Zeitlin (comps.), *América Latina: reforma o revolución*, Tiempo Contemporáneo, Bs As.

## ¿Qué hacer cuando las provincias se vuelven insolventes?

Kunibert Raffer\*

Las recientes crisis y negociaciones de las deudas argentinas al nivel de las provincias muestran de nuevo y de una manera muy clara que deudas públicas subnacionales – como las deudas de los países soberanos – carecen de una solución económicamente sensata, social y económicamente justificable<sup>1</sup>. Esa carencia produce problemas para casi todos: los deudores, los acreedores de buena fe y especialmente las personas pobres en los países o entidades subnacionales endeudadas. Únicamente los así llamados fondos buitres (privados) y también los acreedores públicos (a los que justificadamente se debería llamar buitres públicos) lucran de esa situación. Evidentemente, esos acreedores se oponen mala fe al Estado de Derecho y a soluciones justas y humanas. Como se mostró en la reestructuración de Argentina en 2020, el sector privado consintió en reducciones necesarias – a diferencia de lo hecho por los acreedores públicos. Eso es tanto más despreciable ya que estos últimos imponen al deudor políticas concretas, de esa manera volviéndose culpables de las crisis así como de los resultados del “ajuste” que desprecia a los derechos humanos<sup>2</sup>. Islandia, donde no hubo una mala gestión pública, pero sí de la banca privada, mostró claramente que se puede ajustar la economía y proteger a la población al mismo tiempo (Bohoslavsky 2017).

Con excepción de los deudores soberanos y entidades gubernamentales como ciudades, estados o provincias federales, todos los deudores disfrutaron de la protección concedida por leyes de insolvencia, las cuales protegen los derechos humanos, el futuro del deudor y el Estado de Derecho. Se debe añadir que

estas regulaciones protegen también a los acreedores de buena fe. En cambio, en cuanto a las naciones federales, debe revisarse el análisis de modelos sobre cómo resolver situaciones de insolvencia de gobiernos estatales como provincias, hasta de la insolvencia de los propios gobiernos federales. Esta contribución hace precisamente eso, comparando la situación de los estados miembros de los EE.UU. con la presente situación de las provincias en Argentina. Se puede inmediatamente ver que existe un apartheid legal y global, el cual, según las fuentes y acreedores del Norte, no violaría los derechos humanos. Lógicamente tendrían razón, si se creyese que los pueblos del Sur no son seres humanos iguales que aquellos del Norte. Solo en ese caso hacerlos morir para “ajustar estructuralmente” no puede ser una violación de derechos humanos.

Este capítulo compara las normas legales que se aplican en dos países federales: la Argentina y los EE.UU., analizando la situación de estados federales y provincias. Además, presenta un procedimiento legal para deudores públicos que existe y funciona en los EE.UU. desde los años treinta del último siglo. Se trata del problema de la insolvencia de entidades con poderes gubernamentales, y cómo resolverla sin interferir injustificadamente en las tareas públicas y sobre los poderes gubernamentales del deudor. En otras palabras, en lo que significa la soberanía en el caso de un deudor soberano. El llamado Capítulo 9 es un procedimiento poco conocido fuera de los Estados Unidos –y una excepción, puesto que en muy pocos países existen leyes en respecto a deudores gubernamentales-, que resuelve un problema que es propio sólo de los prestatarios públicos insolventes: el de la intromisión desde afuera en el poder gubernamental del deudor. Este Capítulo regula la insolvencia de las municipalidades, se protege el poder gubernamental de las mismas y los derechos humanos de sus habitantes. Diseñado y aplicado con éxito durante

<sup>1</sup> Para revisar los debates en torno a salidas contractuales y propuestas estatutarias, ver capítulos de Emilia Val y de Alejandro Manzo en este libro.

<sup>2</sup> Sobre la importancia del marco internacional de los derechos humanos en relación a la deuda, ver capítulo de Juan Pablo Bohoslavsky y Laura Clérico en este libro.



décadas dentro de los Estados Unidos como forma de solucionar los problemas de deudores públicos insolventes, no hay razón por que no se pueda aplicar a deudores subnacionales con poderes gubernamentales y soberanos en todo el mundo.

### 1. Contrastación de la situación legal de los estados de los EE.UU. y de las provincias

La situación legal de los estados federales de los EE.UU. es muy fácil a describir. Según la Undécima Enmienda (11th Amendment) de la Constitución de los EE.UU., no está permitido a extranjeros y ciudadanos de otros estados federales actuar en la Justicia en tribunales federales contra un estado (Congress 2022a). La Unión así como otros estados miembros sí pueden llevar a la Justicia a un estado federal; este derecho se niega únicamente a los acreedores privados.

El Judiciary Act de 1789 originariamente permitía presentar demandas contra estados deudores. Sin embargo, poco después la Constitución fue modificada. Tras el caso *Chisholm v. Georgia*, en el cual cuatro de cinco jueces juzgaron en favor del derecho de demandar a un estado, se hizo “necesario” incorporar una enmienda para eliminar esa posibilidad legal. Como lo describe la página del propio Congreso estadounidense “la Undécima Enmienda fue propuesta por un voto aplastante en ambas Cámaras y ratificado con ‘velocidad vehemente.’” (Congress 2022b) Altamente endeudados, los estados apoyados por Washington se apresuraron protegerse contra sus acreedores, mayormente europeos. Después de ello, los estados tuvieron un impresionante historial de impago (cf. Raffer 2010, pp.1-2).

Según parece, fue Mississippi que acuñó el término “repudiación” cuando sencillamente no pagó. No fue el único estado negándose honrar sus deudas. Algunos estados que estuvieron en incumplimiento en la década de 1840 pagaron una parte—mas no siempre todo— de sus deudas cuándo su posición económica mejoró, otros nunca pagaron nada. En la década de 1840, al caer el precio de su principal producto de exportación, el algodón, 9 estados entraron en incumplimiento al suspender los pagos de interés de préstamos recibidos para poder construir líneas del ferrocarril o canales. El sistema ferroviario, apoyado por el gobierno y en fuerte expansión en esos años, fue en gran parte financiado por acreedores euro-

peos. Las compañías ferroviarias se declararon habitualmente en quiebra y los acreedores extranjeros se quedaron con títulos sin valor—mientras que los Estados Unidos se quedaron con una valiosa infraestructura—. De hecho, se creó un procedimiento especial (un Capítulo peculiar del Título 11) para compañías ferroviarias, y hasta hoy día hay normas legales específicas para el sector. El moral de pago fue tan mala que hasta Charles Dickens lo mencionó en su conocido *Christmas Carol*, cuando el protagonista Scrooge sufre su peor pesadilla: sus títulos valiosos británicos se volvieron en títulos estadounidenses.

¿Por qué no imitar a los EE.UU. promulgando una ley semejante, con protecciones similares? Si realmente lo que es bueno para los Estados Unidos es bueno para todo el mundo, esa es la única conclusión lógica. Sin embargo, imitar a los EE.UU. en cuanto a las deudas de sus estados no es tarea fácil, en especial considerando el doble rasero de ese país cuando actúa como acreedor. Los EE.UU. llegaron a invadir países deudores en quiebra en América Latina, como hicieron por ejemplo con México en 1914, a pesar de que para entonces la Convención de la Haya ya había proscripto el empleo de violencia en el caso de deudas soberanas. Por supuesto, todo indica que esa protección no se puede aplicar en el caso de estados no protegidos por el Pentágono. Con todo, el uso de herramientas de un régimen neocolonial—como la invasión— para extorsionar buscando pagos más altos, no tuvo el mejor del resultado para lidiar con la situación de insolvencia: después de años, los acreedores de México recibieron menos del 10% de los valores nominales adeudados. Ese resultado se hubiera podido obtener con menos costos para todos, incluso los acreedores.

Juristas muy versados/as inmediatamente objetan que esa Enmienda no prohíbe a los acreedores llevar un estado a la Justicia en sus propias cortes estatales (State Courts). Acreedores igualmente versados de hecho lo hicieron, por ejemplo, en Arkansas y Mississippi. Y —¿cómo no?— triunfaron. Sin embargo, los estados simplemente rechazaron obedecer sus propias cortes y no pagaron (English 1996, pp. 260-261). Resulta un ejemplo muy interesante a la vez que muy fuerte sobre como los EE.UU. entienden el Estado de Derecho respecto de sus propias deudas públicas. Claramente, resulta muy peculiar la interpretación que actualmente “defienden” los EEUU para el Sur global respecto del Estado de Derecho, y sobre todo

de la obligación de repagar con interés (*pacta sunt servanda*), sin siquiera pensar en cambiar su propia Undécima Enmienda. Como lo escribió E.A. Blair en su libro famoso *Rebelión en la Granja*, aún que todos los animales sean iguales, hay unos animales más iguales que otros. En ese caso se debe corregir mucho más “iguales”.

## 2. ¿Qué hacer en el caso de las provincias?

Aunque los estados de los EE.UU. pueden jurídicamente hacer lo que quieran, hay naturalmente –o más bien, económicamente– un límite para ello, que aparece en el caso que ese estado deudor quiera obtener nuevos préstamos. Si es cierto que los acreedores no pueden hacer que el deudor pague, nadie puede obligar a los acreedores a otorgar nuevos préstamos. De modo que la relación entre acreedores y deudores es más equilibrada de lo que se hubiese pensado leyendo la Enmienda. Un deudor en quiebra que nunca más necesite un préstamo puede mantener su decisión de no pago. Del otro lado, el “mercado” no es un elefante que nunca olvida, según lo describen acreedores para amenazar a los deudores en crisis. El “mercado” también olvida. La experiencia indica que después de un intervalo de tiempo – a veces sorprendentemente breve – los acreedores suelen volver a estar dispuestos a otorgar nuevos préstamos.

Una importante recomendación para las provincias argentinas – del mismo modo que para el gobierno federal – es no copiar a los EE.UU. y su menosprecio de los acreedores de buena fe, considerado lo que surge de la Undécima Enmienda así como del historial de deudas públicas de ese país. Se debería argumentar (y militar) en favor de un cambio necesario en las relaciones financieras internacionales que sea mucho más justo tanto para los deudores como para los acreedores de buena fe.

Para cambiar el actual sistema financiero vicioso de esa manera, Raffer (1989) propuso en 1987 la aplicación del Capítulo 9 de las leyes estadounidenses de quiebra. Por supuesto no propuso imitar la Undécima Enmienda, lo que hubiese sido atacado por el Norte y en especial por los EE.UU. como injusto, contra el Estado de Derecho y perjudicial al funcionamiento del mercado. Esto más allá del hecho de que copiarla sería muy difícil - imposible incluso- para cualquier país deudor que no sea EE.UU., pues esa “solución” va contra el Estado de Dere-

cho, contra toda equidad y es además delictiva. Al fin, una norma de este tipo estropearía el funcionamiento justo y eficiente del mercado.

## 3. La Propuesta Raffer – un Capítulo 9 internacional

El Capítulo 9 del Título 11 (insolvencia) de las leyes de insolvencia de los EE.UU. es la solución propuesta por ese autor desde hace 35 años; amablemente llamada Propuesta Raffer por los profesores Paul Streeten y J.K. Galbraith (2003, p. 94). Esa propuesta ha sido discutida y presentada detallada y frecuentemente en otras partes (cf. por ejemplo Raffer 1990 y versiones actualizadas 2002, 2016, 2020). Por eso no parece necesario discutir sus detalles aquí, remitimos a esas obras para tal efecto. La misma fue impulsada durante años por Jubilee/Jubileo 2000 (como FTAP – Fair Transparent Arbitration Process) y otras ONG. Sin embargo, después de un tiempo, el interés por la misma desapareció. De cierta forma, eso es normal. El interés se re-orientó a nuevas temas – una reorientación que los acreedores públicos ya habían previsto. Y lógicamente ganaron, porque quedarse sentado y esperar siempre vence a las demandas y propuestas, aunque sean muy justificadas -hasta necesarias- para proteger a los derechos humanos, el Estado de Derecho y el buen funcionamiento del mercado financiero. Al fin, es la perseverancia oficial – o la insensibilidad a gente muriendo de hambre – la que vence. Los acreedores públicos insisten en su libra de carne, incluso cuando sea mucho más que una sola libra. Es inexplicable por qué la responsabilidad de los acreedores públicos -o más correcto, los buitres públicos- nunca fue realmente discutida (el autor lo criticaba desde entonces, pero sin reacciones), a pesar de la severa influencia que esos acreedores tienen sobre los deudores. Y aquí nos referimos no solo al Fondo Monetario Internacional (FMI), aún cuando éste sea el ejemplo más conocido y más despreciable. Lucrar de sus propios desaciertos y errores es absolutamente contrario de su propio convenio constitutivo, del Estado de Derecho, de cualquiera integridad moral y contra las leyes del mercado (ver Raffer 1993; 2009).

El capítulo 9 protege las facultades gubernamentales y, por ende, podría aplicarse no solo a las entidades gubernamentales como municipios, sino asimismo a los estados federales, provincias e incluso a los Estados soberanos.

El Capítulo 9 es un procedimiento poco conocido fuera de los Estados Unidos, que resuelve un problema que sólo aparece cuando se trata de un prestatario público insolvente: el de la intromisión desde afuera en el poder gubernamental del deudor. Este Capítulo regula la insolvencia de las municipalidades, protegiendo el poder gubernamental de las mismas. Diseñado y aplicado con éxito durante décadas dentro de los Estados Unidos como forma de solucionar los problemas de los deudores públicos, no hay razón por la que no se pueda aplicar a deudores soberanos y gubernamentales a escala global.

El Código de la legislación estadounidense (United States Code Annotated, USCA) define a una municipalidad en la sección 101 (párrafo 34) como una “subdivisión política o agencia pública o instrumentalidad de un Estado”. Dicho de manera menos formal, son entidades públicas con el poder de gravar impuestos, imponer tributos o tasas – todo lo que no es un precio como en el mercado, sino impuesto por entidades públicas.

Durante la Gran Depresión en los años 1930, numerosos casos de municipalidades insolventes hicieron necesaria crear una ley para poder resolver una multitud extraordinaria de casos. Esa ley existe y funciona desde entonces hasta hoy en día.

La sección 904, titulada “Limitations on Jurisdiction and Powers of Court”, señala con absoluta claridad que la jurisdicción de la Corte depende de la voluntad del deudor y no puede extenderse más allá de ella. La Corte no puede interferir con las opciones de una municipalidad en cuanto a los servicios y beneficios que ésta vaya a entregar a sus habitantes. Es absolutamente igual al estado legal de soberanos en casos de arbitraje.

La sección 904 estipula<sup>3</sup>:

“No obstante cualquiera que sean los poderes del tribunal, el tribunal no puede, salvo con la aprobación del deudor o si el plan lo provea (...) intervenir en

(1). cualquiera de los poderes políticos y gubernamentales del deudor

(2). cualquier propiedad o ingreso del deudor, o

(3). el uso que el deudor haga de cualquier propiedad para producir ingreso.”

El resultado de haber elevado una solicitud bajo este mecanismo es un aplazamiento automático de los requerimientos en contra del deudor. En un procedimiento del Capítulo 9, las leyes estadounidenses protegen no solo a los poderes gubernamentales del deudor, sino a los individuos afectados por el plan de arreglo: a la población así como a los intereses de los acreedores.

El plan de arreglo debe ser justo (*fair*), equitativo y realizable. Además, para que se lo confirme, el plan debe establecerse en forma tal que sirva lo mejor posible a los intereses de los acreedores. La justicia del plan se examina según el criterio de que los acreedores obtengan realmente lo que pueden esperar razonablemente bajo las circunstancias dadas.

No se espera que, para pagar a sus acreedores, una municipalidad deje de prestar a sus habitantes los servicios sociales básicos esenciales de salud, seguridad y bienestar. Al determinar que no se puede traspasar la gestión de una ciudad para el beneficio de sus acreedores, la Corte Suprema de los Estados Unidos ha rechazado la idea de que la ciudad tenga poder ilimitado de percibir impuestos (Malagardis 1990, p.68). Si los aumentos de impuestos que disminuyen el nivel de vida de la población de la municipalidad por debajo del mínimo garantizado en favor de los deudores privados, entonces son claramente ilegales. Sucintamente, queda fuera de juego el uso de recursos que puedan ser usados para pagar más a los acreedores como si se tratara de exprimir limones. Parece útil subrayar que las soluciones según la Propuesta Raffer no son fundamentalmente diferentes de los resultados negociados por las partes. En ambos casos, el deudor también prueba a asegurar recursos para poder financiar gastos sociales, para que se mantenga un nivel de vida aceptable de la población y que se puede financiar inversiones necesarias para que la economía pueda recobrar su viabilidad. Lo que las leyes estadounidenses llaman *new start* (“nuevo comienzo”), es un principio de fondo de las leyes de insolvencia en los EE.UU., como el de protección de los derechos humanos.

<sup>3</sup> Ver Título 11, Capítulo 9, sección 904, disponible en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/904>

La factibilidad del plan viene definida por el criterio de que, después de la reorganización, el deudor tenga perspectivas razonables de estabilidad financiera y viabilidad económica, incluyendo suficiente capital.

Los elementos básicos de la Propuesta Raffer son<sup>4</sup>:

- Un tribunal de arbitraje neutral, como era la costumbre, la normalidad antes de 1945. El deudor y los acreedores nombran el mismo número de personas, las cuales eligen un miembro más para completar un número impar. Uno de los árbitros es elegido como presidente. Los árbitros tendrían por tarea la de mediar entre deudores y acreedores, presidiendo y sosteniendo las negociaciones mediante consejos, proporcionando a quienes se ven afectados por el plan oportunidades adecuadas de ser escuchados y, en caso necesario, decidiendo lo que hay que hacer. En realidad, sus decisiones no afectarían montos importantes. Muchas veces se trataría de decisiones para resolver disputas sobre lo que la banca se llama *peanuts* (miseria en inglés), pero por las cuales en más de una oportunidad las posiciones terminaron endurciéndose de manera irracional.
- Según la Propuesta Raffer los acuerdos entre deudores y acreedores requerirían de su confirmación, en analogía con el párrafo 943 la confirmación del tribunal. Deberían cuidar en particular que se salvaguarde un mínimo de dignidad humana de las personas pobres, en analogía con la protección de la que gozan los/as habitantes de una municipalidad.
- Verificación y registración de reclamos, lo que incluye la privatización de deudas socializadas. Algunos gobiernos han sido forzados a hacerse cargo de pérdidas originadas en préstamos privados, tomados inicialmente sin implicación gubernamental alguna. Las Instituciones Financieras Internacionales (IFI) siempre insistieron en que se pague esas “deudas” también. Aquellas socializaciones de pérdidas privadas deben declararse nulas y sin efecto.
- Tratamiento igual de *todos* los acreedores. Este es el punto más problemático, porque los buitres públicos combaten el Estado de Derecho, la justicia y los derechos humanos. El Club de París y las IFI se oponen fuertemente a que participen en un procedimiento de insolvencia, aunque no haya ningún impedimento. El servicio de la deuda de los países miembros a las IFI ya incluye un margen para establecer reservas para préstamos incobrables, pero las IFI se niegan usarlas. Cobran ante la posibilidad de que haya miembros insolventes, pero se rehúsan a usar los recursos como está oficialmente previsto. Así, se hace pagar a los deudores por algo que nunca se concede (a excepción de los países más pobres, casos en los que el Norte compensó a las IFI generosamente). Puesto de otro modo, los miembros contratan un seguro que nunca pagará.
- Se debe subrayar que los convenios constitutivos de las instituciones de Bretton Woods prevén o permiten el arbitraje y la participación en un procedimiento de insolvencia (Raffer 2009).
- Reformas económicas. Sin dudas, en el caso de deudores públicos insolventes es necesario considerar aplicar reformas económicas. Pero la carga del ajuste no debería pesar enteramente sobre estos. Los servicios de la deuda deben guardar proporción con la capacidad del deudor para obtener moneda extranjera por vía de exportaciones. Es necesario que haya equilibrio entre más devoluciones y menos proteccionismo, o entre mayores reducciones de deuda y menores niveles de proteccionismo del Norte.
- Protección social. Hay mucho conocimiento acumulado sobre la forma de dirigir los gastos sociales a quienes necesitan ayuda. Algunas de las posibilidades son, por ejemplo, volver a dirigir los gastos hacia servicios básicos o utilizar medicamentos no tan caros pero igualmente eficientes. Con todo, tales recursos deben estar exentos del servicio de la deuda. Se puede crear un fondo antipobreza para financiar gastos sociales.

Como en los EE.UU., la Propuesta Raffer incluye el derecho de los contribuyentes afectados por aumentos de impuestos o tarifas de ser oídos y objetar a la confirmación del plan. Los fondos antipobreza y los

<sup>4</sup> Por más detalles, ver Raffer (1990; 2002; 2010 y 2016).

recursos exentos deben estar destinados a financiar un mínimo de actividades estatales. Al nivel internacional ese derecho debe, por supuesto, ser ejercido por representación, sea por organizaciones no gubernamentales (religiosas o laicas) u organizaciones de base de los pobres, sindicatos, asociaciones empresariales, o por una organización internacional como la UNICEF.

- Las reformas necesarias deben ser propuestas por el deudor y supervisadas por la Corte Arbitral. Por supuesto los acreedores tienen el derecho de aceptar el plan propuesto o no hacerlo. Por eso el plan final es siempre el resultado de negociaciones, como fue el resultado en caso de Argentina y sus provincias con los acreedores de buena fe -o, dicho de otra manera, los acreedores que no son buitres públicos-.

La factibilidad del plan viene definida por el criterio de que, después de la reorganización, el deudor tenga perspectivas razonables de estabilidad financiera y viabilidad económica, incluyendo suficiente capital. La viabilidad del deudor reorganizado es la piedra de toque y ella incluye la capacidad de cumplir con el servicio de la deuda convenido en el plan.

Se debe subrayar que ideas inicialmente consideradas tontamente “utópicas” han sido entretanto aceptadas.

- *Transparencia, participación de los afectados*: entretanto que es un debate abierto sobre las estrategias de reducción de la deuda, es práctica corriente que las ONG participen muy fuertemente en las discusiones sobre deudas soberanas. Aunque vale señalar que los acreedores públicos, en especial las IFI, siguen evitando casi todas propuestas<sup>5</sup>.
- *Protección del deudor*: ha sido aceptada, como se puede ver a los ejemplos de la Iniciativas para Países Pobres Muy Endeudados (PPME I y II) y la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral (IADM), gracias a las presiones de ONG,

sobre todo Jubileo 2000, y contra las verdaderas intenciones de los acreedores públicos.

- También se implementan estrategias de combate contra la pobreza, aunque no sean siempre suficientes.
- *El tabú de las deudas multilaterales*. La propuesta de reducir los créditos oficiales (conceder alivios) también es hoy en día aceptada. Hasta las IFI reducen sus créditos – como atestiguan las iniciativas mencionadas arriba – aún que gozando de una preferencia injusta y vergonzosa. Esta idea generaba risas cuando la propuso Raffer (1989, 1990).

Por desgracia el caso reciente de Argentina muestra que se desarrolla una nueva injusticia y problema en relación al FMI, pagos de interés adicionales que el organismo exige de países altamente endeudados con el Fondo, los llamados “sobrecargos” (Bohoslavsky, Cantamutto y Clérico, 2022). El FMI planea aumentar esos sobrecargos para lucrar aún más a partir de su gerencia ilegal e ineficaz (cf Raffer 2022).

La idea del FMI de explotar aún más a los países miembros en peligro de quiebra no es solo un problema de las personas pobres (que deben hasta morir de hambre, para que el FMI obtenga ganancias adicionales), de los países miembros deudores y de los acreedores privados de buena fe. Es también un problema ético, del Estado de Derecho, de los derechos humanos y del funcionamiento del mercado financiero internacional. Bohoslavsky y Cantamutto (2022, p. 759) muestran “la marginalización de derechos humanos que caracteriza el FMI” y “su uso excesivo de su poder”, en especial, en los tiempos de COVID-19. El Fondo no cambió sus políticas a pesar del COVID-19, de esa manera agravando la miseria de las personas pobres que ya estaban sufriendo de su ajuste estructural.

Los préstamos públicos, sobre todo de las IFI, equivalen a un endurecimiento de las condiciones y una complicación de soluciones. Inicialmente – durante las crisis de los 1980 – el porcentaje de las deudas multilaterales fue pequeño. Por eso no importaba conceder una preferencia que no existe en sus convenios constitutivos al FMI y al Banco Mundial. Pero eso va contra la intención de sus fundadores. El “mérito” de forzar a los deudores de pagar, a veces con inte-

<sup>5</sup> Sobre las lógicas que guían la actuación del FMI y el Banco Mundial, y sus efectos, ver capítulo de Emilia Val y Pablo Nemiña en este libro. Sobre sus intervenciones durante las crisis recientes, ver el capítulo de Lucas Castiglioni.

rés injustificado y a pagar deudas “socializadas”, contrapesó pérdidas relativamente minúsculas del sector privado. Entretanto, como se vio en la Argentina, el FMI, y en definitiva los acreedores públicos, representa un porcentaje importante de las deudas totales. Para obtener una solución de la situación de sobreendeudamiento, todos los otros actores – las personas pobres, el país y sus acreedores privados de buena fe – deben perder más de lo que sería necesario si la Propuesta Raffer hubiera sido implementada o al menos los convenios constitutivos de las IFI hubiesen sido obedecidos. Es un verdadero peligro del porvenir. Los buitres públicos se preparan a extirpar más que su libra de carne de los deudores.

La estrategia de aumentar sus ganancias por vía de sobrecargos aplica solo en mercados emergentes o por lo menos países relativamente ricos del Sur, donde quedan recursos económicos por extraer. El FMI incluso desplaza a acreedores privados que están dispuestos a negociar y reducir sus créditos: un resultado yendo de mal en mucho peor para deudores, personas pobres y el sector privado.

## Conclusión

Esa contribución mostró (nuevamente) que hay una solución adecuada -incluso aparentemente perfecta- para deudores públicos como es el caso de las provincias argentinas. Se mostró aquí cómo sería posible implementarla. Lo que queda, como quedó durante décadas, es el problema que el actual sistema ofrece al Norte, y en especial a las IFI, la posibilidad de lucrar a través de un apartheid global financiero, que permite establecer un tipo de administración neocolonial y obtener de ello ventajas políticas. El cambio es posible, para terminar con estos beneficios injustificados.

## Referencias

- Bohoslavsky, J.P. (2017), “Iceland: A Human Rights Sensitive Approach to Deal with Financial Crises”. En Bohoslavsky, P. y Raffer, K. (eds) *Sovereign Debt Crises – What have we learned?* (pp.103-123) Cambridge; Cambridge University Press.
- Bohoslavsky, J.P. y Cantamutto, F. (2022), “Not Even with a Pandemic: The IMF, Human Rights, and Rational Choices under Power Relations”. *Human Rights Quarterly*, vol.44, n.º4, pp.759-783.

- Bohoslavsky, J.P., Cantamutto, F. y Clérico, L. IMF's Surcharges as a Threat to the Right to Development. *Development* (2022). <https://doi.org/10.1057/s41301-022-00340-5>
- Congress (2022a) “Constitution Annotated, Analysis and Interpretation of the U.S. Constitution, Eleventh Amendment”, Library of Congress. Disponible en <https://constitution.congress.gov/constitution/amendment-11/>, recuperado el 11 de noviembre de 2022.
- Congress (2022b) “Constitution Annotated, Analysis and Interpretation of the U.S. Constitution, Eleventh Amendment, Amdt 11.2, Historical Background on the Eleventh Amendment”, Library of Congress. Disponible en [https://constitution.congress.gov/browse/essay/amdt11-2/ALDE\\_00013676/](https://constitution.congress.gov/browse/essay/amdt11-2/ALDE_00013676/), recuperado el 11 de noviembre de 2022.
- English, W.B. (1996). “Understanding the Costs of Sovereign default: American State Debts in the 1840s”, *American Economic Review*, vol.86, n.º 1, pp.259-276.
- Galbraith, J.K. (2003), “The Brazilian Swindle and the Larger International Monetary Problem”. *Revista de Economía Política*, vol.23, n.º1, pp.85-95. También disponible en [www.scielo.br/j/rep/a//85rZptpN-qQrpVMCJkG74qn/?lang=en](http://www.scielo.br/j/rep/a//85rZptpN-qQrpVMCJkG74qn/?lang=en), recuperado el 11 de noviembre de 2022.
- Malagardis, A.N. (1990), *Ein Konkursrecht für Staaten? Zur Regelung von Insolvenzen souveräner Schuldner in Vergangenheit und Gegenwart*, Baden-Baden: Nomos.
- Raffer, K. (1989), “International Debts: A Crisis for Whom?” En Singer, H.W. y Sharma, S. (eds) *Economic Development and World Debt* Macmillan/St. Martin's, London y Basingstoke/ New York, pp. 51-63. [Actas de una Conferencia celebrada a la Universidad de Zagreb en 1987].
- Raffer, K. (1990), “Applying Chapter 9 Insolvency to International Debts: An Economically Efficient Solution with a Human Face”, *World Development*, vol.18, n.º 2, pp. 301-313.
- Raffer, K. (1993), “International Financial Institutions and Accountability: The Need for Drastic Change”, En Murshed, S.M. y Raffer, K. (eds), *Trade, Transfers, and Development, Problems and Prospects for the Twenty First Century*, Aldershot: Edward Elgar, pp. 151-166.
- Raffer, K. (2002) “¿El fin de la discriminación injusta de los deudores? Comentario sobre las propuestas del FMI con respecto a un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana”, Documento de

exposición de problemas sometido a la consideración del G-24, 31 de enero de 2002. Disponible en <https://homepage.univie.ac.at/kunibert.raffer/g24-esp.pdf>, recuperado el 5 de noviembre de 2022.

Raffer, K. (2009), “Preferred or Not Preferred: Thoughts on Priority Structures of Creditors”, Paper prepared for the International Law Association’s Sovereign Insolvency Study Group, Washington DC, 19 de octubre. Disponible en <https://homepage.univie.ac.at/kunibert.raffer/ila-wash.pdf>, recuperado el 10 de noviembre de 2022..

Raffer, K. (2010), *Debt Management for Development - Protection of the Poor and the Millennium Development Goals*, Cheltenham/Northampton: Edward Elgar [Paperback 2011].

Raffer, K. (2016) “Debts, Human Rights, and the Rule of Law: Advocating a Fair and Efficient Sovereign Insolvency Model”. En Guzman, M, Ocampo, J.A. y Stiglitz, J.E. (eds) *Too Little, Too Late, The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, Nueva York: Columbia University Press, pp.253-269. Pre-Print disponible en [http://policydialogue.org/files/publications/Debts\\_Human\\_Rights\\_and\\_the\\_Rule\\_of\\_Law\\_Advocating\\_a\\_Fair\\_and\\_Efficient\\_Sovereign\\_Insolvency\\_Model.pdf](http://policydialogue.org/files/publications/Debts_Human_Rights_and_the_Rule_of_Law_Advocating_a_Fair_and_Efficient_Sovereign_Insolvency_Model.pdf), recuperado el 10 de noviembre de 2022.

Raffer, K. (2022), *Lending and Profiteering – Lessons from Argentina’s Recent Debt Problems*, *Primeconomics*, 21 de junio de 2022. Disponible en <https://www.primeconomics.org/articles/lending-and-profiteering-lessons-from-argentinas-recent-debt-problems/>, recuperado el 7 de noviembre de 2022.

**> *Las deudas subnacionales. Análisis de casos***



# Endeudamiento y reestructuración en la provincia de Buenos Aires

Andrés Wainer\*

## Introducción

La provincia de Buenos Aires (PBA) no solo es la más poblada de la Argentina –donde vive casi el 40% de los habitantes– sino que también posee la economía más grande, explicando alrededor del 36% del producto interno bruto del país. Como no podía ser de otra manera, también es la jurisdicción con mayor deuda pública a nivel subnacional.

Dado el peso específico que tiene a nivel nacional, la trayectoria económica y financiera de la PBA siempre ha estado muy vinculada a lo ocurrido a nivel nacional. La situación con la deuda pública provincial en los últimos años no ha sido la excepción, aunque la misma no deja de tener sus particularidades. En este sentido, la provincia registró un importante aumento en su nivel de endeudamiento durante la gestión de María Eugenia Vidal (2015-2019), el cual estuvo caracterizado no sólo por su volumen sino también –y fundamentalmente– por su composición. En este sentido se destaca el fuerte incremento de la deuda nominada en moneda extranjera, la cual, como se verá, atentó directamente contra la sostenibilidad del proceso.

Adelantemos una de las hipótesis que se sostendrá en este trabajo: el endeudamiento en moneda extranjera llevado adelante por la gestión de Cambiemos a nivel provincial no estuvo orientado mayormente por las necesidades de financiamiento de la PBA, tal como se argumentó en su momento, sino por la necesidad de aportar divisas para sostener el proceso de valorización financiera implementado por Mauricio Macri a nivel nacional. Ello dejó a la provincia de Buenos Aires en una situación de vulnerabilidad financiera que mostró sus efectos más per-

niciosos cuando se agotó el financiamiento externo y se inició un proceso de devaluación de la moneda en mayo de 2018.

En el marco de una crisis económica cada vez más profunda, en octubre de 2019 se produjo la victoria electoral tanto a nivel nacional como provincial del Frente de Todos, una coalición electoral que unió a distintos sectores del peronismo, incluyendo al kirchnerismo. De manera similar a lo ocurrido a nivel nacional, la nueva gestión a nivel provincial comandada por Axel Kicillof encaró un proceso de reestructuración de la deuda provincial que recién se terminaría de concretar en agosto de 2021. El mismo estuvo caracterizado principalmente por un estiramiento de los vencimientos, generando cierto alivio financiero durante los primeros años en un contexto marcado por la crisis económica heredada del gobierno anterior y la generada por la pandemia del COVID-19<sup>1</sup>. No obstante, dicha reestructuración no parece haber sido suficiente para resolver de manera sustentable “el problema de la deuda”.

El artículo comienza con una caracterización del ciclo de endeudamiento encarado por la gestión de Vidal al frente de la provincia de Buenos Aires, analizando sus componentes principales y los problemas que presentó en materia de sustentabilidad y sostenibilidad. Luego se reconstruye el proceso de renegociación de la deuda provincial llevado adelante por la gestión de Kicillof, para finalmente arribar a unas reflexiones finales sobre ambos períodos.

\* Investigador independiente del CONICET y del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO. Docente en la UBA, la UNSAM y FLACSO.

<sup>1</sup> Por el marco general del proceso de endeudamiento y reestructuración a nivel nacional, ver capítulo de Francisco Cantamutto en este libro.

## 1. El ciclo de endeudamiento de Vidal (2015-2019)

Desde el inicio hasta el fin del mandato de María Eugenia Vidal al frente de la gobernación bonaerense el *stock* de la deuda provincial aumentó un 435,4% en pesos corrientes, pasando de \$ 122.085 millones a \$ 653.585 millones. Los años 2016 y 2018 fueron los que registraron el mayor incremento nominal de la deuda, con un 60,8% de aumento en el primer caso y un 86,4% en el segundo. No obstante, dada la dinámica inflacionaria registrada en dichos años<sup>2</sup>, es necesario descontar el efecto precios para conocer la evolución real de la deuda provincial<sup>3</sup>.

Como se observa en el Gráfico N° 1, el *stock* de deuda en valores constantes en 2019 era un 36,7% superior al nivel vigente en 2015. No obstante, la deuda alcanzó su mayor valor en 2018, siendo también el año en el que más creció (+26,2%), seguido por 2016 (+16,3%). Este endeudamiento explosivo en 2018 se explica por dos motivos. En primer lugar, por la magnitud de las obligaciones contraídas en dicho año: el presupuesto bonaerense para 2018 (ley N°14.879) habilitó un endeudamiento por \$ 74.396 millones, el cual fue utilizado por el ejecutivo provincial casi en su totalidad<sup>4</sup>.

El segundo elemento que explica el fuerte crecimiento de la deuda en 2018 fue el salto devaluatorio registrado en dicho año, el cual hizo que la deuda en moneda extranjera se incrementara sustancialmente al ser medida en pesos. Esto último no fue un hecho fortuito sino que se enmarcó en la estrategia de endeudamiento seguida por la gestión provincial, la cual priorizó el endeudamiento en moneda extranjera por sobre aquella en pesos. Esta fue una estrategia habilitada e impulsada por el gobierno nacional, el cual eliminó trabas y regulaciones para facilitar la libre

movilidad de capitales<sup>5</sup>. De esta manera, mientras que en 2015 el 42,1% de la deuda provincial estaba en pesos y el 57,9% en otras monedas, en 2019 la deuda en pesos representaba sólo el 16,3% del total, en tanto el 83,7% estaba nominado en moneda extranjera (el 70,7% en dólares) (Gráfico N° 2).

Este incremento de la deuda en moneda extranjera dejó a la Provincia muy expuesta a los vaivenes del tipo de cambio. En efecto, durante 2018 la cotización del dólar pasó de \$ 19 a \$ 40 (+110,5%), lo que generó un incremento de la deuda pública provincial en más de \$ 190.000 millones. Esta situación se repitió en 2019 con la devaluación posterior a las elecciones primarias de agosto (PASO), que llevó el dólar de \$ 43 a \$ 60, lo cual implicó un aumento de la deuda de \$ 161.432 millones, un monto equivalente al gasto público provincial ejecutado en el primer trimestre de dicho año (\$ 162.175 millones).

La devaluación puso a la Provincia de Buenos Aires en una situación financiera y fiscal muy comprometida dado que la misma tiene responsabilidades que hacen rígido su gasto público y restricciones en los ingresos<sup>6</sup>. A modo de ejemplo puede tenerse en cuenta que mientras en el presupuesto 2018 se estimaron gastos por \$ 36.077 millones para cancelación de deudas y otros pasivos y \$ 28.204 millones para el

<sup>2</sup> Desde diciembre de 2015 a diciembre de 2019 la inflación medida por el IPC-Provincias fue del 263,6%.

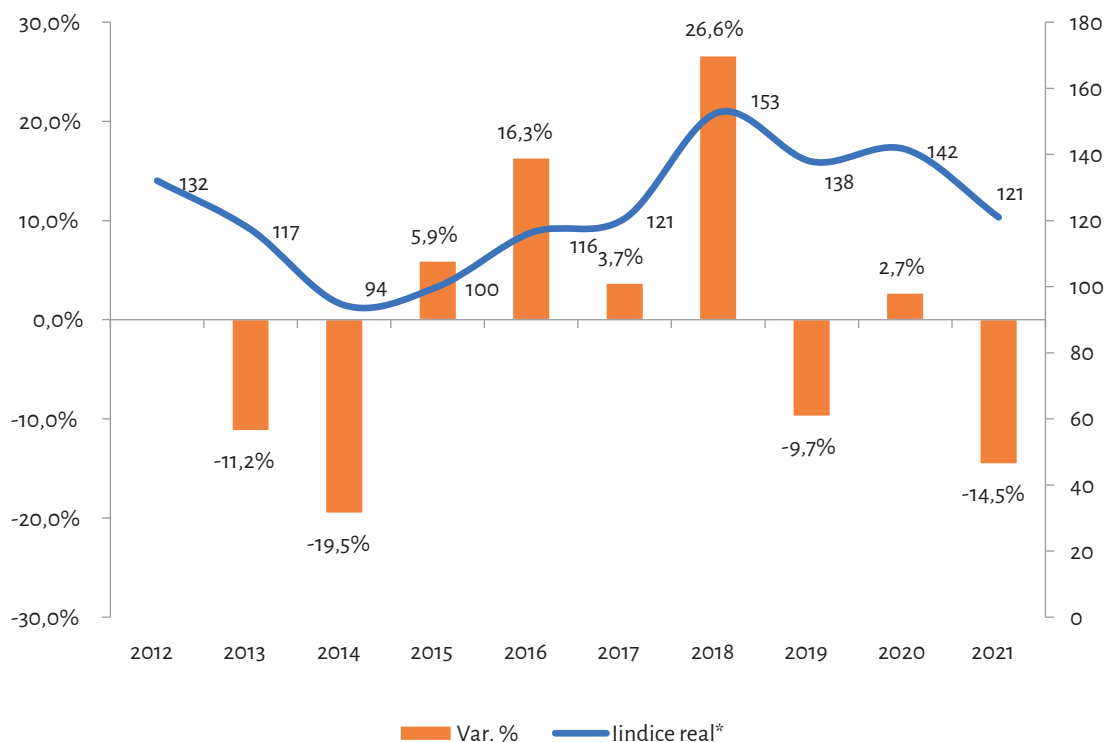
<sup>3</sup> Otra manera de medir el *stock* de deuda es considerar la totalidad de su valor en dólares (aunque una parte sea en pesos). De esta manera se observa que la deuda pública provincial pasó de 9.362 millones de dólares a fines de 2015 a 10.913 millones a fines de 2019, es decir, un incremento del 16,6%. No obstante, esta medición no refleja del todo la carga que supone la deuda para la provincia dado que la misma tiene tanto sus ingresos como sus gastos en pesos.

<sup>4</sup> En 2018 se dieron tres grandes operaciones de deuda: 1) deuda en moneda nacional por \$ 30.000 millones, 2) deuda en moneda extranjera por 744 millones de dólares (\$29.760 millones al tipo de cambio vigente en ese momento), que fue colocada en su totalidad al Fondo de Garantía de la ANSES, 3) Letras del tesoro: 12 licitaciones por un total de \$ 51.446 millones, de los cuales quedaron vigentes \$ 10.508 millones.

<sup>5</sup> Una de las primeras medidas del gobierno de Macri al asumir fue la derogación del decreto 616/05, que establecía requisitos de información y restricciones cuantitativas para el ingreso de capitales desde el exterior. Esta norma era relevante no sólo porque obligaba a informar al Banco Central todo ingreso/egreso de divisas, sino porque establecía la inmovilización por un año del 30% de los fondos que ingresaran sin fines productivos, en concepto de deuda pública o para financiar importaciones; por lo cual, significaba un límite para los "capitales golondrina". Profundizando esta tendencia, se extendió el plazo previsto para la obligación de liquidar en el mercado de cambios las divisas generadas por las exportaciones, de 30 días a 5 años, y finalmente el 2017 se eliminó por completo tal obligación. En cuanto al sistema financiero, el gobierno quitó las regulaciones en la determinación del *spread* (la diferencia entre la tasa de interés que se cobra por los préstamos respecto de la que se paga por los depósitos) y las comisiones por las operaciones financieras. Por su parte, en lo que respecta a la compra de divisas para atesoramiento, la administración de Cambiemos no solo eliminó las regulaciones cambiarias establecidas por el gobierno anterior (el denominado "cepo"), sino que terminó quitando los topes que existían antes de dichas medidas (de 2 millones de dólares mensuales), pudiendo las personas físicas y jurídicas adquirir una cantidad ilimitada de divisas en el Mercado Único y Libre de Cambios.

<sup>6</sup> La provincia de Buenos Aires, como la mayor parte del resto de las jurisdicciones, tiene una gran rigidez de la estructura de erogaciones corrientes, en especial a partir de la descentralización de la educación y la salud desde el Estado nacional hacia las provincias (leyes N°24.049 y N°24.061) de mediados de 1990, sin los recursos correspondientes. A su vez, por el lado de los recursos, tiene una fuerte dependencia de impuestos regresivos como Ingresos Brutos (IIBB).

**Gráfico N°1.** Buenos Aires. Stock de deuda en índice real y su variación interanual, 2012–2021 (índice 2015 = 100 y porcentajes)



(\*) Hasta 2016 se utilizaron los IPC de los institutos estadísticos provinciales no intervenidos y luego el nuevo IPC-Nacional.

**Fuente:** Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y Finanzas, Contaduría General de la provincia de Buenos Aires, CIFRA e INDEC.

pago de intereses, producto de la devaluación del peso en dicho año, finalmente el gasto ascendió a \$ 61.429 millones y \$ 41.433 millones respectivamente, es decir, un 60,0% más de lo presupuestado. De esta manera, la diferencia entre lo presupuestado para el repago de la deuda y de sus intereses en 2018 y lo ejecutado ascendió a \$ 38.581 millones, lo que equivalía al 84% de los recursos anuales destinados a salud o 1,8 veces superior a lo gastado en obra pública en dicho año (\$ 21.037 millones) (Belloni y Fernández Massi, 2019).

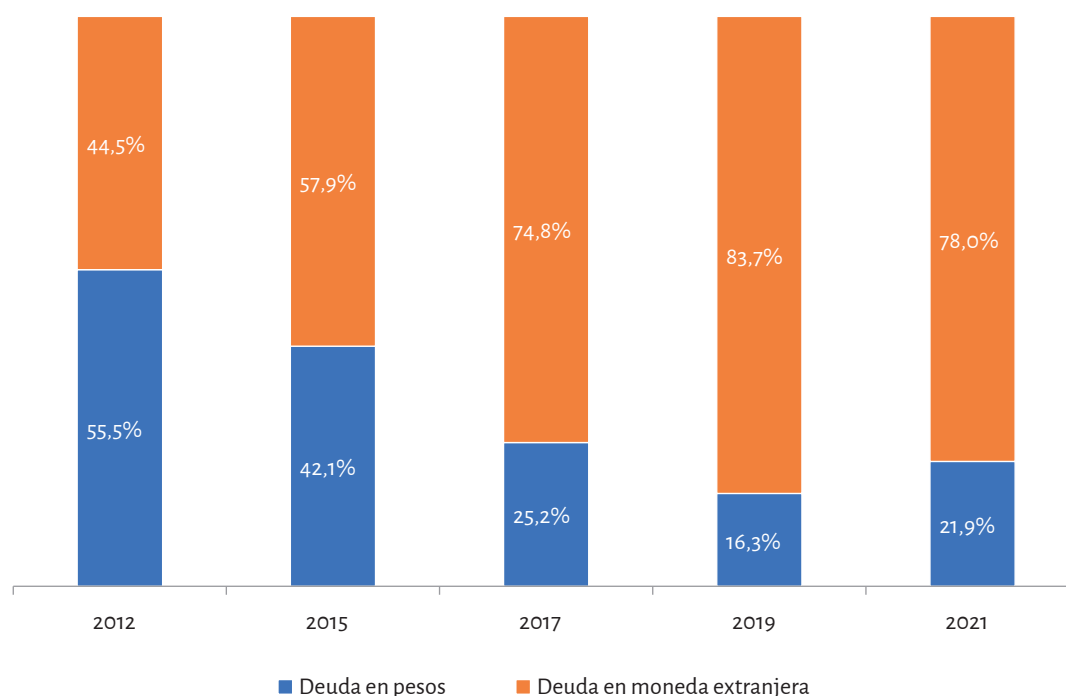
La extranjerización de la deuda provincial se llevó cabo a partir de un fuerte crecimiento de la emisión de bonos emitidos bajo ley extranjera, los cuales pasaron del 48,4% al 70,3% del stock total entre 2015 y 2019. Curiosamente también se incrementó la participación de los bonos bajo ley local, los cuales pasaron del 7,8% al 19,1% del total, lo cual se debió a que, por un lado, una parte de los títulos bajo ley local fueron también emitidos en moneda extranjera y, por otro lado, hubo una disminución en la participación de los préstamos del gobierno nacional (que se redujeron del 34,6% al 6% del total) y, en menor medida, de los organismos multilaterales de crédito (pasando del 9,1% al 4,4%).

En este sentido, la deuda pública de la PBA no solo se *extranjerizó* sino que también se *privatizó*, ya que el sector privado pasó de detentar el 56,2% del total en 2015 al 89,4% en 2019. Ello implica, por un lado, un mayor drenaje de recursos públicos hacia el sector privado a través del pago de intereses y, por otro lado, supone una mayor vulnerabilidad y menor autonomía al quedar a merced de la “voluntad del mercado” para refinanciar la misma.

Cabe señalar que las provincias no tienen capacidad de decidir sobre el manejo de las divisas -que es potestad del Banco Central-, pero la mayor o menor disponibilidad de las mismas las afecta por distintas vías. En primer lugar, de manera directa en la medida en que la escasez de divisas induce a una depreciación del peso, lo cual, como se señaló, incrementa las erogaciones en dicha moneda correspondientes a la deuda en moneda extranjera, provocando una mayor exigencia sobre los recursos fiscales provinciales o bien incrementando las necesidades de endeudamiento (*roll-over*).

Si bien la política monetaria y el manejo de las cuentas externas es potestad exclusiva del poder ejecutivo

Gráfico N° 2. Buenos Aires. Composición del stock de deuda según moneda, 2012 - 2021 (en porcentajes)



Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y Finanzas y Contaduría General de la provincia de Buenos Aires

nacional, puede establecerse un indicador de *potencial solvencia* de la deuda externa a nivel provincial contraponiendo esta con las exportaciones de dicho origen. Al respecto, entre 2015 y 2019 la incidencia de la deuda en moneda extranjera sobre las exportaciones provinciales se incrementó en 26,4 puntos porcentuales, pasando del 28,6% al 55,0%. Este incremento no se explica por una caída en las exportaciones -aunque el desempeño exportador en el período fue magro<sup>7</sup> - sino debido al notable incremento que exhibió la deuda provincial en moneda extranjera.

Cabe aclarar nuevamente que las divisas ingresadas por dicha vía no son manejadas directamente por la provincia, sino que deben ser liquidadas en el mercado único y libre de cambios que regula el Banco Central; no obstante, esta relación constituye un indicador del “aporte” provincial de divisas a la nación por las ventas al exterior. Desde ya que ello no supone que el aporte de divisas por la vía del comercio exterior de la provincia sea necesariamente positivo, ya que deben tenerse en cuenta también las importaciones. Es por ello que la relación deuda externa/

exportaciones solo funge como un indicador *relativo* y limitado de solvencia, relacionando un stock (deuda) con un flujo (exportaciones anuales).

## 2. La insustentabilidad de la deuda provincial

El nuevo ciclo de endeudamiento encarado por la gestión de Vidal al frente de la provincia de Buenos Aires no solo se destaca por su magnitud y el cambio en su composición sino también por su insostenibilidad<sup>8</sup>. Para evaluar este aspecto es preciso contrastar la deuda pública con la riqueza generada y los recursos con los que cuenta la jurisdicción, considerando los plazos de los vencimientos y el nivel de los intereses a afrontar.

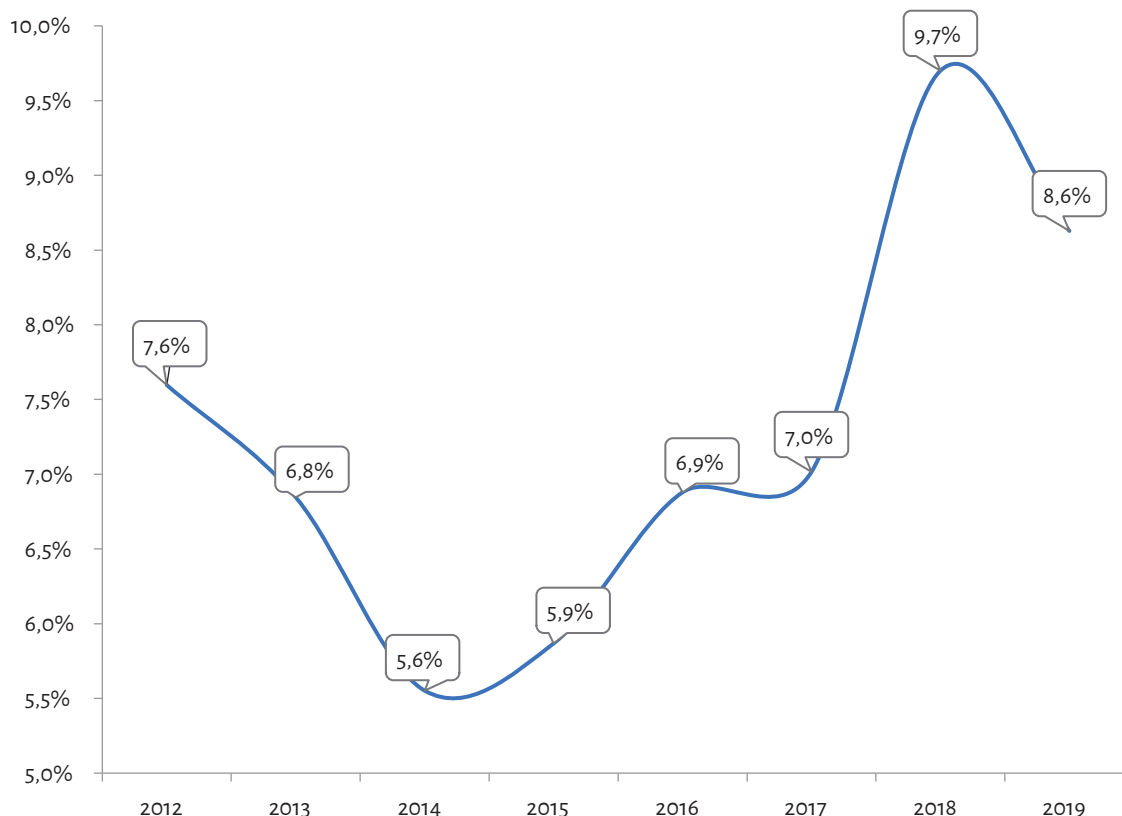
El aumento de la deuda de la provincial se dio en un contexto de caída de la economía bonaerense<sup>9</sup>, lo cual hizo que se invierta la tendencia que venía registrando la relación entre el *stock* de deuda y el producto bruto geográfico (PBG) durante la última gestión de Daniel

<sup>7</sup> Si bien las exportaciones de la provincia de Buenos Aires se expandieron un 21% entre 2015 y 2019, en este último año aún registraban un valor inferior al del 2012, 2013 y 2014.

<sup>8</sup> Respecto de la comparación con otras provincias, ver capítulo de José Morales en este libro.

<sup>9</sup> Entre el tercer trimestre de 2015 y el de 2019 la actividad económica, medida por el indicador trimestral de la actividad económica (ITAE) de la Dirección Provincial de Estadística (DPE), se contrajo 7,5%.

**Gráfico N° 3.** Buenos Aires. Evolución del stock de deuda pública en el PBC, 2012–2019 (en porcentajes)



**Fuente:** Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y Finanzas y Contaduría General de la provincia de Buenos Aires

Scioli al frente del ejecutivo provincial; en efecto, este indicador se incrementó en 2,8 puntos porcentuales desde 2015, hasta alcanzar el 8,6% del PBC en 2019, con un nivel máximo de 9,7% en 2018 (Gráfico N° 3).

La toma de deuda en la provincia de Buenos Aires desde 2016 adquirió una dinámica de *roll-over*, es decir, el nuevo endeudamiento fue destinado a pagar deuda contraída previamente. Esta dinámica derivó en un esquema de tipo “Ponzi”, un proceso cíclico que se va acrecentando muy rápidamente hasta volverse insustentable<sup>10</sup>. Esta situación se explica no sólo por el aumento del endeudamiento en moneda extranjera en un contexto de inestabilidad cambiaria, sino por la toma de deuda con plazos cada vez más cortos

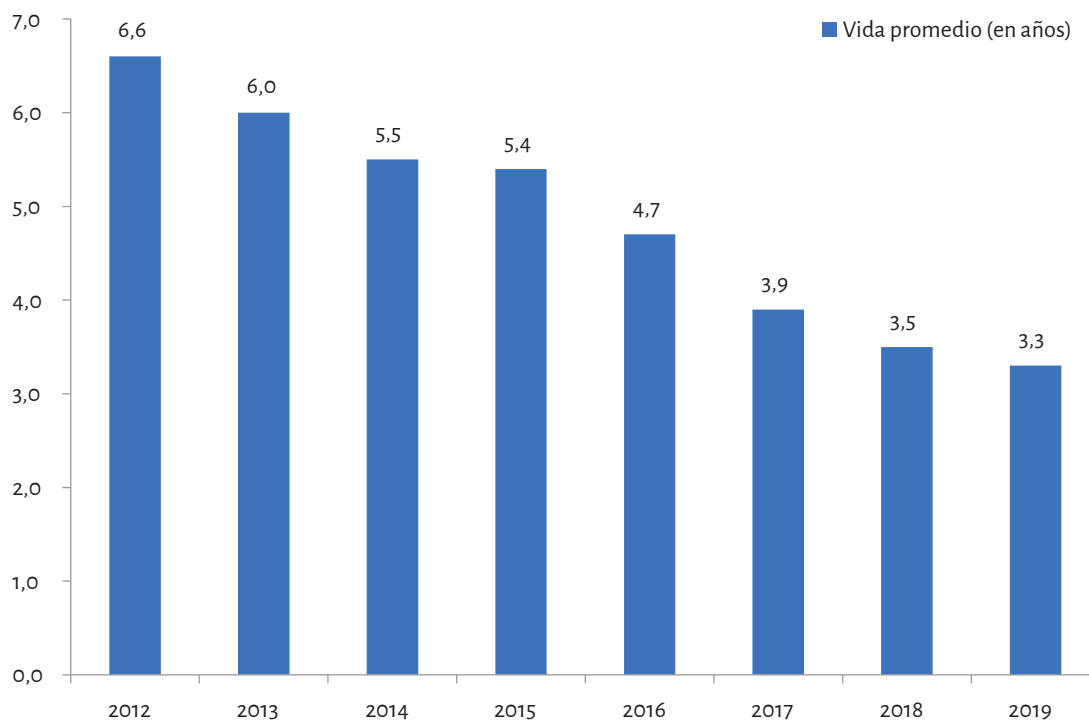
de vencimiento: la deuda pública pasó de tener una vida promedio de 5,4 años en 2015 a 3,3 años en 2019 (Gráfico N° 4). Esto produjo una aceleración de los pagos por vencimientos del capital de la deuda, que se sumaron a los de los intereses. Es evidente que la supuesta “confianza” que garantizaba la gestión de Cambiemos en los mercados no era tal, ya que no sólo se acortaron los plazos de los vencimientos sino que la tasa de interés de los préstamos—del 8% promedio en dólares—era muy superior a la internacional.

De esta forma, fue el propio endeudamiento el que fue generando un mayor endeudamiento, necesario para hacer frente a los vencimientos (*roll-over*). Esta dinámica se reveló rápidamente insustentable, dado que a partir de 2018 los servicios de la deuda comenzaron a superar los ingresos por nuevo endeudamiento, situación que se agudizó notablemente en 2019 (Gráfico N° 5).

De esta manera el gobierno de Vidal no solo insertó a la provincia en un ciclo de creciente endeudamiento

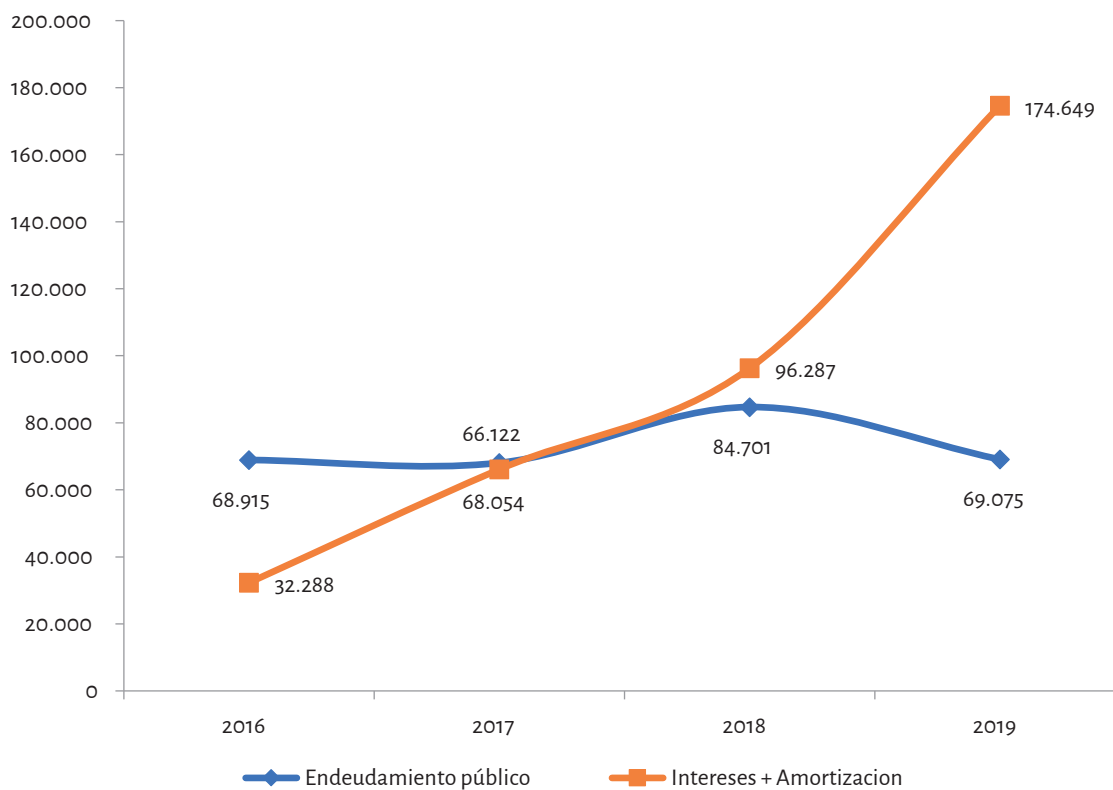
<sup>10</sup> La dinámica Ponzi refiere al mecanismo por el cual se toman nuevas deudas para pagar los créditos contraídos anteriormente. En la medida en que no se logran mejorar las condiciones de financiamiento (tasa de interés y plazos), dicho esquema se torna insustentable y por lo general “estalla” cuando los acreedores deciden dejar de otorgar financiamiento al percibir que el nivel de endeudamiento del deudor alcanzó un nivel que pone en riesgo su capacidad de devolución.

**Gráfico N° 4.** Buenos Aires. Plazos de deuda pública, diciembre 2012 - diciembre 2019 (en años)



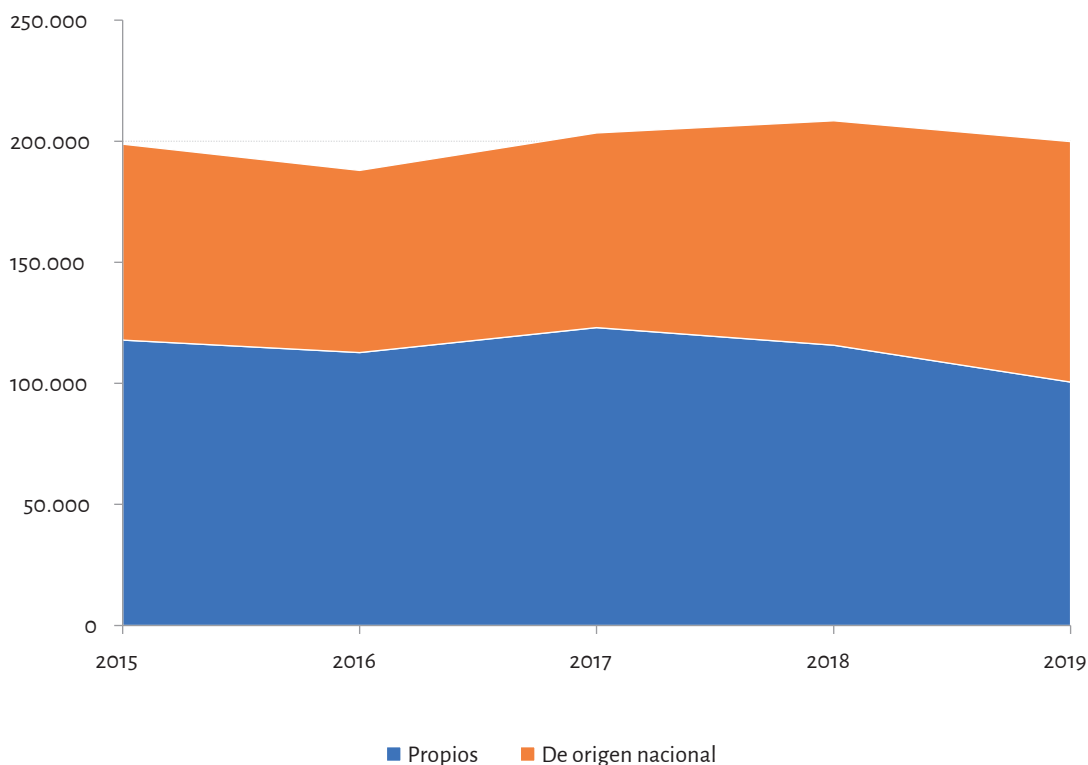
**Fuente:** Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y Finanzas y la Dirección Provincial de Estadística.

**Gráfico N° 5.** Buenos Aires. Endeudamiento neto, amortización de deuda e intereses, 2016–2019 (en millones de pesos)



**Fuente:** Elaboración propia en base a la Contaduría General de la Provincia de Buenos Aires.

**Gráfico N° 6.** Buenos Aires. Recursos tributarios propios y de origen nacional, 2015-2019 (en millones de pesos de 2015)



**Fuente:** Elaboración propia en base a la Dirección Provincial de Política Tributaria – Secretaría de Hacienda.

sino que, al tornarse insuficiente para lograr el pago de los vencimientos, indujo a un escenario de aumento de los ingresos y/o reducción del gasto público en otras áreas de forma de liberar recursos para el pago de la deuda, incrementándose las tensiones en el rígido esquema presupuestario provincial.

Al respecto, los recursos tributarios de la PBA se mantuvieron relativamente estables. En efecto, tal como se puede observar en el Gráfico N° 6, tras una baja inicial en 2016 los recursos tributarios se incrementaron en los años 2017 y 2018 y si bien en 2019 descendieron, los mismos siguieron siendo levemente superiores en términos reales a los vigentes en 2015. Ello se logró gracias a los crecientes aportes de los recursos tributarios de origen nacional, ya que los de origen provincial solo crecieron en términos reales en 2017. Así fue que los recursos de origen nacional incrementaron su participación en 9 puntos porcentuales, pasado del 40,7% en 2015 al 49,7% en 2019<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> En el Consenso fiscal de 2017 se eliminó el Fondo del Conurbano –que había quedado sumamente desactualizado ya que se trataba de una suma fija desde el año 1996- y a cambio se introdujeron compensacio-

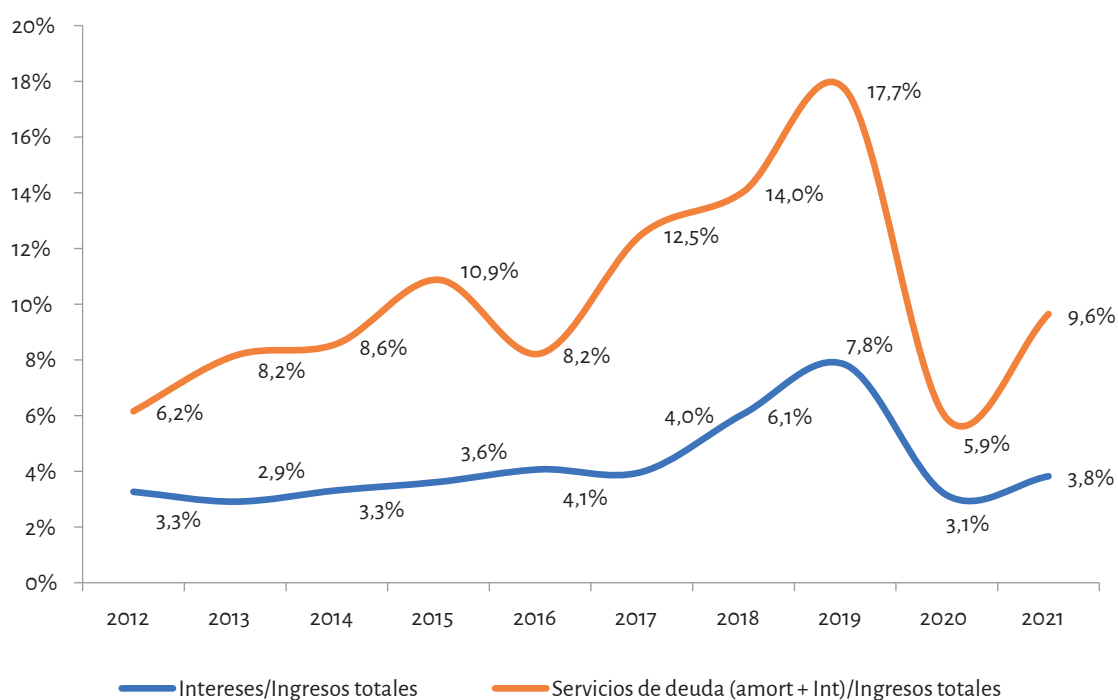
A juzgar por la evolución de los recursos tributarios, las necesidades de financiamiento público de la provincia no puede atribuirse a una caída de los mismos –gracias al aumento de los recursos de origen nacional-, pero su evolución tampoco fue suficiente para afrontar los vencimientos de la deuda. De este modo, los servicios de deuda (vencimientos más intereses) tuvieron una gravitación creciente en los ingresos totales, incrementándose en 6,8 puntos porcentuales entre 2015 y 2019, pasando del 10,9% al 17,7% de los mismos (Gráfico N° 7)<sup>12</sup>.

Como se puede observar en el gráfico precedente, la mayor aceleración que mostraron los servicios

nes para la PBA de \$ 21.000 millones en 2018 y de \$ 44.000 millones en 2019. Ello implicó un incremento de los recursos de origen nacional del 21,6%. De esta manera, en 2019 la participación de la provincia en la distribución secundaria de impuestos alcanzó el 22,2% frente al 18% vigente en 2016.

<sup>12</sup> Cabe aclarar que la caída observada de este ratio en 2016 se debió a menores vencimientos de capital (de la deuda anterior) junto al incremento de los ingresos de la provincia debido a la devolución del 15% de los fondos de la ANSES, a los cuantiosos recursos aportados desde el gobierno nacional en concepto de transferencias y a la coparticipación del impuesto a las ganancias.

**Gráfico N° 7.** Buenos Aires. Intereses y servicios de la deuda como participación de los recursos provinciales, diciembre 2012 – diciembre 2021 (en porcentajes)



**Fuente:** Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y Finanzas y Contaduría General de la provincia de Buenos Aires

de la deuda respecto a los intereses sobre los ingresos se debió en buena medida al corto plazo de la deuda tomada por el gobierno de Vidal, siendo que a medida que fue avanzando el mandato comenzaron a vencer los títulos emitidos por la propia gestión cambiemita. De todas maneras el peso de los intereses sobre los recursos provinciales también se incrementó significativamente, más que duplicándose entre 2015 y 2018.

Esta creciente participación de los servicios de la deuda sobre los ingresos en un contexto de caída del nivel de actividad económica sólo podía ser solventada de dos formas: o mediante un nuevo y creciente endeudamiento o bien mediante un ajuste en el resto del gasto público (obra pública, salarios, políticas sociales, etc.). Tal como se observó en el Gráfico N° 5, la provincia tuvo cada vez más dificultades para obtener nuevo financiamiento dado el virtual cierre de los mercados internacionales que sufrió el país a partir de 2018<sup>13</sup>. En este contexto se inició un fuerte proceso

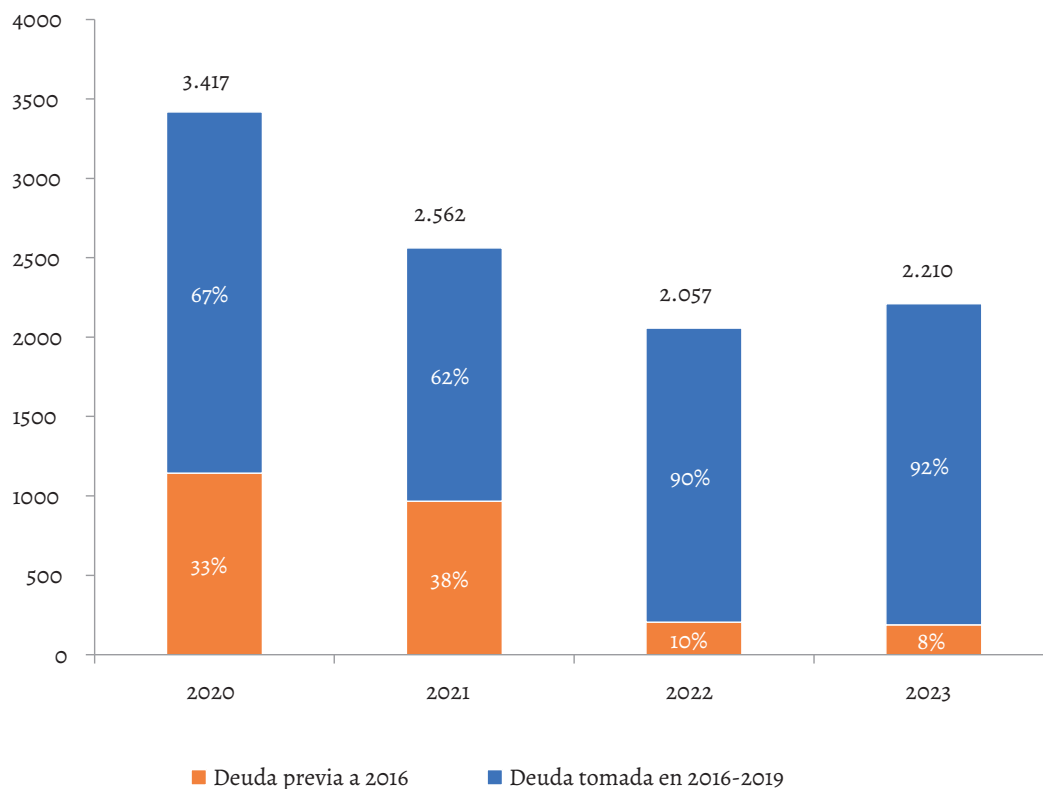
de ajuste: mientras que las partidas para el pago de intereses de la deuda se incrementaron del 3,6% al 7,8% de los recursos totales, otras áreas centrales perdieron gravitación en el gasto provincial, en especial la Dirección General de Cultura y Educación, que de acuerdo al Presupuesto 2019 pasó de representar el 29,7% al 23,9% del gasto público (-5,7 puntos porcentuales), o el Ministerio de Salud que en igual período pasaría del 6,2% al 5,5%. Esta situación llama la atención ya que uno de los argumentos esgrimidos por el Gobierno Provincial para tomar deuda había sido la ausencia estructural de inversión pública e infraestructura en la Provincia de Buenos Aires. Sin embargo, al considerar los recursos destinados al pago de intereses (el costo del endeudamiento) y lo

zas, Luis Caputo, ante los fondos de inversión. Cabe señalar que entre fines de 2017 y principios de 2018 hubo distintos factores que fueron complicando el acceso al financiamiento externo, entre los que se destaca el aumento de la tasa de interés de Reserva Federal de Estados Unidos (FED) y el anuncio de una relajación de las metas de inflación por parte del equipo económico. No obstante, estas situaciones sólo fueron las disparadoras de una situación insostenible debido al excesivo y acelerado crecimiento que registró la deuda pública externa durante los dos primeros años de gestión de Cambiemos en un marco de profundo deterioro del saldo de Cuenta Corriente (en 2017 el déficit superó el 5% del PIB).

<sup>13</sup> La última colocación de títulos públicos que realizó el gobierno de Macri en los mercados internacionales fue en enero 2018 y para ello fue necesario una gestión personal del entonces secretario de Finan-



**Gráfico N° 8.** Buenos Aires. Perfil de vencimientos original, 2020 - 2023 (en millones de dólares y porcentajes)



**Fuente:** Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y Finanzas de la Provincia de Buenos Aires

que se invirtió en obra pública, se observa que entre 2016 y 2018 los primeros superaron a la obra pública en un 41,6%, por lo que, solo el “costo del endeudamiento” superó con creces el supuesto “objetivo” por el cual se endeudó la provincia.

### 3. Deuda en dólares para pagar gastos en pesos

El principal argumento que suelen esgrimir aquellos que defienden el endeudamiento en moneda extranjera –generalmente desde una cosmovisión neoliberal- es que el costo de ésta es menor dado que las tasas de interés suelen ser más reducidas que las prevalentes en el mercado de crédito local. Como para las visiones económicas ortodoxas también está “prohibido” emitir dinero (ya que se supone que es siempre inflacionario), no tendría sentido distinguir entre una moneda y otra.

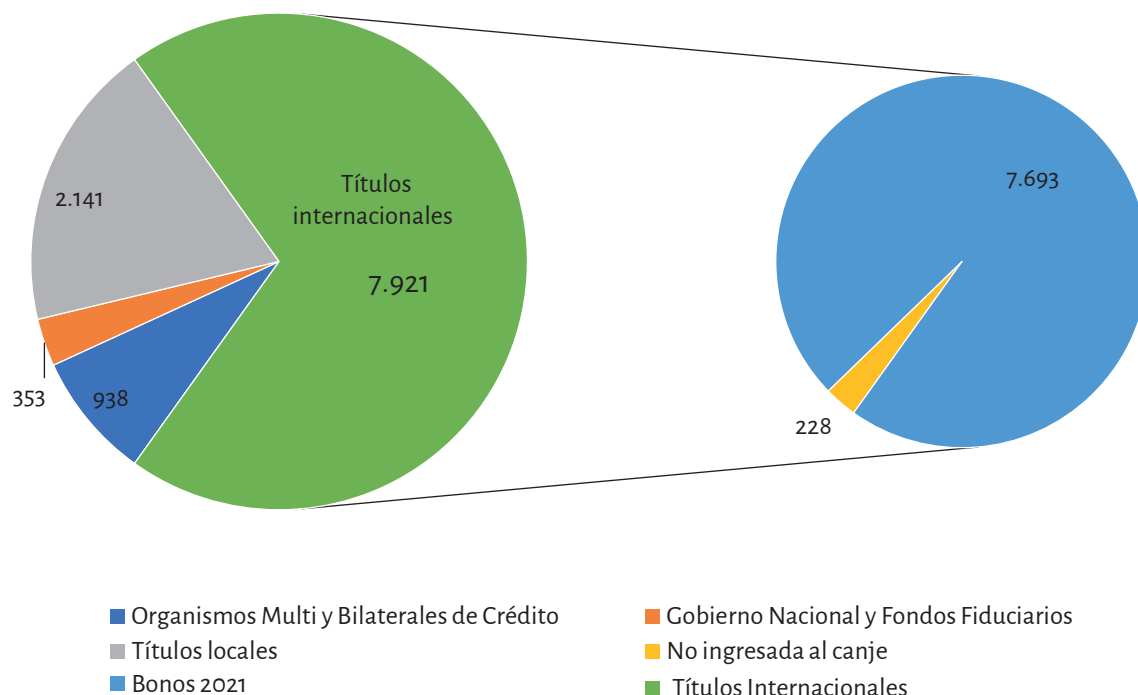
Dicho razonamiento no tiene en cuenta ni los riesgos asociados a una eventual depreciación de la moneda local ni tampoco el hecho de que el Estado argentino no tiene la capacidad de emitir divisas para garantizar los pagos en última instancia. En efecto, como

hemos visto, el cambio en la composición de la deuda pública de la PBA en favor de los títulos en moneda extranjera fue un componente central de su aumento explosivo tras las devaluaciones de 2018 y 2019.

Otro argumento para justificar el endeudamiento externo de una jurisdicción subnacional suele ser que los préstamos de los organismos bilaterales y multilaterales –generalmente para obras de infraestructura- son en divisas y a menores tasas que las del mercado. Si bien esto es cierto, esta no parece haber sido la motivación principal del gobierno de Vidal ya que, como se vio, los préstamos otorgados a la provincia por organismos internacionales vieron reducir sustancialmente su participación en favor de la emisión de títulos bajo legislación extranjera. Al respecto, cabe recordar que entre 2015 y 2019 los bonos emitidos bajo ley extranjera pasaron del 48,4% al 70,3% del total de la deuda provincial, mientras que los préstamos de organismos bi y multilaterales de crédito se redujeron del 9,1% al 4,4%.

En realidad el objetivo principal del endeudamiento en moneda extranjera de jurisdicciones como la provincia de Buenos Aires no fue bajar su costo sino

Gráfico N° 9. Composición del stock de deuda pública provincial, diciembre de 2021 (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a Contaduría General de la provincia de Buenos Aires

aportar divisas para poder sostener el nuevo proceso de valorización financiera instaurado por el gobierno de Macri. De esta manera, las divisas correspondientes al endeudamiento provincial engrosaron las arcas de Banco Central, el cual, a cambio, le dio pesos al gobierno provincial para afrontar sus gastos.

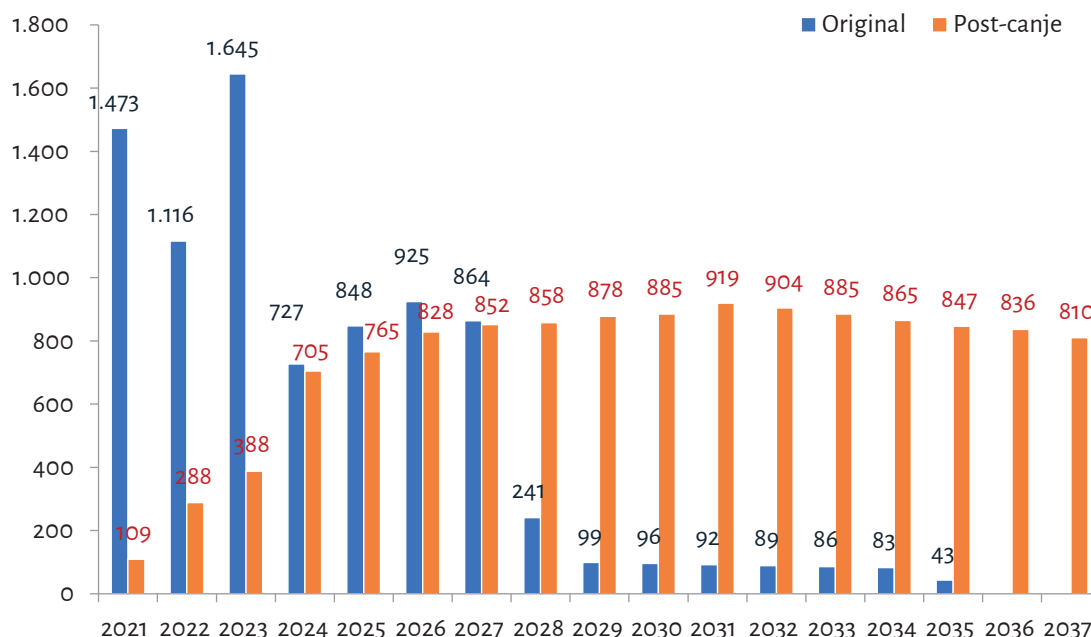
Al respecto, cabe señalar que las provincias no pueden tomar deuda en moneda extranjera por su cuenta sino que deben contar con el aval del tesoro nacional; deuda que siempre está contragarantizada con fondos de la coparticipación. En este sentido, el endeudamiento externo a nivel provincial fue realizado en sintonía con las necesidades del ejecutivo nacional, siendo que tanto el presidente como la gobernadora eran actores centrales del mismo proyecto político. Así fue que el endeudamiento externo de provincias como la de Buenos Aires contribuyó a sostener la bicicleta financiera (*carry trade*) reinstaurada por el gobierno de Cambiemos, aportando divisas para mantener el tipo de cambio y financiar la salida de capitales una vez que estos hubieran realizado el diferencial entre la tasa de interés interna (más alta) y la internacional (más baja).

#### 4. La reestructuración de la deuda provincial

En diciembre de 2019 asumió una nueva gestión en la provincia de Buenos Aires a cargo de Axel Kicillof, integrante del Frente de Todos, coalición peronista que también ganó la elección a nivel nacional con la fórmula encabezada por Alberto Fernández y Cristina Fernández de Kirchner. Cabe recordar que Kicillof había sido viceministro y ministro de Economía durante el último gobierno de Cristina Fernández de Kirchner (2011-2015). Entre otras cuestiones, durante su gestión al frente de la economía nacional se había resistido a pagarles a los fondos buitres que habían litigado contra la Argentina en la justicia norteamericana por el *default* de parte de la deuda pública en 2001 (Basualdo, 2017).

Al momento de asumir la nueva gestión provincial, la deuda pública heredada demandaba afrontar vencimientos por aproximadamente 10.246 millones de dólares entre 2020 y 2023 (Gráfico N° 8), concentrán-

**Gráfico N° 10.** Perfil de vencimientos de la deuda pública externa bonaerense pre y post canje 2021 (en millones de dólares)



**Fuente:** Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y Finanzas de la provincia de Buenos Aires.

dose más de la mitad (5.979 millones) en los primeros dos años de mandato<sup>14</sup>.

Como se puede apreciar en el Gráfico N° 8, de los vencimientos durante el primer año de gestión de Kicillof (3.417 millones de dólares), el 67% correspondía a deuda tomada por el gobierno de Vidal. De considerar la totalidad de los vencimientos que debía afrontar la provincia de Buenos Aires en los cuatro años de gestión del Frente de Todos, se observa que el 76% de ellos correspondía al endeudamiento realizado por la administración de Cambiemos entre 2016 y 2019.

Ante esta situación el gobierno de Kicillof optó, al igual que lo hicieron el gobierno nacional y otras provincias<sup>15</sup>, por encarar un proceso de renegociación de la deuda pública. El principal escollo en la renegociación de la deuda provincial, de manera similar a lo que sucedía a nivel nacional, era que el 73% de

la misma había sido emitida bajo legislación extranjera, estando en su mayoría en manos de tenedores privados (el 66,6% del total). Ese fue el núcleo “duro” en el cual se focalizó la negociación. El resto de la deuda en moneda extranjera (7% del total) correspondía a deuda con organismos multilaterales y bilaterales y con el Gobierno Nacional. Estos últimos dos casos no representaban mayores escollos ya que los desembolsos pendientes pactados con los organismos internacionales compensaban los pagos que debían hacerse a los mismos, en tanto la refinanciación de la deuda intra sector público dependía básicamente de una decisión política, la cual se facilitaba por el hecho de ser gobiernos (nacional y provincial) pertenecientes a la misma coalición electoral.

Tal como se pudo observar en el Gráfico N° 2, en 2021 sólo el 22% de la deuda provincial estaba nominada pesos, correspondiendo en su mayoría a bonistas privados (19% del total) y el resto al gobierno nacional (3%). Por su parte, el 78% de la deuda moneda extranjera era explicado en su gran mayoría por bonistas privados (70% del total) y una parte minoritaria por los organismos bi y multilaterales de crédito (el restante 8%). Si bien la deuda en

<sup>14</sup> Los datos corresponden a la estimación del Ministerio de Economía realizados con el tipo de cambio vigente en febrero de 2020 (\$63 por dólar).

<sup>15</sup> Sobre las reestructuraciones provinciales, ver el capítulo de Alejandro Manzo en este libro.

moneda extranjera se redujo entre 2019 y 2021 del 83,7% al 78%, ello se debió fundamentalmente al incremento del endeudamiento en pesos —en buena medida con el gobierno nacional— para hacer frente a los gastos extraordinarios asociados a la pandemia del COVID-19. En efecto, tal como se pudo apreciar en el Gráfico N° 1, el *stock* real de la deuda pública bonaerense se incrementó un 2,7% en 2020, aunque al año siguiente el mismo se redujo en un 14,5%. Esto último se debió en buena medida a la caída real —licuación— que tuvieron los títulos en pesos debido a la aceleración de la inflación (51% anual).

En la segunda semana de marzo de 2020, es decir, antes de que se dispusiera el aislamiento preventivo y obligatorio (ASPO) por el COVID-19, el Comité de Bonistas de la deuda provincial —que agrupaba a 35 fondos acreedores (fondos mutuos, fondos de pensiones, fondos de cobertura, etc.) que tenían una participación significativa en los once bonos emitidos por la provincia bajo legislación extranjera— anunció su predisposición a iniciar conversaciones con el gobierno bonaerense para la reestructuración de la deuda a través de los bancos Citi y Bank of America<sup>16</sup>.

Cabe señalar que al comienzo de la gestión de Kicillof (diciembre de 2019) los principales acreedores de la deuda pública bonaerense habían adoptado una postura inflexible en torno a su reestructuración, pero un cambio en la postura del FMI a favor del inicio de conversaciones a nivel nacional<sup>17</sup> y el nuevo contexto internacional a partir de la crisis desatada por la pandemia obligaron a flexibilizar esa dura posición inicial. Era evidente que sin algún tipo de reestructuración

la provincia de Buenos Aires no iba a poder cumplir con sus compromisos externos, tal como advertían las principales calificadoras de riesgo como la estadounidense Moody's, la cual señalaba que la deuda bonaerense presentaba una "elevada exposición a la deuda en moneda extranjera, un perfil de vencimientos desafiante y una base económica debilitada".

La flexibilización de la negativa inicial de los acreedores habilitó la presentación de la primera propuesta de reestructuración de la deuda por parte del gobierno bonaerense, la cual se dio a conocer el 6 de abril de 2020. La misma abarcaba el total del stock de la deuda pública de la PBA en moneda extranjera con acreedores privados, unos 7.900 millones de dólares en bonos emitidos bajo legislación extranjera.

Como era de esperarse, más allá de adoptar una postura más "abierta", la primera propuesta del gobierno bonaerense fue rechazada por los acreedores. Y este no sería el último rechazo: hubo un total de 20 propuestas/extensiones de plazo sucesivas por parte del gobierno bonaerense entre abril de 2020 y julio de 2021 hasta que finalmente el día 20 de dicho mes el gobierno provincial anunció que había alcanzado un acuerdo con el principal acreedor privado, el fondo Gloden Tree Asset Management. Luego, a este acuerdo se terminaron sumando otros, aunque en su momento siete fondos de inversión agrupados en el denominado *Comité Ad Hoc* habían publicado un comunicado rechazando la propuesta.

El canje se cerró a fines de agosto de 2021, lográndose un nivel de aceptación que superó el 97% de la deuda emitida bajo legislación extranjera. Ello implicó la emisión de nuevos títulos por 7.693 millones de dólares, en tanto quedaron sin canjear bonos por 228 millones (Gráfico N° 9). Según el gobierno bonaerense, el acuerdo implicaba una reducción de los servicios totales en el período 2020-2024 del orden de los 4.450 millones de dólares (el 75% de los compromisos originales), fundamentalmente debido a la postergación de vencimientos de capital. Además se alargaba la vida promedio de la deuda a 11 años. En el acuerdo alcanzado se estableció que los bonistas recibirían el 100% de los intereses devengados hasta el 30 de junio de 2021, un 10% en efectivo al hacer el canje y el 90% capitalizado en los nuevos bonos.

<sup>16</sup> "El Comité de titulares de bonos institucionales de deuda emitida por el la Provincia de Buenos Aires toma nota del reciente nombramiento de bancos con el fin de ayudar a la provincia con un ejercicio de redefinición de deuda" (Comunicado de Broadspan Capital y Mens Sana Advisors).

<sup>17</sup> El 19 de febrero el FMI emitió un comunicado en el que reconocía que la deuda argentina no era "sostenible" y requería que los bonistas privados adoptasen una posición más abierta y flexible: "nuestra visión es que el superávit primario que se necesitaría para reducir la deuda pública y las necesidades de financiamiento bruto a niveles consistentes con un riesgo de refinanciamiento manejable y un crecimiento del producto potencial satisfactorio no es económicamente ni políticamente factible. En consecuencia, se requiere de una operación de deuda definitiva, que genere una contribución apreciable de los acreedores privados, para ayudar a restaurar la sostenibilidad de la deuda con una alta probabilidad. El personal del FMI hizo hincapié en la importancia de continuar un proceso colaborativo con los acreedores privados para maximizar su participación en la eventual operación de deuda" (<https://www.imf.org/es/News/Articles/2020/02/19/pr2057-argentina-imf-staff-statement-on-argentina>).

El canje no supuso una reducción del *stock* de deuda pública dado que prácticamente no se afectó el capital y si bien hubo un recorte en los intereses, este tampoco fue demasiado significativo. El mayor logro del canje fue un aplazamiento de los vencimientos, reduciendo significativamente los pagos hasta 2024. Gracias a ello, como se pudo apreciar en el Gráfico N° 7, se produjo una reducción del peso de los intereses sobre los ingresos provinciales, los cuales pasaron del 7,8% en 2019 al 3,8% en 2021. Cabe aclarar que la reducción que se observa en este indicador en 2020 no se debió al canje (que recién se efectivizó en agosto del año siguiente) ni tampoco a un incremento de la recaudación provincial, la cual se redujo afectada por la merma en la actividad económica debido a la pandemia. La menor carga de intereses en el año 2020 se debió a que el gobierno provincial no pagó aquellos que correspondían a la deuda en proceso de reestructuración, es decir, a más del 70% de la misma. Fueron esos intereses devengados hasta el 30 de junio de 2021 -pero no percibidos- los que se reconocieron en el canje. Asimismo, la leve suba que registró el peso de los intereses sobre los recursos provinciales en 2021 respecto al año previo se debió al pago en efectivo del 10% de los intereses reconocidos tras la firma del acuerdo con los acreedores, en tanto el impacto sobre los recursos provinciales no fue mayor debido a la importante recuperación que exhibió la recaudación en dicho año<sup>18</sup>.

Algo similar sucedió con las amortizaciones de la deuda, las cuales también bajaron fuertemente en 2020 dado que no se estuvieron pagando vencimientos de los títulos en proceso de renegociación. Esto llevó a que los servicios de deuda representasen en dicho año “sólo” el 5,9% de los recursos provinciales (17,7% en 2019). En 2021 los servicios de la deuda, al igual que los intereses, se incrementaron en relación al año anterior, pero manteniendo un nivel inferior al que habían registrado en 2017-2019 (Gráfico N° 7).

En definitiva, el canje no modificó el *stock* de la deuda provincial ni tampoco supuso un recorte significativo en los intereses pero logró “patear” para adelante la mayor parte de los vencimientos. En efecto, tal como se observa en el Gráfico N° 10, el gobierno de Kicillof logró reducir sustancialmente los pagos de deuda

hasta el año 2023 frente a vencimientos que lucían impagables sin un severo ajuste que deteriora mucho más aún las condiciones de vida de los bonaerenses.

No obstante, como también queda en evidencia, la carga de la deuda post-canje se incrementa sustancialmente a partir del año 2028, extendiéndose en el tiempo hasta el 2037. En este sentido, la reestructuración llevada adelante por la gestión de Axel Kicillof tuvo como objetivo principal ganar espacio fiscal para poder recuperar el crecimiento económico y atender la crítica situación social tras la crisis iniciada durante el gobierno de Cambiemos y la pandemia del COVID. Si bien esta estrategia logró aliviar significativamente el calendario de pagos en los primeros años, estuvo lejos de *resolver* el “problema de la deuda” de manera sustentable.

### Reflexiones finales

La trayectoria de la deuda pública de la provincia de Buenos Aires ha estado muy vinculada a lo ocurrido a nivel nacional. Como se señaló, es imposible que esto no sucediera dado el peso específico que tiene la provincia sobre el conjunto de la economía argentina. No obstante, el financiamiento de las jurisdicciones subnacionales presenta sus particularidades, siendo quizás la más importante que las mismas no tienen potestad sobre las cuentas externas del país. De allí que llame la atención las características que asumió el ciclo de endeudamiento llevado adelante por la gestión de María Eugenia Vidal, la cual no solo incrementó la deuda pública provincial sino que además priorizó los créditos en moneda extranjera con el sector privado cuando los gastos provinciales son en pesos.

Como adelantábamos, dicho accionar parece haber estado motivado fundamentalmente por la necesidad de apuntalar el proceso de valorización financiera encarado por la gestión de Cambiemos a nivel nacional, aportando divisas que permitiesen sostener el tipo de cambio y financiar la salida de capitales.

Este cambio en la composición de la deuda provincial, sumado al incremento de su *stock*, dejó muy expuesta financieramente a la PBA frente a un escenario de vulnerabilidad externa que no hizo más que agravarse en la medida en que el nivel de endeudamiento (nacional y provincial) se tornaba insosteni-

<sup>18</sup> Mientras que en 2020 los recursos tributarios de la provincia de Buenos Aires cayeron un 11% en términos reales respecto a 2019, en 2021 los mismos crecieron un 15% real en relación al año anterior.

ble. En efecto, la corrida cambiaría que se desató en el segundo trimestre de 2018 ante el virtual cierre de los mercados de crédito para la Argentina implicó un fuerte incremento del peso de la deuda sobre las arcas provinciales, obligando a recortar cada vez más otros gastos (educación, salud, obras públicas, etc.) para poder cumplir con los compromisos de la deuda.

El cambio de gobierno a fines de 2019, con la victoria del Frente de Todos, implicó el inicio de un traumático proceso de renegociación de la deuda provincial que culminó un año y medio después sin una quita significativa pero con un alargamiento de los plazos de repago. Si bien ello fue un paso necesario dada la emergencia económica en la que se encontraban tanto la provincia como el país tras dos años de crisis macrista y luego de la crisis generada por la pandemia del COVID-19, todo indica que más que resolver la cuestión de fondo se “pateó el problema para adelante”. En este sentido, seguramente la provincia enfrentará nuevos conflictos en la medida en que deba ir haciendo frente a vencimientos crecientes.

## Bibliografía

- Basualdo, E. (coord.) (2017). *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Siglo XXI Editores.
- Belloni, P. y Fernández Massi, M. (2019). “Deuda pública. La pesada herencia de Cambiemos en la PBA (2016-2019)”, Instituto para el Desarrollo Económico y Social de Buenos Aires Stella Maldonado (IDESBA), Central de Trabajadores de la Argentina (CTA). Disponible en <http://www.ctabsas.org.ar/idesba/article/informe-deuda-agosto-2019>
- Wainer, A., Fernández Massi, M. y Claus, A. (2020). “La deuda pública de la provincia de Buenos Aires. Herencia y perspectivas”, Instituto para el Desarrollo Económico y Social de Buenos Aires Stella Maldonado (IDESBA), Central de Trabajadores de la Argentina (CTA). Disponible en <http://www.ctabsas.org.ar/idesba/article/la-deuda-a-fondo>
- Wainer, A. (ed.) (2021): *¿Por qué siempre faltan dólares? Las causas estructurales de la restricción externa en la economía argentina del siglo XXI*. Buenos Aires: Siglo XXI Editores.

# Estructura y evolución de la deuda de la Ciudad Autónoma de Bs.As. Período de análisis: 2007-2019

Lucía Sánchez Barbieri\*  
Rodrigo Sánchez\*\*

## Introducción

Este trabajo estudia la deuda pública de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA) entre los años 2007 y 2019. A tal efecto, se diferencian dos periodos. En el primero, que va desde 2007 a 2015, las fuerzas políticas del gobierno local de la ciudad no pertenecían al mismo espacio político que el gobierno nacional. Durante ese período, Mauricio Macri por el Partido Propuesta Republicana (PRO) fue jefe de gobierno de la ciudad de Buenos Aires por dos mandatos consecutivos, mientras que a nivel nacional coincidió con los dos mandatos de Cristina Fernández de Kirchner (Frente para la Victoria). El segundo período comprende desde el 2015 al 2019, en el cual el gobierno local y el nacional coincidieron en un mismo espacio político. Concretamente, Macri ganó la presidencia de la Nación, dejando la Ciudad en manos de su misma fuerza, entonces denominada frente Juntos por el Cambio. Su sucesor, Horacio Rodríguez Larreta gobernó desde 2015, siendo reelecto para completar su segundo mandato en 2023. En cambio, a nivel nacional, Macri perdió su reelección en 2019, siendo elegido presidente Alberto Fernández, por el Frente de Todos.

Los límites temporales de los períodos establecidos buscan comprobar o refutar la hipótesis respecto a si la coincidencia de fuerzas políticas a nivel local y nacional tuvieron un impacto en la evolución de la deuda pública de CABA, en el peso de los diferentes acreedores y/o en el tipo de moneda del endeudamiento. Se plantea la hipótesis a partir de entender que, dado que las 24 jurisdicciones (las 23 provincias y CABA) por Ley tienen la potestad de endeudarse con consulta previa al Estado Nacional, dicha con-

sulta puede verse afectada por decisiones políticas; y dado que, la política cambiaria del BCRA es dictaminada por el Ejecutivo Nacional, tener un mayor acceso a información respecto a posibles devaluaciones, puede incidir en decisiones macroeconómicas respecto a la deuda pública, el tipo de acreedor y el tipo de moneda de la misma.

El trabajo se estructura como sigue. Primero, se describe la composición y evolución de la deuda de CABA para los dos períodos analizados (2007-2015 y 2015-2019). Para entender el rol de la deuda en las finanzas públicas, se introducen las especificidades de la estructura de ingresos y gastos de la Ciudad. Para ello, se presentan los principales hallazgos construidos con estadísticas del Ministerio de Economía de Nación y del Ministerio de Hacienda de la Ciudad. Estos datos permiten construir indicadores que dimensionan el peso de la deuda y su dinámica: stock de deuda medida en moneda extranjera, el peso de la deuda en dólares sobre el total de la deuda pública provincial medida en dólares, la participación de la deuda según tipo de acreedor, relación con su producto bruto geográfico y respecto al consolidado de las provincias. Se analizan similitudes y diferencias de los ciclos de endeudamiento y desendeudamiento de la CABA en comparación con la situación a nivel nacional. Por último, se detallan unas breves conclusiones.

## 1. Complejidades de una ciudad autónoma: radiografía y particularidades de CABA.

CABA es el centro político, económico y financiero de la Argentina. Según la Dirección General de Estadísticas y Censos de CABA, en sus 204,2 km<sup>2</sup> contaba con 3 millones de habitantes en el 2021. Asimismo,

\* Licenciada en Economía (UBA), [luciasanchezbarbieri@gmail.com](mailto:luciasanchezbarbieri@gmail.com)

\*\* Estudiante de Licenciatura en Sociología (UBA), [maillaboralrs@gmail.com](mailto:maillaboralrs@gmail.com)

es el epicentro de una conurbación, el Gran Buenos Aires, que consta de la propia CABA y de 24 partidos de la Provincia de Buenos Aires. Para el conjunto de esos partidos, el INDEC calcula que viven cerca de 11 millones de habitantes. Sus habitantes son cerca del 6,6% del total nacional y su Producto Geográfico Bruto (PBG) representa cerca de un quinto del Producto Bruto Interno del País: en 2018, el PBG de CABA representaba el 21,1% del PBI nacional (Gatto, 2007).

La estructura económica y productiva de CABA está fuertemente dominada por el Sector de Servicios: en el 2019 representaron el 79,4% del PBG, siendo los bienes el 20,6% restante. Dentro de los Servicios destacan los Servicios Inmobiliarios (19,7% del PBG), el Comercio (14,2% del PBG), los servicios de Intermediación Financiera y otros servicios financieros (10,9% del PBG) y los Servicios de Transporte almacenamiento y comunicaciones (10,6% del PBG). Por su parte, el sector de Bienes se divide en la Industria Manufacturera (13,2% del PBG) y la Construcción (5,8% del PBG).

Además de su carácter exclusivamente urbano, otra de las diferencias de CABA respecto a otras jurisdicciones es que la transferencia de presupuesto y administración de servicios hacia los niveles inferiores de gestión pública (llamados “comunas” en el caso de CABA y “municipios” en el de las Provincias) no es significativa en el caso de CABA. A la vez, en la Ciudad existe una fuerte presencia de servicios y/o dependencias financiadas por el Estado Nacional: Hospitales, Facultades, Ministerios, Organismos Autárquicos, Agencias, Entes Nacionales, Empresas Estatales y las sedes más importantes de la Justicia Federal, entre otros.

A estos se debe sumar una importante red de ferrocarriles y una parte importante de la red urbana de colectivos. En ambos casos los boletos están fuertemente subsidiados.

Es también importante la transferencia indirecta de recursos Nacionales hacia CABA (y al Conurbano) al subsidiar el precio de los servicios básicos sea mediante transferencias directas (caso de AYSA), el atraso tarifario (financiado a través del endeudamiento con la empresa proveedora de la energía en el caso de EDESUR y EDENOR con CAMMESA) y/o subsidios sectorizados/directo a las personas.

Finalmente, existe una fuerte presencia de los recursos fiscales de la coparticipación destinada a CABA producto de que, durante el año 2013, Nación traspasó el sistema de subterráneos a la Ciudad, y a partir del 2016 comenzó el traspaso de las funciones de Seguridad dentro de la Ciudad.

Por lo presentado en párrafos anteriores, CABA tiene una fuerte centralidad y gran peso económico a nivel nacional. Asimismo, las necesidades fiscales y de financiamiento de CABA son menores que las de otras provincias argentinas. Sin embargo, y como se trabajará a continuación, la mayor autonomía e independencia de CABA en términos de financiamiento, no ha tenido un impacto directo en la política de desendeudamiento de la Ciudad.

## **2. Composición y evolución de la deuda de CABA: 2007-2019.**

### **2.1. CABA respecto al consolidado provincial: 2007 y 2019.**

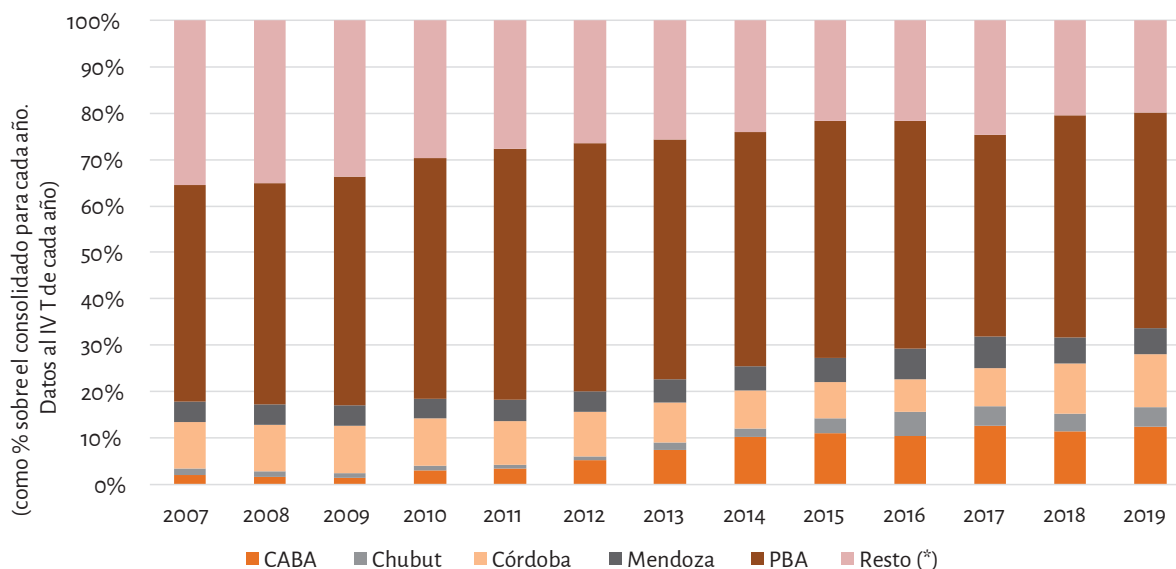
En la actualidad, 5 de las 24 jurisdicciones de Argentina concentran más del 70% del total de los pasivos provinciales. A datos del 2019 y medida en términos nominales, la deuda total de CABA se encuentra en segundo lugar, únicamente superada por la Provincia de Buenos Aires (PBA). Para el mismo año, el stock de deuda sobre los ingresos corrientes posicionaba a CABA (45,9%) en 8vo lugar, por encima del consolidado provincial (42,5%).

La evolución y el peso de la deuda de CABA respecto al consolidado provincial fue mutando en el tiempo<sup>1</sup>. En el 2007, la Ciudad se encontraba en el número 14° del ranking, con un total de 1.711 millones de pesos. Para ese año, las deudas con mayor volumen sobre el consolidado provincial eran las de PBA (42% del total), Córdoba (9%), Chaco (5%) y Tucumán, Mendoza y Formosa (todas ellas con 4%). En el 2019, la deuda medida en pesos de PBA representó el 41% del total de deuda pública provincial pero esta vez, CABA se posicionó como la segunda jurisdicción más endeudada con un total de 174.101 millones de pesos sobre un consolidado provincial de 1.591.931 millones de pesos.

<sup>1</sup> Por una comparación entre provincias de la dinámica de la deuda, ver capítulo de José Morales en este libro.



**Gráfico 1.** evolución de la participación sobre el total provincial desagregado por provincias (2007-2019)



Resto (\*) incluye las provincias de Catamarca, Corrientes, Chaco, Entre Ríos, Formosa, Jujuy, La Pampa, La Rioja, Misiones, Neuquén, Río Negro, Salta, San Juan, San Luis, Santa Fe, Sgo del Estero, Tierra del Fuego y Tucumán

**Fuente:** elaboración propia en base a MECON.

Tal como puede identificarse en el gráfico 1, a partir de 2012 la deuda de CABA crece con mayor velocidad que las deudas de sus pares provinciales, ganando así participación en el consolidado provincial: en el año 2007, la deuda pública de CABA representaba el 1% del consolidado y llegado el 2019 dicho porcentaje representaba el 11% del total provincial. Se destaca que dicha aceleración de la toma de deuda en CABA es previa al punto de corte que establecemos en 2015, donde la deuda de CABA explicó el 10%.

## 2.2 Estructura y evolución de la deuda pública de CABA: 2007 al 2015.

En el 2003, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y algunas Provincias lograron un proceso de reestructuración de sus deudas, lo cual permitió que el stock de esta disminuya en los siguientes años<sup>2</sup>. A partir de 2007, la situación se revierte y CABA renueva el ciclo de endeudamiento. A continuación, se trabaja sobre tres indicadores propuestos para describir la deuda pública provincial y su evolución en el período 2007 al 2015.

En primer lugar, durante los años comprendidos entre 2007 y 2015, la deuda pública de CABA medida en millones de dólares, pasó de 545 millones de dólares a 2.323 millones de dólares, mostrando un crecimiento del 326%. Para el mismo período, el peso de los intereses y servicios de la deuda creció del 2% al 9% sobre respecto de los gastos totales de CABA, según las estadísticas presentadas por parte del Ministerio de Hacienda del GCBA.

En segundo lugar, CABA mostró un elevado peso de la deuda en dólares sobre el total de la deuda pública provincial. En 2007, la participación de la deuda denominada en moneda extranjera era del 92%. Si bien hubo una caída (al 61%) en 2009 producto de un aumento de la participación de títulos públicos en pesos (en el 2009, el 43% del stock de títulos públicos fueron en pesos argentinos. Ver anexo 1), a partir del 2010 se registran nuevamente valores cercanos o mayores a 90% de manera sostenida. Del subperíodo analizado, el pico de dicho indicador se encuentra en 2013, cuando el 98% del total de la deuda estaba en dólares.

Cabe destacar que, si bien durante el periodo 2010 al 2015 el mercado financiero internacional se encontraba virtualmente cerrado para Argentina, durante esos mismos años, la Ciudad accedió al crédito inter-

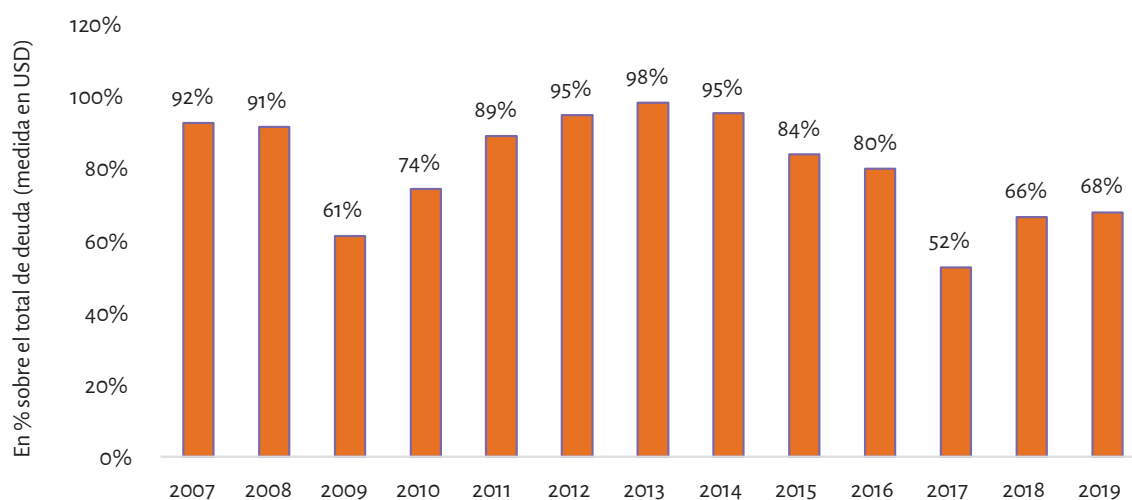
<sup>2</sup> Por una comparación entre provincias de la dinámica de la deuda, ver capítulo de Alejandro Manzo en este libro.

**Tabla 1.** deuda CABA según variables seleccionadas (en mill de U\$D, en mill de \$ y TC dólar-peso arg)

	2007	2011	2015	2019
Stock deuda (medida en millones de pesos)	1.712	3.517	26.551	174.710
Stock deuda (medida en millones de dólares)	545	820	2.323	2.918
Tipo de cambio oficial (A3500)	3,1	4,3	11,4	59,9

Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON y BCRA

**Gráfico 2:** deuda en moneda extranjera sobre el total de deuda. CABA (2007-2019)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda de CABA.

nacional, aumentando así el porcentaje de deuda en moneda extranjera respecto al total de deuda.

En tercer lugar, es posible analizar la participación de cada tipo de acreedor en la deuda y, en función de eso, se pueden establecer dos grandes momentos al interior del período 2007-2015, relacionados con el peso de los títulos públicos. Entre 2007 y 2011, correspondientes a la primera gestión de Macri en el gobierno de CABA, el peso promedio anual de los títulos públicos sobre el total de la deuda provincial fue de 59%. En el segundo mandato de Macri como Jefe de Gobierno de CABA, entre 2011 y 2015, dicho promedio ascendió a 87% (ver gráfico 5). Se trató de la refinanciación de deuda que la propia gestión había contraído, para financiar obras de infraestructura y principalmente, realización de obras viales (como el Metrobús, ciclovías, repavimentación, etc.), para lo cual el Gobierno de CABA emitió nuevos títulos públicos destinados a los mercados internacionales.

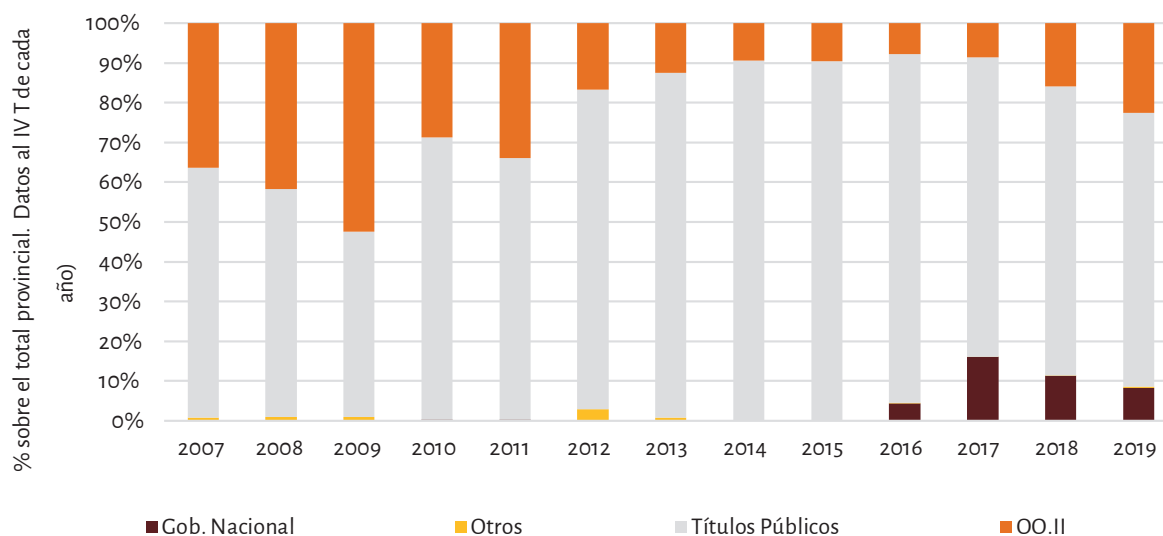
Respecto de los títulos públicos de la CABA, es importante dar cuenta que la gran mayoría de dichos instrumentos fueron emitidos bajo legislación extranjera. De esta manera, la CABA se encuentra expuesta ante diferendos con acreedores, puesto que la jurisdicción extranjera actúa como una cláusula de seguro para los acreedores (Frugoli y Lorenti, 2020).

Respecto a la deuda de la Ciudad con Organismos Internacionales (OOII), entre los años comprendidos entre el 2007 al 2015, la deuda externa activa con OOII de créditos se componía principalmente de los préstamos para el Programa de Apoyo Institucional, Reforma Física y Plan de Inversiones de CABA (Préstamo BID-1107/OCAR<sup>3</sup>) y el Programa de Gestión de Riesgo Hídrico de CABA (Préstamo BIRF-7289-AR<sup>4</sup>).

<sup>3</sup> Disponible en <https://boletinoficial.buenosaires.gob.ar/normativaba/norma/31919>

<sup>4</sup> Disponible en <https://boletinoficial.buenosaires.gob.ar/normativaba/norma/78954>

**Gráfico 3.** participación según acreedor en la deuda pública de CABA (2007-2019)



(\*) "Otros" incluye deuda consolidada, FFDP, entidades bancarias y financieras.

Fuente: elaboración propia en base MECON.

Ambos créditos fueron otorgados en forma directa a la Ciudad.

En el gráfico 3 se muestra una gran participación de la deuda de CABA con OOII entre 2007-2011. Luego, se identifica una reducción gradual entre 2011-2015, motivo del aumento relativo de los títulos públicos sobre el total de deuda pública de CABA. De hecho, entre 2011 y 2015, el stock de deuda de CABA con los OOII no mostró variaciones significativas: en el año 2011 era de 279 millones de dólares y en el 2015 de 221 millones de dólares. Sin embargo, al identificar el crecimiento de la deuda en títulos públicos se identifica que mientras en el 2011 la misma era de 538 millones de dólares, en el 2015 la misma era de los 2.100 millones de dólares. Es decir, lo que se visualiza en el gráfico para los años 2011 al 2015, es la reducción de la participación de la deuda pública de CABA con OOII producto del aumento de la participación de los títulos públicos.

Finalmente, y siempre dentro del análisis según el tipo de acreedor, resulta llamativa la escasa relevancia de la deuda con el Estado nacional para el período 2007-2015. Una de las posibles hipótesis es que la falta de sintonía política del período analizado haya inclinado la cuestión crediticia a favor de la emisión de títulos en el extranjero.

### 2.3. Estructura y evolución de la deuda pública de CABA: 2015 al 2019.

Tras un ballottage entre las dos principales fuerzas políticas del país (Juntos por el Cambio y Frente para la Victoria), en diciembre de 2015 inició la presidencia de Mauricio Macri, dejando entonces la Jefatura de Gobierno de la Ciudad. La llegada de Horacio Rodríguez Larreta al gobierno de la ciudad mostró algunas diferencias respecto a la administración de la deuda pública subnacional, pero muchas más continuidades (Barón, 2017).

En primer lugar, la deuda medida en dólares al tipo de cambio vigente al cierre de cada período muestra un crecimiento: de 2.323 millones de dólares en 2015 a 2.918 millones en 2019. Esto es un crecimiento del 26%.

En segundo lugar, el peso de la deuda denominada en dólares sobre el total de la deuda pública muestra una caída desde el 84% en 2015 al 68% en 2019.

En tercer lugar, analizando la composición por tipo de acreedor, los títulos públicos continuaron siendo predominantes en el universo de la deuda pública de CABA. Sin embargo, se destaca la baja de su participación pasando de un promedio del 87% entre 2011-2015 en 2015, a un promedio del 76% en el período 2015-2019. La explicación viene dada por el aumento del peso de la deuda con el Estado nacional y el

**Cuadro 2.** deuda CABA según acreedores (en mill de U\$D y como % sobre la deuda total)

<b>Stock deuda con el Gobierno Nacional</b>				
medida en USD\$ millones	0	12	0	14.456
como % sobre el total de deuda CABA	0%	0%	0%	8%
<b>Stock deuda en Títulos Públicos</b>				
medida en USD\$ millones	342	538	2.100	2.006
como % sobre el total de deuda CABA	63%	66%	90%	69%
<b>Stock deuda con OO.II</b>				
medida en USD\$ millones	199	279	221	661
como % sobre el total de deuda CABA	36,4%	34,0%	9,5%	22,6%
<b>Total stock deuda CABA</b>				
medida en USD\$ millones	545	820	2.323	2.918
como % sobre el total de deuda CABA	100%	100%	100%	100%

**Fuente:** elaboración propia en base a datos del MECON y BCRA

aumento de la deuda con los OOII entre 2015 y 2019 (ver Gráfico 5).

Respecto a la deuda de CABA con el Estado Nacional, el aumento parece explicarse en tanto, durante este subperíodo, coincidieron las fuerzas políticas a nivel local y nacional (es decir, la Jefatura de Gobierno de CABA y la Presidencia de Nación pertenecían al mismo espacio político). En 2015, la deuda de CABA con el Gobierno Nacional era nula (0 millones de dólares) mientras que en 2019 fue de 240 millones de dólares, logrando una participación sobre el total de la deuda pública provincial del 8% para ese año. Para el subperíodo, el máximo de la participación de la deuda con el Estado nacional se alcanzó en 2017, llegando ser el 16% sobre el total de deuda de la ciudad<sup>5</sup>. Este cambio en el acceso a financiamiento del Estado nacional contrasta fuertemente con la situación del período previo, alimentando la hipótesis de que la sintonía política entre ambas jurisdicciones tuvo un lugar central en el tipo de deuda utilizada por CABA. En cualquier caso, no se trata de una relación directa, sino un elemento de la explicación.

Luego, en relación con la deuda con los OOII durante los años 2015-2019, la misma crece de 221 a 661 millo-

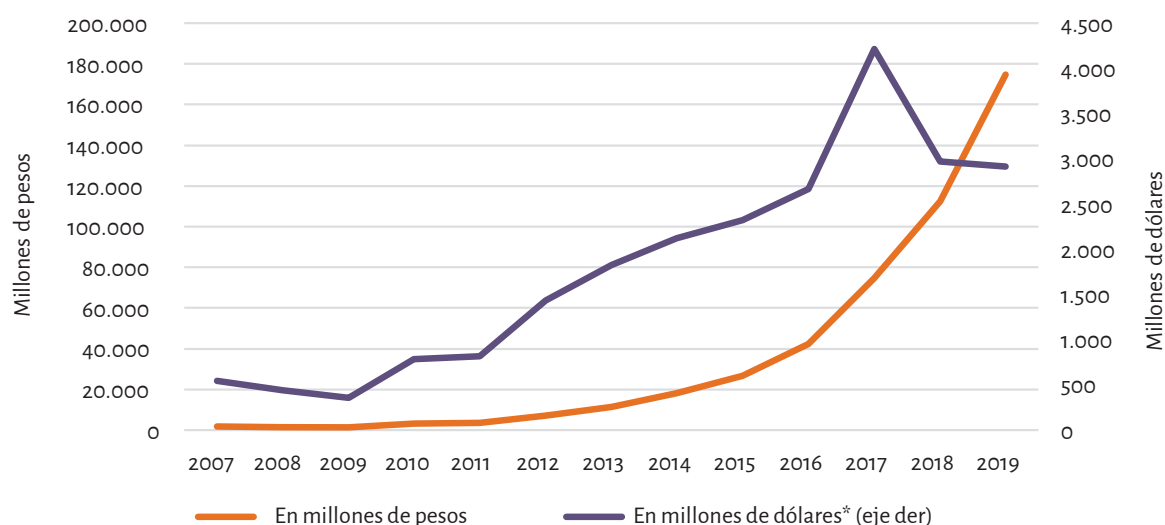
nes de dólares, mostrando una participación sobre el total de la deuda pública provincial del 8% (2015) al 23% (2019). Tras haber permanecido a valores casi constantes durante el período previo, CABA triplicó sus deudas con esta fuente, lo que también parece tener alguna relación con el vínculo político entre jurisdicciones –que allanó el camino de acceso–.

#### **2.4. Comentarios para el conjunto del período 2007-2019**

A la hora de analizar de conjunto el período que va del 2007 al 2019, los indicadores sobre la deuda muestran lo siguiente. En primer lugar, el stock de deuda pública total de CABA medido en pesos muestra un crecimiento ininterrumpido desde 2007 hasta 2019. Asimismo, el stock de deuda pública total de CABA medida en dólares muestra crecimiento a lo largo de diez años (2007-2017) y luego dos años de caída (2017-2019). Esto último es producto de que en 2018 se produjo una reducción del stock de deuda medida en dólares explicado por la licuación de la deuda denominada en pesos tras la sucesión de devaluaciones de ese año (ver Anexo 2). De esta manera, hablando para el conjunto del período analizado y medida en dólares, la deuda pública total de CABA se cuatriplicó

<sup>5</sup> Ver en <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/ane-xos/110000-114999/114168/norma.htm>

**Gráfico 4.** Stock deuda pública CABA (2007-2019)



(\*) a diciembre de cada año

Fuente: elaboración propia en base a datos de MECON

En segundo lugar, respecto a la participación de la deuda en dólares sobre el total de la deuda pública de CABA, la situación es heterogénea: algunos años cae la proporción denominada en dólares (de 2007 al 2009 y de 2014 al 2017) y en otros se incrementa (de 2010 a 2013 y de 2018 a 2019). La fase de reducción de 2015-2017 tiene explicación en la expansión de la deuda con el gobierno nacional, denominada en pesos.

En tercer lugar, los títulos públicos fueron la herramienta más utilizada en todo el período, con una participación promedio anual del 74% sobre el total de la deuda pública de CABA para el conjunto de los 12 años analizados. Respecto a la deuda con los OOII, la misma tuvo un peso significativo sobre el total de la deuda pública entre 2007 y 2011, y si bien se triplicó en el período siguiente, fue perdiendo participación a consecuencia de la mayor emisión de títulos públicos. En el caso de la deuda pública de CABA con el Estado nacional solo se presenta con valores relevantes para los años donde las fuerzas políticas de la Ciudad y a nivel nacional coinciden.

Finalmente, se logra visualizar en el Gráfico 5 que el comportamiento en la toma de deuda diferenciado por tipo de acreedor resulta muy distinto en el caso de CABA a comparación de las Provincias. Particularmente en el caso de los títulos públicos, el promedio de CABA se encuentra bastante por encima

que para el consolidado provincial, especialmente para el período 2007-2011, lo que permite reforzar la hipótesis de que CABA, para esos años y a motivo de gobiernos de diferentes signos políticos, buscó ganar “independencia” respecto a Nación financiándose por otras vías.

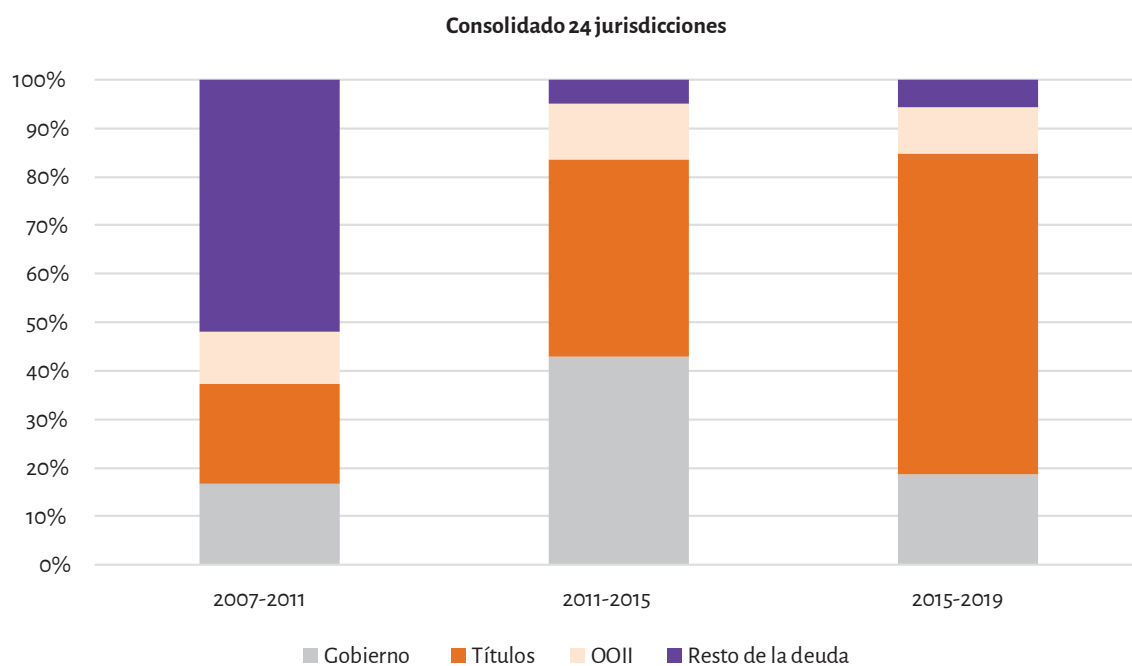
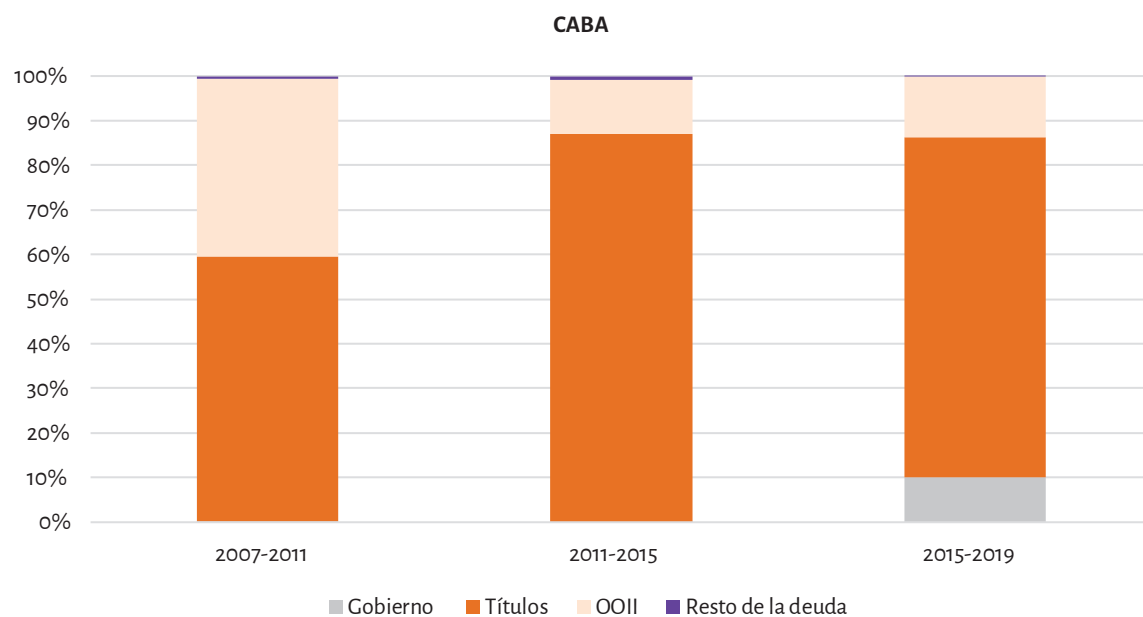
### 3. Diferencias y similitudes entre CABA y Nación: 2007-20196

#### 3.1. Los años previos al 2007

Llegado el primer gobierno kirchnerista, se registró un superávit comercial -que permitiría el posterior pago de obligaciones en moneda extranjera del sector público y privado-, un fuerte crecimiento económico y reducción del desempleo (Brenta, 2019). En diciembre de 2001, la Argentina había declarado el default de parte de su deuda pública. En los meses previos había realizado dos canjes, uno de los cuales incluyó la consolidación de ciertas deudas subnacionales por el Estado nacional. Este quiebre en la gestión de la deuda fue parte del proceso de ruptura de la Convertibilidad, que implicó la finalización de la caja de conversión con paridad fija. Tras la crisis,

<sup>6</sup> Por un análisis de la dinámica de la deuda nacional, ver capítulo de Francisco Cantamutto en este libro.

**Gráfico 5.** participación del tipo de acreedor sobre el total

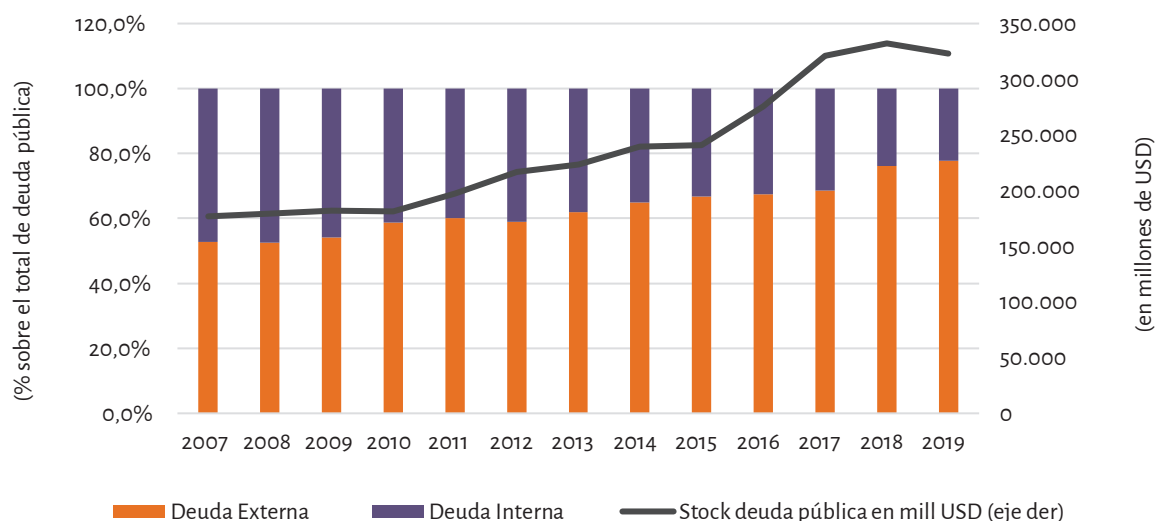


**Fuente:** elaboración propia en base a datos de MECON

se inició una etapa de crecimiento, fortalecida por la existencia de superávits “gemelos”: en la cuenta corriente y en el resultado fiscal. Con este escenario, el gobierno de Néstor Kirchner (2003-2007) buscó la renegociación de la deuda en default.

A mediados de 2005 se alcanzó un acuerdo para canjear 81.800 millones de dólares de deuda, lo que permitió regularizar el 76,07% de la deuda. En enero del 2006, el primer gobierno kirchnerista decidió hacer el pago anticipado de 9.530 millones de dólares al Fondo Monetario Internacional (FMI), sal-

**Gráfico 6.** Deuda pública de la Administración Nacional en millones de USD y participación según moneda (2007-2019)



**Fuente:** elaboración propia en base a datos de MECON

dando así un préstamo contraído en el año 2001 con vencimiento en el año 2009. En ese momento, dicho monto representaba el 8,8% de la deuda externa total de la Argentina. A pesar de esta voluntad de pago y renegociación, una parte de los tenedores de bonos en default se negaron a participar y litigaron lo que dificultó severamente el acceso de la Argentina a los mercados Internacionales de crédito. Esto limitó el acceso a fondos para el país, realidad que también condicionó a los estados subnacionales.

### 3.2. Análisis del período 2007-2015.

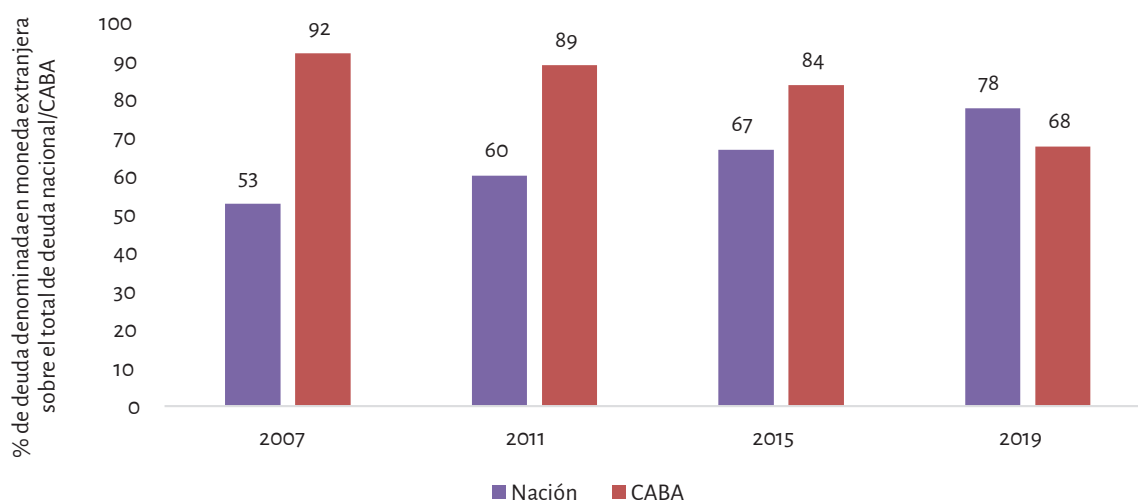
En los años 2007 al 2015, el stock de deuda pública del Estado de Argentina pasa de 176.870 millones de dólares a 240.665 millones de dólares, mostrando un crecimiento del 36% punta a punta del período. Medida como porcentaje del PBI, la deuda muestra una reducción del 51% en el 2007 al 48% en el 2015.

Particularmente la composición de la deuda pública nacional no mostró años de desendeudamiento respecto a la deuda en moneda extranjera. Así, se observa un cambio de la participación de la deuda en moneda extranjera sobre el total de la deuda pública nacional del 52,8% (2007) a una participación del 66,9% (2015). En términos de PBI, la deuda bruta denominada en moneda extranjera como porcentaje del PBI pasó del 37,9% (2007) al 36,4% (2015) (BCRA, 2020).

Como se presenta, iniciada la gestión kirchnerista, se buscó seguir una política de mejora de la sostenibilidad, a través de pagos y reestructuraciones. Ese lineamiento se impuso tanto a nivel nacional (pago al FMI y reestructuración de la deuda) como a nivel provincial: mientras que, en 2007, el stock de deuda del consolidado provincial como porcentaje del PBI alcanzó el 7%, llegado el 2015 era del 4%. Uno de los instrumentos decisivos para acompañar a las Provincias Argentinas, fue la creación del Programa Federal de Desendeudamiento creado en 2010 al cual CABA -junto con otras 5 jurisdicciones- no adhirió.

Durante el subperíodo analizado, CABA mostró un breve momento de desendeudamiento en moneda extranjera durante 2007 y 2009, como puede observarse en el gráfico 2. Empero, entrado el 2010, accedió a los mercados internacionales de crédito y aumentó su stock de deuda en moneda extranjera. El destino de la deuda era en gran parte para obras de extensión de las líneas A, B y H de subterráneos que, sin embargo, al no estar finalizada la licitación para dar comienzo a dichas obras “se afectaron durante 4 meses a la compra de letras del tesoro nacional y a un depósito a plazo fijo en el Banco Ciudad a una tasa de interés anual muy inferior a la que devengan los cuestionados bonos, con la consecuente pérdida de recursos en el erario de la Ciudad” (Barón, 2017, p. 5).

**Gráfico 7: deuda denominada en moneda extranjera sobre el total de la deuda pública según jurisdicción.**



**Fuente:** elaboración propia en base MECON y Ministerio de Hacienda de la CABA.

### 3.3. Análisis del período 2015-2019

La tendencia a la sostenibilidad sobre la deuda pública de las provincias y del Estado Nacional, se interrumpió en 2015, momento en el cual se adoptó el financiamiento en moneda extranjera como camino de financiamiento de los gastos corrientes. Durante los años comprendidos desde fines del 2015 hasta fines del 2019, se llevaron adelante políticas de liberación cambiaria, el pago a los *holdouts* (o fondos buitres), caída en las retenciones a las exportaciones, un retorno a la valorización financiera y un acentuado crecimiento del endeudamiento del sector público en moneda extranjera (Basualdo y Manzanelli, 2019; Brenta, 2019; Kennedy, 2019) con un paradigma de desregulación de los mercados (BCRA, 2020).

A nivel nacional, y según estadística oficial del Ministerio de Economía, durante esos años, la deuda pública de Argentina pasó de 240.665 millones de dólares (2015) a 323.064 millones de dólares en el 2019. En términos de PBI, el ratio de la deuda pasó del 48,6% en 2015 al 88,7% en 2019.

También se registra un significativo cambio en la composición de la deuda: mientras que en 2015 deuda denominada en moneda extranjera sobre el total de la deuda pública era del 66,9%, en 2019 la misma representaba el 77,7%. En esos años, el stock de deuda en moneda extranjera representaba en

conjunto 5,6 veces el valor de las reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina (BCRA, 2020).

A nivel provincial consolidado, entre el 2015 y 2019 la deuda nominal del agregado provincial medida en dólares creció 13% pasando de 23.572 millones de dólares (2015) a 26.583 millones de dólares (2019). Particularmente en el caso de CABA, el crecimiento fue por encima del consolidado: en 2015 el stock de deuda medida era de 2.323 millones de dólares y a fin de 2019 fue de 2.918 millones, lo que representó un crecimiento del 26%. Es importante destacar que CABA fue la única jurisdicción que logró emitir deuda en 2019 cuando el mercado financiero se encontraba virtualmente cerrado (Frugoli, 2020).

Sin embargo, a diferencia de Nación, para ese período, la deuda en moneda extranjera de CABA muestra una mejora en la composición por tipo de moneda de la deuda total: mientras que en 2015 la deuda en moneda extranjera representaba el 84% del total de la deuda de la Ciudad, en 2019 ese porcentaje representó 68%. Una posible explicación es que CABA logró acceder a deuda en pesos con el Estado Nacional en esos años, reduciendo así la participación de la deuda en moneda extranjera.



## Comentarios finales

A lo largo del presente trabajo se buscó describir la estructura y evolución de la deuda pública de la CABA. A partir de los indicadores seleccionados, se identificó que desde 2007, la CABA acompañó el proceso de desendeudamiento externo impulsado por el Gobierno Nacional. A partir de 2010, la tendencia se modifica, puesto que CABA se despega de Nación y accede a créditos en moneda extranjera en el exterior. El proceso de endeudamiento se retoma a partir de 2012 en el caso del Estado nacional. De este modo, CABA se adelantó a lo ocurrido a nivel nacional.

En los primeros dos años de la nueva presidencia y jefatura de Gabinete, la deuda de CABA crece llegando en 2017 al techo del periodo analizado. La novedad de los años comprendidos entre 2015 y 2019 es la toma de deuda con el Gobierno Nacional, acreedor prácticamente inexistente en los otros años analizados. Ambos motivos, permiten hablar de los beneficios a los que accedió la Ciudad en los años donde la fuerza política a nivel local y nacional era la misma. Por su parte, el endeudamiento en moneda extranjera de la administración pública nacional creció exponencialmente durante la gestión del macrismo a nivel nacional. La deuda de CABA mostraba desde antes una proporción muy superior de deuda en moneda extranjera, que se redujo en este último período.

A manera de síntesis, mencionar que, en los años analizados, CABA incrementó su nivel de endeudamiento, especialmente a través de la emisión de títulos en moneda extranjera. La deuda se contrajo para refinanciar el pago de obligaciones anteriores y con el objetivo de obras de infraestructura fundamental (de transporte, de vivienda, etc). Sin embargo, dichas obras se encuentran subejecutadas y con una Legislatura con mayoría del PRO/Juntos por el Cambio, se rechazaron los proyectos que proponían la creación de una Comisión de Seguimiento de la Deuda de la Ciudad<sup>7</sup>.

## Bibliografía

- Barón, C. (2017). *La deuda de la Ciudad de Buenos Aires*, en Informe de Coyuntura, Buenos Aires Facultad de Ciencias Sociales de la UBA.
- BCRA (2020). *Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019*. Buenos Aires: BCRA.
- Brenta, N. (2019). *Historia de la deuda externa argentina. De Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Frugoli, E.A. y Lorenti, N. (2020). *Endeudamiento de las Provincias y CABA*. Buenos Aires: CECE.
- Gatto, F. (2007). "Crecimiento económico y desigualdades territoriales en Argentina", en Kosacoff B. (ed.) *Crisis, recuperación y nuevos dilemas La economía argentina 2002-2007*. (pp. 307-356). Santiago de Chile: CEPAL – Colección de Documentos de proyectos.

<sup>7</sup> Ver por ejemplo en <https://www.ncn.com.ar/para-controlar-la-deuda-publica-portena/> y <https://www.telam.com.ar/notas/201409/77704-proponen-la-creacion-de-una-comision-legislativa-para-revisar-la-deuda-de-la-ciudad-de-buenos-aires.html>

**Anexo 1.** Títulos públicos CABA. Participación según tipo de moneda (en % sobre el total de títulos públicos)

Año	Títulos públicos en pesos	Títulos públicos en moneda extranjera
2007	9%	91%
2008	6%	94%
2009	43%	57%
2010	18%	82%
2011	0%	100%
2012	3%	97%
2013	1%	99%
2014	2%	98%
2015	5%	95%
2016	11%	89%
2017	43%	57%
2018	34%	66%
2019	39%	61%

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda y Finanzas GCBA.

**Anexo 2.** TC A 3500 a diciembre de cada año (\$ = 1 dólar)

Año	TC a3500
2007	3,14
2008	3,42
2009	3,81
2010	3,98
2011	4,29
2012	4,88
2013	6,32
2014	8,55
2015	11,43
2016	15,83
2017	17,70
2018	37,89
2019	59,88

Fuente: BCRA

# La deuda pública de Córdoba como mecanismo de transferencia y transformación productiva

Pablo A Díaz Almada\*

El trabajo apunta a analizar la deuda pública provincial, tanto en su dimensión como en sus usos, y problematizar su relación con el modo de desarrollo a nivel local. Esto involucra dimensiones ligadas al Patrón de Reproducción de la Economía (PRE), las políticas públicas y la conflictividad social. La importancia de las actividades primarias, la proporción de la fuerza de trabajo excedente y las medidas de pobreza e indigencia en la provincia son más elevadas que la media nacional en las últimas mediciones oficiales. La deuda actúa como un mecanismo de transferencia que se asocia y fortalece una matriz productiva local. Ésta es nuestra hipótesis principal, la deuda se incorpora como un mecanismo que promueve una estructura productiva particular en el ámbito provincial.

Por otro lado, la deuda induce, además de un claro desvío de recursos presupuestarios, hacia los incentivos a las actividades primarias y el pago de los servicios de la deuda pública, en detrimento de diferentes políticas afirmativas como los recursos destinados a los Servicios Sociales. Al analizar el endeudamiento provincial tendremos en cuenta los ratios de solvencia comúnmente utilizados. Pero, no obstante, se hace necesario un análisis más profundo ya que, siguiendo a Guzmán (2016), no sólo nos debemos quedar en la definición de posibilidad de repago, en el sentido de que la capacidad de recaudación supere al monto adeudado, sino que lo que está en juego es que dicho Estado sea capaz, o no, de cumplir con sus prestaciones fundamentales y evite violaciones a los derechos humanos básicos como el no pago de salarios o la no prestación de suministro de servicios públicos clave.

En el siguiente apartado se desarrollan las particularidades del stock de la deuda pública provincial en cuanto a diferentes clasificaciones de la misma definiendo tres subperíodos dentro del periodo analizado. Seguidamente, en el apartado II se describe la particular evolución que toma el Patrón de Reproducción de la Economía en la provincia y cómo la política pública se orienta a tal fin. En III, se sugieren consecuencias adicionales, necesarias de profundizar en futuros estudios, donde el sesgo de la política repercute en la conflictividad social. Por último se detallan las conclusiones del trabajo.

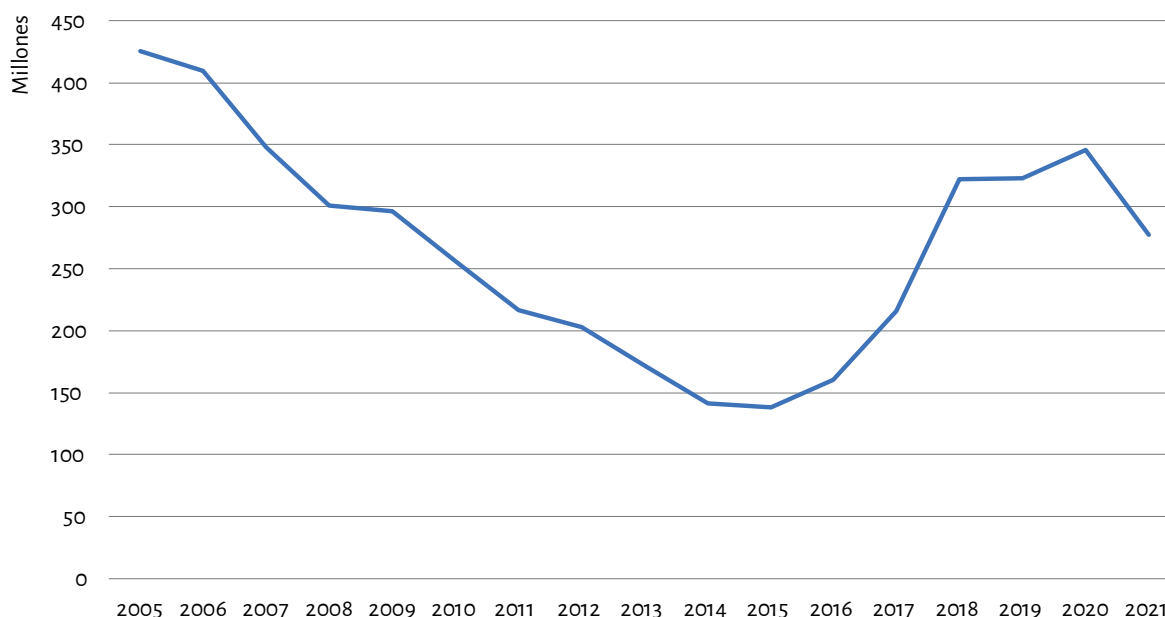
## 1. La deuda de Córdoba. Stock y magnitudes relativas

Si examinamos la evolución del stock de deuda pública desde el año 2005 se observa un periodo de desendeudamiento que llega a su piso en el año 2015. Luego, a partir del año 2016 comienza un nuevo ciclo de endeudamiento donde aparecen características distintivas que posteriormente describiremos. La deuda de la provincia alcanzó un máximo en 2020, siendo casi 2 veces y media más alta que en 2015. En este sentido, más adelante, cuando analicemos los cambios en el tipo de acreedor de la deuda pública podremos establecer tres fases para el periodo analizado. En 2021 se observa una caída del 15,9% en el monto total de la deuda.

Si comparamos la deuda con los ingresos provinciales, en el año 2015 se observa el mínimo de la serie donde el ratio deuda/ingresos llegó al 27,36%. Este ratio es utilizado como indicador de solvencia, guardando una relación inversa con los niveles de deuda: la solvencia es mayor a menores niveles de deuda sobre ingresos. A partir de allí, la deuda pública comienza a aumentar principalmente producto de nuevas emisiones de títulos nominados en dólares. Al 31 de diciembre del año 2021 el stock de deuda

\* Docente de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Córdoba. Correo [pablodiazalmada@unc.edu.ar](mailto:pablodiazalmada@unc.edu.ar)

**Gráfico 1.** Stock de deuda de la provincia de Córdoba, en pesos constantes de dic-2021 (2005-2021)



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos de la Dirección Nacional de Asuntos Provinciales (MECON), IPC 9 Provincias y Dirección General de Estadística y Censos de la Provincia de Córdoba

pública totaliza un monto de más de 277 mil millones de pesos corrientes, equivalentes a un 51,63% de los ingresos fiscales totales de la provincia.

Esta dinámica de la deuda es común al conjunto de las provincias argentinas<sup>1</sup>, como muestran Lechter y Strada (2019). Sin embargo, a diferencia de lo que los autores sostienen, en Córdoba el incremento del peso de la deuda que tuvo lugar a partir del 2016 no parece ser por motivo de “deterioro en la recaudación” provincial. Según el mensaje de Elevación del Presupuesto 2023 del Ministerio de Finanzas provincial el ahorro corriente viene en ascenso. De hecho, en 2015 representó el 9,1% de los ingresos netos disponibles, pasando al 15,3% en 2016 y continuó en ascenso hasta llegar al 24,8% en 2021. Si bien durante la administración del ejecutivo nacional por parte de la coalición Cambiemos las provincias en su conjunto incrementaron sus indicadores de endeudamiento, en el caso de Córdoba se debió más a un plan de obra pública<sup>2</sup> que, bajo las condiciones de posibilidad fomentadas por la política nacional, fue financiado

con emisión de títulos nominados en dólares y bajo legislación extranjera.

Cabe aclarar que la disminución que se observa en los indicadores de deuda en 2021 se debe, principalmente, al rescate de títulos nominados en pesos y emitidos en el año previo para la cancelación de deudas con Contratistas y Proveedores del Estado, tal como se describe en la cuenta de inversión del Ministerio de Finanzas provincial. Por otro lado, se cancelaron varios pasivos que Córdoba mantenía con el Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional. Asimismo, es importante señalar el incremento en términos reales de los ingresos que el Estado cordobés registró ese mismo año.

A continuación se realizará una observación más detallada del stock de deuda a partir de tres clasificaciones distintas; por tipo de acreedor, por destino de los fondos y por tipo de moneda en la que se emite la deuda.

### 1.1. Por tipo de acreedor

Un hecho relevante en el análisis es la composición del stock de deuda en cuanto al tipo de acreedor. Aquí es posible distinguir tres subperíodos dentro

<sup>1</sup> Ver el capítulo de José Morales sobre deudas provinciales en este mismo libro.

<sup>2</sup> Comparar esta asociación de la deuda con la obra pública en los capítulos de Gastón Remy sobre Jujuy y el de Afra Blundetto, Matías Flores y Gregorio Miranda sobre Chaco en este mismo libro.

del periodo analizado. Entre los años 2005 y 2009 el monto más importante tiene que ver con el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP) donde la Nación asistía a las provincias a través del Programa de Unificación Monetaria y los Programas de Asistencia Financiera para el “saneamiento fiscal”, entre otros, luego de la crisis de 2001 - 2002.

En el segundo subperíodo, que va entre los años 2010 y 2015, encontramos que los principales acreedores del Estado provincial son tres. Al gobierno nacional (pero esta vez por medio de los programas de ayuda financiera, ya que se cancela por completo el FFDP), se suman los organismos internacionales y los acreedores privados, por la emisión de los títulos públicos llamados BONCOR, cuyos vencimientos se preveían para el año 2017. Es cierto que la primera emisión de BONCOR se da en 2009, pero en el trabajo consideramos el segundo periodo a partir del año 2010 debido al importante cambio en la composición del stock de deuda que se da en este año.

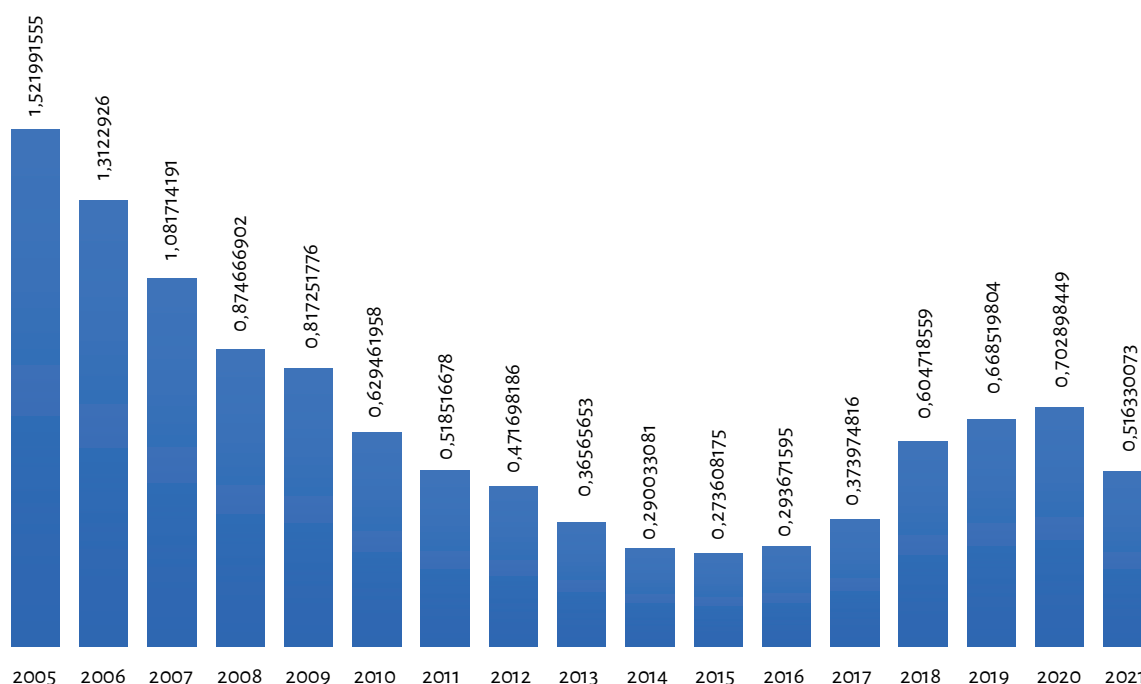
A partir del año 2016 y al menos hasta 2021, la principal forma de financiamiento de la deuda pública son los títulos públicos, llegando a representar al 31 de diciembre de 2021 el 72,9% del stock. En 2016 la

provincia emitió nuevos títulos de deuda, llamados PDCAR, cuyos vencimientos comenzaban a operar en 2021 con el fin de proceder al rescate anticipado de las dos emisiones BONCOR de los años 2009 y 2010 con destino a obras públicas de infraestructura de la provincia. Estos bonos PDCAR, fueron canjeados por nuevos bonos, cuyos vencimientos comenzarán a operar a partir de 2023. De modo que el canje permitió extender los plazos de maduración.

Esta transformación en la composición de la deuda provincial por tipo de acreedor, a partir de 2016, vino incentivada por la política nacional del momento. La siguiente tabla, que surge de Lechter y Strada (2019), muestra las emisiones de deuda en moneda extranjera a través de bonos provinciales para el periodo 2016-2019.

Se pueden destacar dos grandes consecuencias del uso de este tipo de financiamiento. Por un lado la pérdida de soberanía, por el hecho de que los títulos prevén la resolución de sus conflictos en tribunales extranjeros. Por el otro, los perfiles de vencimiento originales hacían que sea prácticamente imposible su cumplimiento en tiempo y forma, y suponían implícitamente una futura renegociación de canje. Prin-

**Gráfico 2.** Stock de deuda de la provincia de Córdoba en relación a los ingresos (2005-2021).



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos de la Dirección Nacional de Asuntos Provinciales (MECON) y Ministerio de Finanzas de la Provincia de Córdoba

**Tabla 1.** Participación por tipo de acreedor en el stock de deuda, por etapas.

Tipo de acreedor en relación al total	Promedio 2005-2009	Promedio 2010-2015	Promedio 2016-2021
Gobierno Nacional	66,34%	40,65%	5,94%
Títulos Públicos	0,12%	33,77%	72,84%
Organismos Internacionales	25,25%	24,44%	19,14%

**Fuente:** Elaboración propia en base a datos de la Dirección Nacional de Asuntos Provinciales (MECON)

**Tabla 2.** Emisiones de deuda en moneda extranjera de provincia de Córdoba 2016-2019.

Fecha de emisión	Emisor	Monto en millones de dólares	Vencimiento	Tasa del cupón
06/06/2016	Provincia de Córdoba	725	2021	7,125%
20/10/2016	Provincia de Córdoba	150	2026	7,13%
20/02/2017	Provincia de Córdoba	510	2024	7,45%
21/04/2017	Provincia de Córdoba	150	2027	7,13%
07/07/2017	Provincia de Córdoba	450	2027	7,13%

**Fuente:** elaboración propia con datos de Lechter y Strada (2019).

principalmente debido a que los títulos establecían un único pago del capital a su vencimiento, siendo éstos un porcentaje importante en relación a la recaudación provincial<sup>3</sup>. De modo que por este rumbo, la provincia quedaba inserta en un proceso permanente de reestructuración de sus deudas, que suele ser una historia de nunca acabar, porque el alivio suele ser insuficiente, lo que obliga a volver a reestructurar en cortos plazos. En este sentido, Guzmán (2016) remarca que

“La evidencia sobre la insuficiencia de las reestructuraciones soberanas es abrumadora. Las estadísticas indican que con alta frecuencia las reestructuraciones que se realizan, en los marcos deficientes actuales no son suficientes para restaurar la sostenibilidad, y poco tiempo después son seguidas de otra reestructuración o default”.

## 1.2. Por destino de los fondos

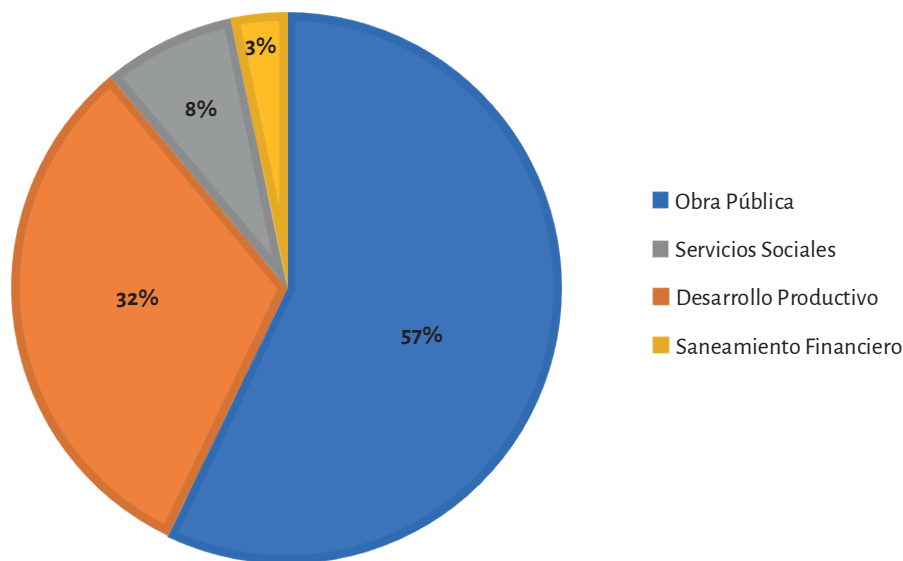
En el caso de la provincia de Córdoba, es posible estudiar el destino de los fondos obtenidos por medio del endeudamiento. La gestión provincial publica anualmente, en la web oficial del Ministerio de Finanzas, el destino de los fondos de la Deuda Pública donde se detallan, entre otras cosas, los objetivos de cada suscripción de deuda. La única limitación es que estos datos están disponibles desde el año 2018<sup>4</sup>. Entonces en el primer subperiodo descrito anteriormente, 2005-2009, podemos inferir que el mayor destino de la deuda apuntaba al saneamiento financiero de la provincia<sup>5</sup>, luego de la crisis 2001-2002. Para el segundo subperiodo sería necesario una investigación más exhaustiva con más fuentes de datos a consultar, con las cuales no contamos al momento del presente trabajo. Para analizar el tercer subperiodo, 2016-2021, lo haremos con los datos oficiales publicados desde 2018.

<sup>3</sup> Antes de la reestructuración de enero de 2021, uno de los compromisos implicaba pagar a mediados de ese año por el vencimiento del PDCAR 2021 un monto de 820 millones de dólares que, al tipo de cambio vigente, representaba un 17,89% de los ingresos anuales previstos en la ley de presupuesto 2021.

<sup>4</sup> Con la información del destino de los fondos, se revisaron las memorias de la Cuenta de Inversión para poder clasificar cada una de las emisiones de deuda de cada año.

<sup>5</sup> En la Tabla 1 se muestra que el principal acreedor era el Estado Nacional, esa deudas eran provenientes del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial, cuyo objetivo principal perseguido era el saneamiento de las cuentas fiscales provinciales

**Gráfico 3.** Destino de los fondos de la deuda de la provincia de Córdoba, promedio 2018-2021



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Finanzas de la Provincia de Córdoba

Las categorías se han dividido en 4; Saneamiento financiero que incluye reestructuraciones de deuda, cancelación de pasivos financieros y programas de desendeudamiento; en Servicios sociales se considera inversión en infraestructura en educación, salud, ciencia y técnica; dentro de Desarrollo productivo incluimos fomento a las actividades agropecuarias y obras de infraestructura vial necesarias para el desarrollo socio económico y productivo; y en Obra pública hemos agregado agua y cloacas, energía eléctrica, infraestructura urbana para municipios, hábitat y vivienda, infraestructura gasífera y obras públicas de infraestructura de la provincia sin especificar que impulsan un desarrollo productivo<sup>6</sup>.

Observamos que la mayor parte tiene por destino la obra pública (57%), donde un componente importante (casi la mitad) representa el plan de gasoductos troncales (Dirección General de Prensa de la Provincia de Córdoba, 2019). En segundo lugar, la asignación de los fondos a la realización de obras de infraestructura necesaria para el desarrollo socioe-

conómico y productivo de la provincia (32%). Como las obras que aquí se incluyen son de infraestructura vial tendientes a conectar espacios geográficos socio productivos como, así también, el fomento agropecuario directo, es de esta manera que planteamos la hipótesis de que la deuda se incorpora como un mecanismo que promueve una estructura productiva particular en el ámbito provincial.

### 1.3. Por tipo de moneda.

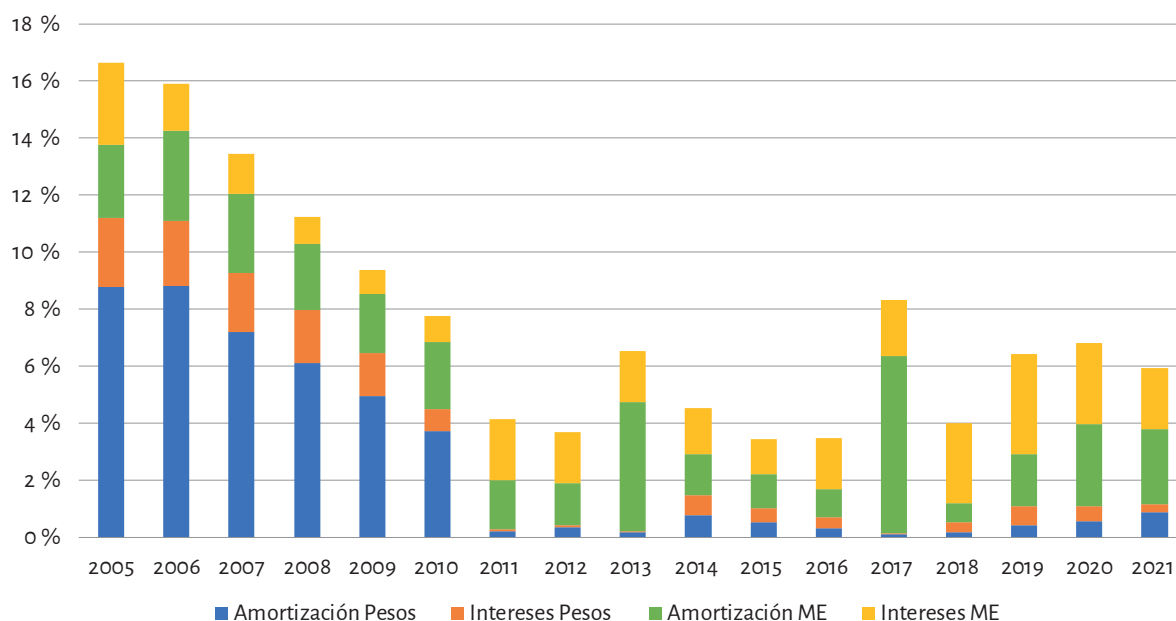
Un proceso que puede observarse en relación a la deuda de Córdoba es el creciente peso que ocupa aquella denominada en moneda extranjera. En el año 2005 esta deuda representaba el 19,2% del total, para 2015 el porcentaje aumentó a 65,4%, y en diciembre de 2021 llegó al 94,8% del total.

Este cambio de composición impacta por dos vías. En primer lugar, el stock de la deuda está sujeto a incrementos importantes y repentinos, ya que se vuelve especialmente sensible frente al continuo proceso de depreciación de la moneda local y las decisiones de devaluación de la política nacional. Tal como sucedió en el año 2018, mencionado por OTES (2019a)<sup>7</sup>:

<sup>6</sup> Aunque este último ítem de obra pública puede considerarse necesario para el desarrollo productivo, se busca aquí presentar un primer análisis, pero en trabajos posteriores se tornará ineludible un estudio más detallado aún del destino de los fondos, en concreto, qué obras puntualmente fueron financiadas.

<sup>7</sup> Ver este mismo proceso para el caso de Mendoza, desarrollado en el

**Gráfico 4.** Pago de capital e intereses por moneda como porcentaje de los gastos (2005-2021)



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos de la Dirección Nacional de Asuntos Provinciales (MECON) y Ministerio de Finanzas de la Provincia de Córdoba

En sólo un año, desde abril de 2018 a abril de 2019, el stock de deuda creció en más de \$68 mil millones de los cuales, sólo una pequeña parte puede ser explicada por nueva deuda y alrededor de \$ 57 mil millones se explican por el aumento del tipo de cambio en dicho periodo. La devaluación, ocurrida en el transcurso de unos pocos días luego de las elecciones PASO de agosto último (del año 2018), provocó un aumento de más de \$27 mil millones en el stock de deuda provincial.

En segundo lugar, en el pago de los servicios de deuda y la necesidad de obtención de moneda extranjera por parte del Estado provincial para afrontar los compromisos. Recordemos que la provincia no tiene acceso directo a moneda extranjera, sino que debe requerirla ante las instancias del gobierno nacional. Además de ello, introduce un descalce respecto del flujo de ingresos, nominado en moneda nacional.

En el gráfico 4 se observa un cambio en la composición de la moneda en la que se pagan los servicios de la deuda, entre 2005 y 2010 la mayoría son pagos en moneda nacional, pero desde el 2011 y hasta 2021 dominan los pagos de amortizaciones e intereses en

moneda extranjera. Entre 2005 y 2011 los pagos de servicios agregados se redujeron, oscilando entre el 4 y 6% de los gastos hasta 2016 e incrementándose desde ese año.

Es importante destacar que la necesidad de destinar fondos al pago de capital e intereses implica un compromiso que impacta en la restricción presupuestaria, lo cual se vuelve particularmente problemático en circunstancias donde apremian las necesidades de políticas afirmativas en pos de la mejora directa en las condiciones de vida de la sociedad, particularmente si hablamos de las personas en situaciones de mayor vulnerabilidad.

Solo por dar algunos ejemplos en esta comparación; en los 6 años que van desde el 2016 al 2021 se destinaron, en promedio, un 6,04% del presupuesto al pago de los servicios de la deuda. En ese mismo periodo, se destinó el 9,31% del presupuesto a Salud, el 4,4% a Promoción y asistencia social, y 1,11% a Vivienda y urbanismo.

## 2. El modelo productivo en Córdoba

Es posible constatar la consolidación en los últimos años de un nuevo modo de acumulación en la

capítulo de Lautaro Breitman Pacheco, Gabriel Olmedo Sosa, Mariana Iza en este mismo libro.



Argentina que intensifica la articulación del país con el resto del mundo. Particularmente Cantamutto y Costantino (2016) describen algunas vías principales por las cuales se expresa el rol dependiente que nuestro país tiene en el sistema capitalista global entre las cuales se cuentan: “(i) la dependencia de las materias primas y la explotación de los recursos naturales; (ii) la existencia de una elevada proporción de fuerza de trabajo excedente (primero en el campo y luego de las migraciones internas, en las ciudades); (iii) una escasa relevancia del mercado interno, y (iv) la elevada concentración de la riqueza y el ingreso.”

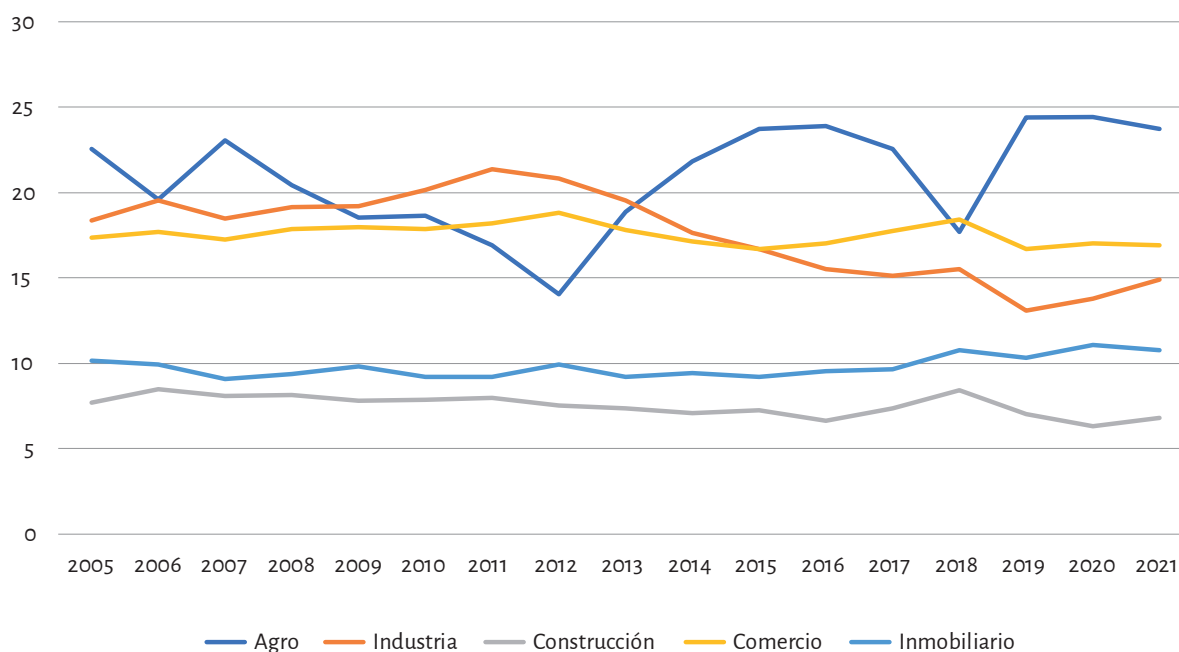
En este sentido, para Córdoba, los datos presentan un grado manifiesto de tal configuración. La provincia es un espacio geográfico en el cual se apoya el PRE a nivel nacional, ya que la importancia de las actividades primarias, la proporción de la fuerza de trabajo excedente y las medidas de pobreza e indigencia son más elevadas que la media nacional. Es que el modo de desarrollo seguido por el PRE no es homogéneo para toda la geografía nacional, necesita asentarse en un territorio propicio para la producción de las actividades que lo motorizan. La mayor parte de la geografía provincial cuenta con las características para tal fin. Además, las políticas públicas provinciales facilitan y promocionan que año a año las actividades primarias orientadas a la exportación ganen

peso a nivel del PGB y en cuanto a composición de las exportaciones provinciales.

La composición porcentual del PGB cordobés, tomando cinco de los rubros que más peso tienen en la economía provincial, muestra que hubo un cambio en la matriz productiva durante la última década. Tal como se destaca en OTES (2020), la caída en la dinámica productiva industrial hace que ésta pierda participación en el PGB (6,5 puntos porcentuales entre 2011 y 2021) y afianza el modo de desarrollo del PRE centrado en el agro y orientado a la exportación de materias primas. También cabe destacar el crecimiento de las actividades inmobiliarias que, junto con el agro, implican una forma particular de uso del suelo.

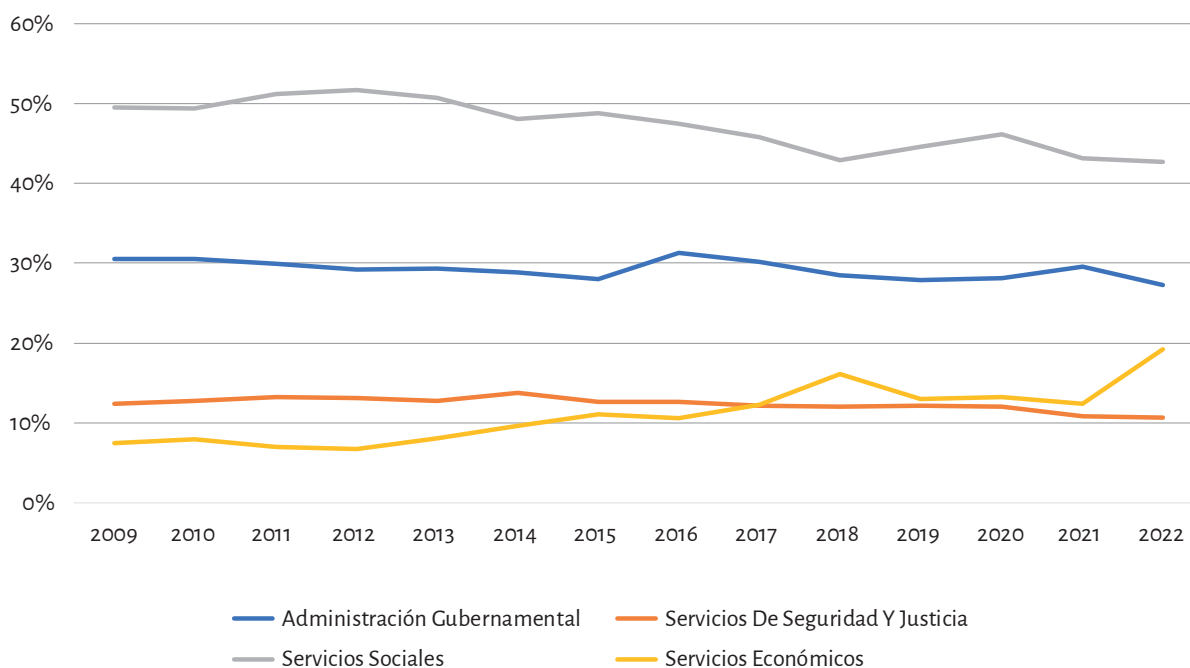
Tal situación tiene su repercusión en términos de empleo en la provincia, ya que las actividades primarias son poco demandantes de empleo. En OTES (2020) se destaca que en el periodo 2010 - 2020 las actividades productivas que más crecieron fueron Agricultura, ganadería, pesca y silvicultura (Agro) junto con Servicios inmobiliarios, empresariales y de alquiler (Inmobiliarias). Sin embargo en el mismo periodo la primera no muestra cambios significativos en términos del empleo registrado y en la segunda se evidencia incluso una pérdida de puestos de tra-

**Gráfico 5.** PGB Córdoba, composición porcentual por sectores seleccionados (2005-2021)



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos de la Dirección General de Estadística y Censos de la Provincia de Córdoba

**Gráfico 6.** Principales rubros del gasto, composición porcentual (2009-2022).



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Finanzas de la Provincia de Córdoba.

bajo. Dicha pérdida se ve aún más pronunciada por la dinámica decreciente del sector industrial que tiene una contrapartida directa en términos de empleo privado registrado. De modo que las dos actividades con mayor crecimiento se afianzaron de la mano de una mayor productividad por trabajador/a, teniendo entonces escaso impacto en la creación de empleo.

Sumado al hecho de que en el sector industrial la remuneración promedio de las personas trabajadoras registradas es bastante superior a la de las demás ramas analizadas, el resultado es, siguiendo a OTES (2021a) que:

Así, tenemos una economía cordobesa cada vez más apoyada en la actividad agropecuaria, sector con poca creación de empleo y salarios bajos. Esto nos lleva a pensar que la pérdida en la participación del salario en el producto que se evidencia en el país, se verá profundizada en Córdoba por las características propias de su modelo productivo.

Asimismo, en dicho informe se muestra que, según los datos de la EPH, las tasas de desempleo y de pobreza del Gran Córdoba desde el año 2016 superan

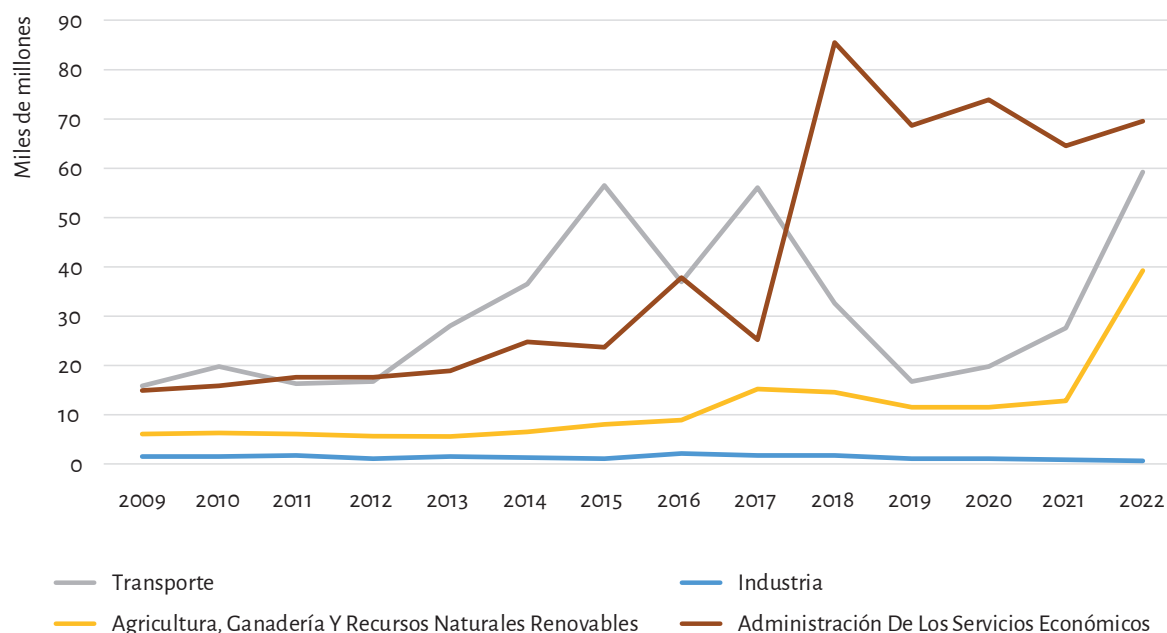
a los de la media nacional. Una característica propia del PRE asentado en la provincia.

Este modelo productivo es fomentado por políticas directas de afectación presupuestaria por parte del ejecutivo cordobés (OTES, 2021b). Entre 2010 y 2022, con algunos vaivenes, el gasto provincial muestra un aumento en términos reales del 48,67%, sin embargo no todos los grandes rubros presupuestarios tuvieron la misma evolución. Entre estos años mencionados los Servicios Sociales crecieron un 28,61% mientras que los Servicios Económicos aumentaron un 261,81%; ambos en términos reales. Esto hizo que cambie la composición del presupuesto, en 2010 Servicios Sociales representaba un 49,36% del total y Servicios Económicos 7,9%, mientras que en 2022 Servicios Sociales 42,7% y Servicios Económicos 19,23%.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de los grandes rubros presupuestarios como porcentaje del gasto total. La serie comienza en 2009 debido al cambio en la clasificación presupuestaria por finalidad y función que dificulta la comparación hacia atrás.

Dentro de los Servicios Sociales tenemos partidas presupuestarias como Educación y Cultura; Salud; Promoción y Asistencia Social; Vivienda y Urbanismo;

**Gráfico 7.** Servicios económicos, a precios de 2022 (2009-2022).



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Finanzas de la Provincia de Córdoba, Dirección General de Estadística y Censos de Córdoba, IPC 9 Provincias y BCRA.

es decir, partidas con afectación directa en las condiciones de vida de las personas. Mientras que dentro de los Servicios Económicos estamos considerando partidas presupuestarias destinadas al fomento de la actividad económica de la provincia.

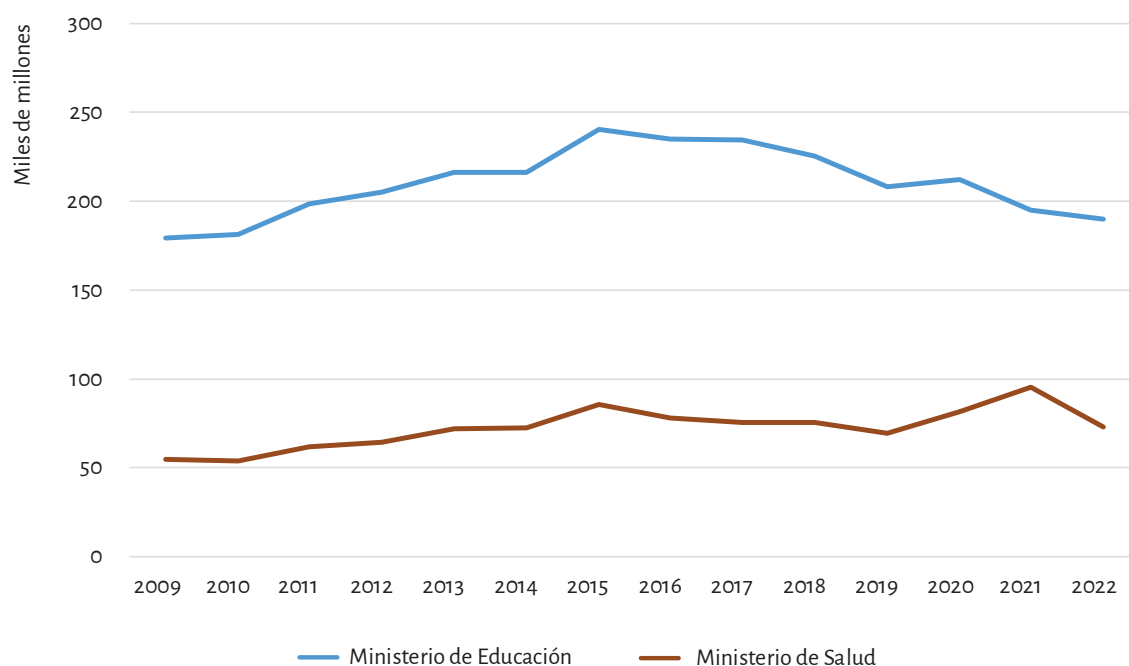
Analizando las partidas dentro de los Servicios Económicos; los programas de fomento directo a la industria son casi insignificantes en términos del presupuesto, los tres rubros más importantes dentro de los Servicios Económicos son, en primer lugar, la Administración de los Servicios Económicos compuesta en gran medida por transferencias a la Agencia Córdoba, Inversión y Financiamiento (ACIF) que es un organismo descentralizado que no forma parte de la administración central, es una sociedad de economía mixta, creada por Ley provincial N° 9.050 en el año 2002, a partir de la cual se constituye como Unidad Ejecutora Provincial de todos los proyectos que cuenten con financiamiento directo de Organismos Multilaterales y/o Bilaterales de Crédito y/o de Inversión Internacional y/o créditos y financiamiento nacional. Es decir que no sólo tiene a su cargo la licitación, el control y la gestión de las obras públicas, como las autovías de Punilla y Paravachasca que mencionamos más adelante, sino que además administra los pagos y la administración de la deuda pública provincial.

Los otros dos rubros más importantes son Transporte (cuyo presupuesto se destina a obras de infraestructura vial y específicamente en los últimos años a “Rutas y Caminos”) y Agricultura, Ganadería y Recursos Naturales Renovables; orientados al fomento directo e indirecto de las actividades primarias.

Se observa que la Administración de los Servicios Económicos venía subiendo desde el comienzo de la serie, tiene un primer salto en 2016 y un segundo más importante en 2018. Este último salto posiblemente esté vinculado, en gran parte, a que casi toda la deuda está denominada en moneda extranjera. A partir de allí, la tendencia es decreciente, sin embargo este gasto se posiciona como el principal rubro dentro de los Servicios Económicos. No se advierte lo mismo en Transporte y Agricultura. Transporte tuvo incrementos significativos entre el 2014 y el 2017, cae y luego se recupera rápidamente entre 2019 y 2022. Por su parte, Agricultura venía subiendo muy lentamente de manera continua y muestra un salto en 2022. Todo esto es muy contrastante con Industria, que muestra continuamente un nivel insignificante.

Dentro de las partidas de los Servicios Sociales, las más importantes son Educación y Salud, como se observa en el gráfico siguiente, ambas vienen cayendo en tér-

**Gráfico 8.** Presupuesto de ministerios seleccionados, a precios de 2022 (2009-2022).



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Finanzas de la Provincia de Córdoba, Dirección General de Estadística y Censos de Córdoba, IPC 9 Provincias y BCRA.

minos reales desde el año 2015. Salvando el caso de Salud, que por motivos de los gastos necesarios en los años más críticos de la pandemia, en 2020 y 2021 muestran un crecimiento, pero en 2022 no se alcanzan los niveles presupuestados en 2018.

Este punto es particularmente importante en términos de los derechos que el Estado provincial debe asegurar a través de los recursos que destina. Siguiendo a Guzmán (2016), la solvencia de la deuda no sólo se mira en términos de los indicadores clásicos de stock sobre ingresos de la administración central, sino que también implica que los compromisos de deuda no debiliten los recursos que deben destinarse a cubrir los derechos básicos de la población.

### 3. Consecuencias adicionales

Un hecho de gran relevancia a explorar con mayor profundidad es que la imposición de este modelo productivo pareciera no estar ausente de las distintas conflictividades que se suscitan en el aspecto social y político, particularmente si hablamos de la conflic-

tividad socioambiental. Tal como se discute respecto del modo de desarrollo a nivel nacional, las políticas públicas no están determinadas en el vacío, sino que reflejan cierta relación del Estado con la situación de conflictividad social. En tal sentido, pueden reforzar o alterar los sesgos presentes en el PRE. En el caso que nos interesa, la provincia de Córdoba, encontramos que las políticas públicas de la provincia refuerzan el sesgo primarizante de la actividad económica, tanto mediante la construcción de obras de infraestructura como de estímulo a la actividad primaria. Este uso de los fondos obtenidos a través del endeudamiento favorecen a ciertos sectores del empresariado, pero al mismo tiempo generan sectores perjudicados.

En tal sentido, siguiendo al OTES (2022), entre 2002 y 2018 hubo un corrimiento de las hectáreas dedicadas a la explotación agropecuaria hacia el arco norte-noroeste de la provincia, coincidiendo en gran medida con la pérdida de cobertura arbórea. Esta clase de corrimientos implica desplazamientos de quienes habitan y/o producen en esos espacios geográficos, dado que se produce una reconfiguración del territorio. Estos grupos sociales, como es esperable, reaccio-

nan mediante la protesta pública. En este sentido, se puede homologar lo dicho a nivel país por Costantino y Duárez (2015, citando a su vez a Svampa, 2013), para la escala provincial:

se ha producido la expansión de las fronteras de las actividades extractivas hacia territorios antes considerados improductivos, generándose diversos conflictos socioambientales. Esta expansión de las fronteras de las actividades extractivas, además de acaparamiento de tierras, ha generado la desestructuración de las economías regionales, la destrucción de la biodiversidad y el cuestionamiento a procesos de decisión ciudadana.

En la provincia, aparecen cada año múltiples conflictos en torno a actividades primarias orientadas a la exportación y actividades inmobiliarias (La Tinta, 2022a), particularmente las fumigaciones, como el famoso caso de Barrio Ituzaingó (Página 12, 2009) o en Dique Chico (La Voz, 2017), y también en torno al corrimiento de la frontera y las explotaciones agropecuarias, las prácticas de incendios programados (Tierra Viva, 2021), como así también la disputa por el uso del suelo en las obras viales de los Valles de Punilla (La Tinta, 2022b) y Paravachasca (Tierra Viva, 2022). Esta clase de controversias por el uso del suelo en el territorio provincial son sólo una muestra del proceso de transformación que vincula el endeudamiento público y las políticas públicas con cierto PRE. Estas disputas deben analizarse enmarcadas en un proceso de transformación productiva y social. El Estado provincial toma deuda para financiar políticas favorables a ciertos sectores del empresariado -produciendo conflictividad en el territorio-, y luego los servicios de esas deudas desplazan otros potenciales usos del presupuesto. De modo que el Estado parece intermediar para favorecer ciertos sectores contra otros de una manera asimétrica. Esta relación entre deuda y conflictividad social, pocas veces explorada en relación a la dinámica provincial, bien merece más atención. En este espacio apuntamos apenas a presentarla.

## Conclusiones

En este artículo nos hemos propuesto indagar en el uso económico-político de la deuda pública en pos de un modelo productivo particular y, en ese sentido, indirectamente la deuda termina afectando la vida de las personas por la vía de las consecuencias que

adopta la estructura productiva dentro de los límites territoriales de un Estado.

Así también, analizamos no solo la sostenibilidad de la deuda pública en los términos tradicionales, sino también en el hecho de que la deuda compromete las obligaciones de un Estado para con las políticas afirmativas que mejoren la calidad de vida de las personas y, en muchos casos, dificultando la concreción de políticas públicas básicas.

Es aquí donde entran dos tipos de argumentaciones acerca del efecto que tiene una política pública general, incluido el de la gestión de la deuda, tendiente al fortalecimiento del PRE mencionado; en primer lugar aquellas consideraciones en relación a las consecuencias que el modelo productivo tiene en términos de pobreza y desempleo en la región; y, en segundo lugar, las observaciones referentes a la conflictividad socioambiental. Tanto las disputas por el direccionamiento de las partidas presupuestarias como aquellas que tienen que ver con el uso del suelo no se pueden analizar aisladamente sin enmarcarlas en un proceso de transformación productiva particular. Será motivo de un futuro estudio en profundidad las consecuencias socioambientales del modelo productivo.

## Referencias

- Cantamutto, F. J., y Costantino, A. (2016). "El modo de desarrollo en la Argentina reciente". *Mundo Siglo XXI*, vol. XI, n° 39, pp. 15–34.
- Costantino, A. y Duárez, J. (2015). "Conflictos socioambientales: ¿límites a los modos de desarrollo? Los casos de Argentina y Perú".
- Guzman, M. (2016). Reestructuración de deuda soberana en una arquitectura financiera-legal con huecos. *Rev. Jur. UPR*, 85, 611.
- Letcher, H. y Strada, J. (2019). *Endeudamiento provincial, el fenómeno silencioso. Análisis de la incidencia de la deuda sobre la recaudación provincial en el período 2004-2015*. Buenos Aires: Centro de Economía Política Argentina. Recuperado el 24/07/2022, de <https://centrocepa.com.ar/informes/235-endeudamiento-provincial-el-fenomeno-silencioso-analisis-de-la-incidencia-de-la-deuda-sobre-la-recaudacion-provincial-en-el-periodo-2004->
- Ministerio de Finanzas de la Provincia de Córdoba (2021). Cuenta de Inversión 2021. Disponible en <https://finanzas.cba.gov.ar/publicacion/ejecu->

- [cion-presupuestaria/>](#), recuperado el 1 de diciembre de 2022.
- Ministerio de Finanzas de la Provincia de Córdoba (2022). Mensaje de Elevación de Ley de Presupuesto 2023.
- OTES (2019a). Informe especial. Deuda de la provincia de Córdoba y devaluación. Córdoba: Observatorio de Trabajo, Economía y Sociedad. Disponible en <<https://otescba.com/wp-content/uploads/2020/06/Informe-Deuda-de-la-provincia-de-C%C3%B3rdoba-y-devaluaci%C3%B3n-OTES-Septiembre-2019.pdf>>, recuperado el día 1 de diciembre de 2022.
- OTES (2020). Situación económica de la provincia de Córdoba 2010 - 2020. Córdoba: Observatorio de Trabajo, Economía y Sociedad. Disponible en <<https://otescba.com/wp-content/uploads/2020/12/Coyuntura-2020.pdf>>, recuperado el día 1 de diciembre de 2022.
- OTES (2021a). Reflexiones sobre la pobreza y el desempleo en la provincia de Córdoba. Córdoba: Observatorio de Trabajo, Economía y Sociedad. Disponible en <<https://otescba.com/wp-content/uploads/2020/06/INFOGRAFIAS-REFLEXIONES-SOBRE-LA-POBREZA-Y-EL-DESEMPLEO-EN-LA-PROVINCIA-DE-CORDOBA-2-8.pdf>>, recuperado el día 1 de diciembre de 2022.
- OTES (2021b). Consideraciones sobre el gasto en el presupuesto 2022 Provincia de Córdoba. Córdoba: Observatorio de Trabajo, Economía y Sociedad. Disponible en <<https://otescba.com/wp-content/uploads/2020/06/CONSIDERACIONES-SOBRE-EL-GASTO-EN-EL-PRESUPUESTO-2022-CORDOBA-6-2-2.pdf>>, recuperado el día 1 de diciembre de 2022.
- OTES (2022). Ambiente, economía y presupuesto en Córdoba. Córdoba: Observatorio de Trabajo, Economía y Sociedad. Disponible en <<https://otescba.com/wp-content/uploads/2020/06/Informe-Ambiente-OTES.pdf>>, recuperado el día 1 de diciembre de 2022.
- Svampa, M. (2008). "Argentina: una cartografía de las resistencias (2003-2008). Entre las luchas por la inclusión y las discusiones sobre el modelo de desarrollo". *Revista OSAL*, nº 24, pp. 17-49.
- Svampa, M. (2013). "Consenso de los Commodities y lenguajes de valoración en América Latina". *Nueva Sociedad*, nº 244. Disponible en <<http://www.nuso.org/revista.php?n=244>>, recuperado el día 1 de diciembre de 2022.
- Notas de prensa*
- Dirección General de Prensa de la Provincia de Córdoba (2019) "Final de obra: Córdoba concluyó la red de gasoductos troncales". 3 de enero de 2019. Disponible en <<https://prensa.cba.gov.ar/obra-publica/final-de-obra-cordoba-concluyo-la-red-de-gasoductos-troncales/>>, recuperado el día 7 de diciembre de 2022.
- La Tinta (2022a) "Arroyo alambrado: la mercantilización del agua en el Gran Córdoba". 26 de mayo de 2022. Disponible en <<https://latinta.com.ar/2022/05/arroyo-alambrado-agua-alta-gracia/>>, recuperado el 7 de diciembre de 2022.
- La Tinta (2022b) "Autovía de Punilla: las máquinas avanzan, el conflicto crece". 23 de junio de 2022. Disponible en <<https://latinta.com.ar/2022/06/autovia-punilla-maquinas-avanzan/>>, recuperado el 7 de diciembre de 2022.
- La Voz (2017) "Polémica por fumigaciones: Dique Chico, conflicto grande". 11 de octubre de 2017. Disponible en <<https://www.lavoz.com.ar/ciudadanos/polemica-por-fumigaciones-dique-chico-conflicto-grande/>>, recuperado el 7 de diciembre de 2022.
- Página 12 (2009) "El veneno que asoló el barrio de Ituzaingó". 12 de enero de 2009. Disponible en <<https://www.pagina12.com.ar/diario/elpais/1-118075-2009-01-12.html>>, recuperado el 7 de diciembre de 2022.
- Tierra Viva (2021) "Incendios en Córdoba, otra vez: 40.000 hectáreas menos de bosque nativo". 8 de octubre de 2021. Disponible en <<https://agencia-tierraviva.com.ar/incendios-en-cordoba-otra-vez-40-000-hectareas-menos-de-bosque-nativo/>>, recuperado el 7 de diciembre de 2022.
- Tierra Viva (2022) "Resistencia a la Autovía-Ruta 5 que avanza sobre el monte nativo en Córdoba". 22 de marzo de 2022. Disponible en <<https://agencia-tierraviva.com.ar/resistencia-a-la-autovia-ruta-5-que-avanza-sobre-el-monte-nativo-en-cordoba/>>, recuperado el 7 de diciembre de 2022.

# Deuda pública del Estado provincial de Santa Fe

Sergio Arelovich\*

El presente documento refiere a la deuda pública de la Administración Central y Organismos Descentralizados del Estado provincial de Santa Fe. Incluye todo tipo de deuda, tanto en moneda local como extranjera, con acreedores residentes y no residentes en el país, con independencia del tipo de instrumento que la corporiza. En el argot utilizado por el Estado provincial no se considera de carácter financiero una parte de la deuda instrumentada en títulos de la deuda pública, emitidos en pago de obligaciones flotantes diversas, aunque susceptibles de ser negociados en mercados secundarios.

La información pública disponible de carácter homogéneo refiere al rango periódico que comienza en el año 2003. La fuente utilizada para la confección de cuadros y gráficos proviene de las diferentes ediciones de la Cuenta de Inversión elevada a la cámara de senadores y a la de diputados de la provincia de Santa Fe.

La lectura del comportamiento de la deuda en un estado subnacional en particular puede ser acompañada de un paneo sobre lo ocurrido en esta materia en términos comparados, tanto nacionales como regionales. En esta dirección resulta interesante la descripción de la CEPAL (2016) comparando cinco países de la región, cuales son Argentina, Brasil, Ecuador, México y Perú.

## 1. Stock de deuda

En esta sección presentamos la situación a finales de 2021 como resultado de la trayectoria previa. Tras describir su composición, analizaremos sus antece-

denes en las secciones siguientes. Al 31 de diciembre de 2021, el estado provincial de Santa Fe registraba una deuda que, traducida a pesos, ascendía a 178.789 millones de nuestra moneda. Esta tenía por acreedores al sistema financiero, que sumaba 86.400 millones de pesos, con otros acreedores no financieros 1.554 millones de pesos y por otros conceptos, dentro de los cuales se incluye la deuda flotante, la cual sumaba 90.835 millones de pesos. Al 31 de diciembre de 2021 y según el registro del Estado nacional<sup>1</sup>, la deuda financiera más la consolidada del Estado provincial de Santa Fe ascendía -expresada en moneda local- a 88.085 millones de pesos. El registro de la provincia, presente en la Cuenta de Inversión de ese año fiscal, publicado en el sitio oficial y detallado en el cuadro siguiente, exhibe una deuda de 87.954. La diferencia de 131 millones de pesos no permite ser explicada con la información pública disponible.

A partir de diciembre de 2019, el gobierno nacional se vio compelido a abordar un complejo proceso de reestructuración de su deuda financiera<sup>2</sup>. Los estados provinciales fueron acompañados para encarar procesos homólogos, siempre sujetos a la autonomía de sus normas sobre administración financiera. El resultado de las reestructuraciones de 2020 y 2021 puede verse en la Dirección Nacional de Asuntos Provinciales.<sup>3</sup>

Como puede observarse en el cuadro precedente, referido al stock de deuda de fines de 2021, hay algunos datos centrales a destacar, tales como los siguientes:

\* Profesor titular de la Universidad Nacional de Rosario y Coordinador del centro de investigación MATE - Mirador de la actualidad del trabajo y la economía.

<sup>1</sup> Disponible en <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/informe-trimestral-de-deuda-provincial>

<sup>2</sup> Para una revisión de la dinámica a nivel nacional, ver el capítulo de Francisco Cantamutto en este libro.

<sup>3</sup> Disponible en <https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/resultados-reestructuracion-de-deudas-provinciales.pdf> Ver al respecto el capítulo de Alejandro Manzo en este libro.

Tabla 1. Composición de la deuda pública santafesina al 31/12/2021

Concepto	Monto (en millones de pesos)
<b>I. Con el sector financiero</b>	86.400
<b>Sector Financiero nacional</b>	11.998
Préstamo Banco Nación	3.238
Préstamo Banco Santa Fe Ley 13.977	3.750
Préstamo Banco Santa Fe Ley 13.978	5.000
<b>Fondos Fiduciarios</b>	5.408
FFDP Ley 13.977-13.978	5.408
<b>Sector financiero internacional</b>	69.004
<b>Con Organismos Internacionales</b>	2.130
BIRF	1.240
BID	890
<b>Con otros Organismos</b>	66.874
Fondo Kuwait	3.589
OPEP	6.923
Fondo Abu Dhabi	5.002
Títulos de deuda pública Ley 13.543	51.360
<b>II. Con el sector no financiero</b>	1.554
<b>Deuda Consolidada</b>	1.551
<b>Otros</b>	3
<b>III. Otros conceptos de deuda</b>	90.854
<b>Deuda Flotante</b>	63.070
<b>FUCO</b>	27.765
<b>Deuda estatal total (I + II + III)</b>	178.788

Fuente: Elaboración propia con datos de [http://www.santafe.gov.ar/cuentainversion\\_2021/tomo1.html](http://www.santafe.gov.ar/cuentainversion_2021/tomo1.html)

- La deuda con el sistema financiero local tiene como acreedores al Banco de la Nación Argentina y a la entidad financiera privada que cumple el rol de agente financiero y caja obligada del estado provincial, es decir al Nuevo Banco de Santa Fe, propiedad del grupo Petersen.
- En el caso de la deuda en moneda extranjera, los acreedores institucionales son el Banco

Mundial (BIRF) y el BID por un lado, y por otros tres fondos, uno de Kuwait, otro de la OPEP y el Fondo de Abu Dhabi. Estos créditos están asociados a obras de infraestructura de la provincia: a la construcción de acueductos en los casos de los tres últimos fondos, en programas de mejoramiento habitacional, provisión de agua potable e infraestructura vial en los casos de los organismos multilaterales.



- También en moneda extranjera, autorizada por la Ley Provincial 13.543 de 2016, el Estado santafesino emitió títulos de deuda por 500 millones de dólares, cuyo saldo expresado en pesos a fines de 2021 alcanzó los 51.360 millones de nuestra moneda.
- Santa Fe explica algo más del 8% del producto bruto interno y la deuda financiera pública del estado provincial era aproximadamente de 3,2% del total de la deuda de las 24 jurisdicciones subnacionales a fines de 2021.

La participación porcentual de cada uno de los tres grupos de deuda expuestos en el cuadro, se sintetiza en el Gráfico 1.

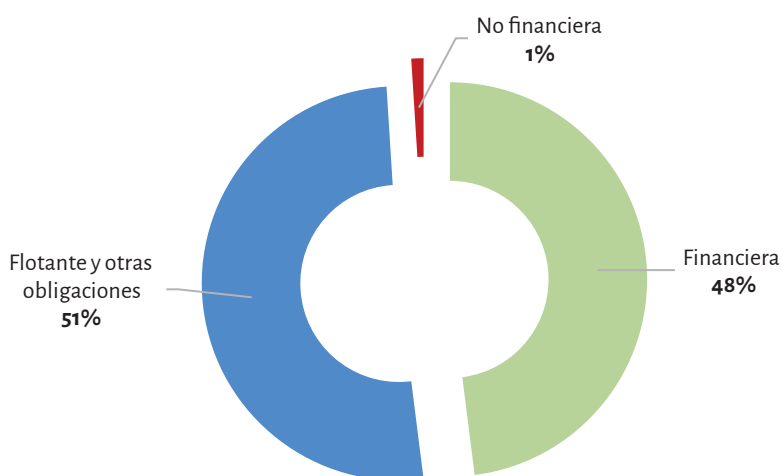
En primer lugar, la deuda financiera que se compone de partidas con acreedores locales (Banco de la Nación Argentina y Nuevo Banco de Santa Fe), un fondo fiduciario creado en el marco de la situación de pandemia y partidas con acreedores financieros no residentes en el país. Estos incluyen contratos con organismos multilaterales de crédito como el BIRF y el BID, pero también con acreedores como el fondo de Kuwait, la OPEP y el fondo Abu Dhabi. En segundo lugar, la deuda no financiera, compuesta por partidas residuales contenidas en el programa Equipar creado por ley provincial 13.566, orientado a la formación bruta de capital de municipios y comunas y un fondo

residual de la ley provincial 13.977 con la intervención del Nuevo Banco de Santa Fe.

Por último, la deuda por otros conceptos integrada por dos ítems: la llamada flotante y el fondo unificado de cuentas oficiales (FUCO). Entre ambas componen el 51% de la deuda total de la provincia. La deuda flotante es la devengada a fin del período informado, en este caso diciembre de 2021, cuya cancelación se efectiviza en el o los meses subsiguientes con excepción de conceptos en litigio. Las partidas más importantes de la deuda flotante están integradas por las obligaciones salariales, previsionales y comerciales. De hecho, desagregando encontramos atrasos de la provincia de Santa Fe en materia de sueldos y aportes por 15.861 millones (equivalentes al 9% de la deuda total de la provincia), caja de jubilaciones por 9.097 millones (5% de la deuda total), pagos a proveedores por 5.991 millones, a los municipios y comunas por 5.307 millones, y a contratistas por 2.341 millones, entre otras.

El FUCO es incluido sistemáticamente en la cuenta de inversión, aunque desde nuestra perspectiva es una obligación inexistente. El gobierno de la provincia creó, mediante ley 8.973 de marzo de 1982, el llamado fondo unificado de cuentas oficiales. Se trata de una herramienta que permite el uso por parte del ministerio de economía de fondos transitoriamente excedentes de otras administraciones ministeriales, con un tope

**Gráfico 1.** Deuda Estado Provincial de Santa Fe al 31/12/2021



**Fuente:** elaboración propia con datos de cuenta de inversión 2021

máximo siempre inferior al 100%. Es una ecuación de suma cero integrada por dependencias acreedoras y dependencias deudoras de la administración central del estado provincial. La inclusión de una deuda declarada con el FUCO permite interpretar que se trata de obligaciones del ministerio de economía u otras dependencias que nunca serán canceladas.

La deuda en moneda extranjera, que pertenece de modo excluyente a la de naturaleza financiera, sumaba 731 millones de dólares, esto es un 80% de este grupo de obligaciones. Estaba compuesta exclusivamente por deuda de capital o principal dado que no había intereses y accesorios vencidos a fin del año 2021. Los intereses a vencer sumaban otros 171 millones de dólares. La deuda financiera en moneda extranjera tenía un calendario de vencimientos hasta 2039, en cambio la denominada en pesos sólo hasta 2024.

La ejecución presupuestaria del estado provincial correspondiente al año 2021 -expresada en millones de pesos- exhibía recursos corrientes por valor de \$565.943 y gastos corrientes por \$525.009. La diferencia entre ambos es el resultado económico, en este caso superavitario por valor de 40.934. El resultado financiero antes del cómputo de fuentes y aplicaciones financieras, también superavitario, ascendió a 8.019 millones. La filosofía explicitada por el ministro de economía Walter Agosto -en funciones desde diciembre de 2019- descansa en conceptos de la ortodoxia monetaria<sup>4</sup>. Entiende que el resultado económico de la administración central siempre debe ser excedentario, que ello le debe permitir la constitución de una reserva en activos financieros para ser utilizados ante situaciones emergentes de crisis, que en consecuencia considera el desahorro del sector privado como un mal necesario. En la sección El Agente Financiero se amplía este punto. Es una especie de fondo anticíclico creado sobre la base del freno del incremento de los gastos corrientes.

El stock de deuda al 31 de diciembre de 2021 equivalía al 31,6% de los ingresos corrientes del ejercicio fiscal homónimo. Una lectura retrospectiva permite ver un descenso del peso de la deuda en relación a los gastos corrientes, en parte explicada por la reducción en términos reales de ellos.

La composición a fines del año mencionado nos dice que casi la mitad de la deuda pública era de carácter flotante, recurso que la convierte en una poderosa herramienta de financiación de uso regular. En otras palabras, el uso del diferimiento como instrumento de financiamiento público ocupa un lugar destacado, tanto en el ejercicio 2021 como en diferentes momentos del comportamiento de las cuentas públicas de la provincia.

## 2. Magnitud relativa de la deuda pública

Entre los recursos socialmente aceptados para medir el peso de la deuda pública, se utiliza su comparación con el producto bruto interno, en nuestro caso en su versión geográfica provincial.

Dado el cambio de año base desde 2004 de la medición nacional, la construcción de toda serie estadística referida a períodos previos requeriría construir un conjunto de inferencias presuntas que tornaría opinable toda interpretación de ellas. Por tal motivo, las comparaciones siguientes lo son desde 2004 en adelante.

El Instituto Provincial de Estadística y Censos de Santa Fe (IPEC) ha estimado el producto bruto geográfico hasta el año 2020 inclusive, informe publicado en abril de 2022. Para prolongar las comparaciones hasta 2021 se procedió a revisar la proporción media del PBI geográfico de Santa Fe en relación al nacional en el período 2004-2020. Entre 2004 y 2016, Santa Fe explicó -en promedio simple- el 7,5% del PBI.

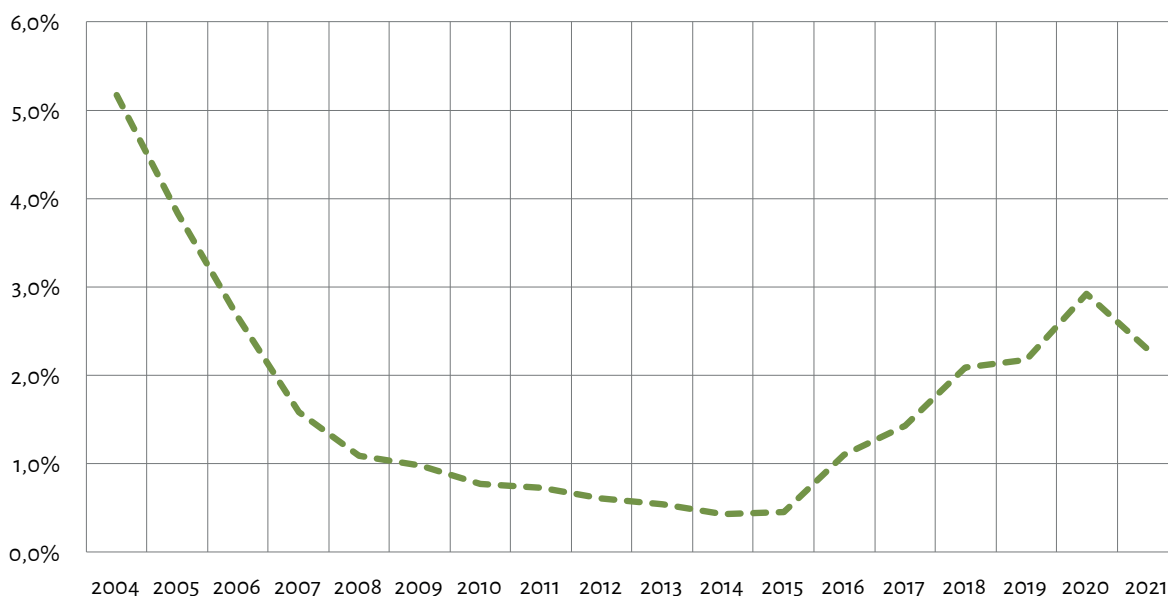
En el gráfico 2 se exhibe la proporción del stock de deuda pública financiera provincial comparándola con el producto geográfico de Santa Fe.

Agosto (2016) muestra en un informe de CIPPEC la tendencia al descenso del peso de las deudas financieras subnacionales en el período 2004-2015. Santa Fe acompañó el comportamiento del conjunto de los estados subnacionales. En cambio lo ocurrido entre 2015 y 2019, quebrando tal tendencia, está bajo la línea general de endeudamiento promovida durante la presidencia de Macri<sup>5</sup>. En el mismo sentido, FIDE

<sup>4</sup> Ver por ejemplo <https://www.pagina12.com.ar/diario/suplementos/rosario/subnotas/9925-1288-2007-08-21.html>

<sup>5</sup> Este movimiento es similar entre el conjunto de las provincias, según se puede ver en el capítulo de José Morales en este libro. Ver también Lechter y Strada (2019).

**Gráfico 2.** Relación de la deuda financiera respecto del PGB de Santa Fe, 2004-2021



**Fuente:** elaboración propia con datos del IPEC, INDEC y Cuenta de Inversión Sergio Arelovich

(2020) destaca el crecimiento abrupto de las deudas provinciales desde 2016. En el caso de Santa Fe, el aumento durante este período ha sido posible por el renovado acceso para la toma de préstamos en moneda extranjera y estimulado por la expectativa del resultado de un reclamo judicial hacia el estado nacional, fruto de la controversia de la detracción de fondos coparticipables, tema tratado en la sección titulada Litigio de fondos con el estado nacional.

El gráfico muestra una tendencia de caída del peso de la deuda sobre el PBI desde el año 2004 a 2015, de tenor abrupto entre 2004-2007 y con menor intensidad entre 2008-2015 (período en que se ubica por debajo del 1% con cierta estabilidad). Desde la asunción del gobierno nacional de Macri (en 2015), la deuda tuvo una tendencia ascendente hasta 2020. En 2021 la caída está explicada por el rebote ascendente de la actividad económica.

Una de las contraccaras de ese largo período de descenso del peso de la deuda financiera pública en relación al PBI geográfico en 2004-2015, es la consolidación de una práctica de gobierno. Se trata del uso de recursos corrientes para la financiación de los gastos de capital, más precisamente dirigidos a la obra pública. Es consecuencia de la conjunción de varios factores de responsabilidad tanto del gobierno nacional como del provincial.

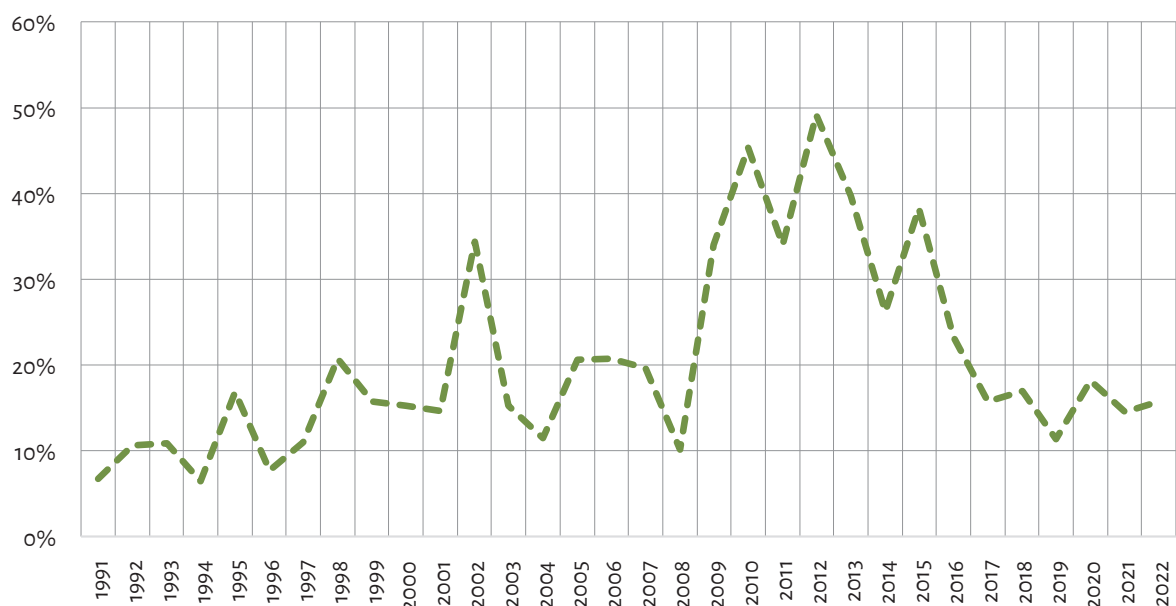
### 3. Financiamiento de las erogaciones de capital

La ejecución presupuestaria del Estado provincial de Santa Fe exhibe una tendencia de largo plazo. Ella consiste en que los recursos de capital son sensiblemente inferiores a los gastos de capital, por lo cual la fuente de financiamiento de estos proviene de ingresos corrientes apalancados en forma concomitante o diferida por deuda financiera, no financiera y/o flotante.

En el Gráfico 3 se exhibe ese comportamiento para el largo período de treinta años que va desde 1991 hasta 2021 inclusive. Sólo se ve un incremento de los recursos de capital en relación a los gastos homónimos en el período 2010-2015, alcanzando como máximo la mitad de la inversión de capital.

La continuidad de tal comportamiento se expresa, entre otras dimensiones, en el freno de la atención de gastos corrientes, en sus ajustes nominales de tenor descendiente, en su diferimiento y/o en su licuación respecto de la variación de precios internos. La tensión generada se ve periódicamente en los reclamos gremiales, en la insuficiencia de cobertura de gastos de consumo y en la demanda de atención recurrente por parte de los municipios y las comunas. A modo de ejemplo puede mencionarse que, en moneda constante, la suma de salarios, contribuciones patronales y beneficios previsionales exhiben una tendencia

**Gráfico 3.** Apalancamiento de gastos de capital (porcentaje de cobertura mediante recursos de capital), 1991-septiembre de 2022



**Fuente:** elaboración propia con datos de Cuentas de Inversión de 1991 a 2021 y 2022 hasta septiembre en [www.santafe.gov.ar](http://www.santafe.gov.ar)

descendente en los últimos años, en lo que hace a su participación sobre la totalidad de las erogaciones corrientes. Los salarios y contribuciones del año 2022 son inferiores en 14 puntos a los del año 2019, tomando como base comparativa los primeros nueve meses de cada año. Si se observa el comportamiento desde 1991, la imagen devuelve lo siguiente: la participación de salarios y contribuciones patronales sobre gastos corrientes fue de 45% promedio entre 1991 y 2019. Nunca bajó del 40%, con excepción de 2003, habiendo trepado al 49% en 2006. Desde 2020 descendió del 40% al 38%, en lo que va de 2022. En 2022 se repitió el guarismo de 2003.

Los sucesivos gobiernos de la provincia, con especial énfasis desde los años 90, influidos por el nuevo sentido común impuesto por la legislación nacional y provincial de administración financiera, responsabilidad fiscal y uso de la deuda pública, no se cuestionaron fácticamente este cuadro de situación.

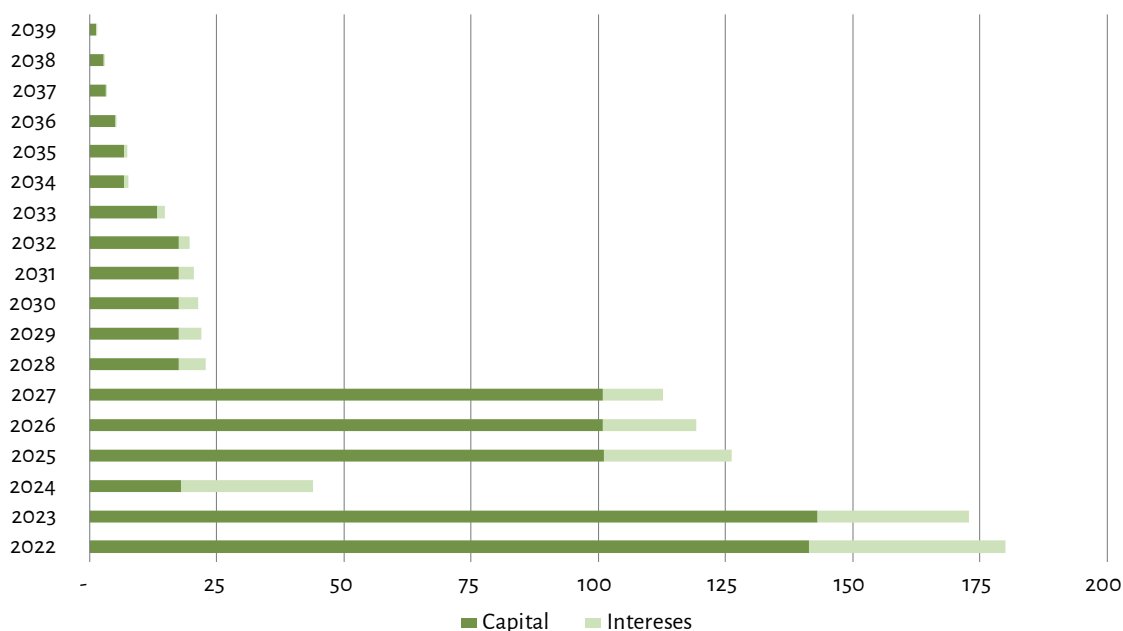
El argumento basado en las limitaciones de acceso al mercado internacional de crédito puso de relieve la ausencia de políticas nacionales respecto del uso de la capacidad de préstamo del sistema financiero doméstico. Esto se escucha tanto en las voces del gobierno como en la oposición neoconservadora. En especial, desde la creación de títulos emitidos por el Banco Central para absorber de forma remunerada

los excedentes líquidos mediante la suscripción de lebac, leliqs y nobacs, estos activos financieros pasaron a explicar proporciones elevadas de la capacidad prestable utilizada de las entidades financieras. A la fecha de emisión de este informe, el stock de títulos de corto plazo emitidos por el Banco Central en poder del sistema bancario es mayor al stock de préstamos otorgados a los sectores público, financiero y privado. El stock de estas colocaciones en pesos, equivale casi a 70 mil millones de dólares. Adicionalmente y en determinadas proporciones, son computables a los fines de la integración del efectivo mínimo en pesos. En el caso de Santa Fe, parte del resultado económico positivo ha sido aplicado para financiar la brecha negativa entre los recursos de capital y los gastos de capital.

#### 4. Sobre las fuentes de financiamiento

El Estado provincial de Santa Fe hizo uso de diferentes fuentes de financiamiento a lo largo de la serie que comienza en 1996. En buena medida, la posibilidad de elección cedió ante la disponibilidad de cada una de ellas. Entre las líneas utilizadas se destacan los títulos emitidos en moneda extranjera. Debe aclararse que el Estado santafesino no posee ingresos corrientes en monedas diferentes de la que tiene curso legal. En consecuencia, casi toda toma de

**Gráfico 4.** Cambios en el stock de deuda por tipo de acreedor (1996-2021)



**Fuente:** elaboración propia con datos de la cuenta de inversión de la provincia de Santa Fe.

deuda en moneda extranjera siempre ha requerido el acompañamiento en calidad de avalista, fiador o garante del Estado nacional. En general, las respectivas cancelaciones se hacen contra la acreencia de fondos de coparticipación.

Los siete tipos de fuentes de financiamiento utilizados en el período 1996-2021, han sido los siguientes:

- Gobierno nacional
- Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional - FFFIR
- Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial - FFDP
- Entidades bancarias y financieras
- Deuda consolidada por deudas remanentes
- Títulos Públicos en pesos y en moneda extranjera
- Organismos Internacionales de Crédito

El gráfico 4 muestra la participación -en términos de stock de capital a fin de cada año calendario- de cada una de las líneas de financiamiento utilizadas. En los primeros años de la serie, se utilizó como fuente relevante, la proveniente de entidades financieras. El sello característico a continuación tuvo como prestamistas a organismos financieros internacionales y en algunos momentos de su cancelación, accediendo al mercado de capitales mediante la emisión de títulos de la deuda pública provincial.

Evaluando la evolución de la deuda entre 1996 y 2021, se observa un cambio del perfil de acreedores. Puede explicarse por un conjunto de motivos, en casos convergentes. El año de comienzo de la serie muestra una alta participación de deuda con entidades financieras, situación que se iría diluyendo hacia adelante, hasta casi desaparecer entre 2005 y 2019. La participación de los organismos multilaterales de crédito es de carácter permanente, aunque de modo creciente en el post 2001 hasta 2015. Entre 2010 y 2015 representó casi la totalidad de la deuda financiera de la provincia de Santa Fe.

El gobierno, de manera directa, no es un prestamista relevante para el caso de la provincia de Santa Fe – como sí ocurre en otras provincias-, alcanzando un máximo de relevancia en 2004 cuando alcanzó al 9% del total. El FFFIR no superó el 2% en ningún momento. En cambio el FFDP sí fue una fuente relevante, alcanzando un máximo de 29% de la deuda total en 1998, para descender desde allí lentamente hasta anularse en 2010.

Desde 2016, la porción mayoritaria de la deuda fue instrumentada mediante la emisión de títulos ofrecidos a cualquier agente del mercado, lo sea en el momento de la suscripción o en mercados secundarios. La dependencia del humor de los mercados

financieros secundarios sube el riesgo de la administración de deuda por parte de los Estados. Someten o sujetan decisiones soberanas a los planes de administradoras de fondos especulativos, cuya capacidad de daño fue demostrada por el comportamiento de los llamados fondos butre en ocasión del canje de deuda nacional efectivizada en 2005 y 2010.

Si bien la toma de deuda debe estar acompañada por la voluntad mayoritaria de la legislatura provincial, hay diferencias en cuanto a la aplicación de los recursos obtenidos por el endeudamiento. Mientras las operaciones con organismos bi o multilaterales de crédito están asociadas a destinos específicos y auditadas con instrumentos de monitoreo, la deuda con entidades bancarias y más aún la tomada en mercados de títulos de libre circulación, permiten flexibilidades fácticas a cargo del poder ejecutivo provincial.

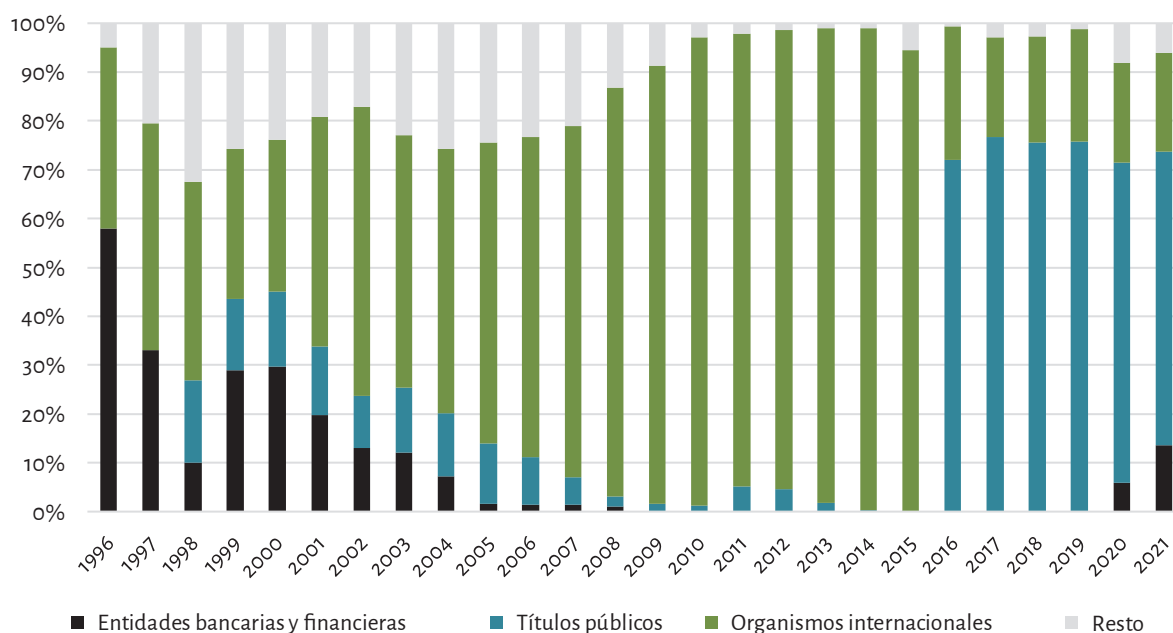
### 5. Dinámica de la recaudación de origen provincial

Santa Fe se encuentra entre las jurisdicciones subnacionales de mayor densidad en materia de actividad económica. El 20% promedio de su producto bruto geográfico -en una mirada retrospectiva de mediano plazo- está explicado por la industria manufacturera, no obstante los sucesivos períodos de crisis por los que ella atravesó el sector. Por sus puertos sale lo

principal del mayor polo cerealero-oleaginoso del país y buena parte de la producción de acero, que -en su versión de alambión y tubos- se manufactura en su territorio. La actividad algodonera en el norte santafesino experimentó un crecimiento en competencia con las regiones tradicionales del rubro, la dinámica de construcción en el plano comercial y con destino de vivienda forma parte de ese comportamiento. A pesar de tal dinámica productiva y comercial, el Estado provincial sigue teniendo como fuente principal de recursos a los provenientes del régimen de coparticipación federal de impuestos y conexos. El gráfico 5 muestra una serie desde 1998 a 2022, este último año con datos a septiembre, mostrando la proporción de los recursos de origen provincial en relación a los recursos tributarios totales, relativamente estable en torno al 40%.

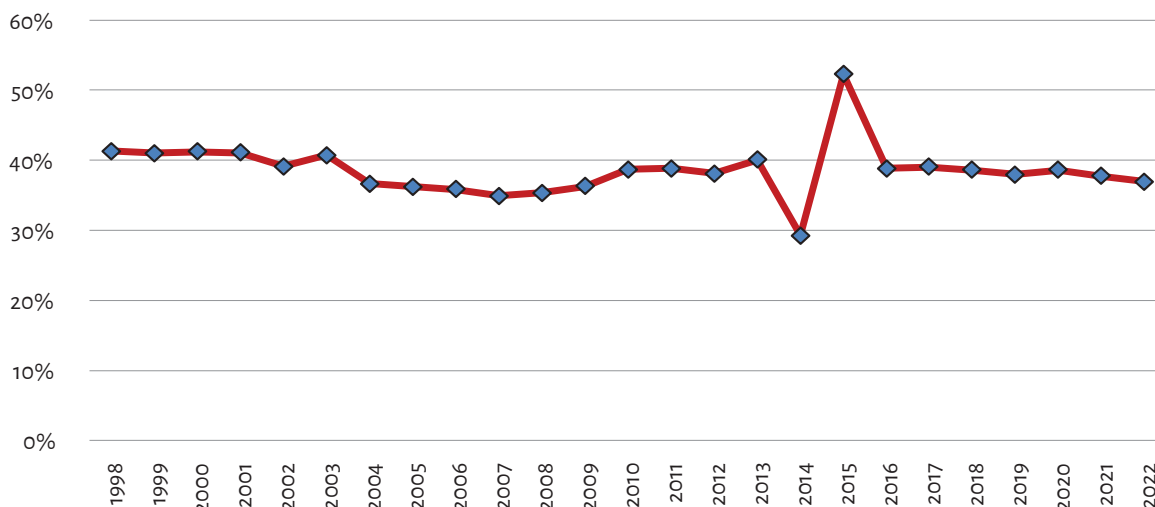
Hay un menú de explicaciones sobre tal comportamiento. Parte de ese período conservó la rémora de las exenciones practicadas a partir del llamado pacto fiscal 1993, homologado por el Decreto Nacional 14 del 06/01/1994, eximiendo a determinadas actividades el impuesto sobre los ingresos brutos e impuesto de sellos o actos jurídicos, reducción de alícuotas en ambos impuestos, entre otros. Otro factor de peso fue el proceso de desactualización post 2001 de los avalúos fiscales de los inmuebles, tanto urbanos como rurales. En este punto en especial, el caso de

**Gráfico 5.** Participación de los recursos corrientes de origen provincial en la recaudación de ingresos tributarios totales



Fuente: elaboración propia con datos de la Cuenta de inversión e informe mensual de recaudación, provincia de Santa Fe.

**Gráfico 6.** Participación del impuesto inmobiliario en la recaudación de origen provincial de Santa Fe (1998-2022)



**Fuente:** Elaboración propia con datos del informe mensual de recaudación

Santa Fe no fue aislado. En todas las jurisdicciones subnacionales se observa una tendencia a la caída de la participación del impuesto inmobiliario sobre la recaudación de origen provincial y de la CABA.

La pérdida de peso de la participación del impuesto inmobiliario en la recaudación de origen provincial se sintetiza en el Gráfico 6:

El gráfico comienza en 1998 porque la información pública disponible con anterioridad tiene algunas diferencias metodológicas en su construcción, lo cual le quita el sello de homogeneidad necesario para su comparación. La caída observada hasta 2009 (y nunca recuperada) resulta llamativa, contraintuitiva incluso, a partir de la existencia de tres elementos. El primero asociado al aumento de los precios rurales de la hectárea, el segundo a la velocidad de construcción de nuevas edificaciones con destino de casa-habitación, el tercero asentado en la expansión de condominios cerrados en zona urbana y periurbana. Los tres elementos deberían elevar la recaudación de este impuesto. La caída en la proporción que explica de la recaudación provincial, da cuenta del severo fenómeno de subvaluación fiscal, acompañada por niveles de morosidad y subdeclaración en materia de construcción.

Un elemento que afecta a las 23 provincias con excepción de la CABA, es el modo de reparto del impuesto sobre los ingresos brutos en el marco del convenio

multilateral<sup>6</sup>. Como lo recaudado se distribuye un 50% en función de lo facturado y otro 50% en función del gasto, teniendo en consideración que más del 70% de las empresas que operan en más de una jurisdicción subnacional tienen su domicilio legal y administración central en la CABA, esta jurisdicción tiene una sobre-representación en perjuicio de las 23 provincias argentinas respecto del impuesto sobre los ingresos brutos.

La subrepresentación de las 23 provincias en la distribución del impuesto sobre los ingresos brutos más la pérdida de peso del impuesto inmobiliario, se han convertido en un factor relevante para explicar el aumento de la deuda de la mayoría de las provincias argentinas. Provincias con menos recursos propios, están atadas a la participación de recursos tributarios o préstamos del Estado nacional, cuya caja tiene otro conjunto de requerimientos de uso. Las tensiones en torno al acceso a recursos recaudados por el Estado nacional inducen a las provincias a buscar vías de financiamiento en otras fuentes. Debe remarcar que esta tensión se inició al mismo tiempo que el Estado nacional delegó múltiples funciones y tareas en los Estados provinciales, de modo que se indujeron gastos mientras se disminuyeron ingresos, una ecuación imposible de resolver para cada provincia por separado.

<sup>6</sup> El convenio se puede consultar en el siguiente enlace: <https://www.ca.gov.ar/sifere>

## 6. Litigio de fondos con el Estado nacional

En un fallo del año 2015<sup>7</sup>, la Corte Suprema de Justicia de la Nación hizo lugar a un reclamo presentado por la provincia de Santa Fe respecto de los fondos de coparticipación. El conflicto nació en relación al pacto fiscal 1992, oportunidad en el que las provincias cedieron el 15% de la coparticipación federal de impuestos en el marco del programa de armonización de las cajas de jubilación provincial con ANSES. Tal reclamo fue interpuesto por vía administrativa durante la segunda gobernación que encabezó Jorge Obeid (2003-2007), luego judicializado en el mandato del gobernador Hermes Binner (2007-2011), acuerdo finalmente en proceso de cumplimiento durante la gobernación de Omar Perotti iniciada a fines de 2019. La corte suprema de justicia de la nación decretó en primer término la inconstitucionalidad del artículo 76 de la ley 26.078 que prorrogó -sin el acuerdo previo de la provincia- la detracción del 15% de la masa coparticipable con destino a la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS), establecida originalmente en el Acuerdo Federal del 12 de agosto de 1992. En segundo término, ordenó la devolución de lo detraído a la provincia de Santa Fe en el período 2006-2015.

El 17/10/2022 se publicó en el Boletín Oficial la resolución número 40, de carácter conjunto entre las Secretarías de Hacienda y de Finanzas de la Nación, dando inicio al cumplimiento del pago de la deuda con la provincia de Santa Fe. En los considerandos afirma: *Que mediante el artículo 4º del citado acuerdo, el Estado Nacional asume el compromiso de emitir títulos públicos, con la denominación y los valores nominales a entregar que allí se detallan, para cancelar el monto total de ciento cincuenta y un mil ochocientos setenta y tres millones ciento ochenta y cinco mil novecientos dos pesos con cuarenta y seis centavos (\$ 151.873.185.902,46)*. Para dimensionar ese monto, que será aplicable sólo para gastos de capital del ejercicio 2023 en adelante, puede mencionarse que las erogaciones del proyecto de presupuesto provincial prevén un monto de 293.000 millones de pesos.

En la parte resolutive de la norma se da cuenta de los títulos que el estado nacional va a emitir con el propósito de formalizar el pago de la deuda al estado san-

tafesino. En algunos casos se trata de la ampliación de títulos preexistentes, en otros específicamente creados para pagar la deuda mandatada por la corte suprema. La provincia de Santa Fe tendrá la potestad de ofrecerlos en el mercado secundario aunque es previsible que no lo haga en caso que el precio de mercado se encuentre por debajo del valor cartular de los títulos. En cambio tiene la certeza del cobro del valor de emisión para los títulos con vencimiento el 16 de diciembre de 2022. El detalle, monto y vencimiento de los títulos se sintetizan en la siguiente tabla.

**Tabla 2.** Títulos emitidos por el Estado nacional para saldar deuda con Santa Fe,

Código	Vencimiento	Monto en pesos
X16D2	16/12/2022	19.983.313.935
X21A3	21/04/2023	6.194.161.629
T2X3	13/08/2023	8.569.848.844
T2X4	26/07/2024	5.599.090.853
TX26	09/11/2026	12.391.860.621
TX28	09/11/2028	9.474.309.788
TX31	30/11/2031	45.561.955.771
<b>Total a emitir</b>		<b>107.774.541.441</b>

Fuente: Resolución conjunta N° 40. Boletín Oficial del 17/10/2022

Una parte de la deuda ya fue emitida a favor de la provincia y algo menos del 20% será destinado a municipios y comunas de la provincia.

El proyecto de presupuesto provincial 2023, dice en su artículo 53º: *Ratificase la vigencia del artículo 97 de la Ley N° 13.525. Establécese que los recursos que se perciban por encima de lo presupuestado con motivo del cobro de capital, intereses, actualizaciones o cualquier otro ajuste de capital o compensación en razón de los fallos de la Corte Suprema de Justicia de la Nación de fechas 24 de noviembre de 2015 y 7 de diciembre de 2021, neto de coparticipación a Municipios y Comunas, sólo podrán destinarse a atender gastos de capital y servicios de la deuda originados en financiamientos y/o endeudamientos asumidos para la realización de gastos de capital, por sobre los montos previstos en el Presupuesto que se aprueba mediante la presente ley.*

De este modo, el Estado santafesino podrá financiar parte de la obra pública con los recursos provenientes de la ejecución de la sentencia. Este refuerzo de

<sup>7</sup> Ver en <https://www.cij.gov.ar/nota-19095-La-Corte-proh-be-al-Estado-Nacional-reducir-los-fondos-coparticipables-de-las-provincias-y-pide-el-dictado-de-un-nuevo-r-gimen-de-coparticipaci-n-federal-tal-como-lo-ordena-la-Constituci-n.html>



fuentes volverá a abrir un escenario de conflicto, considerando que al mismo tiempo existe un reclamo de aumento de los gastos corrientes en las partidas salariales y beneficios previsionales.

## 7. El agente financiero

Es relevante considerar un elemento accesorio en materia de financiamiento de la provincia. Se trata del accionar del principal agente financiero. En Santa Fe, los sucesivos gobiernos provinciales no incorporaron luego de la crisis de 2001 en agenda, la deconstrucción de una rémora de la privatización de los años noventa. Se trata del Nuevo Banco de Santa Fe, inicialmente vendido a los hermanos Rohm, hoy propiedad del grupo Petersen. Este conglomerado societario es dueño de cuatro entidades bancarias denominado Grupo Banco San Juan, compuesto por Banco de San Juan, Banco de Santa Cruz, Banco de Entre Ríos y Nuevo Banco de Santa Fe<sup>8</sup>. Las cuatro entidades cumplen el rol de agente financiero y caja obligada de las respectivas provincias, y la estructura societaria encadena los vínculos en roles de controlantes y controladas.

Se agrega como complejidad la trama societaria del grupo Petersen. Al 30 de junio de 2022 tal como surge del sitio oficial del BCRA, el Banco de San Juan es propietario del 51% de las acciones del Banco de Santa Cruz. También es el propietario del 93,39% del capital accionario del Nuevo Banco de Santa Fe. Y el Nuevo Banco de Santa Fe es propietario del 100% de las acciones con derecho a voto del Nuevo Banco de Entre Ríos. De modo que el grupo posee a los cuatro bancos de modo interconectado entre sí. Desarmar este nudo no es tarea sencilla, aunque necesaria para recuperar poder de decisión de la banca provincial.

La particularidad que reviste esa situación es que las decisiones de uso de la capacidad prestable son de carácter privado de la entidad, a diferencia de la existente cuando el banco era propiedad del Estado provincial. Las consecuencias de la pervivencia de esta rémora son diversas.

Con datos a junio de 2022, último balance trimestral del Nuevo Banco de Santa Fe publicado en el sitio del

BCRA<sup>9</sup>, los depósitos del sector público santafesino, esto es Estado provincial, municipalidades y comunas, alcanzaron los 89.591 millones de pesos, representativos del 32% de los depósitos totales. Por el lado de las colocaciones, el 60% de su capacidad prestable fue utilizado en la compra de títulos públicos, principalmente los emitidos por el BCRA (letras y notas en pesos).

**Tabla 3.** Datos del balance del Nuevo Banco de Santa Fe al 30/06/2022, en millones de pesos

Colocación	Millones de \$	Participación
Títulos públicos	166.279	60%
Operaciones de pase	4.868	2%
Otros activos financieros	9.827	4%
Préstamos	95.483	35%
<b>Total</b>	<b>276.457</b>	<b>100%</b>

Depósitos	Millones de \$	Participación
Sector Público	89.591	32%
Sector Financiero	20	0%
Sector Privado	189.416	68%
<b>Total</b>	<b>279.027</b>	<b>100%</b>

Fuente: elaboración propia con datos del BCRA

Ese universo de colocaciones en títulos de 166.279 millones de pesos le da seguridad plena de colocación, con buenos rendimientos, sin riesgo de incobrabilidad y con un costo operativo despreciable. De modo que se trata de un negocio asegurado. Siendo el agente financiero, podría jugar un papel relevante en el financiamiento del desarrollo de la economía provincial, lo sea en líneas de crédito para municipios y comunas hasta el límite que regula el BCRA y la ley de administración financiera, o para el sector privado con inserción regional. Sin embargo -a fines de junio de 2022- del total de préstamos, algo menos del 10% estaba colocado en el sector público no financiero (provincia, municipios y comunas).

Es decir, el agente financiero de la provincia usa mayoritariamente su capacidad prestable como encaje remunerado o financiando del Estado nacio-

<sup>8</sup> Información disponible en la página oficial del Banco <https://www.bancosantafe.com.ar/institucional> Según su propia presentación, alcanzan al 96% de quienes habitan la provincia.

<sup>9</sup> Ver en [https://www.bcra.gob.ar/SistemasFinancierosYdePagos/Entidades\\_financieras.asp](https://www.bcra.gob.ar/SistemasFinancierosYdePagos/Entidades_financieras.asp)

nal, derivando así recursos valiosos para el desarrollo regional hacia funciones de estabilización monetaria correspondientes a otro nivel del Estado.

## 8. Perfil de vencimientos de la deuda financiera pública

Tal como surge de la información precedente, el peso de la deuda en relación a magnitudes como el producto bruto geográfico, no permite ser interpretado como un condicionante para el desarrollo de políticas autónomas a cargo del gobierno provincial. En los ejercicios 2022 y 2023 vence el 42% de la deuda, en el período de gobierno 2024-2027 el 46%, quedando vencimientos equivalentes al 12% de los compromisos desde 2028 a 2039. La mitad de ese 12% corresponde al período 2031-2039. Una provincia como Córdoba, registraba una deuda a fines de 2021 casi tres veces superior a la de Santa Fe<sup>10</sup>.

El Gráfico 7 muestra el calendario de vencimientos de la deuda en moneda extranjera, computados desde diciembre de 2021. Incluye las obligaciones de capital y de intereses.

Tal como se expresó más arriba, el problema principal de la deuda pública provincial es su denominación en monedas diferentes de la que tiene curso legal en el país. El factor que puede transformar en problemática la atención de la deuda en moneda extranjera es la devaluación de nuestra moneda a ritmo superior que la marcha de los precios internos, el nivel de actividad económica y su traducción en recursos de origen provincial o nacional. Santa Fe, como cualquier jurisdicción subnacional, no tiene control sobre la política cambiaria de la Argentina, de modo que queda sujeta a determinaciones externas a su control.

### A modo de síntesis

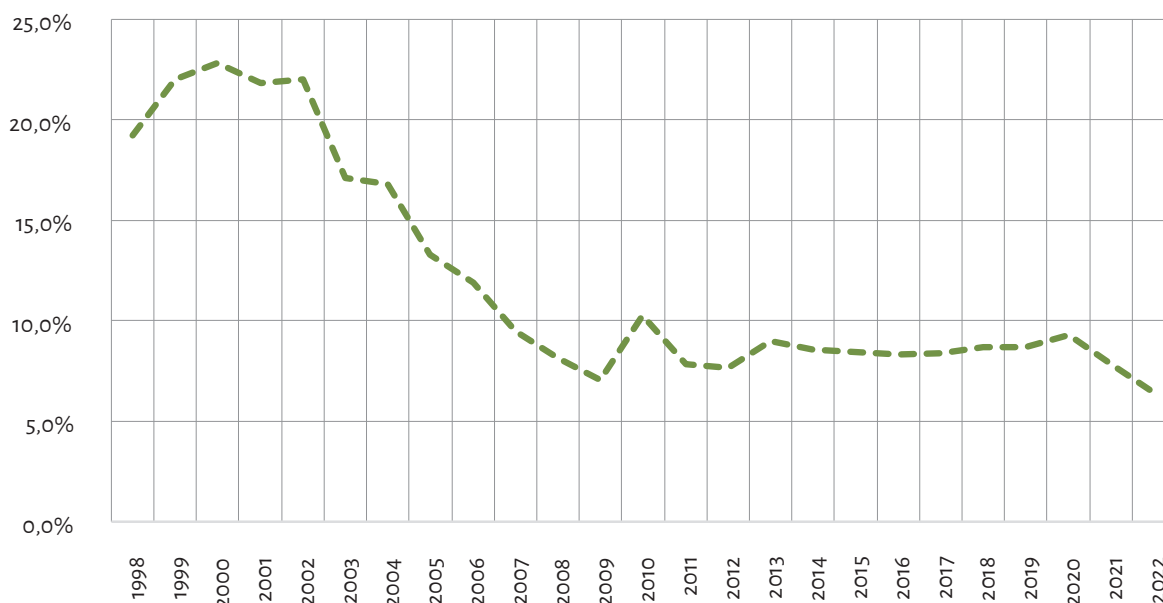
1. La toma de deuda por parte de los estados subnacionales constituye un recurso legítimo tanto para abordar situaciones emergentes como para la financiación del desarrollo. Las restricciones contenidas en las normas nacionales y provinciales de administración financiera naci-

das en los años noventa, referidas a la toma de deuda, se fundan en conceptos de política fiscal que se hace necesario revisar porque están asentadas en los principios rectores del llamado consenso de Washington. A su vez y dada la centralidad que adquirió, desde 1976 en adelante, el rol protagónico de la deuda en el menú de opciones del gobierno nacional y subnacionales, en escenarios de ausencia regulatoria en cuestiones sensibles, entendemos pertinente la creación legislativa de un Código de fondo sobre deuda, una herramienta que ofrezca posibilidades y a la vez proteja de vulnerabilidades no sólo a la administración estatal sino a todo el tejido de la sociedad civil.

2. El Estado provincial de Santa Fe tenía a finales de diciembre de 2021 una deuda pública financiera reducida respecto del tamaño de su presupuesto y del producto bruto geográfico. En este sentido, se encuentra en una situación cuantitativamente sustentable, aunque los vencimientos considerados en 2022 se concentren en el corto plazo y mayoritariamente esté expuesta a riesgos cambiarios.
3. La búsqueda de alternativas de endeudamiento en moneda local permitiría disipar los riesgos de la toma de deuda en moneda extranjera, aunque se trate de operaciones atadas a la marcha de los precios internos, uno de los espejos de la recaudación.
4. El bajo nivel de endeudamiento está explicado por la performance en materia de recaudación y por el uso de recursos corrientes para el financiamiento de los gastos de capital, lo cual ha derivado en un persistente atraso en la atención de otras partidas del gasto corriente tales como salarios, beneficios previsionales y gastos de consumo básicos. Además de la reducción del peso de determinadas partidas corrientes en términos reales, el Estado provincial recurre de manera persistente a fuentes de financiamiento basadas en atrasos, lo cual compone un cuadro de situación donde el financiamiento está implícitamente a cargo de trabajadores/as y beneficiarios previsionales del sector público, así como de diversos proveedores, todo sujeto a tasa de interés igual a cero.

<sup>10</sup> Respecto de la provincia de Córdoba, ver el capítulo de Pablo Díaz Almada en este libro.

**Gráfico 7.** Obligaciones a pagar expresadas en millones de dólares



**Fuente:** elaboración propia con datos de la Cuenta de inversión 2021, provincia de Santa Fe

5. El regreso de un banco estatal que sea agente financiero y caja obligada del estado provincial, permitiría recuperar la autonomía en el diseño de políticas de financiamiento del desarrollo con fuentes financieras en pesos.
6. Resulta significativo señalar el deterioro de la recaudación de recursos de origen provincial. El atraso en el avalúo fiscal derivado de la suspensión del uso del coeficiente de convergencia y otras medidas, requieren de una revisión tal que permita recuperar parte de la capacidad de recaudación del impuesto inmobiliario y en forma derivada del impuesto nacional sobre los bienes personales. Incluso permitiría -bajo un criterio de neutralidad fiscal- construir incentivos para actividades económicas de interés estratégico, reduciendo la alícuota del impuesto sobre los ingresos brutos.
7. A la vez, una renovada discusión entre las veinticuatro jurisdicciones subnacionales respecto del reparto del impuesto sobre los ingresos brutos, se torna impostergable por la sobrerrepresentación que posee CABA en la materia, fruto de la vigencia del artículo 2º del Convenio Multilateral.<sup>11</sup>
8. El cumplimiento del fallo de la Corte Suprema de Justicia de la nación le permitirá a la provincia contar con una fuente extraordinaria de financiamiento de la obra pública, incluso coparticipando a municipios y comunas. Ello permitiría discutir el uso del resultado económico positivo para reforzar diferentes partidas del gasto corriente.

**Referencias**

Agosto, W. (2016). “Los desafíos de las deudas provinciales. Documento de políticas públicas. Evolución de la deuda pública subnacional 2004-2015”. Buenos Aires: CIPPEC. Consultado el 28/11/2022 en <https://www.cippec.org/publicacion/los-desafios-de-las-deudas-provinciales/>

CEPAL (2016). *El endeudamiento de los gobiernos subnacionales en América Latina Evolución, institucionalidad y desafíos*. Santiago de Chile: CEPAL. Consultado el 10/11/2022 en [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/41007/1/S1700020\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/41007/1/S1700020_es.pdf)

<sup>11</sup> <https://www.ca.gov.ar/2016-03-21-17-33-41?showall=1>

FIDE (2020). “Deudas provinciales: el “lado B” de la reestructuración nacional”. *Revista Fide, Coyuntura y Desarrollo*, n° 393, 27 de abril de 2020.

Letcher, H. y Strada, J. (2019). *Endeudamiento provincial, el fenómeno silencioso. Análisis de la incidencia de la deuda sobre la recaudación provincial en el período 2004-2015*. Buenos Aires: Centro de Economía Política Argentina. Recuperado el 24/07/2022, de <https://centrocepa.com.ar/informes/235-endeudamiento-provincial-el-fenomeno-silencioso-analisis-de-la-incidencia-de-la-deuda-sobre-la-recaudacion-provincial-en-el-periodo-2004->

# Breve historia de la deuda pública de Mendoza desde 1992 hasta el 2021

Lautaro Breitman Pacheco, Gabriel Olmedo Sosa, Mariana Iza\*

*Y es que de lejos oigo gritar,  
Voces de acento extranjero,  
Que hablan de guerra  
Y que hay que pagar  
La deuda externa primero.<sup>1</sup>*

En el presente capítulo abordaremos la evolución de la deuda pública de la provincia de Mendoza en los últimos 30 años. Para ello, la compararemos con la evolución de la deuda del resto de las provincias y con los resultados de sus finanzas públicas. Veremos que las transformaciones que ha sufrido Mendoza en la materia tienen estrecha relación con las tendencias generales del resto de las provincias, y que en conjunto pueden dividirse en tres grandes momentos desde la década del noventa hasta la actualidad. Posteriormente, profundizaremos sobre algunos aspectos centrales en cada uno de esos tres momentos.

## 1. Los momentos de las deudas provinciales

Al analizar la evolución de las deudas provinciales podemos identificar tres períodos: un gran endeudamiento durante los años noventa y hasta la crisis de 2001-2002, un período de relativo desendeudamiento entre 2003 y 2015, y el retorno a un ciclo de endeudamiento acelerado a partir de 2015<sup>2</sup>. En el Gráfico 1.1 podemos observar la evolución del stock de deuda sobre el producto tanto de Mendoza como del resto de las provincias. Asimismo, vemos los vaivenes que han sufrido las cuentas públicas, reflejado en el

resultado de la Administración Pública No Financiera (APNF) sobre las erogaciones totales<sup>3</sup>.

En primer lugar, podemos apreciar que el conjunto de las jurisdicciones incrementó fuertemente sus deudas hasta 2002, y que este proceso fue acompañado por un sistemático déficit en las cuentas públicas. En el año 2002 el peso de las deudas sobre la economía creció abismalmente, tanto debido a la contracción económica producto de la crisis como al elevado porcentaje de deuda en moneda extranjera que vio drásticamente aumentado su valor debido a la mega-devaluación.

En segundo lugar, a partir del año 2003 apreciamos una caída de la deuda sobre el producto bruto acompañada de superávits recurrentes hasta 2008, seguido de un retorno a los déficits pero con una tendencia continua al desendeudamiento hasta 2014-2015. Finalmente, advertimos un nuevo ciclo de endeudamiento acelerado a partir de 2016 para alcanzar un amesetamiento y caída en 2021. Cabe destacar que durante todo el período el endeudamiento de Mendoza se sitúa por encima del promedio del resto de las provincias. En los siguientes apartados iremos profundizando en las características de cada uno de estos tres momentos<sup>4</sup>.

\* Centro de Investigaciones en Economía Crítica (CIEC) – Mendoza.

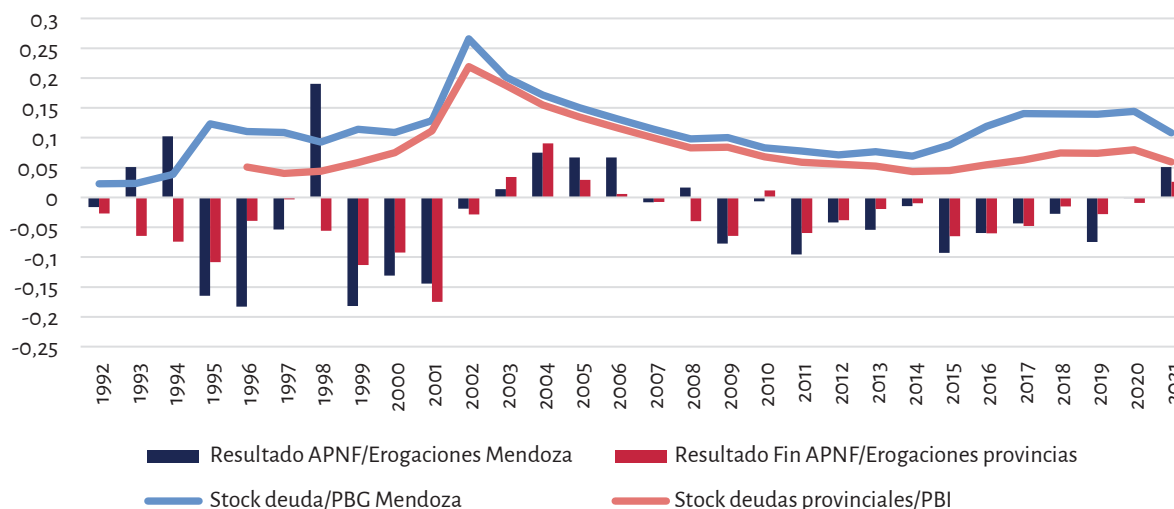
<sup>1</sup> Letra de la canción “Fruta Amarga”, de Karamelo Santo.

<sup>2</sup> Respecto de la dinámica de la deuda de las provincias, ver capítulo de José Morales en este libro.

<sup>3</sup> El hecho de analizar las deudas subnacionales junto al déficit o superávit fiscal de las jurisdicciones no implica afirmar que la toma de deuda pública se da solo “por necesidad de recursos”. Para un gobierno endeudarse genera un ingreso de recursos a la par que un desplazamiento de los problemas de repago hacia adelante, por lo que en términos generales existe un incentivo a tomar deudas y descargar en gestiones venideras los costos. Pero además, y tal como podrá observarse en este y otros capítulos del presente libro, el endeudamiento público se vincula estrechamente al modelo de desarrollo vigente en cada período. La inclusión de esta variable a lo largo del análisis se vincula a que el déficit sistemático genera una falta de recursos que “empuja” a los estados a tomar deuda para poder financiarse, particularmente a los estados subnacionales que cuentan con menores márgenes de acción en política económica que el Gobierno Nacional.

<sup>4</sup> Respecto de los ciclos de endeudamiento a nivel nacional, ver capítulo

**Gráfico 1.** Evolución de la relación entre Stock de deuda y Producto Bruto y entre Resultado Financiero y Erogaciones Totales. Mendoza y provincias argentinas 1992-2021.



Nota: el gráfico muestra los datos de stock de deuda para el conjunto de las provincias a partir del año 1996 porque son los datos públicos disponibles. Dato del PBG de Mendoza del año 2021 provisorio.

Fuente: elaboración propia en base a la Dirección Nacional de Asuntos Provinciales del Ministerio de Economía de la Nación, Dirección de Estadísticas e Investigaciones Económicas de Mendoza, y pedido de información pública al Ministerio de Hacienda de la Provincia de Mendoza.

## 2. La década del noventa y el auge del endeudamiento

### 2.1. Valorización financiera y déficit estructural

El primer período bajo análisis comienza con los inicios de la convertibilidad y finaliza con la crisis económica, social y política más severa de la Argentina contemporánea. El modelo de desarrollo del país se basó en la valorización financiera, donde el endeudamiento externo y la fuga de capitales jugaron un papel crucial (Manzanelli P., Barrera, Wainer, & Bona, 2015; Manzanelli & Barrera, 2018).

Asimismo, en este período se realizó un drástico cambio en las obligaciones de cada nivel del Estado en cuanto a la garantía de derechos básicos. Durante la dictadura cívico-militar de 1976-1983 primero, y durante el menemismo después, se transfirieron a las provincias las responsabilidades de la salud y la educación no universitaria<sup>5</sup>. Sin embargo, dichas

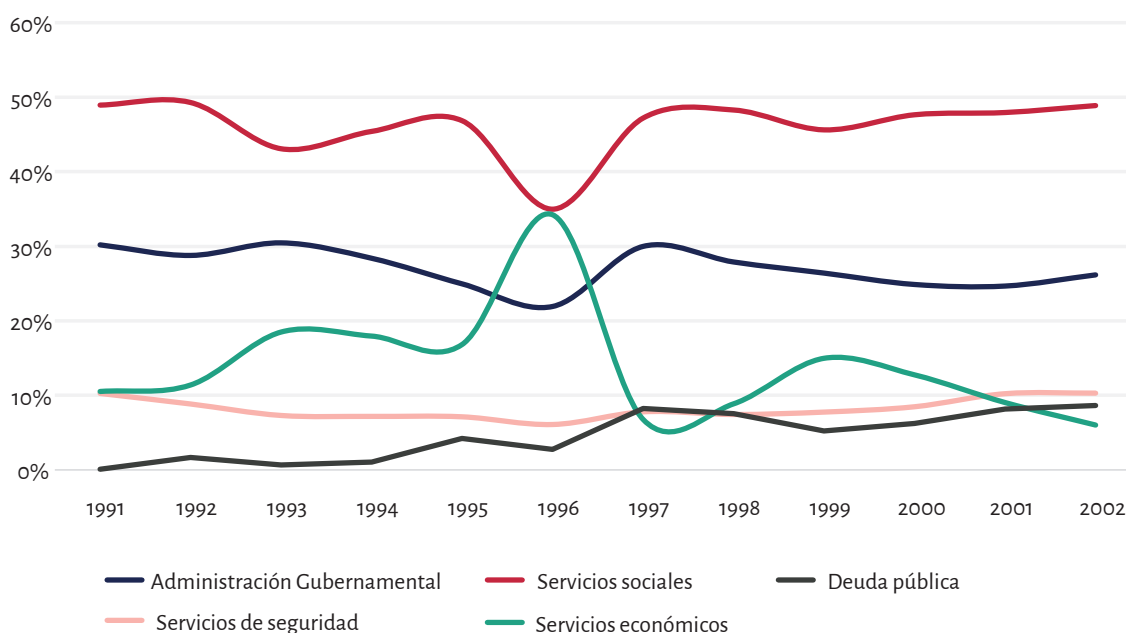
transferencias no fueron acompañadas de los recursos necesarios para afrontarlas, dando lugar a lo que Iza et al (2021) denominan “Déficit estructural” de las provincias. En el Gráfico 1 podemos observar el sistemático déficit de estas jurisdicciones y el incremento de sus deudas sobre el producto bruto.

Al analizar la evolución de las erogaciones de Mendoza según finalidad y función en este período, vemos que la participación de los servicios sociales se vio fuertemente disminuida ante el incremento de lo destinado a servicios económicos. Particularmente, en 1996 cayeron alrededor de un 20% en su participación en el presupuesto producto de lo destinado a servicios económicos, que como veremos en el acápite siguiente ese año estuvieron asociados a los procesos privatizadores. También podemos observar que los intereses y gastos de la deuda pasaron de ser prácticamente insignificantes en el presupuesto provincial a principios de la década a explicar casi el 10% de las erogaciones en 2002 —equiparando los gastos en seguridad y superando los servicios económicos—.

de Francisco Cantamutto en este libro.

<sup>5</sup> Las actividades transferidas a las provincias se vinculan estrechamente con áreas clave para la “sostenibilidad de la vida” (Carrasco, 2017; Pérez Orozco, 2014), y las mismas son cubiertas principalmente por mujeres tanto en el ámbito doméstico (como muestran las Encuestas de Uso del Tiempo del INDEC) como en el ámbito del mercado de trabajo (alrededor del 75% de las personas ocupadas en educación y salud según la Encuesta Permanente de Hogares de 2019). Consecuentemente, cabe destacar el sesgo regresivo en términos de género de dicho déficit estructural en tanto empuja a las provincias a endeudarse y, paralela o posteriormente, a realizar recortes presupuestarios sobre estas áreas para “equilibrar” sus finanzas. Ello impacta tanto sobre los ingresos de las trabajadoras de esos sectores como sobre el conjunto de la población feminizada que ve incrementada su carga de tareas domésticas cuando la cobertura estatal disminuye su calidad o directamente deja de prestarse por falta de recursos.

**Gráfico 2.** Erogaciones por finalidad y función de la provincia de Mendoza (1991-2002)



**Fuente:** elaboración propia en base a Dirección Nacional de Asuntos Provinciales.

## 2.2. Privatizaciones y endeudamiento de Mendoza

Además de consolidar el “Déficit estructural” durante la década del noventa, en este período el modelo se apoyó fuertemente en la privatización de las empresas estatales tanto a nivel nacional como provincial. Como podemos observar en el Gráfico 3, en 1995 el stock de deuda pública de la provincia dio un salto del 217% respecto al año anterior, y los niveles alcanzados ese año no se pudieron reducir en las siguientes décadas.

La explicación de este incremento está asociada a la privatización de la banca pública de la provincia. Hasta el momento Mendoza contaba con dos bancos públicos, el Banco de Previsión Social y el Banco de Mendoza, que en conjunto llegaron a concentrar el 75% de todos los depósitos de la provincia y poseía alrededor de 80 sucursales (Lafalla, 2010). Sin embargo, de ser dos empresas estratégicas para el desarrollo provincial pasaron a canalizar la mayor parte de la deuda pública. Las causas de ello se encuentran en el desvío y malversación de fondos de dichos organismos, en el impulso nacional hacia la privatización de las bancas públicas del período y en la crisis del denominado “Efecto Tequila”.

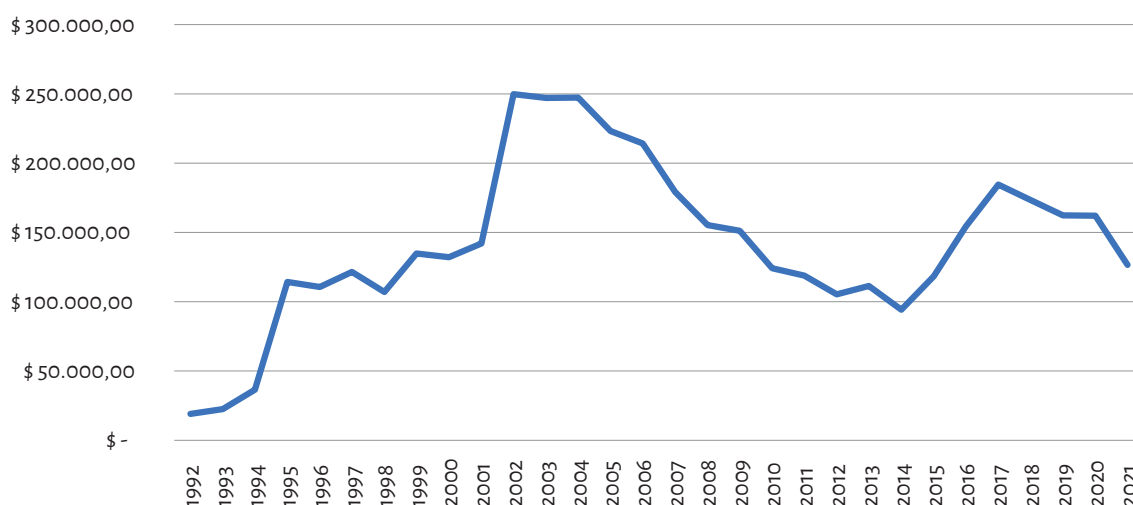
Durante fines de la década del ochenta y principios de la del noventa, el Banco de Mendoza otorgó numerosos préstamos a particulares sin exigir las

garantías correspondientes, ocasionando un grave perjuicio a la institución que incrementó abismalmente su nómina de deudores morosos e incobrables. Ello fue realizado tanto mediante desembolsos directos de dinero como con la emisión masiva de tarjetas de créditos, y entre los principales deudores se encontraban importantes empresarios y políticos locales (Pavese, 1996).

La devaluación mexicana de 1994, que desencadenó el llamado “Efecto Tequila”, produjo una fuerte recesión y crisis en el sistema financiero de la Argentina y de Mendoza. El temor a una devaluación local o incautación de fondos ocasionó una crisis de confianza. “[A] esta situación contribuyó que desde el Ministerio de Economía de la Nación se publicara a fines de 1994 una lista con las entidades financieras confiables y no se incluyera en la misma a la gran mayoría de los bancos provinciales” (Consejo Empresario Mendocino, 2000, pág. 100), fortaleciendo las declaradas intenciones del gobierno nacional de liquidar las bancas públicas provinciales.

Este escenario de colapso y ausencia de respaldo institucional generó que en 1995 los ahorristas decidieran retirar sus depósitos de forma masiva, ante lo que el gobierno decidió realizar un salvataje. Para poder pagarles a los ahorristas (deuda indirecta), la provincia tuvo que pedir créditos (deuda directa).

**Gráfico 3.** Stock de deuda de la provincia de Mendoza, en pesos constantes de 2021 (1992-2021)



**Fuente:** elaboración propia en base a Dirección Nacional de Asuntos Provinciales, IPC 9 provincias, INDEC y pedidos de información pública.

Según el Consejo Empresario Mendocino (CEM) el monto a respaldar alcanzó la suma de \$527 millones de pesos (2000). Los principales créditos tomados fueron con el Banco Central por \$270 millones y del Banco Nación por \$150 millones.

Asimismo, el 22 de noviembre de 1995 se hizo el lanzamiento formal de la licitación para la privatización de los bancos. Como los mismos tenían un patrimonio neto negativo de \$234 millones, el Gobierno solicitó un préstamo al Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP)<sup>6</sup> de \$260 millones para cancelar parte de las deudas con el Banco Central y Banco Nación descriptas en el párrafo anterior, y así poder vender los bancos provinciales con un patrimonio positivo de \$26 millones (Consejo Empresario Mendocino, 1998).

Para llevar a cabo la privatización el Gobierno también creó el “Ente Residual” en 1995. Este instrumento sirvió para transferir al sector público no financiero activos y pasivos de los bancos oficiales por un monto de \$940 millones de pesos/dólares. Dicho monto equivalía casi al presupuesto provincial de un año (Lafalla, pág. 98). Sin embargo,

gran parte de los activos que se incorporaron eran deudores incobrables, por lo que en realidad lo que la provincia adquirió fue una deuda de aproximadamente \$900 millones de pesos/dólares. Para noviembre de 2021, un cuarto de siglo después, se habían cobrado solamente \$370 millones de pesos de dichos “activos”, y gran parte de ello luego de la megadevaluación de 2002, con lo cual el valor en dólares debe contabilizarse muy por debajo de tal cifra (Bustelo, 2021; Ministerio de Hacienda de Mendoza). Asimismo, para poder financiar parte de los pasivos absorbidos el Gobierno provincial emitió el Bono Aconcagua en 1997 por 250 millones de dólares y a una tasa anual del 10%. Dicho Bono fue renegociado en el 2004 y devino en el Bono Mendoza 2018, que se canceló en septiembre de ese año<sup>7</sup>.

Resta destacar que en 1996 se adjudicó el 100% de las acciones de los bancos al consorcio Magna, conformado por la Mercantil Andina, Inversora CTC, Stradella Inversora, Industrias Matas, Metro inversora, La Colina S.A., Cooperativa Eléctrica Tomás Godoy Cruz, Diario Los Andes Hnos., Cuyo Televisión, Pérez Cuesta y Grupo Uno., y al Banco República, propiedad de Raúl Moneta. Este grupo vació y quebró las entidades, que cerraron definitivamente en 1999 y dieron

<sup>6</sup> El Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial, programa destinado a promover el desarrollo económico de las provincias, en 1999 estaba principalmente relacionado con la asistencia a aquellas jurisdicciones que decidieron privatizar sus bancos y necesitaron apoyo financiero para lograrlo. (Álvarez, Manes, Paredes, & Ivani, 2011).

<sup>7</sup> Para más detalles sobre este bono, puede consultarse <https://www.mendoza.gov.ar/prensa/fin-a-una-deuda-historica-mendoza-cancela-el-bono-aconcagua/>



lugar a diversos procesamientos hasta que la causa prescribió en 2017 (Lafalla, 2010; Unidiversidad, 2017; La Nación, 1996).

### 2.3. Reflexiones del apartado

Durante la década de los noventa se profundizaron las políticas que se habían comenzado a aplicar durante la última dictadura cívico-militar. En lo que refiere al análisis de las deudas provinciales en general y de Mendoza en particular, podemos destacar que se consolidó el déficit estructural subnacional, al traspasar educación y salud sin los fondos correspondientes, y el impulso a la liquidación de activos estatales. Respecto a los traspasos, vimos que al desfinanciar a las provincias las obligó a endeudarse y/o realizar recortes presupuestarios en áreas clave para la sostenibilidad de la vida, recayendo los costos principalmente sobre las mujeres.

En cuanto a las privatizaciones, la liquidación de los bancos públicos en Mendoza tuvo un cariz particular al implicar no sólo deshacerse de resortes claves para el desarrollo provincial sino también un fuerte aumento de la deuda pública. Al finalizar la década el stock de deuda provincial ascendía a más de \$1.000 millones, explicándose tres cuartas partes de la misma por el proceso de salvataje y privatización de los bancos (Consejo Empresario Mendocino, 2000). Así, podríamos afirmar que una parte sustancial de la deuda pública de Mendoza surgió de la mano de una enorme transferencia de recursos públicos hacia un pequeño grupo de empresarios locales, y las condiciones estructurales de la provincia impidieron cancelarla en las décadas siguientes.

En los últimos años de este período puede observarse la incidencia de la crisis de la Convertibilidad. La megadevaluación del 2002 implicó que las deudas provinciales se duplicaran en términos de su participación en el Producto Bruto Interno (PBI), pasando de representar el 11,2% al 21,9%, y en Mendoza se produjo una variación muy similar pasando del 12,9% al 26,6% del tamaño del Producto Bruto Geográfico (PBG). Esto se debió a que una parte relevante de las deudas estaban denominadas en moneda extranjera, con lo cual vieron incrementado su valor en pesos además de pesar más sobre un producto empequeñecido por la crisis. Asimismo, los problemas de pago de las provincias se convirtieron en algo recu-

rrente que, como veremos en el apartado siguiente, pudo ser sorteado a partir de la importante absorción de deudas que llevó adelante el Gobierno nacional mediante canjes coordinados<sup>8</sup>.

## 3. El Período Federal de Desendeudamiento. 2002-2015

### 3.1. Contextualización de principales variables económicas

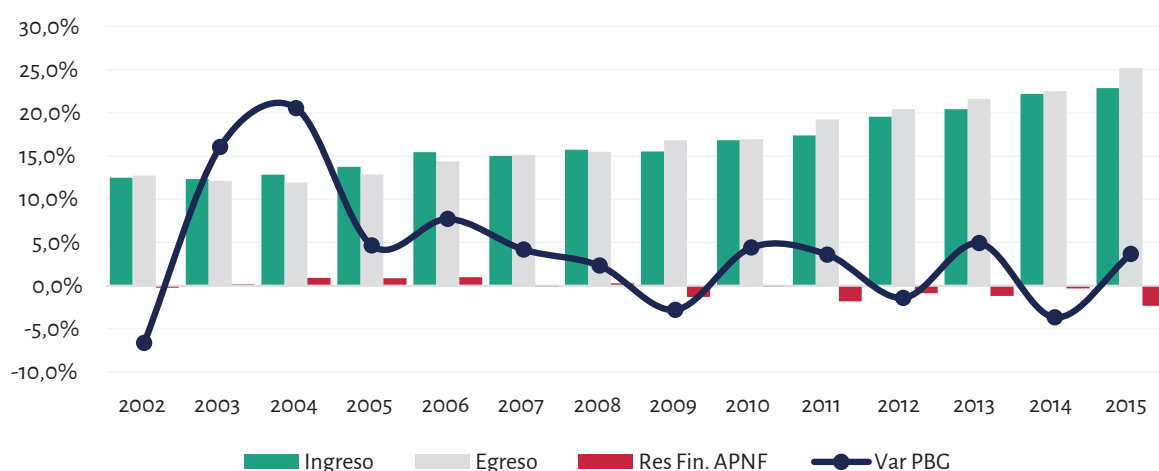
A partir del año 2002 nos encontramos con un panorama diferente al analizado en el apartado anterior. Argentina comienza un sendero de recomposición productiva y de crecimiento acelerado de la economía producto de, entre otros factores:

- El quiebre de la convertibilidad y el cambio de políticas económicas (devaluación, pesificación asimétrica de deudas y créditos, *default* parcial de la deuda, congelamiento y pesificación de tarifas, aplicación de retenciones, entre otras).
- La importante cantidad de trabajadores desempleados y la cuantiosa capacidad ociosa generada por la crisis que, ante un cambio de escenario y un estímulo correcto, sentaban la base para una importante recuperación económica.
- El ingreso de China a la Organización Mundial del Comercio a fines del 2001 que provocó el incremento exponencial de precios de las commodities mundiales entre los cuales se encuentran productos de exportación argentina tales como la soja, el maíz y el trigo (Kulfas, 2016).

El fenómeno nacional tuvo su correlato en la Provincia de Mendoza. El PBG creció un 16% en el año 2003, restableciendo el nivel de actividad a los niveles del año 2000. Luego, entre 2004 y 2011 el PBG creció un 52% más, mostrando una caída solamente en el año 2009. Este crecimiento fue acompañado por una mayor participación del Estado en la economía, no solamente en términos reales (por encima de la inflación), sino que participaba de una porción cada vez mayor de un PBG cada vez más grande. Mientras que en el 2003 los

<sup>8</sup> Para el estudio comparado de las reestructuraciones a nivel de provincias, ver capítulo de Alejandro Manzo en este libro. Sobre la posibilidad de un marco común, ver capítulo de Kunibert Raffer.

**Gráfico 4.** Evolución de Ingresos, Egresos, Resultado Financiero como proporción del PGB y variación del PGB de Mendoza (2002-2015)



Fuente: elaboración propia en base a DNAP y DEIE.

egresos provinciales representaban el 12,2% del PGB, en el 2011 representaban el 19,2% del mismo.

A partir del año 2012 el escenario de crecimiento muta a un estado de estancamiento. Entre 2015 y 2012 el PGB se incrementó solamente un 3,3%, mientras que el incremento poblacional podemos estimarlo en el orden del 5%. Sin embargo, la participación del Estado continuó aumentando, llegando a representar el 25,2% en el año 2015.

Respecto a la relación entre los ingresos y egresos totales provinciales nos encontramos con que la provincia mostró un superávit financiero entre 2003-2008 (con la excepción de un leve déficit en el año 2007) para pasar a un déficit constante entre el período 2009-2015. El superávit fiscal del primer período responde tanto a la marcada recuperación económica del período como al incremento de la presión tributaria. Mientras que en el 2002 los ingresos

representaban un 12,5% del PGB, en el 2008 representaron un 15,7% del PGB. Al conjugar este incremento con el del crecimiento económico del período obtenemos que los ingresos aumentaron un 112% en términos reales. Por otro lado, las erogaciones también crecieron en su participación en el PGB, pero a un ritmo más lento, pasando del 12,7% del 2002 al 15,5% en el 2008. Si descontamos el efecto inflacionario, las erogaciones en el período crecieron un 105% y, dentro de las mismas, los salarios lo hicieron en un 99%. De modo que los ingresos aumentaron más que los egresos en términos reales. Una gran parte del atraso de los egresos se explica por la menor recuperación de los salarios, lo cual implica una situación de particular daño sobre los y las trabajadoras del sector público provincial –considerando que se venía de una crisis severa-.

En el año 2009 se produce el quiebre del constante crecimiento económico conseguido durante el período

**Tabla 1.** Incremento de los ingresos egresos y salario públicos de la provincia de Mendoza (2003-2008)

Conceptos	Valor en proporción al PGB			Incremento en Términos Reales
	2002	2008	Var p.p.	
Ingresos	12,5%	15,7%	3,2%	112%
Egresos	12,7%	15,5%	2,8%	105%
Salarios	6,5%	7,7%	1,2%	99%

Fuente: elaboración propia en base a DNAP y DEIE.

2003-2008. Este fenómeno también se produce a nivel nacional y responde principalmente a la crisis internacional y al conflicto interno con sectores agropecuarios vinculado con la Resolución 125. Luego, en el año 2010 existe una recuperación económica y entre 2011 y 2015 comienza un ciclo donde se alterna un incremento del PBG en los años impares (vinculados con períodos electorales) y una caída en los años pares.

La recesión del 2009 trajo aparejado un déficit en las cuentas provinciales que no se revirtió en los posteriores años de crecimiento. Durante el resto del período los egresos serán superiores a los ingresos. Esto se debe a que, si bien ambos conceptos siguen incrementándose tanto respecto del PBG como en términos reales, en este período los egresos aumentan por encima de los ingresos, siendo el incremento en salario superior al de la media de las erogaciones. En la Tabla 2 podemos ver cómo en el período 2009-2015 los incrementos en términos reales son inferiores a los de la etapa 2003-2008, pero superiores en relación al PBG. En este subperíodo, los salarios se recuperan en términos relativos, empujando el gasto por encima de los ingresos.

Si observamos la media salarial mensual abonada por la provincia, podemos apreciar que los valores recuperaron lo perdido en 2002 a partir del año 2006. Así, vemos que en 2001 la inversión mensual equivalía a 112.800 pesos de diciembre de 2021, en 2002 cayó a \$76.000, en 2006 a \$121.200 y en 2015 alcanzó los \$156.800. Como veremos más adelante, la inversión salarial cayó en los años siguientes hasta alcanzar una media de \$113.900 en 2020, siempre comparando en pesos de diciembre 2021 (DNAP). Resta aclarar que estos valores refieren a la Administración Central y los Organismos Descentralizados e

incluyen toda la planta estatal permanente y temporal, es decir, tanto a trabajadores de escalafones más bajos como a funcionarios de alto nivel.

### 3.2. El comportamiento de la deuda provincial

Por lo visto anteriormente es de esperarse una caída del endeudamiento durante el período 2003-2008, tanto en términos reales como en relación al PBG por la combinación del superávit fiscal con crecimiento económico. Lo que no esperaríamos *a priori* es que el desendeudamiento continuara en la etapa de déficit fiscal con estancamiento económico del período 2009-2014. En el Gráfico 5 podemos ver cómo disminuye la participación del stock de deuda provincial en relación al PBG prácticamente durante todo el período 2002-2014, siendo el año 2014 el de menor ratio (6,9%).

Como veremos en los siguientes apartados, esta anomalía financiera es producto de una política pública nacional que tuvo como objetivo el desendeudamiento de todos los estamentos del Estado, de un proceso de apreciación del peso argentino y de la manipulación de datos del Índice de Precios al Consumidor (IPC) medido por el Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (INDEC). Luego, en 2015 existe un quiebre en la tendencia de desendeudamiento motorizado por la devaluación de diciembre de ese año y por el fuerte incremento del déficit fiscal.

#### 3.2.1. Canje de Deudas Provinciales. Período 2002/2004

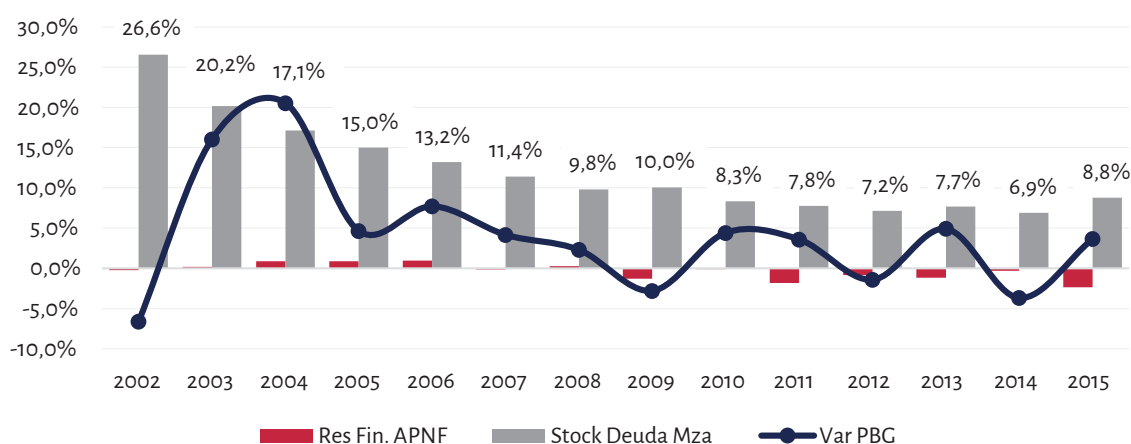
La política de desendeudamiento provincial comenzó con el proceso de reestructuración de deuda del año

**Tabla 2.** Incremento de los ingresos egresos y salario públicos de la provincia de Mendoza (2008-2015)

Conceptos	Valor respecto al PBG			Incremento en Términos Reales
	2008	2015	Var p.p.	
Ingresos	15,7%	22,9%	7,2%	24%
Egresos	15,5%	25,2%	9,7%	39%
Salarios	7,7%	14,2%	6,5%	57%

Fuente: elaboración propia en base a DNAP y DEIE.

**Gráfico 5.** Evolución del Stock de Deuda, Resultado Financiero y PBG de Mendoza (2002-2015)



**Fuente:** elaboración propia en base a DNAP, Min. Hacienda de Mendoza y DEIE.

2002<sup>9</sup>. El 27/08/2002 se emitió el Decreto N° 1.579/02 de “Régimen de Conversión de la Deuda Pública Provincial”, reglamentado por el Ministerio de Economía mediante la Resolución N° 539/02, que consistió en el canje de títulos públicos, bonos, letras y préstamos bancarios que conformaban el grueso de las deudas provinciales y municipales por los Bonos Garantizados (BOGAR 2018) emitidos por el Fondo Fiduciario Federal de Desarrollo Provincial (FFDP).

Con este mecanismo de reconversión, el FFDP se convirtió en el principal acreedor de las deudas provinciales y al mismo tiempo deudor garante frente a los acreedores privados. Al concentrar la negociación en un solo organismo se consolidó un mejor poder de negociación frente a los privados.

En este canje las provincias se beneficiaron por:

- Una fuerte caída de la tasa de interés: pasaron de 20% o más a un promedio 2%.
- Una mayor extensión del plazo: anteriormente los vencimientos eran en promedio a 5 años y pasaron a ser a 13 años más 3 años de garantía.
- Un cambio en la moneda: el 95% de las deudas estaban en dólares y pasaron a estar todas en

pesos ajustables por la evolución del CER<sup>10</sup>, con una conversión del dólar a \$1,4 cuando el tipo de cambio de mercado estaba a \$3,62.

A su vez, en el marco de la política, en febrero del 2002 se firmó un acuerdo Nación-Provincias que incorporaba el 30% de lo recaudado en concepto del impuesto a los créditos y débitos bancarios (conocido como “impuesto al cheque”, creado en la crisis de 2001) a la masa coparticipable. Este incremento de la masa coparticipable sería retenido por el Gobierno nacional para pagar las deudas de las provincias con el FFDP.

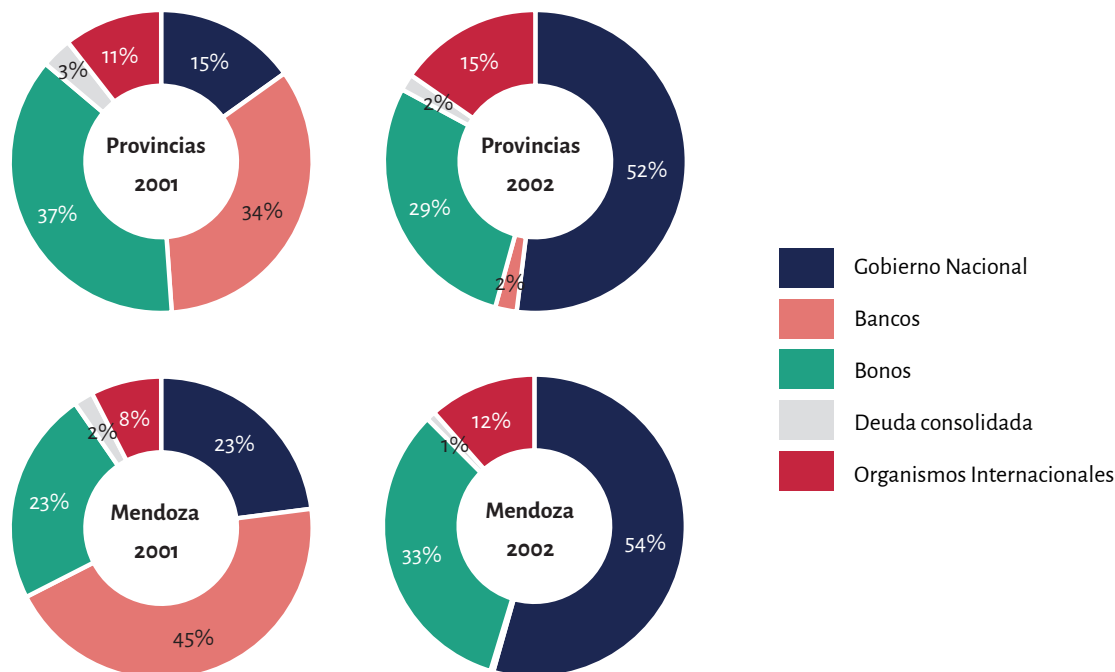
En el Gráfico 6 podemos ver cómo el Gobierno Nacional<sup>11</sup> pasó de ser el acreedor del 15% de las deudas provinciales en el 2001 al 52% en el 2002, mientras que los bancos pasaron del 34% al 2% y los bonos del 37% al 29%. Al mismo tiempo, si ponemos la lupa en lo acontecido en la provincia de Mendoza nos encontramos con que el Gobierno Nacional pasó de ser el acreedor del 23% en el 2001 al 54% en el 2002 y que los bancos pasaron del 45% a prácticamente 0%, mientras que los bonos (a diferencia que en el resto de las provincias) incrementaron su participación pasando del 23% al 33%.

<sup>9</sup> Para mayor información del proceso de reestructuración de deudas provinciales del 2002 al 2010 se recomienda leer Álvarez et. al. (2011) y el capítulo de Alejandro Manzo en este libro.

<sup>10</sup> CER significa “Coeficiente de Estabilización de Referencia” y es un índice oficial que varía en función de la evolución del IPC.

<sup>11</sup> Incluye Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional (FFFIR) y Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial (FFDP).

**Gráfico 6.** Cambio de composición de deudas provinciales por tipo de acreedor (2001-2002)



Fuente: elaboración propia en base a DNAP.

El canje de deuda luego fue complementado por los Programas de Financiamiento Ordenado (PFO) en 2002 y el Programa de Unificación Monetaria (PUM) en 2003. Los PFO consistieron en nuevos créditos nacionales para que las provincias puedan cancelar sus vencimientos de deuda y déficits fiscales entre el 2002 y el 2004 con 2 años de gracia y ajustables por el CER. El PUM, por otro lado, fue aplicado en el año 2003 con el objetivo de que el Estado nacional rescatara todos los títulos emitidos por las provincias en cuasi monedas. El Gobierno de Mendoza, al igual que el de La Rioja, decidió no participar del PUM.

### 3.2.2. Los Programas de Asistencia Financiera. Período 2005/2009

En el período 2005-2009 se reemplazan los PFO por Programas de Asistencia Financiera (PAF). Estos nuevos programas seguían sirviendo de auxilio financiero a las provincias mediante el FFDP, pero dejaron de estar atados al CER<sup>12</sup> y pasaron a tener una tasa fija del 6% (valor muy inferior a la inflación de la época). En el caso de la Provincia de Mendoza estos

créditos alcanzaron a representar el 19,26% del stock de deuda del año 2009, mientras que los créditos con el FFDP del canje de deuda del 2002, ajustado por el CER, representaban el 46,6%.

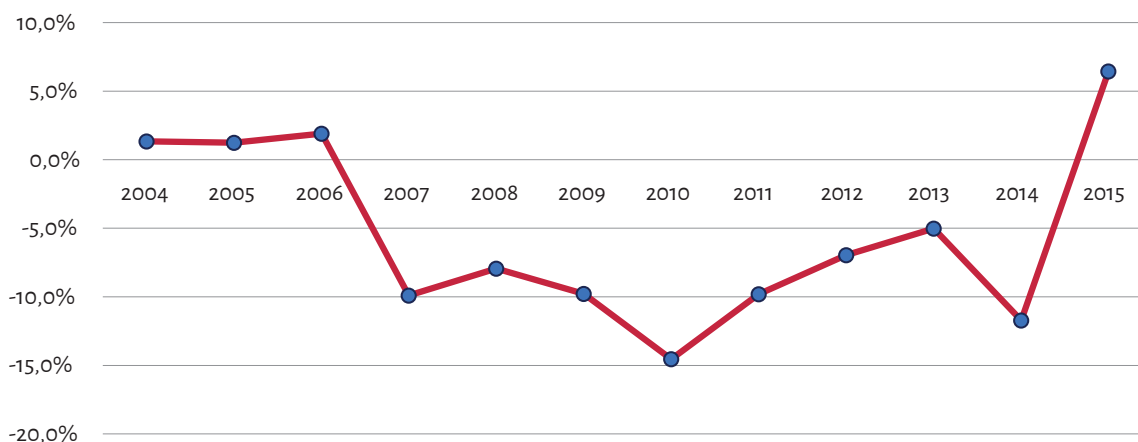
### 3.2.3. El Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas

El Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas (PFD) fue creado en mayo del 2010 mediante el Decreto 660. El mismo estableció el segundo canje de deuda del período favorable para las provincias. En el mismo se incluyeron todos los créditos otorgados por el canje de deuda del 2002, los PFO, el PUM y los PAF; se eliminó el mecanismo de actualización mediante el CER; se estableció una tasa fija del 6% (cuando la inflación de ese año rondó el 18%); y se concedió un plazo de gracia hasta diciembre del 2011 y con vencimientos hasta el 2030.

A su vez, se utilizaron los fondos acumulados al 31/12/2009 en concepto de Aportes al Tesoro Nacional (ATN) para cancelar parte de estas deudas (de forma proporcional al stock de deudas de las provincias contempladas en el PFD). En palabras de Alvarez et. Al. (2011:28): "16 provincias se adhirieron al programa,

<sup>12</sup> Con la excepción de los del año 2005, que se ajustaron al CER hasta diciembre de ese año.

**Gráfico 7.** Tasa real de la deuda pública de Mendoza (2004-2015)



**Fuente:** elaboración propia en base a Berozzi (2017).

reestructurando un pasivo de \$64.864 millones, que constituye el 99% de la deuda elegible. Por efecto del programa, el stock de deuda ingresada de las Provincias adheridas se redujo un 18,1%” (2011).

En el caso de la provincia de Mendoza este canje significó la transformación de \$2.873 millones (de los cuales \$2.074 se ajustaban por CER) a \$2.431 millones, reduciéndose así el 15% del stock de deuda con el Estado nacional.

### 3.2.4. El comportamiento de la tasa de interés

Como vimos, en el proceso de canje de deudas provinciales el Estado nacional pasó a ser el principal acreedor de los gobiernos subnacionales y se estableció el CER como el mecanismo de actualización de la deuda en el primer canje del año 2002. Dicho formato comenzó a tener efectos muy favorables para las provincias a partir de la intervención del INDEC ocurrida durante el período 2007-2015. Desde ese año el IPC comenzó a arrojar valores muy inferiores a la evolución real de los precios al consumidor. Por lo tanto, todas las deudas que se actualizaban mediante el CER comenzaron a perder valor real.

Este efecto se anula a partir del año 2010 debido al segundo canje de deudas provinciales. Allí se estableció una tasa de interés fija del 6% y un capital no actualizable por el CER. Debido a la aceleración del proceso inflacionario nacional desde 2007, con un mínimo del 18% en 2009 y máximo del 42% en el 2014 según el IPC de San Luis, para las provincias el

segundo canje de deuda tuvo efectos aún más positivos en términos de tasa de interés que el primer canje del 2002. Concretamente, se licuó la deuda gracias a una tasa de interés real negativa.

A su vez, desde julio del 2002 hasta noviembre del 2015 se vivió un período de una marcada apreciación del peso argentino. Esto se tradujo en una caída del valor real de las deudas provinciales valuadas en dólares.

Por último, una porción marginal de las deudas provinciales se encontraba atada al Índice de la Construcción (IC), que como vemos en Tabla 3, también tuvo una evolución menor que el IPC medido por la provincia de San Luis.

En el Gráfico 7 podemos observar cómo fue la tasa real de interés que afrontó la provincia de Mendoza para el período 2004-2015, comparando la tasa promedio de actualización de la deuda con la evolución del IPC medido por la provincia de San Luis. De esta forma obtenemos una tasa que promedió el 1,5% real positivo durante el 2004 hasta el 2006, una tasa que promedió el -9,5% durante el período 2007-2014 y una del 6,5% real positiva en el año 2015, empujada por la devaluación de diciembre de ese año. De modo que durante una gran parte del período evaluado, la deuda de Mendoza se devaluó gracias al proceso inflacionario, ajustando su valor por debajo. En la medida en que las finanzas públicas mejoraron hasta 2007, el desendeudamiento posterior operó no por la cancelación de deuda sino por su pérdida de valor.

Tabla 3. Variación interanual del Tipo de Cambio, el IC, el CER y el IPC de San Luis (2004-2015)

Año	Tipo de Cambio	Ind. Construcción	CER	Inflación
2004	1,67%	11,71%	5,48%	5,78%
2005	1,74%	20,97%	11,75%	10,22%
2006	0,99%	18,04%	10,08%	7,97%
2007	2,84%	21,43%	8,50%	21,52%
2008	9,65%	14,99%	7,97%	20,60%
2009	10,05%	10,94%	6,95%	18,47%
2010	4,63%	21,48%	11,05%	27,03%
2011	8,25%	17,34%	9,54%	23,28%
2012	14,27%	25,35%	10,55%	23,01%
2013	32,59%	21,27%	10,53%	31,94%
2014	31,13%	32,94%	24,34%	42,69%
2015	52,50%	27,39%	15,05%	31,57%

Nota: se colocaron en rojo las tasas menores al incremento del IPC San Luis.

Fuente: elaboración propia en base a Berozzi (2017).

### 3.2.5. Fin de ciclo político, vuelta al endeudamiento y la deuda flotante

Como vimos en el Gráfico 1.1, la tendencia al desendeudamiento se quebró en el año 2015. Este hecho encuentra explicación en 2 causas. La primera es la devaluación del 2015, lo que afectó a todos los gobiernos subnacionales con deudas en dólares. En el caso de Mendoza existía una deuda de 460 millones de dólares<sup>13</sup> que pasó de valer \$4.486 millones a \$6.119 durante diciembre de ese año. Este hecho significó un incremento del 19% del stock de deuda provincial.

El segundo hecho está vinculado con el marcado incremento del déficit fiscal de ese año. Mientras que en 2015 los ingresos tuvieron un incremento del 2% en términos reales respecto al 2014, los egresos aumentaron un 11%. Esto generó un déficit fiscal del orden del 10% de los ingresos provinciales, lo que derivó

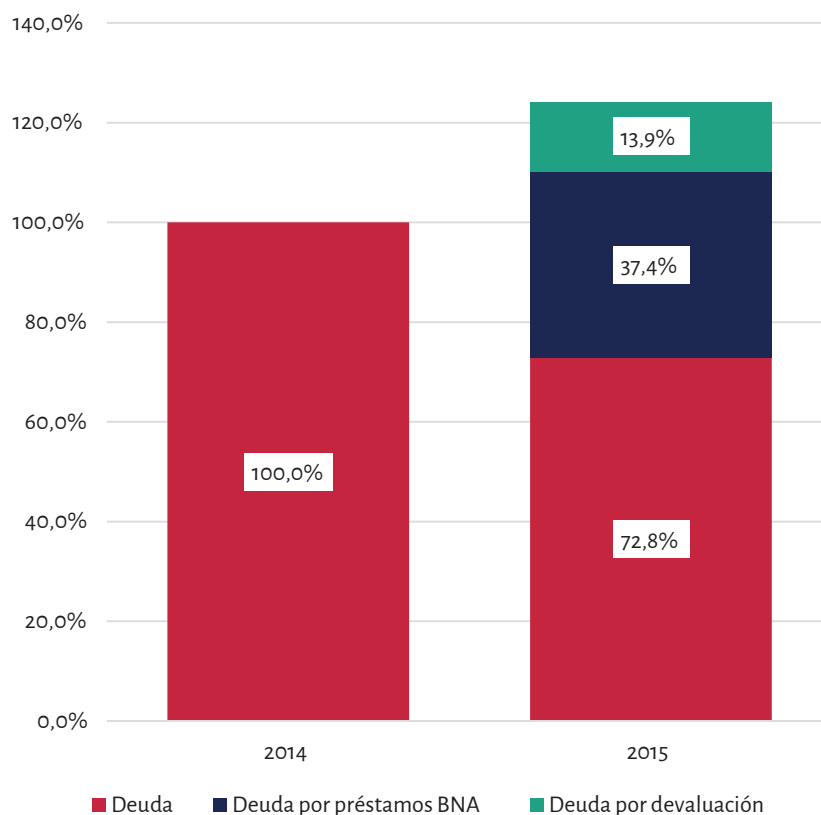
en un atraso en el pago de los sueldos a trabajadores estatales y a proveedores, además de una solicitud de adelanto de coparticipación por \$500 millones y giros al descubierto en la cuenta corriente del Banco de la Nación Argentina (BNA) por \$2.200 millones. Estos desequilibrios fiscales concluyeron en dos préstamos del BNA por \$2.200 millones cada uno.

En el Gráfico 8 podemos observar cómo la tendencia a la disminución del stock de deuda provincial se ve interrumpida por las dos causas mencionadas. El stock de deuda consolidada del 2015 podría haber sido un 72,8% del stock de deuda consolidada del 2014, pero se incrementó un 37,4% por el déficit fiscal financiado con créditos del BNA y un 13,9% por la devaluación. De este modo, el stock de deuda fue un 24% superior en términos reales.

Por último, nos parece importante mencionar que la deuda flotante tuvo un incremento real del 82% entre 2014 y 2015. Esta deuda se encuentra por fuera del stock consolidado y contablemente se registra como la diferencia entre los egresos devengados totales en el ejercicio y los devengados no pagados. La misma puede traducirse como el pago atrasado con traba-

<sup>13</sup> La deuda en dólares de la provincia estaba conformada por los préstamos del BID (182 millones de dólares), el BIRF (47 millones) y el Credit Suisse International (52 millones), como así también por los bonos "Local- Dólar Link" (110 millones) y "Mendoza 2018" (68 millones). Este último fue canjeado en 2004 en el marco de la renegociación del "Bono Aconcagua", emitido en 1997 para refinanciar parte de los pasivos producto de la privatización de los bancos públicos.

**Gráfico 8.** Deuda consolidada de Mendoza en términos reales. Stock 2014=100%



**Fuente:** elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda de Mendoza, DEIE e IPC 9 Provincias.

jadores y proveedores, y no suele ser contemplada en los análisis por su carácter de muy corto plazo. Sin embargo, el aumento es expresivo del desorden en las cuentas fiscales ante una situación crítica.

### 3.3. Reflexiones finales del apartado

Durante el período 2002-2014<sup>14</sup> se logró un marcado y sostenido desendeudamiento de los gobiernos provinciales. Este proceso fue producto de importantes políticas nacionales de desendeudamiento (que incluyeron 2 canjes de deuda provincial), de la apreciación cambiaria del período y de la intervención del INDEC del año 2007. Consecuentemente, la participación de la deuda de Mendoza sobre el producto geográfico disminuyó del 26,6% en 2002 al 6,9% en 2014.

Sin embargo, ninguna de las causas anteriormente mencionadas revirtió la estructura deficitaria de los gobiernos provinciales, generada a partir del traspaso de responsabilidades de finales del siglo pasado. Por lo tanto, los cambios de las políticas públicas nacionales iniciadas en el año 2015 (tanto en materia de ayuda financiera a las provincias, como en materia cambiaria y de apertura del mercado de capitales) condujeron al comienzo de un nuevo ciclo de endeudamiento subnacional. En la provincia de Mendoza esto se vio potenciado por el desmanejo financiero que tuvo el gobierno saliente durante el año 2015, llegando al punto de no contar con fondos para pagar los sueldos estatales.

<sup>14</sup> Debido al efecto del cambio de gobierno en diciembre de 2015 y sus políticas económicas, el análisis de la deuda provincial de ese año se sigue tratando en el siguiente apartado.



#### 4. 2015 y después. El nuevo ciclo de endeudamiento provincial

##### 4.1. Principales variables económicas

A partir de 2015 el país regresó a un modelo de acumulación basado en la valorización financiera con un acentuado endeudamiento público, principalmente realizado en moneda extranjera (Manzanelli & Barrera, 2018). En palabras de Letcher y Strada (2019: 2), “el endeudamiento se utiliza para atender un creciente déficit fiscal provocado por la caída de la recaudación y de la actividad económica y por la quita de impuestos a sectores concentrados, y al mismo tiempo se destina al repago de los vencimientos de deuda y al financiamiento de la fenomenal fuga de capitales”. Estos mecanismos nacionales tuvieron un impacto directo sobre las arcas provinciales al disminuir la masa coparticipable, por ejemplo a través de la reducción y eliminación de retenciones. Como afirman Iza et al (2018), la disminución de los derechos de exportación al complejo sojero implicaron para Mendoza alrededor de 10 millones de dólares menos en 2016 y otros 10 millones menos en 2017.

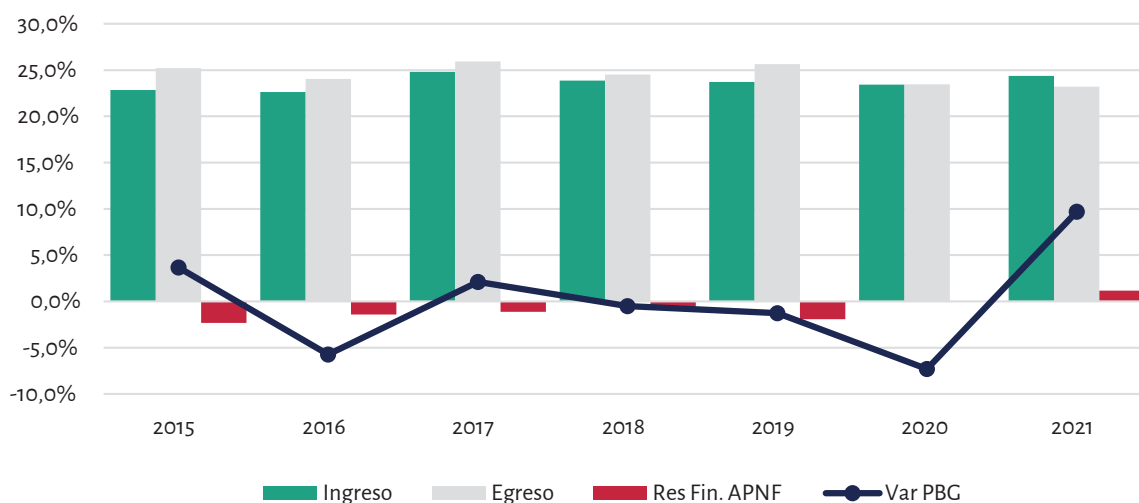
En la misma línea, y previo a la firma del Consenso Fiscal, desde 2017 el Gobierno provincial implementó el “Programa de reducción plurianual de alícuotas del Impuesto a los Ingresos Brutos (IIBB)”. Ese año, el mismo tuvo un impacto de alrededor de 4,7% de la

recaudación de IIBB, lo que significó una merma del 3,4% de la recaudación propia y un 1,7% menos de los ingresos totales para ese año. El Consenso Fiscal nacional de 2018 lo dejó sin efecto ya que estableció nuevas disminuciones hasta 2022 (Iza, Machín, Olmedo Sosa, & Breitman Pacheco, 2018).

A su vez, en este período la economía de la provincia pasó del estancamiento a una franca caída. Entre 2015 y 2019 sólo en 2017 recuperó parcialmente la caída de 2016, pero el resto de los años decreció abruptamente: la producción de 2019 fue 5,5% menor que la de 2015, medida en pesos constantes de 1993. Luego de la caída producto de la pandemia por COVID-19, en 2021 creció un 9,7%, aunque dicho crecimiento no alcanzó a compensar las caídas previas y situó su PBC 3,9% por debajo de los valores de 2015 (DEIE, 2022).

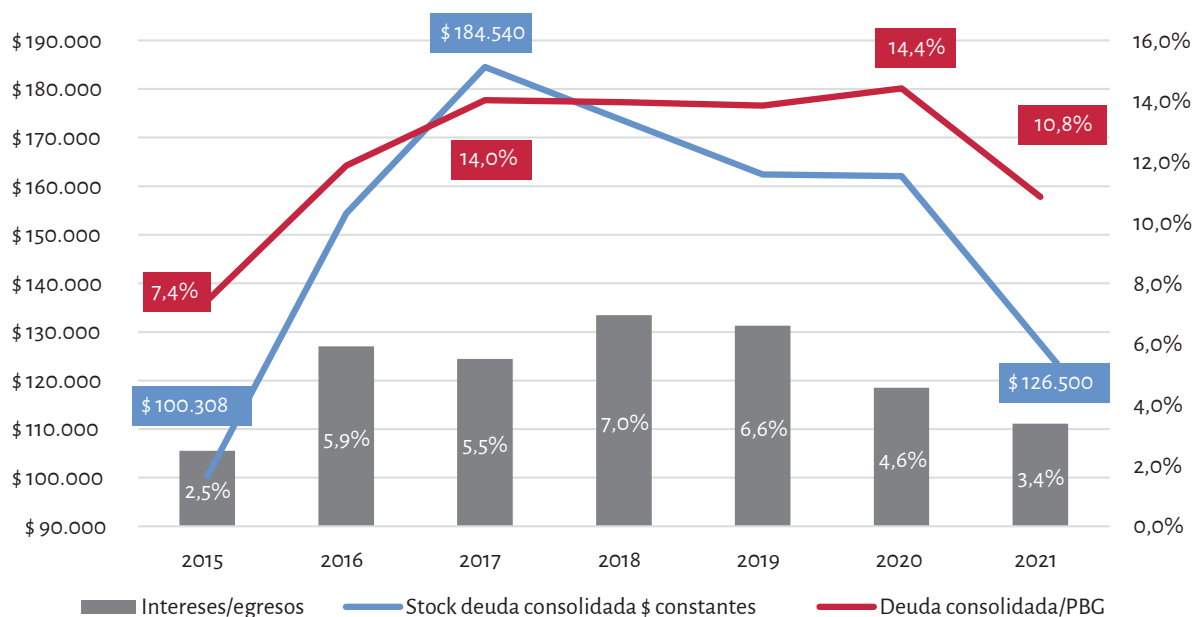
En cuanto a la participación del Estado en la economía, los egresos se mantuvieron en el orden del 25% del PBC hasta 2019, cayendo durante 2020 y 2021 a 23,5% y 23,2% respectivamente. Asimismo, se fue reduciendo paulatinamente el déficit fiscal de años previos, prácticamente equilibrando las cuentas públicas en el año más duro de la pandemia y obteniendo superávit durante 2021. Ello se debió principalmente a la drástica reducción de las partidas destinadas al personal estatal, que durante el período en cuestión tuvo aumentos por debajo de la inflación y en 2020 directamente no recibió ningún tipo de incre-

**Gráfico 9.** Evolución de los ingresos, egresos, resultado financiero y variación del PBC de Mendoza (2015-2021)



Fuente: elaboración propia en base a DEIE y DNAP.

**Gráfico 10.** Evolución del stock de deuda en términos reales, stock sobre el PBG e intereses y gastos de la deuda sobre erogaciones, Mendoza (2015-2021)



Fuente: elaboración propia en base a DNAR, Ministerio de Hacienda de Mendoza y DEIE.

mento salarial a pesar de la suba de precios del 36% (Paz, Iza, Olmedo Sosa, & Breitman Pacheco, 2021a; Breitman Pacheco, Iza, & Olmedo Sosa, 2022; Paz, Iza, Olmedo Sosa, & Breitman Pacheco, 2021b). Los fondos destinados por el gobierno de la provincia al pago de salarios se redujo un 41% en términos reales entre 2015 y 2021 (Ministerio de Hacienda de Mendoza).

#### 4.2. Comportamiento de la deuda provincial

Como vimos en el Gráfico 1, tanto Mendoza como el conjunto de las provincias vio incrementar aceleradamente sus deudas luego del 2015. En el caso de nuestra provincia, el stock de deuda en términos reales se incrementó un 85% entre 2015 y 2017, año en que alcanzó su máximo valor. Sin embargo, debido a la sistemática caída de la actividad, si comparamos el stock de deuda con el PBG vemos que el año de mayor incidencia fue 2020, prácticamente duplicando su peso de 7,4% a 14,4%. Similar evolución ha tenido la participación de los intereses y gastos de la deuda en comparación con las erogaciones provinciales, alcanzando en 2018 un 7% del total para luego caer paulatinamente. Un importante freno al crecimiento de la deuda provincial fue la negativa de la oposición legislativa de autorizar nuevos endeudamientos y renovaciones de deuda (*rollover*) a partir de 2018.

En 2016 Argentina cedió ante la presión de los “Fondos buitres” y pagó la totalidad del monto reclamado por éstos, posibilitando el retorno a los mercados internacionales de crédito. El gobierno nacional no sólo utilizó ampliamente este financiamiento sino que además lo promovió entre las provincias (Letcher & Strada, 2019). De este modo, entre 2015 y 2019 hubo un auge de emisión en moneda extranjera, lo que en nuestra provincia implicó pasar del 41% de la deuda en dólares al 60% en 2019 y al 61,6% en 2021. Asimismo, destacamos la participación de deuda en Unidades de Valor Adquisitivo (UVA)<sup>15</sup> más un interés del 5% ya que, en contraposición a las tasas vigentes en el período de desendeudamiento, este mecanismo garantiza actualizaciones por encima de la inflación.

Por otra parte, este nuevo ciclo implicó también una transformación en los acreedores de la provincia. Exceptuando los préstamos tomados del BNA para cubrir los rojos de 2015, el resto del financiamiento se obtuvo principalmente mediante la emisión de bonos. Así, las negociaciones de las condiciones y, sobre todo,

<sup>15</sup> En abril de 2016 el BCRA creó este instrumento equivalente a la milésima parte del valor de construcción de un metro cuadrado testigo (\$14,053 en aquel momento). Asimismo, el valor se actualiza diariamente en función del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), que a su vez se basa en el IPC. De este modo, es un mecanismo que equipara su actualización con la inflación.

de las reestructuraciones, dejaron de ser primordialmente con el Estado Nacional y pasaron a ser con tenedores privados de bonos, dificultando seriamente la posibilidad de obtener quitas y mejoras.

El incremento de la participación de los acreedores con bonos se debió principalmente a la emisión del Bono Mendoza 2024 (PMY24). Este bono representó “la emisión internacional más grande realizada por la Provincia en su historia, siendo la primera vez desde 1997 que la Provincia accede el mercado internacional de capitales” (Ministerio de Hacienda y Finanzas de Mendoza, 2016, pág. 6). Fue colocado en el mercado en mayo de 2016 como parte del plan de financiamiento de la nueva gestión. Consistió en tomar deuda por 500 millones de dólares, monto equivalente al 30% de la deuda provincial de ese año, con el fin declarado de cancelar déficit y amortizaciones. En el 2018, enmarcados en la Ley 8.877 que autorizaba al endeudamiento por 90 millones de dólares adicionales, el bono fue ampliado en 30 millones más destinados a la construcción del complejo penitenciario Almafuerite II (Ministerio de Hacienda y Finanzas de Mendoza, 2021).

Originalmente, el bono contaba con pagos de intereses semestrales a una tasa anual de 8,375% en dólares, y el capital se pagaría en tres cuotas anuales e

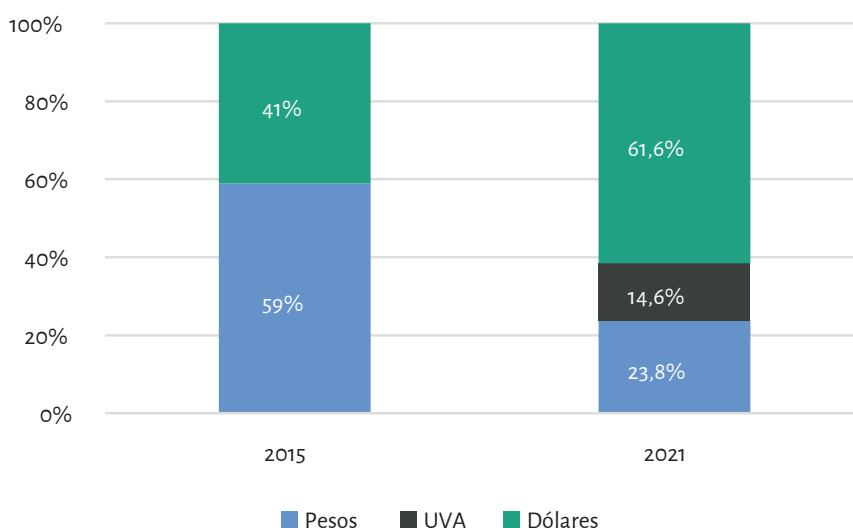
iguales entre 2022 y 2024. Sin embargo, en mayo de 2020 no se pudo cumplir con el pago correspondiente y se entró en un *default* selectivo y un proceso de reestructuración. En septiembre de ese año se acordó con el 95% de los acreedores una reestructuración que consistió en aplazar un año el pago de intereses y reducir su tasa a un promedio de 5% anual, mientras que el plazo para amortizar el capital se extendería a 13 cuotas semestrales a partir del 19 de marzo de 2023. Sin embargo, no hubo quita de capital.

### 4.3. Reflexiones del apartado

Durante el período 2015-2021 asistimos a un nuevo ciclo de endeudamiento provincial, y Mendoza no fue la excepción. Se retornó a los mercados internacionales de crédito a ritmos insostenibles y pagando altas tasas de interés en dólares, lo que llevó a necesitar reestructuraciones al cabo de pocos años y posteriormente a un nuevo cierre de dichos mercados.

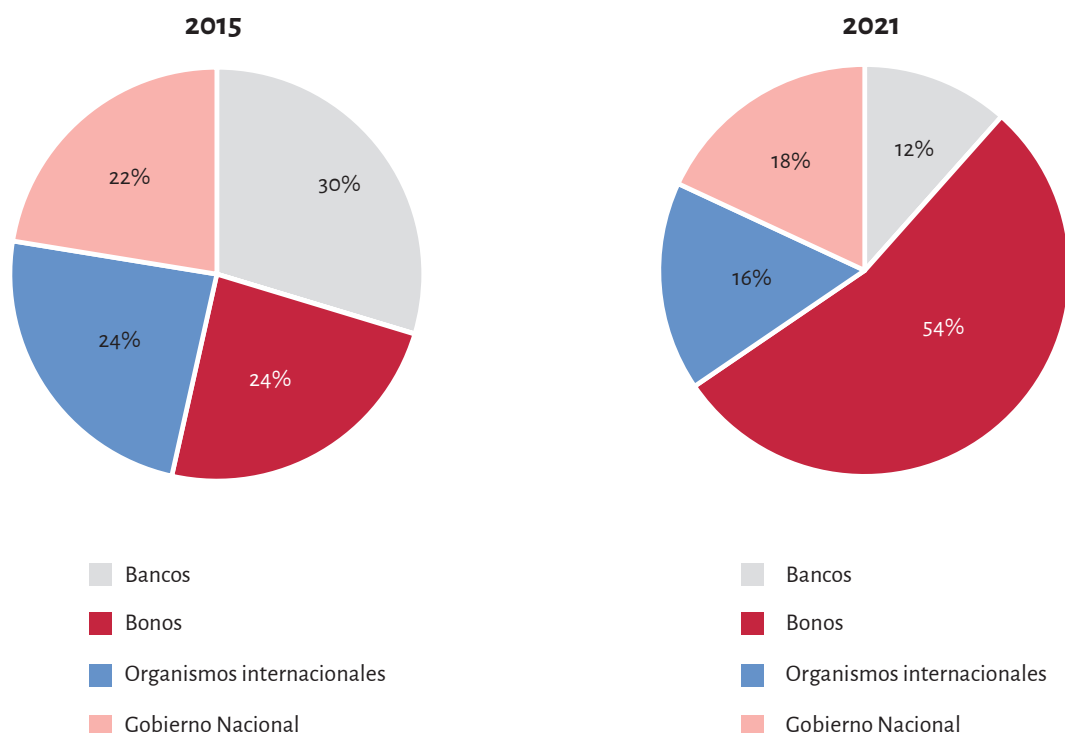
Asimismo, cambió la composición de la deuda provincial pasando a estar mayoritariamente en moneda extranjera y en manos de acreedores privados, exponiendo a la provincia a una mayor vulnerabilidad frente a las variaciones del tipo de cambio. El resultado de todo ello fue un incremento del stock

**Gráfico 11.** Deuda pública de Mendoza desagregada por tipo de moneda sobre el total de deuda pública (2015 y 2021)



**Fuente:** elaboración propia en base a Informes de deuda del Ministerio de Hacienda de Mendoza.

**Gráfico 12.** Composición de la deuda de Mendoza por tipo de acreedor (2015 y 2021)



**Fuente:** elaboración propia en base a Informes de deuda del Ministerio de Hacienda de Mendoza.

de deuda sobre la economía hasta 2020 y luego una tendencia a la baja. Este desendeudamiento se apoyó en un recorte abrupto de las partidas destinadas al pago de salarios del personal estatal de la provincia.

### A modo de cierre

Al analizar la deuda pública de la provincia de Mendoza durante las últimas décadas pudimos observar que la misma ha seguido las tendencias del conjunto de las provincias, y que pueden distinguirse tres momentos: un gran endeudamiento durante la década de los noventa y hasta la crisis de 2001-2002, un relativo desendeudamiento hasta 2014 y el retorno a un endeudamiento acelerado luego de 2015.

El traspaso a las provincias de la educación y la salud sin los recursos necesarios para afrontarlas a fines del siglo pasado consolidó el déficit estructural subnacional, impulsando procesos de ajuste y endeudamiento. Vimos cómo esto implicó recortes presupuestarios en áreas clave para la sostenibilidad de la vida y, por ende, cargó los costos principalmente

sobre las mujeres. A su vez, en el caso de la deuda de Mendoza también tuvo un papel central el cariz privatizador del modelo de valorización financiera implementado en aquellos años, particularmente debido a la liquidación de la banca pública. Este proceso de privatización conllevó una gran transferencia de recursos públicos a un pequeño grupo de empresarios y explicaba alrededor de tres cuartas partes de la deuda pública a fines de los noventa.

La crisis de la Convertibilidad y la megadevaluación de 2002 duplicaron el peso del stock de deuda pública sobre el producto bruto de las provincias, y Mendoza no fue la excepción. Asimismo, implicó problemas de pago generalizados en las jurisdicciones, que comenzaron a regularizarse luego del 2002. A partir de este año el Gobierno nacional absorbió parte de las deudas provinciales mediante canjes de deuda y desarrolló una política de subsidio de las tasas de interés y extensión de plazos de pago que, junto con la apreciación cambiaria y la intervención del IPC del INDEC empujó a un proceso de relativo desendeudamiento de las provincias hasta el año 2014. En el caso de Mendoza, el peso del stock de deuda sobre el

producto geográfico pasó de 26,9% en 2002 a 6,9% en 2014, a pesar de que a partir de 2009 la provincia sufrió un estancamiento económico acompañado de un sistemático déficit fiscal. Sin embargo, estas políticas nacionales no transformaron la situación de fondo del déficit estructural ni permitió alcanzar niveles de endeudamiento como los de principio de los años noventa.

La tendencia al desendeudamiento se quebró a partir de 2015 para el conjunto de las provincias de la mano de las nuevas políticas nacionales y el retorno a los mercados financieros internacionales. La devaluación de diciembre de 2015 y el incentivo a la emisión de bonos llevaron a un nuevo crecimiento de la deuda sobre el producto bruto. No obstante, esas no fueron las únicas causas para explicar el crecimiento de la deuda de Mendoza durante 2015 ya que la gestión saliente incurrió en un acentuado déficit fiscal que obligó a endeudarse abruptamente e incluso dejó una cuantiosa deuda flotante. En los dos años siguientes el stock de deuda creció un 85% en términos reales, a la par que creció la proporción de deuda en moneda extranjera y con altas tasas de interés en dólares.

Paralelamente, en la provincia se llevó a cabo una política de reducción del déficit fiscal apoyada principalmente sobre la disminución de los salarios del personal estatal y de los servicios sociales, logrando estabilizar el peso de la deuda e incluso disminuirlo en 2021 en el marco de la pandemia por COVID-19. De este modo, la nueva tendencia al desendeudamiento que comienza a vislumbrarse en los últimos años se apoya en la transferencia de recursos de la población usuaria de servicios públicos y de la planta de trabajadores estatales.

## Referencias

- Álvarez, C., Manes, M., Paredes, P. y Ivani, G. (2011). *El acceso al crédito de los gobiernos subnacionales*. Mendoza.: Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas. Facultad de Ciencias Económicas. República Argentina.
- Berozzi, H. A. (2017). *Análisis de las cuentas fiscales de la provincia de Mendoza: la sostenibilidad de la deuda pública*. Trabajo de investigación final para optar por el título de Licenciado en Economía, Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Cuyo, Mendoza.
- Breitman Pacheco, L., Iza, M. y Olmedo Sosa, G. (2022). *Aportes para la discusión paritaria 2022 en Mendoza. Sector salud*. Mendoza: Centro de Investigaciones en Economía Crítica. Obtenido de <https://ciecmza.org/2022/03/07/aportes-para-la-discusion-paritaria-2022-en-mendoza-sector-salud/>
- Bruno, N. (2019). *Notificación vencimiento cuota 7/16 Bonos PMY24*. Mendoza. Recuperado el 8 de 9 de 2022, de <https://ws.bolsar.info/download/pdf/349986.pdf>
- Bustelo, G. (5 de diciembre de 2021). Historias de descontrol a 25 años de privatizar los bancos estatales. *Los Andes*, págs. <https://www.losandes.com.ar/economia/historias-de-descontrol-a-25-anos-de-privatizar-los-bancos-estatales/>.
- Cámara de Senadores de Mendoza. (2020). Diario de Sesiones. Acta nº 45., (págs. 138-142). Mendoza. Recuperado el 8 de 9 de 2022, de <https://www.legislaturamendoza.gov.ar/diario/dia45-19.pdf>
- Carrasco, C. (2017). *El cuidado de la vida de las personas, una responsabilidad social y política fundamental*. Buenos Aires: Cátedra Libre Virginia Bolten, Centro Interdisciplinario para el Estudio de las Políticas Públicas y Espacio de Economía Feminista de la Soceidad de Economía Crítica.
- Consejo Empresario Mendocino. (1998). *Déficit fiscal, privatización de los bancos y deuda pública de la provincia de Mendoza*. Mendoza.
- Consejo Empresario Mendocino. (2000). *Informe sobre el Presupuesto 2000 de la Provincia de Mendoza*. Mendoza.
- DEIE. (2022). *Producto Bruto Geográfico*. Mendoza: Dirección de Estadísticas e Investigaciones Económicas de Mendoza. Recuperado el 16 de noviembre de 2022, de <https://deie.mendoza.gov.ar/#/>
- Dirección Nacional de Asuntos Provinciales (DNAP). (2022). Recuperado el 8 de agosto de 2022, de <https://www.argentina.gob.ar/economia/sechacienda/asuntosprovinciales>
- Iza, M., Machín, F., Olmedo Sosa, G. y Breitman Pacheco, L. (2018). *Impacto fiscal en el Fondo Federal Solidario-Mendoza por la reducción de los derechos de exportación al complejo sojero*. Mendoza: Centro de Investigaciones en Economía Crítica.
- Iza, M., Olmedo Sosa, G., Breitman Pacheco, L. y Paz, B. (2021). Presupuesto con Perspectiva de Género y Diversidad: una mirada feminista y federal de los fondos públicos en Argentina. En M. d. Nación, *Ensayos sobre economía y género* (págs. 331-367). Mendoza: Biblioteca Nacional. Recuperado el 14 de marzo de 2022, de <https://www.argentina.gob>

- ar/sites/default/files/ensayosobreeconomiaygenero.pdf
- Kulfas, M. (2016). *Los tres kirchnerismos. Una historia de la economía argentina 2003-2015*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- La Nación. (18 de diciembre de 1996). Ya son privados los bancos de Mendoza y de Previsión Social. *La Nación*. Recuperado el 08 de agosto de 2022, de <https://www.lanacion.com.ar/sociedad/procesan-a-ex-directivos-del-banco-mendoza-nid170674/>
- Lafalla, A. (2010). *Utopía y realidad. Testimonio de un gobernando (1995-1999)*. Mendoza: Ediunc.
- Letcher, H. y Strada, J. (2019). *Endeudamiento provincial, el fenómeno silencioso. Análisis de la incidencia de la deuda sobre la recaudación provincial en el período 2004-2015*. Buenos Aires: Centro de Economía Política Argentina. Recuperado el 24 de 7 de 2022, de <https://centrocepa.com.ar/informes/235-endeudamiento-provincial-el-fenomeno-silencioso-analisis-de-la-incidencia-de-la-deuda-sobre-la-recaudacion-provincial-en-el-periodo-2004-2019.html#:~:text=El%20endeudamiento%20se%20utiliza%20para,la%20fenomenal%20fug>
- Manzanelli y Barrera. (2018). Deuda externa y corrida cambiaria. Un análisis del gobierno de Cambiemos. *Cuadernos de Economía Crítica*, 17-44. Recuperado el 05 de agosto de 2022, de <http://cec.sociedadeconomiacritica.org/index.php/cec/article/view/139>
- Manzanelli, P., Barrera, M., Wainer, A. y Bona, L. (2015). *Deuda externa, fuga de capitales y restricción externa. Desde la última dictadura militar hasta la actualidad*. Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina.
- Ministerio de Hacienda de Mendoza. (s.f.). Informes de ejecución presupuestaria.
- Ministerio de Hacienda y Finanzas de Mendoza. (2016). *Informe de deuda pública de la provincia de Mendoza. Junio 2016*. Mendoza.
- Ministerio de Hacienda y Finanzas de Mendoza. (2021). *Publicación trimestral de stock de deuda pública*. Mendoza. Recuperado el 8 de 9 de 2022, de <https://www.mendoza.gov.ar/hacienda/deudapublica/>
- Pavese, E. (1996). *Banco de Mendoza. Breve crónica de una agonía*. Mendoza: Huayra.
- Paz, B., Iza, M., Olmedo Sosa, G. y Breitman Pacheco, L. (2021a). *Análisis del presupuesto de Mendoza 2022*. Mendoza: Centro de Investigaciones en Economía Crítica. Obtenido de <https://ciecmza.org/2021/11/01/analisis-del-proyecto-de-presupuesto-de-mendoza-2022/>
- Paz, B., Iza, M., Olmedo Sosa, G. y Breitman Pacheco, L. (2021b). *¿Cuánto cobran los trabajadores de la educación en Mendoza? Septiembre 2021*. Mendoza: Centro de Investigaciones en Economía Crítica. Obtenido de <https://ciecmza.org/2021/10/04/cuanto-cobran-les-trabajadores-de-la-educacion-en-mendoza-septiembre-2021/>
- Pérez Orozco, A. (2014). *Subversión feminista de la economía. Aportes para un debate sobre el conflicto capital-vida*. Madrid: Traficantes de Sueños.
- Quintela, R. (2003). *La crisis del sistema bancario argentino en las dos últimas décadas (1989-2000). Su vinculación con los sistemas de control*. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas.
- Unidiversidad. (30 de mayo de 2017). El Banco Mendoza: el muerto en el placard. *Unidiversidad*. Recuperado el 8 de agosto de 2022, de <https://www.unidiversidad.com.ar/cierran-por-prescripcion-la-causa-del-banco-mendoza>

# Deuda pública reciente en Río Negro. La telaraña de la financierización neoliberal

S. Graciela Landriscini\*

## Introducción: el marco general. Revisando la teoría y haciendo historia

La evolución reciente de la economía de la Provincia de Río Negro, y en especial de su deuda pública, se enmarca en la cambiante situación de la economía nacional, y ésta a su vez en el cuadro internacional caracterizado por una economía globalizada. En su desarrollo destaca la inserción subordinada en la creciente financierización, esto es, “*el proceso que conduce a la supremacía de los actores, instituciones, mercados e incentivos financieros en la economía y la sociedad*” (Storm, 2018). Ella involucra -entre otros- los mercados de *commodities* y ha ido permeando y condicionando las economías de empresas, provincias, municipios y familias. Un aspecto central de ese proceso fue la expansión y transformación de los flujos internacionales de capital, a partir de la segunda mitad de los años 1970. Por una parte, esos movimientos crecieron a un ritmo mucho más rápido que la economía real, o sea que el producto y el comercio internacional; por otra parte, dichos flujos cambiaron su composición

Hasta ese momento, la mayor proporción de los créditos externos provenían de fuentes oficiales (organismos multilaterales, préstamos bilaterales de Estado a Estado, bancos públicos de comercio exterior o *Eximbanks*) o estaban garantizados por los Estados desarrollados, y se destinaban a financiar proyectos de inversión que respondían a programas oficiales nacionales y/o regionales de desarrollo, o importaciones de bienes desde los países desarrollados. El giro desregulatorio neoliberal de las últimas décadas facilitó los mecanismos para operar en los

mercados bursátiles (sobre todo de empresas, pero también de personas físicas y hasta jurisdicciones subnacionales), eliminó los controles cambiarios e incorporó numerosos instrumentos financieros de creciente sofisticación (swaps, futuros, opciones, entre otros). Así, a partir del auge de la financierización, los créditos externos pasaron a ser concedidos en su mayor parte por agentes privados (bancos, bonistas, inversores institucionales), y no pocas veces alimentaron negocios puramente financieros, como el *carry trade*.

Esta financierización difiere de la interpenetración de los grandes bancos y de las sociedades industriales que analizara el economista austríaco Rudolf Hilferding en *El Capitalismo Financiero* (1910). Hilferding analizaba cómo la industria moderna precisaba invertir una masa de capitales que excedía los recursos de que disponían los capitalistas industriales. Éstos recurrían entonces a los bancos, y esa asociación entre bancos y grandes empresas favorecía la concentración e internacionalización del capital. Para Hilferding, el poder financiero otorgaba a los bancos una posición dominante hacia la industria, pero en última instancia, su financiamiento se canalizaba hacia la producción.

En la financierización actual, se repiten varios de los rasgos que identificó Hilferding: también existe una primacía de lo financiero sobre la economía real, con una interpenetración de los grandes bancos y de las sociedades industriales, comerciales y de servicios; asimismo, la concentración e internacionalización del capital siguieron profundizándose. Sin embargo, en la financierización actual, la movilización de recursos financieros pierde su anterior finalidad productiva: se va a lo que François Chesnais (2017) define como “*las finanzas en tanto que finanzas*” (en inglés *finance qua finance*). En el curso de los últimos cuarenta años, ellas dan cuenta de los activos (acciones, obligaciones

\* Economista. Docente Universidad Nacional del Comahue. Diputada nacional por Río Negro por el Frente de Todos.

y derivados) en posesión de las sociedades financieras (bancos y fondos), pero también de las operaciones y lógicas de los departamentos financieros de las sociedades industriales y comerciales transnacionales, a partir de las cuales controlan a los Estados, las empresas y las familias.

En el capitalismo periférico contemporáneo, la financierización se relaciona de manera estrecha con la deuda externa y la fuga de capitales, que generan ciclos de auge y crisis y agravan la tradicional restricción externa en los países periféricos (Cibils y Allami, 2017). Esa dinámica conduce a una *financierización subordinada*, tal como señalan Marcó del Pont y Todesca (2019). Apuntan -siguiendo a Powell- que “en estos territorios, la lógica del capital global determina y cristaliza un tipo de inserción asimétrica y dependiente, con el dólar funcionando como una cuasi-moneda mundial” (Powell, 2013), situación que expone a las economías como la argentina al riesgo que supone el cambio de las condiciones de financiamiento de los países líderes y de sus agentes controlantes, en especial de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Existe una amplia bibliografía de autores que analizaron a la financierización y deuda en América Latina y Argentina como parte de la lógica capitalista asociada a la globalización.<sup>1</sup> Allí se advierte el papel de los agentes financieros, incluyendo al FMI, los bancos internacionales, las bolsas de valores, los fondos privados de inversión y los bonistas, y el complejo entramado de negocios con derivados que trajeron consigo las inversiones financieras que se han multiplicado desde los años 90. Estos flujos financieros generaron una permanente volatilidad en la economía mundial, que golpeó de manera muy especial a las economías emergentes.

En ese marco global es que la economía argentina reorientó su modelo de desarrollo a mediados de

los años setenta en tiempos de la dictadura militar, dando un rol dominante al sector financiero y, dentro de éste, al sector privado local y al internacional, impactando fuertemente en la industria, en particular la manufacturera. Siguiendo esa lógica, en la década del 90 y como parte del Plan de Convertibilidad, se puso en marcha una reestructuración y descentralización del Estado nacional, y se privatizaron numerosas empresas de sectores estratégicos como la energía, el transporte, las comunicaciones y también bancos públicos. Asimismo, se desregularon los mercados de bienes y servicios.

En un marco de apertura externa comercial y financiera y de convertibilidad 1 a 1 del peso y el dólar, se incrementó el endeudamiento externo sin que sirviera, en lo esencial, para financiar la economía real o proyectos de desarrollo. Esos recursos fueron en cambio empleados para realizar ganancias financieras de corto plazo, para ser luego sacados del país, dando lugar a lo que se conoce como fuga de capitales. Se generó así una sucesión de entradas y salidas masivas de capitales que dio origen a ciclos de auge, crisis y depresión; en cada ciclo fue creciendo el saldo de la deuda pública externa, con múltiples consecuencias en materia de desarticulación y debilidad productiva, concentración económica, extranjerización empresarial y desigualdad distributiva.

En el marco general que propone esta introducción, el capítulo presenta en su 2ª sección la evolución de la economía de Río Negro, que dio el contexto al proceso de endeudamiento reciente. A continuación, se expone cómo evolucionó la deuda pública provincial en la última década. Ello permite identificar tres etapas bien diferenciadas (sección 3). Luego se examina con mayor detalle la emisión de deuda que en 2017 dispuso el gobierno provincial, conocida como los “Bonos Plan Castello” (Ley 5.201) y el uso que aquél dio a esos recursos y que involucró a municipios (sección 4). La sección 5 aborda los problemas de sustentabilidad de la deuda pública provincial, que llevaron a su reestructuración, en paralelo con lo que ocurría en el plano nacional. La última sección presenta algunas reflexiones finales.

## 1. Evolución de la economía rionegrina

La economía de Río Negro, condicionada por el imperio de las finanzas, experimentó desde mediados de

<sup>1</sup> En el caso argentino A. E. Calcagno (1985) inauguró los estudios contemporáneos referidos a la deuda externa definiéndola con precisión como “perversa” por las motivaciones, actores y mecanismos implicados en tiempos del régimen económico impuesto por la dictadura cívico militar. Asimismo, diversos trabajos como la sucesión de los producidos por D. Aspiazu, E. Basualdo y M. Khavisse (1986), N. Brenta (2019, 2013), E. Basualdo, editor, junto a F. Barrera, L. Bona, M. González, P. Manzanelli y A. Wainer (2017); A. E. Calcagno, A. Calcagno, y E. Calcagno, (2018); F. Barrera y L. Bona, (2018); M. Schorr y A. Wainer (2018); M. Abeles, E. Pérez Caldentey, y S. Valdecantos, Editores (2018) y P. Chena y P. Biscay Coordinadores (2019), profundizaron el estudio de la deuda externa argentina, dentro de la lógica de la financierización y la globalización capitalista.



los años setenta cambios profundos que afectaron tanto a sus actividades productivas como a su sector público. La reforma financiera y la inestabilidad que la acompañó condicionaron las cuentas fiscales, los programas de desarrollo y los proyectos privados de inversión. Un problema particular fue el excesivo endeudamiento del sector frutihortícola, en parte contratado en moneda extranjera, en especial desde los años 80, y su creciente concentración y extranjerización con impacto en otras ramas de la economía provincial, en la configuración productiva y territorial y en el empleo.

La crisis de la deuda de los años 80 y el deterioro de la competitividad en los sectores claves causado por la Convertibilidad afectaron la economía provincial. También afectarían al sector agroindustrial las privatizaciones de la banca y la energía. Varias empresas importantes de la agroindustria y de otros rubros industriales enfrentaron problemas de solvencia, que afectaron el empleo, el procesamiento de la producción, el cumplimiento de contratos y la solidez del Banco de la Provincia de Río Negro, su principal acreedor. Ese banco fue capitalizado por el Estado provincial y finalmente, en consonancia con la política nacional, fue privatizado. Fue adquirido por el Banco Patagonia, que a partir de 1996 pasó a ser el agente financiero del gobierno provincial. Tiempo después, en el marco de la globalización financiera, este banco pasaría a ser controlado por capitales extranjeros<sup>2</sup>.

En 1992, en pleno proceso de descentralización y privatización de distintas áreas y empresas del Estado, la Ley 24.049 transfirió a la Provincia los servicios educativos administrados en forma directa por el Ministerio de Cultura y Educación y por el Consejo Nacional de Educación Técnica y las facultades y funciones sobre establecimientos privados reconocidos. Dichas transferencias no contaron con los fondos suficientes para garantizar el normal funcionamiento del sistema, lo que afectó las cuentas públicas. Agregado a ello y en el marco del Pacto Fiscal del Empleo, la Producción y el Crecimiento suscripto entre las provincias y la Nación, en 1994 la provincia de Río Negro se comprometió a eliminar y modificar impuestos sobre la actividad económica, y a desregular el transporte y otras actividades a partir de 1995, como forma

de estimular la inversión privada. Ello afectó la recaudación impositiva.

En ese proceso, Río Negro también cedió su caja previsional, trasladada a la Nación, con excepción de lo correspondiente a los aportes del personal policial. Asimismo, la reforma previsional de 1994, que representaba un costo elevado para el sistema jubilatorio público, fue en parte financiada por las provincias, que resignaron parte de la coparticipación que recibían del Estado nacional. Ello hizo aún más delicada la situación fiscal de las provincias y les quitó autonomía. Así, el déficit se hizo estructural, y supuso ajustes múltiples en la estructura y funciones del Estado.

A partir de ello, en 1995, en tiempos de la crisis del Tequila y de las políticas del presidente del Banco Central Roque Fernández, el entonces gobernador Pablo Verani (1995-2003) llevó a cabo un drástico ajuste fiscal, que incluyó recortes al gasto en educación y a los sueldos de los empleados públicos, junto a la reducción y privatización de distintas áreas centrales del Estado, entre las que se contó -como se señalara- la venta del propio banco provincial.

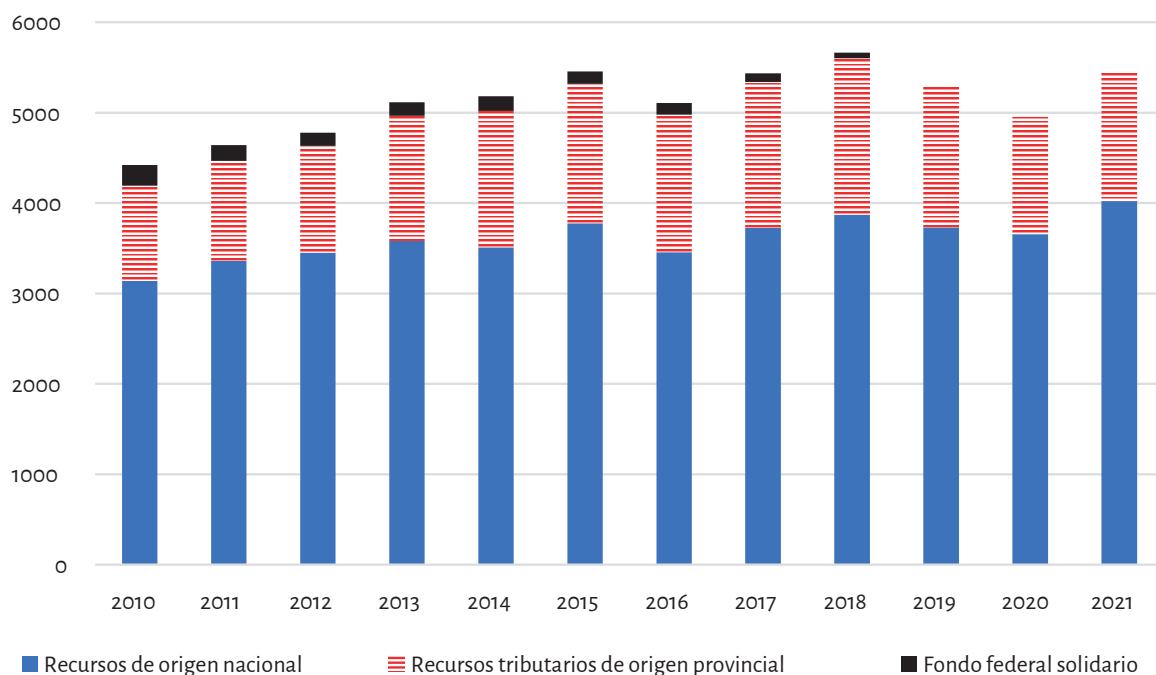
A partir de 2003 y hasta 2011, ayudado por el viento de cola de la reactivación de la economía nacional post convertibilidad y las políticas activas instrumentadas desde el Ejecutivo nacional con alcance a las provincias, que trajeron consigo obras y mejoras en los ingresos fiscales, el nuevo gobernador (Miguel Saiz) encaró -asistido por la jurisdicción nacional- un programa de recuperación económica y de disminución de la deuda del sector público.

La reducción, en términos reales, de la deuda del Estado provincial continuó durante el primer mandato como gobernador de Alberto Weretilneck (a partir de enero de 2012) y se prolongó hasta fines de 2015. Por ese tiempo el Estado nacional financió importantes obras públicas en Río Negro, al tiempo que diversos programas en marcha mejoraron la construcción privada, el acceso al crédito, el nivel de empleo, y el gasto familiar.

A partir de diciembre de 2015, el gobierno de Mauricio Macri introdujo profundas modificaciones en la política económica, que incluyeron la devaluación del peso, el cambio de políticas cambiarias y de comercio exterior, la desregulación de los mercados, la suba de las tasas de interés y la reducción (o eliminación) de retenciones,

<sup>2</sup> Por implicancias de la privatización de bancos provinciales, ver capítulos de Lautaro Breitman Pacheco, Gabriel Olmedo Sosa y Mariana Iza sobre Mendoza y de Sergio Arelovich sobre Santa Fe en este libro.

**Gráfico 1.** Recursos corrientes de la Provincia de Río Negro, en millones de pesos constantes de 2011 (2010 – 2021)



**Fuentes:** Cálculos sobre la base de Dirección Nacional de Asuntos Provinciales, Ministerio de Economía de la Nación, en <https://www.economia.gov.ar/dnap/recursos.html>. Valores deflactados con el IPC promedio de CABA y de la Pcia. de San Luis para el período 2011-2016, y por el IPC Nacional de INDEC a partir de 2017.

de contribuciones patronales y de impuestos progresivos, en particular el tributo sobre los patrimonios.

Estas medidas afectaron la masa de impuestos coparticipables; asimismo, el Fondo Federal Solidario (que canalizaba parte de las retenciones sobre las exportaciones de soja hacia las provincias) fue perdiendo relevancia, hasta desaparecer en 2019. Todo ello se reflejó en una disminución importante de los recursos de origen nacional que recibió la provincia de Río Negro (-8,6% en términos reales en 2016). Sin embargo, este impacto se vio parcialmente compensado por la devolución paulatina del porcentaje de la coparticipación que las provincias habían cedido a mediados de los años 90.

En suma, mientras que los recursos provinciales corrientes crecieron un 24% en términos reales entre 2010 y 2015, se retrajeron un 3% entre 2015 y 2019 (Gráfico 1).

La nueva política además generó incentivos a la toma de deuda pública. Así, en 2017, el gobierno provincial lanzó un plan de obras públicas (el “Plan Castello”), que involucró a municipios, a ser financiado desde diciembre de ese año con una emisión de bonos en moneda

extranjera, por un monto cercano a los 300 millones de dólares a devolver en 8 años y con una tasa de 7,75%. Los intereses anuales a devengar por esa operación alcanzaban según lo declarado a 23 millones por el período 2018-2025. El acumulado se calculaba en 184 millones de dólares. De este modo, la Provincia de Río Negro, como otras, siguió la política del gobierno nacional que consistía en emitir una cuantiosa deuda en dólares para cubrir gastos fiscales en pesos.

La convalidación legislativa del acuerdo de pago a los “holdouts” a comienzos de 2016, había traído consigo la autorización de que cada jurisdicción provincial pudiera emitir sus propios títulos de deuda en dólares para que fueran “invertidos” en la obra pública que el mismo Estado nacional dejaría de financiar. El argumento a favor del endeudamiento externo fue que producido el pago a los “holdouts” podrían conseguirse tasas de interés más bajas de la que se pagarían en moneda local.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Como parte de esas políticas tomaron crédito Río Negro, Neuquén, Mendoza, Chubut, Córdoba, Salta, Chaco, Santa Fe, Entre Ríos, Buenos Aires, Tierra del Fuego, La Rioja, Jujuy, y la CABA. Emitieron títulos por 12.336 millones de dólares a un plazo promedio de 8,2 años. Las provincias patagónicas de Río Negro, Neuquén, Chubut y Tierra del Fuego sumaron una deuda de 1.915 millones de dólares. (Observatorio de la Deuda Externa.

Como es habitual en los ciclos financieros, un período de endeudamiento acelerado se agota cuando el endeudamiento alcanza niveles que impulsan el riesgo de incumplimiento. El leve empeoramiento de las condiciones financieras internacionales desde fines de 2017 y comienzos de 2018 produjo el “*sudden stop*” de las entradas de capitales privados. La subsiguiente volatilidad macroeconómica, con devaluaciones, mayor inflación y recesión, complejizó las cuentas provinciales, motivó la toma permanente de deuda en pesos, y llevó a un virtual estado de insolvencia y suspensión de pagos, que hizo indispensable reestructurar la deuda pública.

En ese marco, las transferencias del Estado nacional a Río Negro para obra pública cayeron un 6,4% entre 2017 y 2018, con impacto notorio en la economía real. Según el diagrama de pagos de intereses, en 2018 correspondía el pago de 23 millones de dólares en el año, que con la paridad cambiaria al inicio del año representaban \$431 millones. Sin embargo, ese pago saltó a casi \$900 millones hacia el mes de diciembre como consecuencia de la mega devaluación. A partir de ello, para marzo de 2019, con un tipo de cambio que superaba los 44 pesos por dólar, la provincia tuvo que diagramar pagos en concepto de intereses por \$ 1.053 millones, o sea un 140% más que el año anterior.

El endeudamiento promovido como estrategia de financiamiento por la Administración nacional, al tiempo que redujo la presión impositiva sobre agentes claves de la economía y sobre los grandes patrimonios, y dejó de financiar la obra pública, empujó a la vulnerabilidad a la administración provincial, modificando abruptamente el ciclo de desendeudamiento del período anterior a 2016. Río Negro entraría peligrosamente a la telaraña de endeudamiento creciente en dólares para financiar obras en pesos, en circunstancias de creciente recesión e inflación, con aumento de tarifas dolarizadas de energía y comunicaciones, pérdida de ingresos por coparticipación federal y recaudación propia, y dificultades visibles en la evolución de la economía real, producto de la caída del precio del crudo de exportación entre fines de 2015, 2016 y 2017, el retroceso en la producción petrolera, y el deterioro en la producción frutícola regional en su competitividad y su rentabilidad.<sup>4</sup>

## 2. Evolución de la deuda pública provincial

El Gráfico 2 muestra la evolución de la deuda total y de sus componentes por moneda de emisión (pesos o dólares) desde 2011, fecha a partir de la cual disponemos de estadísticas oficiales. Las series están expresadas en pesos constantes de 2011, tras deflactar los saldos de la deuda pública con el Índice de Precios al Consumidor.

En la evolución se observan tres etapas. En la primera, que se extiende hasta el año 2016, hay una disminución del saldo de la deuda pública en términos reales, gracias a la reducción de las deudas en pesos, mientras el valor real de las deudas en dólares se mantuvo estable.

En la segunda etapa se revierte esa tendencia declinante: hacia fines de 2017 la deuda pública total aumenta bruscamente un 88% en términos reales. Hay un crecimiento de ambos componentes, deuda en pesos y en dólares, pero sobre todo de este último. La deuda en dólares crece un 221% en términos reales, debido esencialmente a la emisión del Bono Plan Castello, el 7 de diciembre de 2017. Esto representó 302,5 millones de dólares. El saldo en dólares pasó de 119 millones a fines de 2016 (un valor prácticamente constante desde diciembre de 2011, cuando era de 114 millones) a 402 millones a fines de 2017. A partir de ese momento, el saldo en dólares no creció, sino que se mantuvo en niveles cercanos, pero ligeramente inferiores, a 400 millones de dólares (en septiembre de 2022, eran 384 millones). Si la deuda denominada en dólares siguió aumentando en pesos constantes entre 2017 y 2020, es porque la devaluación real del peso agrandó de manera considerable el volumen de esa deuda, en especial el año 2018.

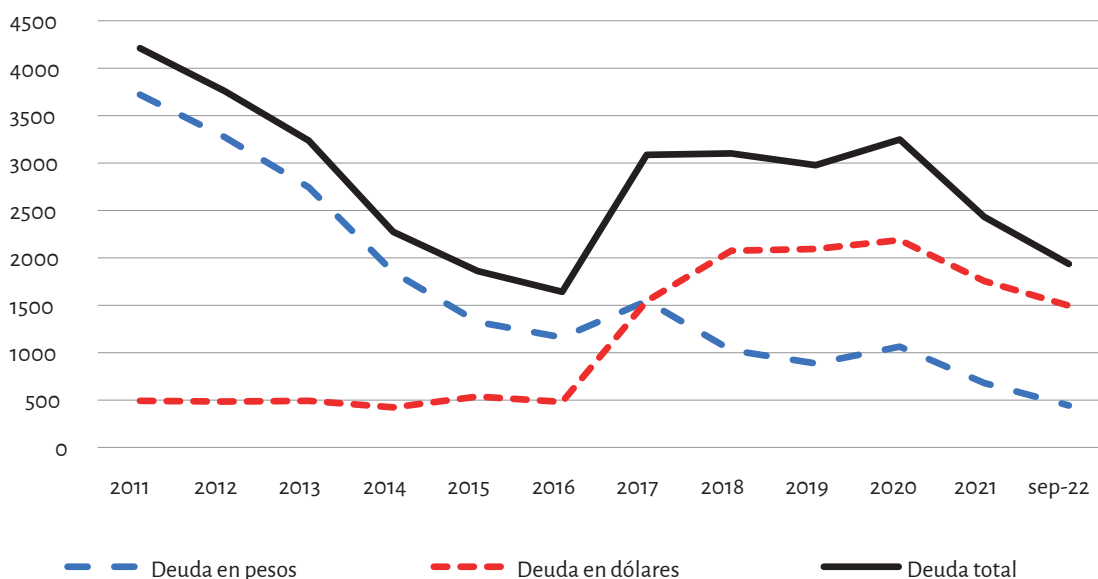
Por su parte, la deuda emitida en pesos creció un 33% (siempre en términos reales) en 2017, impulsada por un mayor financiamiento del Gobierno Nacional (ANSES; Convenio de Asistencia 2016 de la Administración Central; y Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial, FFPDP) y por una voluminosa colocación de títulos de deuda en pesos.

Universidad Metropolitana para la Educación y el Trabajo (UMET), 2019). Al respecto, ver capítulo de José Morales en este libro.

<sup>4</sup> Véase Avella, B., Landriscini, S. G. y Preiss, O. (2018) en “Complejo

frutícola de Río Negro y Neuquén. Exportaciones, principales competidores y factores que condicionan la competitividad”. *Revista de Estudios Agrarios y Agroindustriales* N° 48, CIEA. UBA. pp. 93-126.

**Gráfico 2.** Evolución de la deuda pública en pesos, en dólares y total, saldos a fin de período, en millones de pesos constantes de 2011 (2011 – sep. 2022)



**Fuente:** Cálculos sobre la base de Ministerio de Economía de Río Negro, Stock de deuda pública provincial, en <https://economia.rionegro.gov.ar/?-contID=8378>. Valores deflactados con el IPC promedio de CABA y de la Pcia. de San Luis para el período 2011-2016, y por el IPC Nacional de INDEC a partir de 2017.

El valor real de la deuda denominada en pesos retoma su tendencia decreciente a partir de 2018, porque su tasa de incremento nominal es muy inferior a la tasa de inflación. Entre diciembre de 2020 y septiembre de 2022, el saldo nominal aumenta un 4%, y el IPC INDEC un 150%.

La tercera etapa empieza a fines de 2020, cuando la deuda total retoma su tendencia a la baja. En el caso de la deuda en pesos, eso ya había empezado en 2018. Y a partir de 2021, el valor real de la deuda en dólares vuelve a bajar, ya que mientras su saldo denominado en dólares se mantuvo estable, la tasa de inflación superó el ritmo de ascenso de la cotización del dólar (Gráfico 2).

Esta evolución llevó a un cambio fundamental en la composición de la deuda: la deuda pública denominada en moneda nacional cae de 88,4% en diciembre de 2011 a 22,8% en septiembre de 2022. Y la parte en dólares se empina de 11,6% a 77,2% con la vulnerabilidad que implica (Gráfico 3).

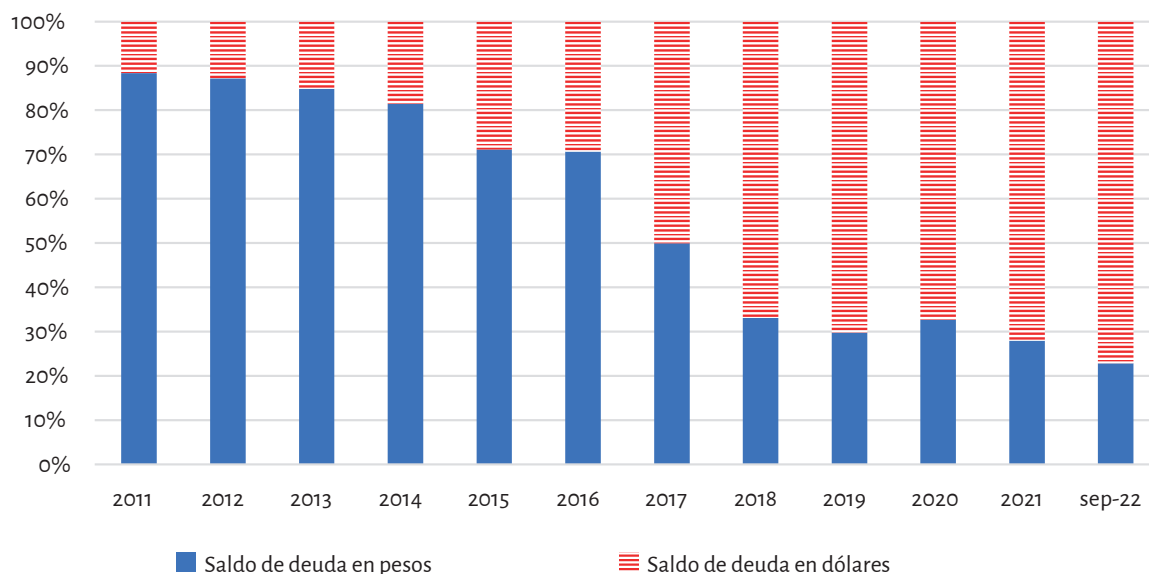
Se pueden marcar tres factores que aumentan el peso de la deuda pública provincial expresada en dólares:

- 1 Colocación de deuda neta en dólares, que ocurrió básicamente en diciembre de 2017 asociada al Plan Castello y su instrumentación a través de un Fondo Fiduciario administrado por el Banco Patagonia.
- 2 Devaluación real del peso por la crisis financiera nacional, que tuvo un fuerte impacto en 2018.
- 3 Estancamiento virtual de la deuda en pesos, en términos nominales, mientras que la deuda en dólares asciende con las devaluaciones, incluso si éstas no compensan del todo a la inflación.

El Gráfico 4 muestra cómo cambió la política de deuda de la provincia. Hasta el año 2016, las deudas de la provincia eran, en lo esencial, con el Gobierno Nacional, y estaban denominadas en pesos. El principal canal de financiamiento era el Ministerio de Economía. Cabe destacar el Plan de Obra Pública Federal 2009 a 2011 que incluyó en acuerdo con las provincias la construcción de obras de infraestructura educativa, de agua potable y saneamiento, redes viales urbanas y suburbanas, servicios urbanos, y otras.

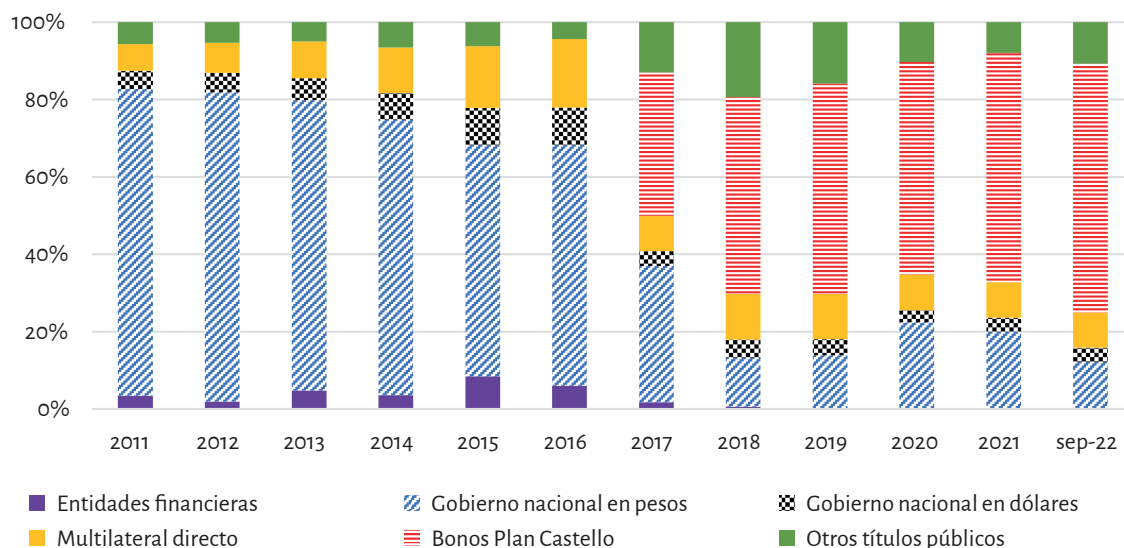
El segundo acreedor en importancia eran los organismos multilaterales de crédito, BID y Banco Mundial.

**Gráfico 3.** Composición de la deuda pública por moneda de emisión, saldos a fin de período, en porcentajes (2011 – sep. 2022)



**Fuentes:** Ministerio de Economía de Río Negro, Informe trimestral de deuda y Evolución de deuda provincial, en <https://economia.rionegro.gov.ar/?contID=8378>

**Gráfico 4.** Composición de la deuda pública por tipo de acreedor, saldos a fin de período, en porcentajes (2011 – sep. 2022)



**Fuente:** Sobre la base de Ministerio de Economía de Río Negro, Stock de deuda pública provincial, en <https://economia.rionegro.gov.ar/?contID=8378>.

Una parte de esos créditos pasaban por la mediación del Gobierno Nacional, y están registrados en el gráfico 4 como deudas hacia el Gobierno Nacional en dólares. Otra parte se tomaron de modo directo con los organismos multilaterales. De menor cuantía era la deuda con entidades financieras (Banco Patagonia), y la colocada contra títulos en pesos.

En 2017 se produce un giro sin precedentes en el endeudamiento provincial con la emisión de bonos por algo más de 300 millones de dólares. El grueso de esa emisión consistió en la venta de los bonos Plan Castello (denominados en dólares). También se colocaron bonos en pesos, por montos significativos ("Título de deuda clase 2020" y "Título de deuda Río Negro"). Por otra parte, los cambios de política eco-

nómica nacional introdujeron modificaciones en el financiamiento del Gobierno nacional. La restitución en cuotas de la coparticipación federal a las provincias, dispuesta por un fallo de la Corte Suprema de Justicia de diciembre de 2019, fue acompañada por un financiamiento de las provincias a cargo de la ANSES; esta institución se convirtió en el principal acreedor por parte del Gobierno nacional.<sup>5</sup>

Se observa así una reorientación en las fuentes de crédito, desde fuentes oficiales (Gobierno e instituciones multilaterales) hacia fuentes privadas e internacionales, que como fuera señalado es una de las características del proceso global de financierización. Ese proceso, en economías como las de Argentina y América Latina, implica una fuerte subordinación y las dejan expuestas al riesgo de la volatilidad de los mercados de *commodities* y cambiaria.

### 3. El Plan Castello: nuevo endeudamiento y uso de los recursos

El hecho más relevante para la deuda pública provincial durante el período bajo examen fue el lanzamiento del Plan Castello, un programa de obras públicas financiado con la emisión de deuda externa. Ese Plan toma el nombre de Edgardo Castello, quien fuera gobernador de Río Negro entre 1958 y 1962, y elaboró un programa de desarrollo que quedó trunco.

El 24 de noviembre de 2017, el Banco Patagonia S. A. en calidad de fiduciario financiero, y la Provincia de Río Negro, en calidad de fiduciante, suscribieron un Contrato de Fideicomiso para la constitución del Fondo Fiduciario de Desarrollo Rionegrino Plan Gobernador Castello. Los bienes fideicomitidos se compusieron de los fondos que el fiduciante percibiera por las operaciones de crédito público autorizadas por la Ley Provincial N° 5.201, los rendimientos de las inversiones y todo aporte que realizara el fiduciante a los fines del cumplimiento del objetivo del contrato de fideicomiso.

El convenio establecía que el Banco Patagonia debía administrar esos recursos de acuerdo a las instrucciones impartidas por la Autoridad de Aplicación. A partir de esa definición, con fecha 7 de diciembre de 2017, se produjo la transferencia fiduciaria, mediante la cual ingresaron a la cuenta fiduciaria la suma de 298,9 millones de dólares.

Al Contrato de Fideicomiso se le fijó una vigencia de hasta seis años a partir de su constitución o lo que dure el cumplimiento del objetivo, lo que ocurriera primero; pudiendo las partes convenir sus sucesivas prórrogas.

De acuerdo a lo establecido en el contrato, el Banco Patagonia S.A., actúa como Fiduciario Financiero y no está obligado a afrontar con recursos propios ningún tipo de gastos y/o costos emergentes del Fideicomiso, tales como gastos de preparación, envío de informes, certificaciones, libros contables, etc. Y realiza los actos respecto de los bienes fideicomitidos de conformidad con las Instrucciones específicas y encargos fiduciarios que le imparta la Autoridad de Aplicación, no teniendo responsabilidad alguna de controlar la genuinidad o legalidad de las mismas.

Los debates en torno a la ley 5.201 por la que se aprobó el endeudamiento en dólares ilustran los intereses en juego. Desde la bancada oficialista, se defendió la iniciativa del plan de obras Castello como instrumento de desarrollo territorial y económico, y centrado asimismo en dar respuesta a necesidades de los municipios y al sector privado en materias de obras de infraestructura básica.

Lo defendió el miembro informante del Bloque Juntos Somos Río Negro, Alfredo Martín. El legislador señaló entonces: *“En la economía existen potencialidades no explotadas con lo cual adquiere entidad la categoría analítica de “desarrollo”. Hoy es uno de esos días en los cuales podemos desatar esas potencialidades no explotadas y caminar hacia un desarrollo con integración”*. Hizo referencia a períodos de gobierno pasados y a sus planes de desarrollo: además del Plan Castello original, mencionó el Plan Trienal provincial impulsado por el Gobernador Mario Franco entre 1974 y 1976. De este modo, el legislador rescató las obras previstas en los planes de desarrollo previos e inconclusos, para afirmar que las obras más emblemáticas de dichos planes serían finalmente concretadas mediante el Plan Castello.

<sup>5</sup> En agosto de 2016 se suscribió el Convenio con las provincias para la devolución del 15% de la coparticipación que había ido en años previos a financiar obligaciones previsionales a cargo de la ANSES. Dicho acuerdo fue evaluado por el Ministro de Hacienda de Río Negro como *“un importante paso para equilibrar la situación financiera generada a la Provincia por la caída notable de los recursos de origen nacional, que entre abril/julio de 2015 y abril/julio de 2016 fueron \$ 650 millones”*. Isaías Kremer, declaraciones oficiales, 03/08/2016.

En la otra orilla, y fundamentando la oposición al Proyecto del Poder Ejecutivo, el miembro informante del Bloque del Frente para la Victoria –legislador Nicolás Rochás– cuestionó que, tratándose de un empréstito con deuda en dólares, de acuerdo al artículo 95 de la Constitución Provincia debía contarse con los 2/3 de los votos positivos de la Cámara. En otro orden, señaló que lo que se identificaba como plan, no lo era por cuanto expresó *“es una suma de obras sin ninguna planificación ni prioridad, como lo muestran los cambios introducidos al esquema original de obras a fin de conseguir los votos necesarios”*. Por ende, sostuvo que no se cumplía la ley que creó el Consejo de Planificación en 2010 que debía entender en la elaboración del plan. Asimismo, cuestionó que en ningún momento quedaron claras las condiciones del endeudamiento, las tasas de interés, los plazos de devolución, y el ritmo de la ejecución de los desembolsos con destino a las obras; más el endeudamiento municipal.

Advirtió además acerca de la inconveniencia y el peligro de la toma de deuda en moneda extranjera. El endeudamiento en dólares, planteó Rochás, pone la provincia a merced de la volatilidad del mercado financiero internacional, que podría llevar al incumplimiento de las obras proyectadas, como ya ocurrió en oportunidad de la renovación de contratos petroleros en la gestión previa del gobernador Weretilneck. En tal sentido expresó: *“Tenemos miedo y tenemos razón de tener miedo ante un endeudamiento en moneda extranjera que afecta futuras generaciones. Si el endeudamiento se consigue y toma, las obras no aparecen, y la plata hay que devolverla, y, si además la plata no alcanza y un juez extranjero nos embarga, ese es el problema, menudo problema”*.

Las obras convenidas, en general de infraestructura, abarcan distintas localidades del territorio provincial. En un escenario macro y financiero de alta volatilidad, atravesado por la pandemia y la alta inflación, varias obras se iniciaron con importante demora respecto a la toma del crédito. Un alto porcentaje de ellas se concluyó en 2021; y el resto se proyecta su terminación en los próximos meses, habiéndose complejizado el financiamiento en función de la erosión inflacionaria del Fondo Fiduciario y los mayores costos de las obras respecto a los proyectados.

En un elevado porcentaje de los casos al vencerse los plazos previstos para la ejecución de las obras, las empresas redefinieron la programación original.

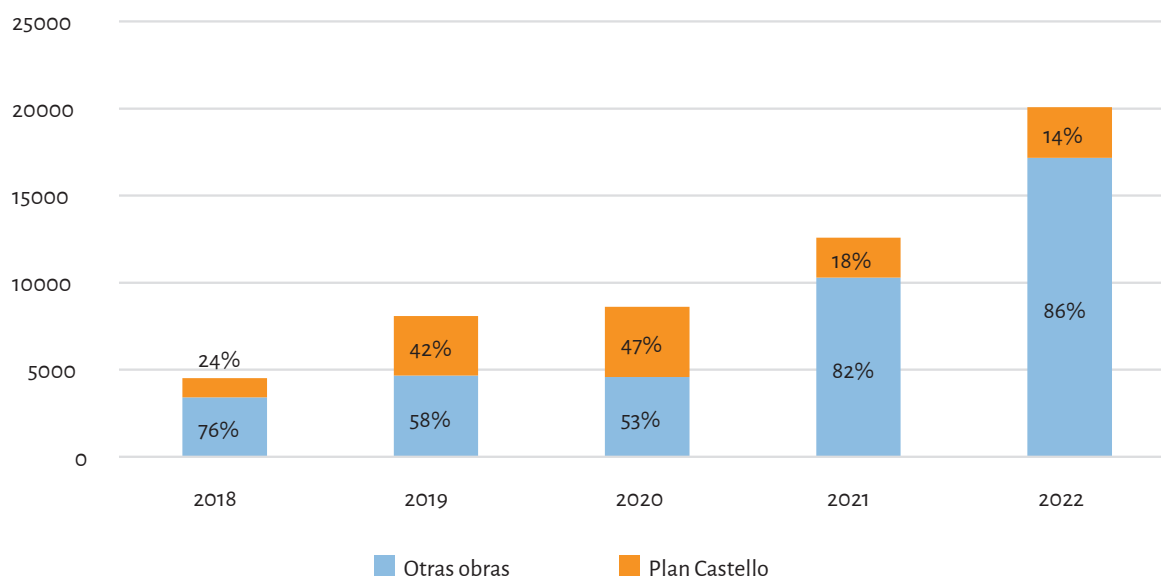
El listado de obras es el siguiente: Plan director de líquidos cloacales en: Las Grutas, en Playas Doradas, en Mainqué, y en Luis Beltrán. Se cuentan, asimismo, la obra de la Estación transformadora de energía en Cipolletti; la pavimentación de la Ruta provincial 86 en El Bolsón; la repavimentación de la Ruta provincial N 2 El Solito-San Antonio Oeste; caminos productivos en Chichinales, en Colonia Juliá y Echarren en Río Colorado, y en Paso Piedras- Choele Choele; el Nudo de Transporte en Los Menucos; las obras de provisión de agua potable en la zona oeste de General Roca y en J. J. Gómez; el mejoramiento de la captación de agua en el brazo sur de Luis Beltrán; la ampliación de los conductores pluvioaluvionales en Cipolletti; el Parque Tecnológico Productivo en San Carlos de Bariloche; el gasoducto de la Línea Sur (cuatro tramos computados como cuatro obras), el sistema de riego en Campo Grande; y el edificio central de la Obra Social Provincial IPROSS en Viedma.

También tomaron obras un conjunto de municipios por un total de 20 millones de dólares del total de 300 millones. El efecto de la devaluación y la caída de la recaudación nacional, provincial y local entre 2018 y 2019 llevó a que los municipios debieran reestructurar su deuda al igual que el Estado provincial. Éste intervino asociando a dichos municipios a su gestión de reestructuración en el marco de la impulsada por el gobierno nacional en 2020, y se lograron extender los plazos de pago de la amortización de capital y la reducción de tasas de interés en las mismas condiciones que en el nivel provincial. Según la gestión del Fondo Fiduciario, las cuotas por pagos de los municipios son descontadas de la coparticipación que les corresponde a los mismos. A ello se agrega que el Banco Patagonia cobra por dicha gestión del Fondo una comisión mensual, a la que se suman los gastos bancarios.

El Gráfico 5 muestra la incidencia que tuvo el Plan Castello en la ejecución de la obra pública en Río Negro desde su lanzamiento a fines de 2017. Puede observarse que, salvo en 2019 y 2020, su aporte a la obra pública resultó moderada.

Además de consistir en un plan de obras, defendido fuertemente por las autoridades provinciales, el Plan Castello tenía una importante faz financiera. Dado que, los 300 millones de dólares recibidos se gastarían de manera progresiva, el gobierno dispuso invertirlo en diversas colocaciones financieras.

**Gráfico 5.** Incidencia del Plan Castello en obras de Río Negro, gastos en capital en millones de pesos (2018 – 2022)



**Fuente:** Tomado de Informe del Ministerio de Economía, Provincia de Río Negro, 2022.

Al momento de recibir ese dinero, el Fondo Fiduciario gestionado por el Banco Patagonia vendió 97 millones de dólares al tipo de cambio de 17,3 pesos por dólar, para comprar LEBAC en pesos. Con los 200 millones de dólares restantes, adquirió Letras de Tesorería.<sup>6</sup> A partir de ese momento el Fondo Fiduciario fue liquidando parte de sus tenencias para financiar los trabajos previstos, pagar intereses y hacer nuevas colocaciones en pesos o dólares (LETES, Fondos de Inversión, plazos fijos, etc.).

Este manejo financiero se topó con dos eventos que deterioraron el balance del gobierno. Uno fue la fuerte devaluación de los años 2018 y 2019 y la inflación resultante, que redujeron el poder de compra de las colocaciones en pesos. El otro fue el reperfilamiento forzoso que impuso el gobierno nacional sobre su deuda de corto plazo, dispuesta por el entonces ministro de economía de la Nación, Hernán Lacunza, en agosto de 2019. Esta disposición postergó el pago a una decena de provincias por un monto equivalente a 1.300 millones de dólares; en el caso de Río Negro, el monto que se tornó indisponible ascendía a 87 millones.

De este modo, el Fondo Fiduciario se vio imposibilitado de acceder a gran parte de sus recursos, y cuando pudo acceder a ellos, éstos habían sufrido la erosión inflacionaria desatada desde agosto de 2019. Mientras tanto, la deuda que estaba en dólares, aumentaba su peso real. Así, en 2020 la Provincia se vio forzada a seguir los pasos de la Nación, primero incumpliendo algunos pagos a los bonistas, y luego reestructurando su deuda, a la que incorporó a los municipios endeudados en el marco de las operaciones previstas en el Plan.

#### 4. El peso de la deuda, insolvencia y reestructuración

El aumento del monto de la deuda y el cambio radical en su composición, incrementaron de manera significativa el peso de la deuda y el riesgo de incumplimiento. Mientras la deuda consistió principalmente en pasivos en pesos hacia el Gobierno nacional, la provincia podía contar con nuevos créditos públicos que le permitirían enfrentar los vencimientos de capital, y la carga de intereses era moderada. Así, entre 2011 y 2016, lo normal era que los nuevos desembolsos permitieran cubrir con creces el servicio de la deuda, es decir, las amortizaciones más los intereses.

Pero con la emisión de los Bonos “Plan Castello” en 2017, que dolarizó gran parte de la deuda, la Provin-

<sup>6</sup> Véase Banco Patagonia, Fondo Fiduciario de Desarrollo Rionegrino Plan Gobernador Castello, Informe de gestión trimestral, 31/12/2017, en <https://economia.rionegro.gov.ar/download/archivos/00009900.pdf>



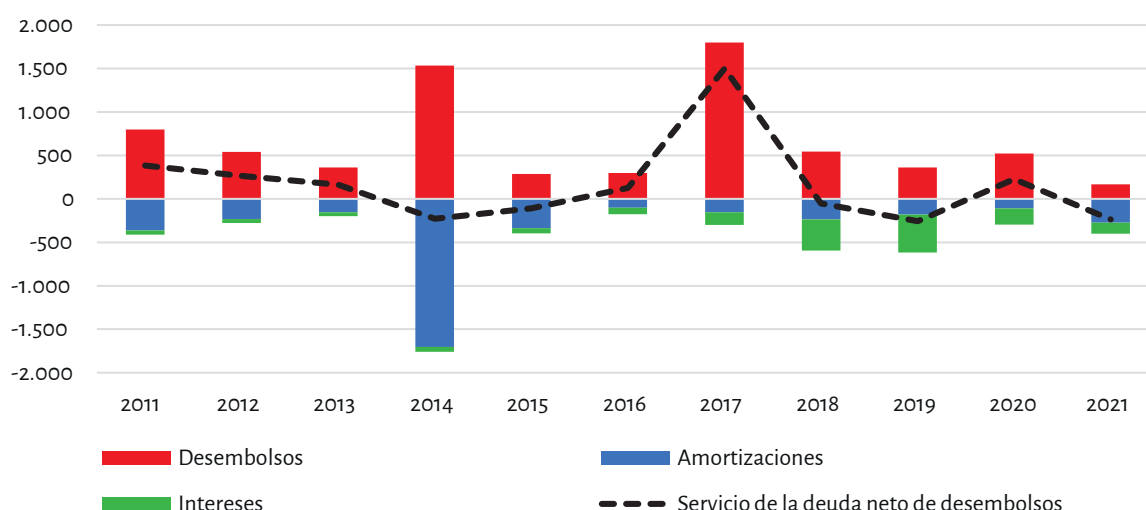
cia se vio expuesta al riesgo cambiario. Ese riesgo se hizo concreto pocos meses más tarde. Así, la carga de los intereses aumentó y, a partir de 2018, los nuevos desembolsos ya no permitieron cubrir el servicio de la deuda. La excepción fue el año 2020, debido a la masiva asistencia financiera del Gobierno central vinculada a la pandemia (Gráfico 6).

La dolarización de gran parte de la deuda provincial también tuvo como consecuencia el aumento del stock de la deuda cada vez que la moneda nacional se depreciaba. El Cuadro 1 muestra los factores que explican el aumento del stock de la deuda pública provincial. Entre 2011 y 2017, la deuda evoluciona principalmente en función del financiamiento neto,

es decir, de la diferencia entre los desembolsos de nueva deuda y la amortización de la deuda que llega a vencimiento. Si los desembolsos son mayores a las amortizaciones, el stock de deuda crece, y a la inversa, si las amortizaciones exceden a los desembolsos (como en 2014), el stock de la deuda disminuye.

Pero a partir de 2018, el factor principal que explica el crecimiento continuo de la deuda ya no es el financiamiento neto, sino los ajustes de valuación, esto es, la revalorización de la deuda que fue emitida en dólares, cada vez que el peso se devalúa. La deuda adquiere una dinámica propia, en el sentido de que la misma crece, aunque el gobierno provincial no tome nueva deuda neta.

**Gráfico 6.** Desembolsos y pagos de amortización e intereses de la deuda pública provincial a valores constantes, en millones de pesos de 2011 (2011-2021)



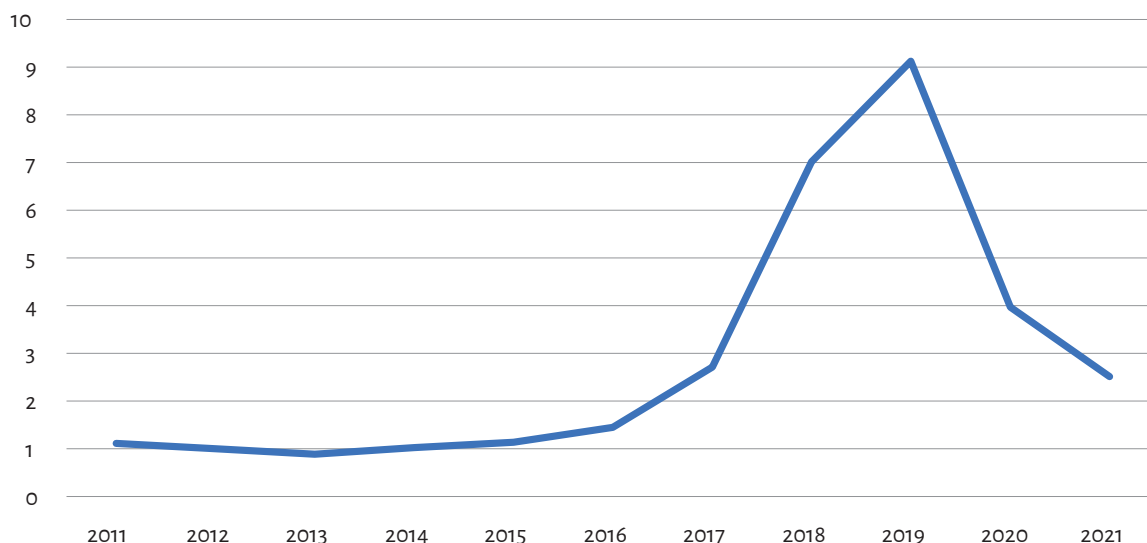
**Fuentes:** Cálculos sobre la base de Ministerio de Economía de Río Negro, Informe trimestral de deuda y Evolución de deuda provincial, en <https://economia.rionegro.gov.ar/?contID=8378>. Valores deflactados con el IPC promedio de CABA y de la Pcia. de San Luis para el período 2011-2016, y por el IPC Nacional de INDEC a partir de 2017.

**Cuadro 1.** Saldo de la deuda pública provincial y factores de su variación, en millones de pesos (2011-junio 2022)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Stock de deuda inicial	3.742	4.211	4.672	5.198	5.058	5.352	6.426	15.089	22.227	33.044	49.102	55.486
Desembolsos	797	674	579	3.413	821	1.171	8.792	3.915	4.000	8.731	3.772	4.428
Amortizaciones	361	288	249	3.796	968	398	749	1.698	2.006	1.659	6.276	6.153
Financiamiento neto	436	386	331	-383	-146	773	8.043	2.217	1.994	7.072	-2.504	-1.725
Ajustes de valuación	82	128	250	320	552	371	638	7.604	8.823	8.802	8.803	10.521
Otros 1/	-49	-54	-55	-77	-112	-70	-18	-2.682	0	185	84	0
Stock de deuda final	4.211	4.672	5.198	5.058	5.352	6.426	15.089	22.227	33.044	49.102	55.486	64.282

**Fuente:** Ministerio de Economía de Río Negro, Informe trimestral de deuda y Evolución de deuda provincial, en <https://economia.rionegro.gov.ar/?contID=8378>

**Gráfico 7.** Intereses pagados sobre la deuda pública provincial como porcentaje de los recursos corrientes (2011 – 2021)



**Fuentes:** Ver Gráficos 1 y 2, y Dirección Nacional de Asuntos Provinciales, Recursos Tributarios Provinciales, en <https://www.economia.gob.ar/dnap/recursos.html>.

La dolarización de la deuda pública de la Provincia también se reflejó en un brusco aumento de la carga de intereses en las cuentas fiscales (Gráfico 7).

La no menos notable reducción en el pago de los intereses se debió, por una parte, a la reestructuración de la deuda provincial de 2020, y al menor ritmo de crecimiento de la cotización del dólar (menor al crecimiento de los recursos fiscales de la Provincia) en 2021, por la otra.

Además de la carga de intereses, la Provincia se había comprometido a pagar amortizaciones a partir de 2023, por montos excesivamente elevados.

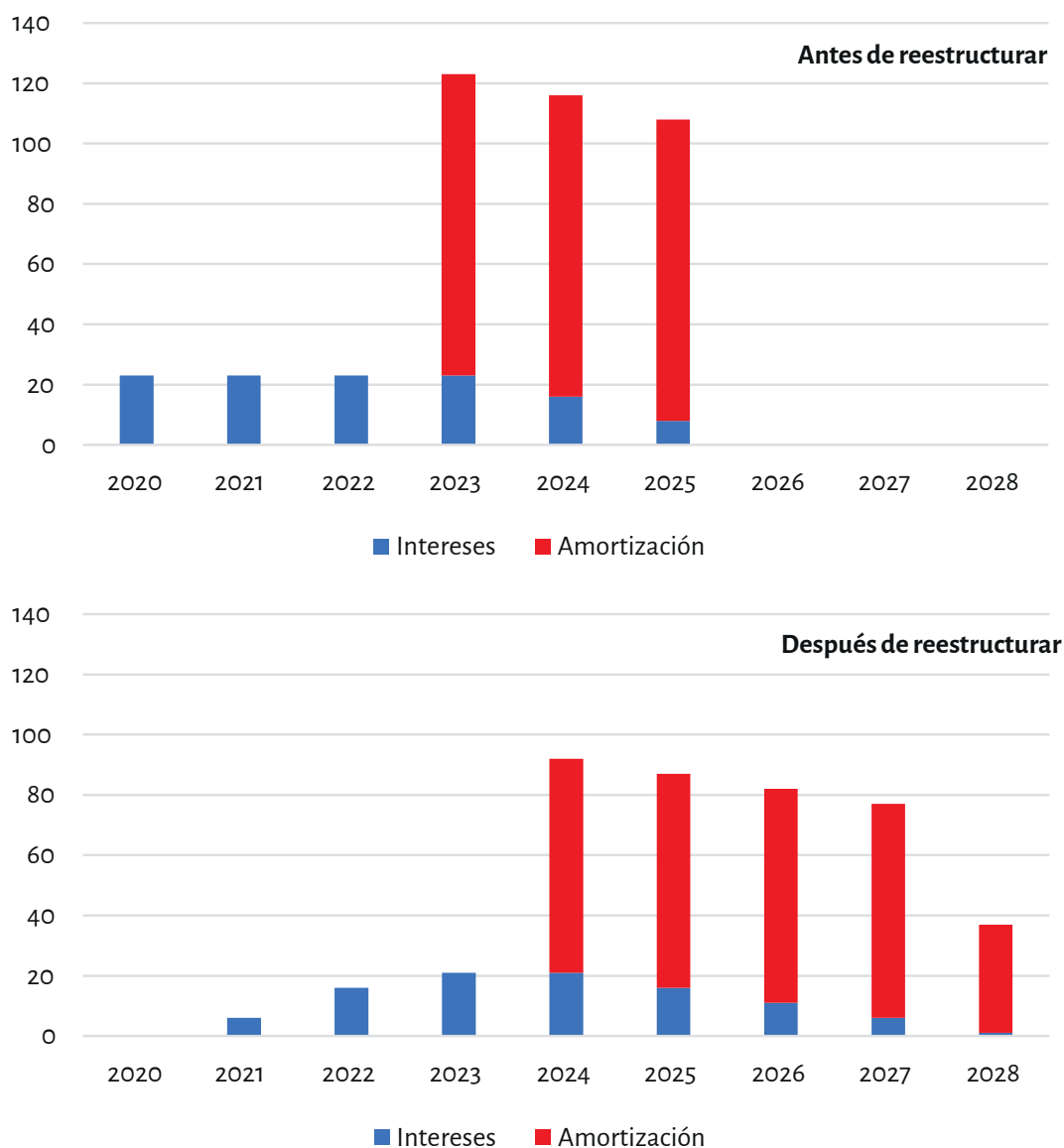
En 2020, al tiempo que el gobierno nacional asumido en diciembre de 2019 renegociaba la deuda heredada de la gestión anterior, Río Negro reestructuraba la deuda de los “Bonos Plan Castello”, por el total emitido de 300 millones de dólares. Ese monto, por el que ya se pagaban intereses elevados (7,75%), vencía en 3 cuotas anuales de 100 millones a partir de 2023. La renegociación consiguió pasar a 9 amortizaciones semestrales a partir de 2024 hasta 2028, pero por un monto total superior, debido a la capitalización de intereses: 320 millones de dólares. También redujo la tasa de interés al 2,71% en 2021, 4,875% en 2022, 6,625% en 2023 y 6,873% a partir de 2024.

En medio de la pandemia del Covid-19, del impacto del aislamiento social preventivo y obligatorio, y en un escenario presupuestario y financiero nacional y provincial complejo, con abrupta caída de la recaudación tributaria, moratorias y gastos imprevistos de asistencia social y sanitaria, intervinieron en las negociaciones con los bonistas la gobernadora Arabella Carreras y el Ministro de Hacienda de Río Negro, el Ministro de Economía de la Nación, el Ministro del Interior y las autoridades del Banco Central.

El resultado de la reestructuración, que obtuvo una aceptación del 96,2% de los bonistas, se presenta en el Gráfico 8.

De este modo la Provincia reestructuró cerca del 55% de su deuda, cuyos vencimientos de capital estaban muy concentrados en el período 2023-2025. Sin embargo, solamente se ganó un año para empezar a pagar vencimientos, que ahora se estiran por 4 años y medio. Asimismo, a pesar de ser algo menores, los montos anuales a pagar siguen siendo elevados en una economía que enfrenta dificultades en sus sectores productivos claves, como la fruticultura que evidencia pérdida de competitividad externa y regresión en materia de superficie implantada y de número de productores, y el sector hidrocarburífero afectado por la madurez de los yacimientos convencionales de petróleo y la falta de inversiones, excepto

**Gráfico 8.** Perfil de vencimientos de los Bonos Plan Castello, antes y después de la reestructuración de diciembre de 2020, en millones de dólares



**Fuente:** Ministerio de Economía, Unidad de apoyo de la sostenibilidad de la deuda pública provincial.

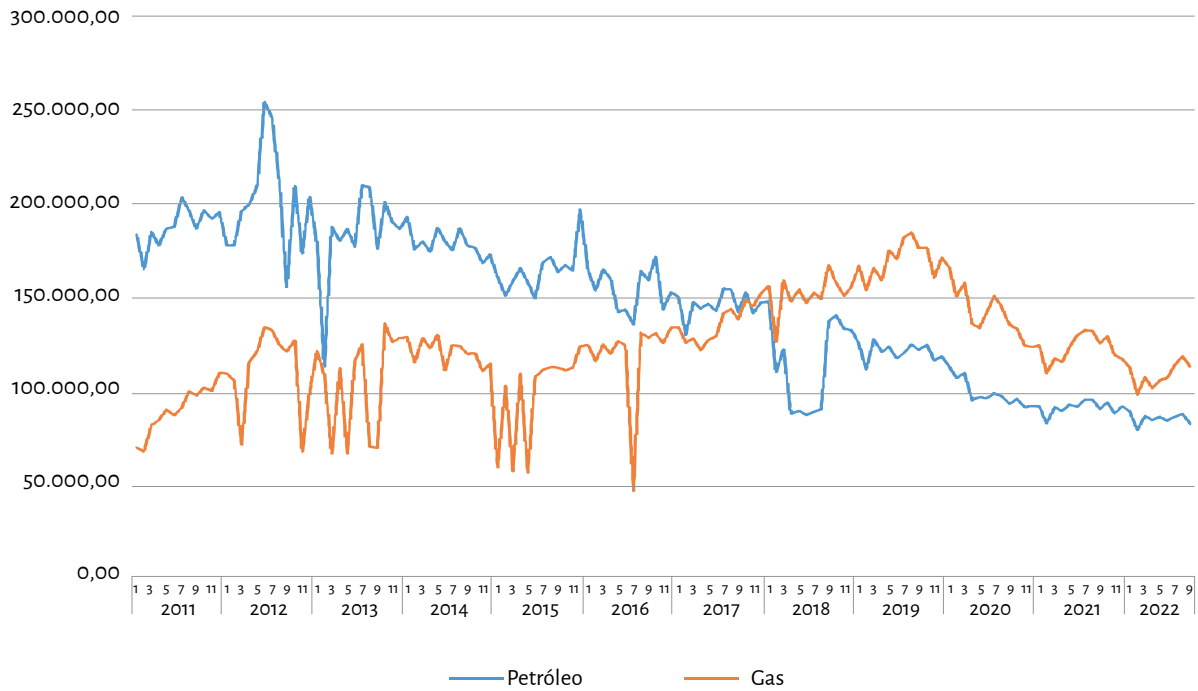
en materia de gas en los yacimientos del área General Fernández Oro (Gráfico 9).

Provincia pasó de menos de 20% entre 2011 y 2014 a cerca de 100% a partir de 2017 (Gráfico 10).

De este modo, la deuda en dólares se tomó en un contexto de disminución progresiva de las exportaciones provinciales primarias (frutas frescas, lanas, petróleo crudo) y de manufacturas de origen agropecuario como las derivadas del procesamiento de frutas (jugos). Así, la relación entre la deuda en dólares del gobierno provincial y las exportaciones de la

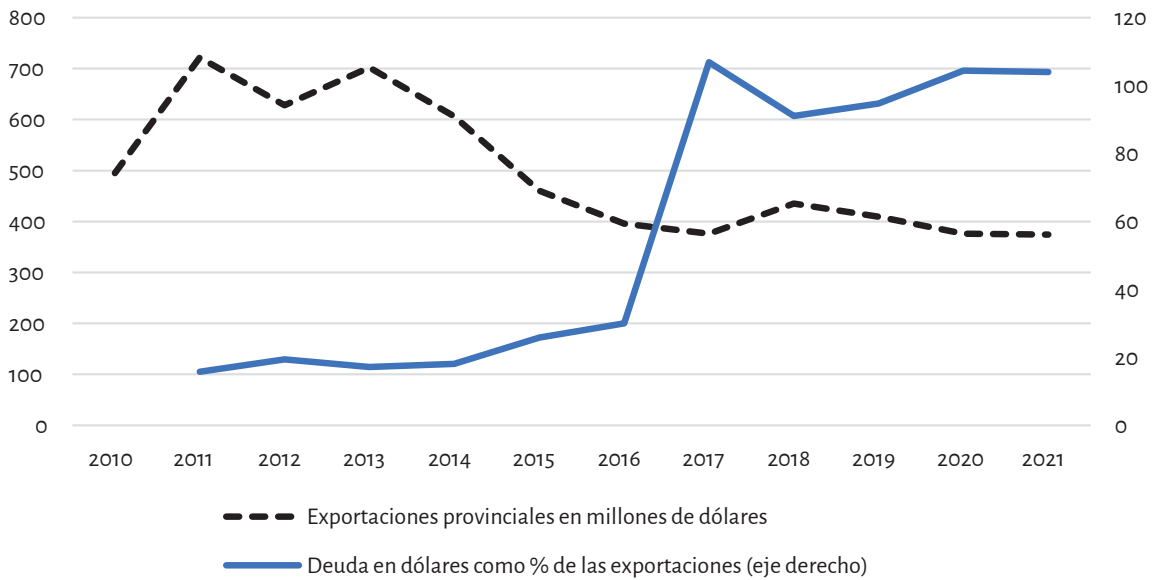
Debe tenerse en cuenta que el elevado coeficiente de endeudamiento en moneda extranjera como porcentaje de las exportaciones no tiene la gravedad que tendría en el plano de toda la Nación, ya que el Gobierno de Río Negro recurre al Banco Central de la República Argentina para obtener los dólares requeridos para su servicio, y no a los exportadores provinciales.

**Gráfico 9.** Provincia de Río Negro, producción de petróleo en m3 y de gas natural por mes en Mm3 (2011 – septiembre 2022)



Fuente: Secretaría de Energía de la Nación.

**Gráfico 10.** Exportaciones de la provincia en millones de dólares, y relación porcentual entre su deuda pública y las exportaciones provinciales (2010-2021)



Fuentes: Ver Gráfico 2, y Dirección de Estadísticas y Censos, Ministerio de Economía de Río Negro.

## Reflexiones finales

La decisión de tomar créditos en los mercados internacionales para financiar obra pública doméstica a través del “Plan Castello”, se enmarcó en una estrategia más amplia del gobierno nacional: utilizar a los estados provinciales para la colocación de deuda externa. Esto ha sido así porque los gastos en infraestructura de los Estados provinciales demandan pesos, no dólares, y las divisas tomadas en el exterior quedan en las arcas del Banco Central. Se trata de la misma estrategia utilizada por el gobierno militar en el período 1976-83, solo que entonces el endeudamiento se gestó poniéndolo fundamentalmente en cabeza de las empresas públicas. El gobierno de Cambiemos, como parte de un plan deliberado, utilizó a las provincias, y hasta los municipios. Y de modo adicional también quedarían endeudadas las familias a partir de la dolarización de las tarifas de los servicios esenciales.

El argumento a favor de endeudarse en divisas suele ser la posibilidad de acceder a una tasa de interés más baja que la que se pagaría en moneda doméstica. Sin embargo, esta menor tasa no debería considerarse separadamente de la volatilidad macroeconómica, tanto por la incertidumbre cambiaria como por la inflación. El elevado déficit que presentaba la cuenta corriente al momento de emitirse la deuda en dólares constituía una amenaza cierta para el nivel del tipo de cambio de mediano plazo. A ello se suma la experiencia histórica. Los shocks devaluatorios constituyen una realidad cíclica de la economía argentina. Asimismo, las colocaciones que se realizaron en títulos públicos en pesos en escenarios de alta inflación e incumplimiento del gobierno nacional, al igual que el estancamiento de la recaudación para el repago de los pasivos asumidos, comprometen severamente la sustentabilidad financiera futura de la provincia.

En Río Negro, a partir de los primeros años del siglo, las cuentas públicas fueron beneficiadas por el contexto de crecimiento y el Estado nacional planificaba el desendeudamiento de las provincias. En semejante escenario, pareció lógico centrar las esperanzas en el ingreso de recursos extraordinarios, como es el caso del endeudamiento, pero la falta de una política tributaria que gravara los altos patrimonios, sumada al estancamiento de las principales actividades del territorio, especialmente la energía y la fruticultura, determina que los recursos provinciales apenas

alcancen para el pago de salarios y contrataciones permanentemente refinanciadas.

Así, endeudarse se volvió la única alternativa. La espiral de la deuda provincial y la volatilidad macro de 2018 y 2019 agravaron la situación que se fue presentando en 2016 y 2017 con los cambios en la política nacional hacia las provincias y la suspensión del financiamiento de obras públicas. Sumado a ello, se multiplicarían los conflictos por la actualización de salarios del personal estatal, y el progresivo deterioro de la infraestructura y de las prestaciones de los servicios a cargo del Estado. El caso de la salud, la educación y la seguridad se volvieron paradigmáticos a lo largo de los últimos años. Así, se sucedieron los reclamos en todo el territorio provincial de trabajadores y usuarios.

El Estado provincial, al igual que el nacional, tiene obligaciones específicas en materia de derechos humanos vinculadas a la cobertura de las necesidades básicas de la población en su territorio. Una de ellas es movilizar el máximo de recursos disponibles para asegurar la realización de los derechos económicos y sociales, incluidos los derechos a la salud, al trabajo, protección social, vivienda, alimentación y educación, entre otros.

Frente a la deuda dolarizada en bonos para hacer obra pública en pesos, y más allá de la pertinencia que dichas obras pudieran mostrar, surgen algunos interrogantes respecto a la operatoria que dio lugar a la conformación del Fondo Fiduciario para administrar los recursos obtenidos, la conveniencia o imprudencia en la toma de deuda en moneda extranjera para gastos locales en pesos, y el riesgo que suponen los cambios en la paridad cambiaria, la inflación de costos en las obras, la elevación dispuesta en la tasa de interés internacional, como ocurre al presente frente al impacto de la guerra ruso ucraniana, y otras circunstancias a lo largo de los años de vigencia acordada y de prórroga del contrato.

Aquí surgen algunos interrogantes respecto a la reestructuración de la deuda dolarizada realizada en 2020, uno retrospectivo y otros prospectivos que fundamentan seguir investigando la cuestión:

En primer lugar: ¿Cómo afecta el nivel de deuda provincial dolarizada -más allá de la reestructuración convenida- la cobertura de las necesidades de la población que la Provincia debe garantizar? Ello

por cuanto la sustentabilidad de la deuda no solo se mide en términos financieros y fiscales sino también en términos sociales y de sustentabilidad de la vida.

En segundo lugar: ¿Qué sacrificios se les exige y exigirá a las y los rionegrinos para pagar semejante deuda en dólares? De hecho, las notorias subas dispuestas en 2021 y 2022 en los impuestos directos provinciales afectan fuertemente a los sectores medios y bajos de la sociedad y generaron reclamos masivos, lo que llevó a la máxima autoridad provincial a retrotraer dicha decisión, en particular en 2021. El escenario 2022 ha sido aún más complejo por el aumento del costo de la energía, de las materias primas e insumos industriales y de los alimentos a nivel internacional que se han extendido al mercado interno en diversos rubros y han elevado la inflación a niveles insostenibles.

Otra cuestión importante es cómo prevé el gobierno provincial cubrir los enormes pagos de deuda comprometidos durante los próximos meses y años, siendo que los sectores claves de la economía presentan severas restricciones de competitividad y rentabilidad que impactan en la inversión, al tiempo que los cambios en la organización del trabajo introducen la flexibilidad laboral y la reducción de la demanda de empleo en rubros como la fruticultura y los servicios, lo que afecta el consumo privado y la recaudación. En el caso del sector turístico la tendencia a la presencia de actores de cadenas internacionales en lo financiero, lo inmobiliario y en los servicios plantea restricciones a la distribución local de ingresos, más allá de los salarios y las subcontrataciones, y a la captación de rentas por parte del Estado provincial

De acuerdo al Informe de Deuda de 2021 y de 2022 que elaboran en distintos trimestres las autoridades del Ministerio de Economía y Hacienda, la respuesta genera preocupación: ¿la Provincia seguirá acumulando deuda?; ¿lo hará con más bonos públicos, es decir, con más deuda en manos de acreedores privados? Esto llevaría -según el propio informe oficial- la proporción del servicio de deuda sobre ingresos corrientes del 5,70% previsto para el 2022 a más 9% en 2024. Es decir, la deuda tendrá un protagonismo creciente en las erogaciones estatales, en el desarrollo de la economía privada, y, de este modo seguiría afectando la calidad de los servicios y de la vida de la población.

Mientras incluso el propio FMI recomienda a todos los países revisar los sistemas tributarios para hacer-

los más progresivos, captando recursos de los sectores privilegiados de la población, y el Estado nacional lo implementó a través del aporte extraordinario a las grandes fortunas dispuesto por ley por única vez, y ha elevado las alícuotas en el impuesto a los bienes personales en las categorías de mayor patrimonio, el gobierno rionegrino aún no contempla reformas tributarias hacia esquemas más progresivos que hagan que los que más tienen, por ejemplo los que poseen fortunas inmobiliarias, aporten más en estas circunstancias extraordinarias.

Esto se enlaza con lo que opinan muchos de los economistas citados al inicio de este capítulo, acerca de que la gigantesca desproporción entre la riqueza anual que produce una nación, o un espacio subnacional, y lo que adeuda, se explica por un mecanismo que en las últimas tres décadas ha cambiado la economía mundial: la financiarización. Y junto con ello ha profundizado la precariedad laboral, la desigualdad socio económica y múltiples violencias.

Para que unos tengan ganancias extraordinarias producto de la primacía financiera, otros tienen que endeudarse y quedar entrampados en la telaraña que esas deudas generan. Además, se han multiplicado grandes inversiones inmobiliarias por parte de actores financieros que sirven como reservas paisajísticas, de agua dulce, de tierras aptas para la producción de alimentos, o que constituyen áreas ambientalmente excepcionales, que deberían ser gravadas en proporción a los negocios que crean y reproducen. Nada de eso está presente en los gravámenes a las grandes propiedades en Río Negro. Mientras las cuentas fiscales evidencian fuertes desequilibrios, la economía se estanca a partir de la producción primaria, y la población en el territorio viene desde años atrás sufriendo el deterioro progresivo de los sistemas públicos de salud, educación, seguridad, y protección social.

Surge así la cuestión de los derechos humanos, en tanto es necesario que el Estado provincial defienda la vida, la salud y los demás derechos de la población. Eso implica asegurar que la deuda sea sustentable, es decir, que no se pague dejando a las personas desguarnecidas cuando más necesitan de la presencia del Estado<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Respecto de la relevancia del marco de los derechos humanos para evaluar la deuda pública, ver el capítulo de Juan Pablo Bohoslavsky y Laura Clérico en este libro.

El Plan Castello evidenció demoras en su ejecución. Puede justificarse algo de ello por la pandemia Covid-19 y el aislamiento social preventivo y obligatorio, que a su vez ha traído desajustes en el abastecimiento de insumos y materiales. Pero es voluntad de la población que las obras que se comprometieron se concluyan en tiempo y en forma. También es voluntad de la población que haya inversiones productivas y empleo digno, que se otorgue prioridad a los derechos de quienes aportan su esfuerzo diario de trabajo, por encima de los rentistas financieros que hacen excelentes negocios a costa de las cuentas públicas, que evaden, que eluden o que remarcan a diario.

Río Negro necesita un Estado que garantice trabajo público y privado seguro, educación y salud de calidad. Para ello debe modificarse la organización económica, el Estado debe regular y orientar la economía privada y debe controlar rigurosamente la evolución de las cuentas públicas, centrado en la prudencia fiscal y la promoción económica a los sectores de mayor capacidad reproductiva y a los tecnológicamente avanzados, sin descuidar la educación, la salud y la asistencia social. Superar la debilidad de las cuentas públicas requiere crecer, evaluar los comportamientos de los agentes económicos asistidos por el Estado y otorgar prioridad a las actividades que agreguen competitividad a la economía, generen conocimiento y produzcan divisas con las que hacer frente a la deuda externa acumulada.

## Referencias

- Abeles, M, Perez Caldentey, E. y Valdecantos, S. (Editores) (2018) *Estudios sobre financierización en América Latina*. CEPAL. Santiago de Chile.
- Aspiazu, D. Basualdo, E. y Khavisse. (1986) *El nuevo poder económico en la Argentina*. Ed. Legasa. Buenos Aires.
- Avella, B, Landriscini, S. G. y Preiss, O. "Complejo frutícola de Río Negro y Neuquén. Exportaciones, principales competidores y factores que condicionan la competitividad" *Revista de Estudios Agrarios y Agroindustriales* N° 48, CIEA. UBA. pp. 93-126.
- Barrera, F. y Bona, L. (2018) La fuga de capitales en la Argentina reciente: 1976-2018. *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas* XXVI, diciembre. pp. 7-32.
- Basualdo, E. Editor. Con Barrera, M., Bona L., González, M., Manzanelli, P. y Wainer, A. (2018) *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina de Martínez de Hoz a Macri*. Ed. Siglo XXI.
- Brenta, N. (2013) *Historia de las relaciones entre Argentina y el FMI*. Ed. Eudeba. Buenos Aires.
- Brenta, N. (2019) *Historia de la deuda externa argentina*. Ed. Capital Intelectual. Buenos Aires.
- Calcagno, A E., Calcagno, A. y Calcagno, E. (2018) *Manual del Estado. Teoría y Práctica de la Política*. Ed. Catálogos. Buenos Aires.
- Calcagno, A. E. (1985) *La perversa deuda argentina*. Ed. Legasa. Buenos Aires.
- Chena, P. y Biscay, P. (Coordinadores.) (2019) *El imperio de las finanzas. Deuda y Desigualdad*. Ed. Miño y Dávila, Buenos Aires.
- Chena, P. y Bucella, E. (2019) Financierización, inestabilidad y crisis. Las consecuencias del valor financiero en la Argentina. En Chena y Biscay, (Coords.) *El imperio de las finanzas. Deuda y desigualdad*. Ed. Miño y Dávila. Buenos Aires. pp. 53-84.
- Chesnais, F. (2017) *Finance Capital Today. Corporations and Banks in the Lasting Global Slump*. Ed. Brill. Leyden y Boston.
- Cibils, A. y Allami, C. (2017) "Financiarización en la periferia latinoamericana; deuda, commodities y acumulación de reservas". *Revista Estado y Políticas* N° 8. Mayo-Septiembre; pp. 81-101.
- Hilferding, R. (1963) *El capitalismo financiero*. Editorial Tecnos, Madrid. Edición original en alemán de 1910.
- Marcó del Pont, M. y Todesca Bocco, C. (2019) Límites al desarrollo nacional en un contexto global de financierización: notas sobre el caso argentino. En Chena y Biscay (Coords.) *El imperio de las finanzas. Deuda y desigualdad*. Ed. Miño y Dávila. Buenos Aires. pp. 37-52
- Powell, J. (2013). *Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non-financial corporations*. Tesis de doctorado. Londres: Universidad de Londres. Recuperado de <https://core.ac.uk/download/pdf/19090664.pdf>
- Schorr, M. y Wainer, A. (Editores) (2018) *La financiarización del capital*. Ed. Futuro anterior. Buenos Aires.
- Storm, S. (2018) "Financialization and economic development: a debate on the social efficiency of modern finance", *Development and change*, Institute of social studies, La Haya, enero.

# Deuda pública del estado provincial de Jujuy. ¿Una inversión que se paga sola?

Gastón Remy\*

En este artículo se estudia la situación de la deuda pública del estado de Jujuy durante el gobierno de Gerardo Morales (primer mandato 2015-2019 y su segundo mandato en curso). El texto comprende el estado de situación de la deuda a diciembre de 2021, su composición según moneda de origen, el esquema de vencimientos de capital e intereses y los motivos de los nuevos endeudamientos durante el período bajo análisis. Se problematiza el salto en el total del stock de deuda y en qué medida puede significar futuros problemas financieros para el estado. Se estudian las tres fuentes de financiamiento de la deuda, entre ellas el ajuste real sobre la masa salarial y el retraso al pago de proveedores, la toma de nuevos créditos y los ingresos del parque solar Cauchari. Por último, se analiza el escenario 2023 como un momento donde pueden darse complicaciones financieras considerables para el estado provincial y cómo las opciones que se empleen al momento de afrontar los vencimientos terminen postergando hacia adelante un problema más de tipo estructural respecto a la insuficiencia de generación genuina de recursos para afrontar los pagos de la deuda.

La deuda pública de la provincia de Jujuy ascendió a \$ 94.303.054 a fines de 2021<sup>1</sup>. Representó el 87 % de la recaudación presupuestada para ese año. Este stock de deuda valuado en dólares fue de U\$S 875 millones (31/12/2021, 107,75 USD/ARS). Como parámetro de comparación, la deuda comparada con el PBG equivalió en 2017 al 23,5%<sup>2</sup>. De ese total, el 62% corresponde al crédito internacional –cuya composición aclaramos más adelante– que fuera asumido en 2017 por el estado provincial para la construcción del par-

que solar Cauchari ubicado en la puna jujeña (Dpto. de Susques). Se trata de un emprendimiento público, propiedad de la empresa estatal JEMSE<sup>3</sup> (Jujuy Energía y Minería Sociedad del Estado), que es catalogado por el gobierno como el “parque solar más grande de América Latina”. Cuenta con una potencia instalada de 300 MWh y en 2021 generó el 80% de la energía que consume la provincia de Jujuy. No obstante, esa energía es vendida al sistema interconectado nacional a través de un contrato con Cammesa.

Se destaca entonces un sesgo de endeudamiento con carácter productivo a diferencia de los endeudamientos durante la década del '90, cuando el estado financiaba con créditos otorgados por entidades financieras y bancarias el gasto corriente, considerando que la coparticipación en su mayor parte estaba afectada al pago de endeudamientos previos y la disponibilidad de fondos propios era prácticamente nula. Jujuy junto a otras provincias ingresó al Compromiso Federal en diciembre de 1999, un acuerdo con el Estado Nacional, por el cual la provincia recibía asistencia financiera para sus obligaciones corrientes, a cambio de iniciar un ajuste fiscal tendiente a la reducción a cero del déficit. Este esquema financiero no impidió al estado provincial evitar el retraso en el pago de los salarios estatales que a inicios del 2000 llevaba cuatro meses<sup>4</sup>. Con la salida de la convertibilidad la provincia reestructuró sus deudas con el sector financiero privado a través

<sup>1</sup> Al cierre de este artículo (noviembre de 2022), el stock de deuda alcanzaba los \$ 110.560.61 (último dato disponible).

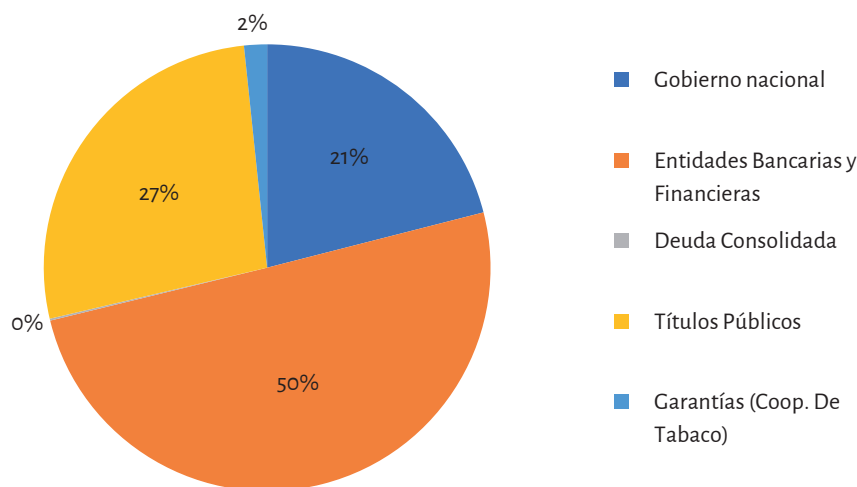
<sup>2</sup> Dado que el último dato disponible de PBG es de 2017 (\$ 90.638.068.000) ver: <http://cesde.fce.unju.edu.ar/index.php/indicadores/>; consideramos el stock de deuda de 2017 que fue de \$ 21.269.940.000.-

<sup>3</sup> Ver más información en la página oficial de la empresa: <https://jemse.gob.ar/>

<sup>4</sup> A partir de la transferencia de los servicios públicos de salud y educación desde el Estado Nacional a las provincias a principios de 1990, las cuentas públicas de provincias como Jujuy se vieron afectadas con una carga de gastos ante los cuales no contaban con los recursos propios suficientes. Las facilidades otorgadas para tomar créditos y cubrir parte de estos gastos llevó a un creciente endeudamiento que finalmente derivó en la afectación de la coparticipación al pago de estas deudas con el consecuente impacto al momento de abordar los gastos corrientes. Ver Cetrángolo, Jiménez, Devoto y Vega (2022).



**Gráfico 1.** Deuda pública de Jujuy, por tipo de acreedor (junio de 2022)



**Fuente:** elaboración propia en base a datos de la Ley de Responsabilidad Fiscal junio 2022 (último dato disponible).

de transferir estos pasivos al Estado Nacional, ante el cual quedó la provincia como deudora. Justamente, el gobierno provincial de Gerardo Morales ha utilizado los créditos en dólares con destinos productivos como un punto “fuerte” de su gestión y, a la vez, como elemento de diferenciación con otras gestiones que financiaban gastos corrientes con toma de deuda. En su discurso público<sup>5</sup>, se resalta en forma sistemática y permanente la apuesta a las inversiones productivas “autosustentables”, una manera de evitar referencia alguna al complejo esquema financiero que se montó para devolver una deuda en dólares que ya tuvo su primera reestructuración en marzo de 2021. El problema está en que de conjunto el nuevo endeudamiento en moneda extranjera ha dejado expuestas las finanzas provinciales a un esquema de ajuste del gasto salarial frente a la inflación, postergación de pagos a proveedores, a modo de generar excedentes para el repago del capital. Esto lo iremos desarrollando a lo largo de este capítulo.

Según el origen del prestamista, el stock de deuda de la provincia tenía como acreedores en 2022 en primer lugar a las “entidades bancarias y financieras” (47%), luego seguían los “títulos públicos” (27%) y el

gobierno nacional (25%) ambos con participaciones prácticamente iguales. La deuda consolidada es muy baja (0,2%) y las “garantías y/o avales” representan el 2% de la deuda.

La composición de la deuda pública según moneda de origen es del 75% en dólares y el restante 25% está en moneda nacional. La proporción de la deuda en dólares respecto de la total crece de manera sistemática ante una dinámica de devaluación permanente del peso. Desde que el estado provincial tomó deuda en dólares en 2017 hasta 2021, el peso se devaluó un 86 % (\$16,4 a \$102,75, cotización a diciembre respectivamente).

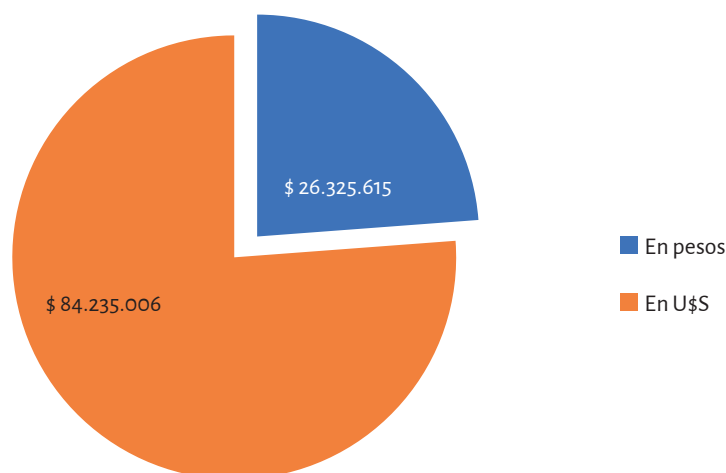
### 1. El stock de deuda pública pegó un salto

La combinación de fuerte endeudamiento en dólares y devaluación del peso llevó a que el stock de deuda tenga un considerable salto. Su incremento fue del 856%, entre 2015 y 2021, pasando de \$ 9.860 a \$ 94.303 millones. En dólares, el stock de deuda pública de la provincia de Jujuy pasó de 757 millones (USD/ARS 13,01) a 875 millones (USD/ARS 107,75), mostrando un crecimiento del 15,5% (var. i.a).

El 2017 fue un año bisagra en el proceso de endeudamiento de la provincia. Con la aprobación del crédito por 331,5 millones de dólares otorgado por el Eximbank of China para la construcción del Parque Solar Cauchari. Como complemento de esta inversión se

<sup>5</sup> “Esta obra es parte de la construcción de 258 edificios en toda la provincia, de acuerdo a lo previsto en el Programa de Mejora del Acceso y la Calidad Educativa, el cual cuenta con financiamiento de CAF - Banco de Desarrollo de América Latina- y el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) por un total de 307 millones de dólares, que se paga con la renta obtenida de la venta de energía renovable que genera la planta fotovoltaica Cauchari” (Prensa Jujuy, 2022).

**Gráfico 2.** Deuda pública Jujuy, según moneda de origen (pesos corrientes, junio 2022).



**Fuente:** elaboración propia en base a datos Stock de deuda pública Jujuy, Ley de Responsabilidad Fiscal, junio 2022 (último dato disponible).

emitió un título público en Wall Street (“bono verde”) por 210 millones de dólares, con pagos semestrales de intereses con una elevada tasa del 8,625% y con vencimiento del capital en 2022. Este bono fue reestructurado en marzo de 2021<sup>6</sup>. Es entonces que a partir de estos dos créditos se dio inicio a la toma de deuda en dólares que impactan en el stock de deuda a partir del año 2018 cuando se registran estos créditos en los informes oficiales.

Si bien el proyecto de Cauchari fue el más significativo, y que insumió el mayor endeudamiento, el gobierno dio inicio a la toma de otros créditos en moneda extranjera con el motivo de realizar distintos proyectos públicos de inversión. Con el BBVA Hong Kong se financió la compra de cámaras de vigilancia a la empresa ZTE, se tomó deuda con el Banco Europeo de Inversiones para el financiamiento del proyecto Girsu (recolección y reciclado de residuos urbanos) y con la Corporación Andina de Fomento (CAF). En este último caso se trata de un préstamo por 100 millones

de dólares destinados a la construcción de edificios escolares y mejora de la calidad educativa, según sostienen las fuentes oficiales<sup>7</sup>.

## 2. Condiciones del crédito con Eximbank of China

El crédito otorgado por el Eximbank of China a la provincia de Jujuy y autorizado por decreto presidencial (922/2017), al igual que el crédito contraído con el BBVA Hong Kong, están en línea con un avance del financiamiento de bancos e instituciones financieras de China al país. Entre ellos, el más destacado es el otorgado por el China Development Bank Corporation, que tiene por objetivo financiar la construcción de las represas en el río Santa Cruz.

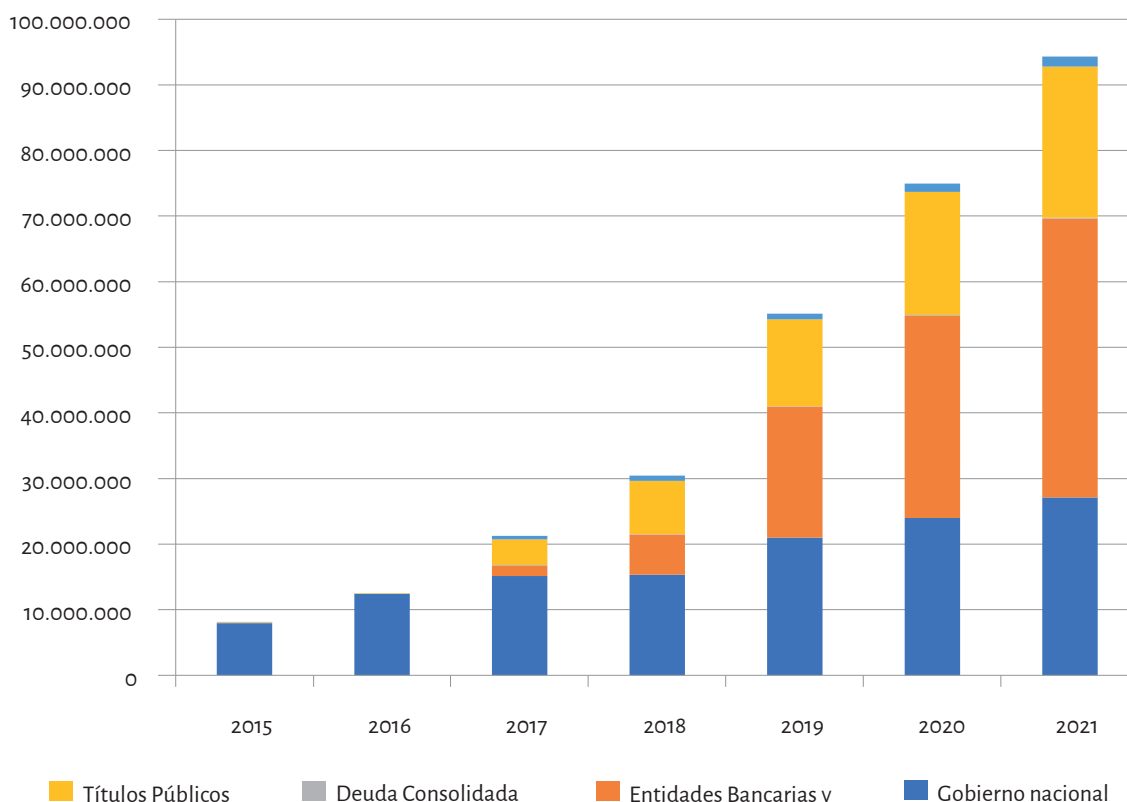
En esta misma línea un informe de la Fundación de Ambiente y Recursos Naturales (enero 2022<sup>8</sup>) indica el avance del capital bancario chino en países emergentes o con dificultades de acceso al crédito internacional. En el caso de Argentina, este informe explica cómo estos capitales están destinados fundamentalmente al financiamiento de proyectos de inversión donde los materiales, equipos, máquinas, entre otros componentes del capital fijo, son adquiridos a empre-

<sup>6</sup> Durante el proceso de reestructuración del “bono verde”, la Provincia emitió Títulos de Deuda adicionales por un monto de capital de U.S.\$ 3.602.236,00, y pagó U.S.\$ 5.203.562,15 en efectivo, como contraprestación por consentimiento, a los Tenedores Elegibles cuyos consentimientos fueron aceptados por la Provincia (la “Contraprestación por Consentimiento”). La Contraprestación por Consentimiento fue pagada el 19 de marzo de 2021 (la “Fecha de Liquidación”). De aquí que hubo un aumento en el monto de capital de los Títulos de Deuda en circulación luego de la Fecha de Liquidación por un total de U.S.\$ 213.602.236,00. Ver también, <https://centrocepa.com.ar/informes/235-endeudamiento-provincial-el-fenomeno-silencioso-analisis-de-la-incidencia-de-la-deuda-sobre-la-recaudacion-provincial-en-el-periodo-2004-2019.html>

<sup>7</sup> El crédito con el BBVA Hong Kong asciende a U\$S 22,2 millones y con el BEI a 16,1 millones (USD/ARS 130). Información oficial, stock de deuda junio 2022, disponible en: <http://hacienda.jujuy.gob.ar/>.

<sup>8</sup> Fundación de Ambiente y Recursos Naturales, “Deuda Externa y Financiamiento Chino”, Enero 2022.

**Gráfico 3.** Stock de deuda provincia de Jujuy en pesos, por tipo de acreedor (2015-2021)



**Fuente:** elaboración propia en base a información del stock de deuda, Ley de Responsabilidad Fiscal N° 25.917.

sas chinas. Es el caso del financiamiento del Eximbank of China para la construcción del parque solar Cauchari donde se involucra a la compañía Shanghai Electric Power Construction Co. Ltd. Subsidiaria de Power China Ltd. De este modo, el financiamiento de bancos chinos permite a países socios adquirir productos exportados por China, beneficiándose así el país a través del impulso a las exportaciones pero también por el pago de los servicios del financiamiento.

En el artículo 2.5 (Anexo I) del convenio se deja expresamente sentado, “Los bienes, la tecnología y los servicios adquiridos mediante el uso del monto de la Línea de Crédito serán provenientes de China, preferentemente y los estándares técnicos que se utilizarán para la implementación del Proyecto serán preferentemente estándares chinos relevantes conforme a las políticas y normativas del gobierno chino, hasta el máximo permitido conforme a la legislación de Argentina.”<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Anexo I, punto 2.5, Aprobación del Modelo de Contrato de Préstamo para Crédito de Comprador Preferencial con The Export - Import Bank of

Este tipo de préstamos está de más recordar nos remiten a los mecanismos de financiamiento del capital inglés de fines del siglo XIX. En esa época el excedente de capital de los países centrales se volcaba a inversiones en la periferia mediante el endeudamiento de esos Estados que quedaban a merced de la voluntad del capital financiero. El avance de China en pleno siglo XXI va en línea con extender sus influencias económicas apelando a mecanismos muy similares a los que utilizó el capital inglés en su auge como potencia imperialista<sup>10</sup>.

China (EXIMBANK) destinado al financiamiento del Proyecto “Parque Fotovoltaico Cauchari Solar I, II y III, DECRETO NACIONAL 922/2017.

<sup>10</sup> Considerando a China como un país imperialista en construcción, el economista Esteban Mercatante, señala “En los últimos veinte años a la par de una profundización de las relaciones económicas que la convirtieron en uno de los principales socios comerciales de todos los países del planeta, China buscó establecer un espacio propio de influencia y presencia económica, apelando a acuerdos bilaterales tanto en lo comercial, en inversiones, en diplomacia, y llegando hasta la instalación de infraestructuras vinculadas a la seguridad (como la estación espacial en Neuquén)” (Mercatante, 2021: 183-184)

El convenio ratifica estos lazos de dependencia en cuanto a la cesión de soberanía respecto a los tribunales que emitirán fallos en caso de incumplimientos entre las partes. En el artículo 8.4 (Anexo I) se sostiene, “Este Contrato, además de los derechos y las obligaciones de las partes del presente, se regirán e interpretarán conforme a la legislación de China.”

Por último, en el marco de anuncios oficiales del gobernador Gerardo Morales sobre la autorización del gobierno nacional a tomar un nuevo crédito con el Eximbank of China destinado a la construcción de otro parque solar, esta vez, de una potencia de 200 MWH, se replican los mismos actores y seguramente idénticas condiciones leoninas sin discusión alguna (Bellato, 2022).

Este tipo de vínculo con el gran capital chino hay que interpretarlo como parte de los negocios de la región que concentra una de las mayores reservas de litio de la región (conocido como “triángulo del litio”, que conjuga territorios de Argentina, Bolivia y Chile). Los capitales chinos que ya tienen otros proyectos de inversión en Salta y están próximos a operar extrayendo litio en Jujuy (minera Exar). China hoy ocupa un lugar central en las cadenas globales de valor concentrando el primer lugar en la fabricación de baterías y expandiendo sus inversiones en las actividades extractivas. De aquí que los países del denominado “triángulo” se ubiquen como meros proveedores del litio y que el agregado de valor se realice fuera de su territorio (Argento y Slipak, 2022; Fornillo, 2019).

### 3. ¿El crédito para el parque solar Cauchari se “autopaga”?

El gobernador de la provincia, Gerardo Morales, declaró públicamente que la deuda de los proyectos de inversión se “autopaga” con la “renta de Cauchari”, y que incluso dicha renta permite la construcción de escuelas<sup>11</sup>. Respecto a esto último vale aclarar que el Estado provincial con aval de la Nación recibió un crédito total de la CAF por U\$S 100 millones en 2019. Este total está destinado a la construcción de edificios y a equipamiento escolar, entre otros aspectos que constituyen el “Programa de Mejora del Acceso y la Calidad Educativa (PROMACE)”. De modo que la

construcción de escuelas está asociada a otra operación de endeudamiento, en condiciones preferenciales de interés, pero denominada en moneda extranjera. Lo que no ocurre es que sea la renta de Cauchari la que financie esa construcción.

Aclarado esto, lo cierto es que el parque solar Cauchari en 2021 -primer año de producción completa- generó ingresos brutos por U\$S 42,5 millones<sup>12</sup>. Los vencimientos de intereses asociados a los créditos para la construcción del parque fueron casi de US\$ 18 millones, quedando un saldo a favor de U\$S 24,5 millones. Sin embargo, este saldo positivo solo ocurre mientras no se pague el capital de la deuda tomada al momento de construir el parque. A partir de 2023 vencen U\$S 80 millones de capital (U\$S 33 millones del crédito del Eximbank y U\$S 47 millones del “bono verde”) que se suman a los U\$S 25 millones de intereses (8 millones Eximbank y 17 millones “bono verde”). Un total de obligaciones por U\$S 105 millones que superan ampliamente los ingresos generados de la venta de energía de Cauchari. De esta forma, el estado provincial deberá recurrir a otras fuentes de financiamiento para cubrir, en este caso, U\$S 62,5 millones.

El relato del gobierno de Gerardo Morales se puede ver entonces que se sustenta en una suerte de verdad a medias, no solo porque las escuelas tienen una fuente propia de financiamiento (CAF); sino también porque el propio parque solar Cauchari en la medida que comience a pagar los vencimientos de capital exigirá nuevas fuentes de financiamiento dado que como explicamos el saldo entre los ingresos del parque y los pagos de deuda arrojan un saldo deficitario. El marketing político muchas veces requiere dibujar los números con tal de estirar el relato más allá de lo que da la realidad.

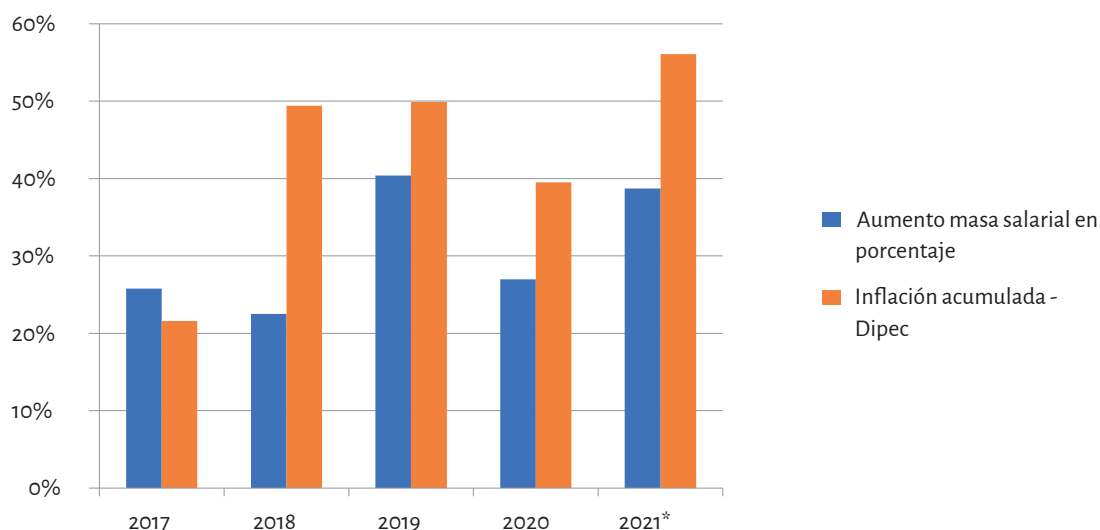
### 4. Tres fuentes del pago de la deuda pública

Es necesario analizar en un grado de mayor detalle el mecanismo empleado por el gobierno provincial al momento de afrontar los vencimientos de intereses y capital de la deuda pública, considerando su fuerte incremento debido a la toma de créditos en dólares. El mismo podría resumirse a partir del uso de tres

<sup>11</sup> Ver en una de las redes sociales del gobernador: <https://twitter.com/gerardomorales/status/1359480565595074572>

<sup>12</sup> Se trata de ingresos brutos no contemplan, claro está, los costos de operación que, según fuentes oficiales, ascienden a 7 millones de dólares anuales.

**Gráfico 4.** Aumento masa salarial (interanual) e inflación anual acumulada (2017–2021).



**Fuente:** elaboración propia en base a información del stock de deuda, Ley de Responsabilidad Fiscal N° 25.917.- (\*valores a sep. 2021, último dato disponible).

fuentes, a saber el ajuste sobre la masa salarial, el nuevo endeudamiento y el uso de la renta del parque Cauchari. Veamos cada uno.

#### 4.1 Ajuste real sobre la masa salarial de las y los trabajadores del sector público.

La primera fuente de recursos para el pago de la deuda es el originado en que la masa salarial crece por debajo de la inflación a partir del año 2018.

Con el ajuste en términos reales (poder adquisitivo) de la masa salarial del conjunto de las y los trabajadores estatales el gobierno provincial obtiene una forma de reducción del gasto, lo cual permite mejorar el resultado fiscal. Por ejemplo, en 2020 el superávit fiscal fue de \$ 698 millones, sin embargo, si las paritarias hubiesen sido equivalentes a la inflación el resultado positivo se hubiese transformado en su contrario, en un déficit fiscal por \$ 4.245 millones<sup>13</sup>. Es decir, en aras de obtener recursos para cumplir con los servicios de la deuda, se atrasan los salarios de quienes trabajan en el sector público provincial. Esto afecta no solo a las condiciones de vida de esas

personas, sino que pone en problemas la provisión de calidad de servicios asociados a la gestión pública, lo cual afecta a la calidad de vida de toda la población de la provincia.

Por otro lado, los ingresos fiscales ligados a la coparticipación le ganaron a la inflación en el 2021. Ese año los ingresos aumentaron un 68% anual, mientras que la inflación fue de 51%.<sup>14</sup> Este doble mecanismo contribuye a la obtención de un superávit fiscal en las cuentas públicas como se observa desde 2020 en adelante.

#### 4.2. Nuevos endeudamientos y atraso en los pagos

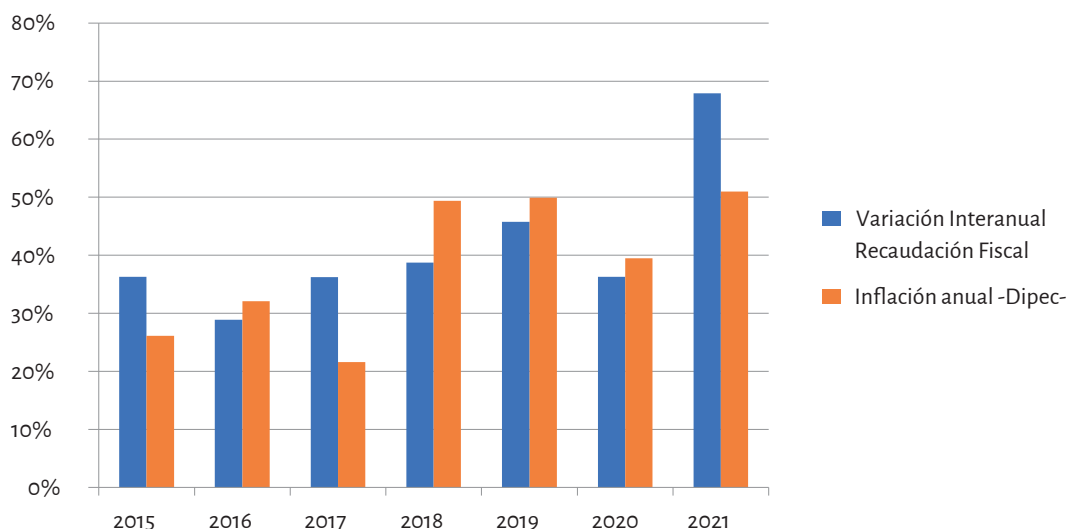
Junto al superávit fiscal o resultado financiero positivo alcanzado desde 2020, el Estado provincial, obtiene otras fuentes de financiamiento tal como reporta en el “esquema ahorro-inversión-financiamiento” correspondiente a la información solicitada por Ley de Responsabilidad Fiscal N° 25.917.- Aquí un detalle al respecto durante el período 2016-2021. Se explica la participación en porcentaje de cada fuente financiera sobre el total.

A lo largo del período analizado se observa que las principales fuentes de financiamiento son los atrasos

<sup>13</sup> La masa salarial en el año 2020 fue de \$ 50.097 millones, tuvo un incremento del %, mientras la inflación anual alcanzó el 39,5%. Si la masa salarial se hubiese actualizado según la inflación anual esta debería haber llegado a \$ 54.990 millones. La diferencia de \$ 4.943 millones (que se ahorra el Estado), hubiese modificado el superávit de \$ 698 millones por un déficit de \$ 4.245 millones.

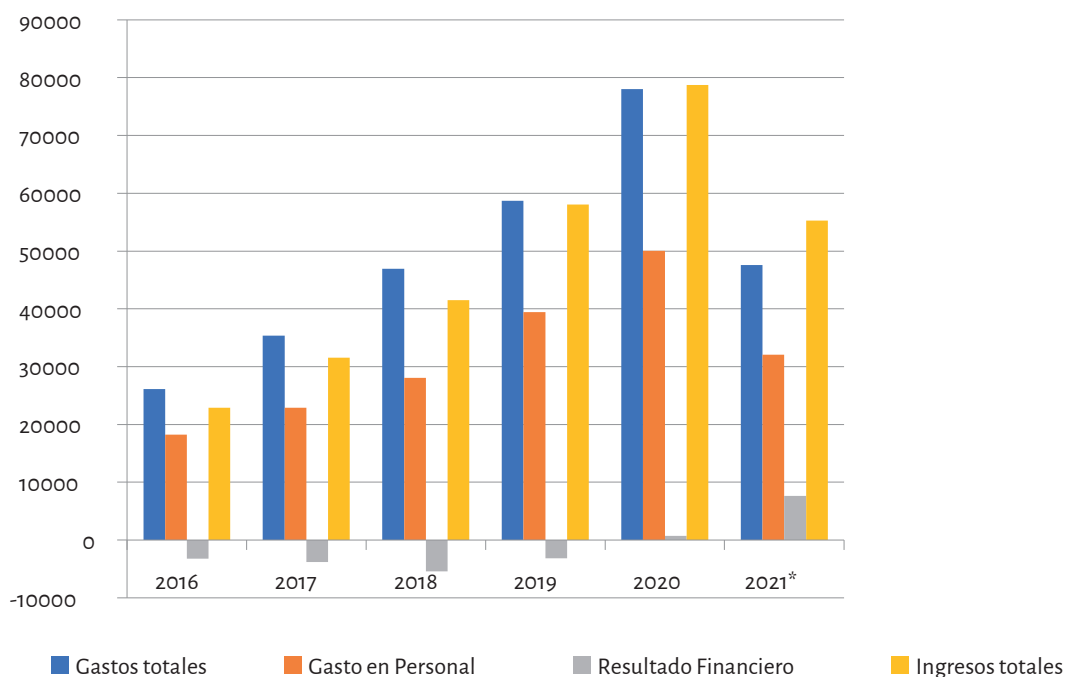
<sup>14</sup> En 2022 los ingresos fiscales continuaron creciendo por encima de la inflación (El Submarino Jujuy, 2022).

**Gráfico 5.** Variación anual recaudación fiscal e inflación anual acumulada (2015-2021).



**Fuente:** elaboración propia, en base a datos ingresos fiscales, disponibles en <https://www.argentina.gob.ar/economia/sechacienda/asuntosprovinciales> y datos IPC Dipec-Jujuy.

**Gráfico 6.** Ingresos y gastos totales, gasto en personal y resultado financiero, en pesos corrientes (2016-2021)

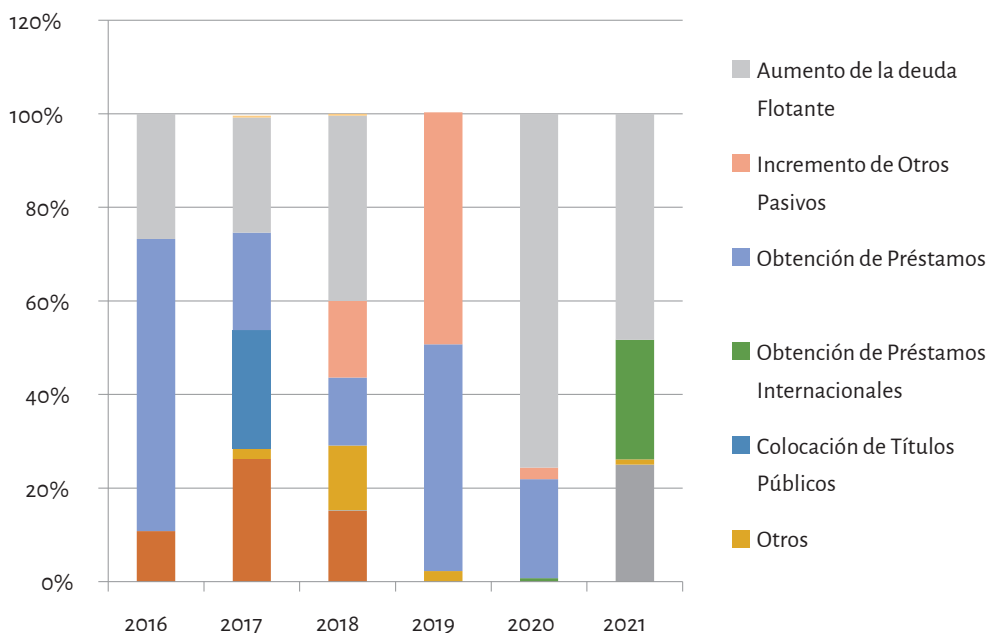


**Fuente:** elaboración propia, en base a "esquema ahorro-inversión-financiamiento". Etapas devengadas. Ley de Responsabilidad Fiscal N° 25.917.-

en los pagos de los gastos del Estado principalmente con proveedores (deuda flotante) —a excepción de 2019- y la toma de nuevas deudas. Si bien no hay información pública que indique las características de éste último esquema financiero, se puede observar que las condiciones de las nuevas deudas no con-

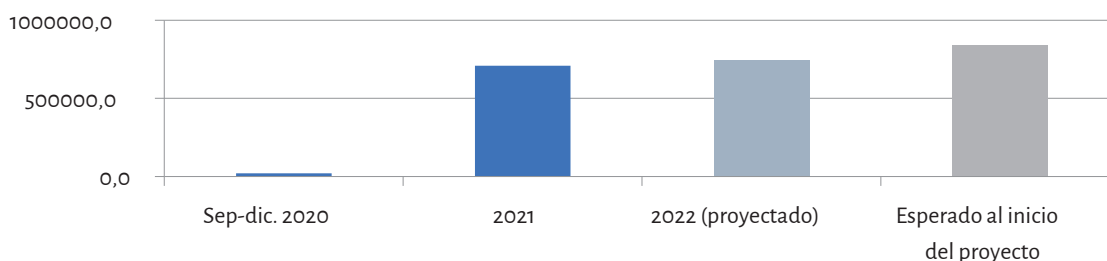
tribuyen a aminorar el total de stock de deuda. Se trataría de una política que consiste en pagar deuda con nuevas deudas y con el agravante que el stock de deuda sigue creciendo.

**Gráfico 7.** Participación por año de cada fuente de financiamiento de la deuda pública (2016-2021).



**Fuente:** elaboración propia en base a datos Stock de deuda pública Jujuy, Ley de Responsabilidad Fiscal.

**Gráfico 8.** Producción de energía parque solar Cauchari, en MWh (2020, 2021 y 2022)



**Fuente:** elaboración propia, en base a datos de Cammesa, sitio oficial <https://cammesaweb.cammesa.com/inicio-renovables/>

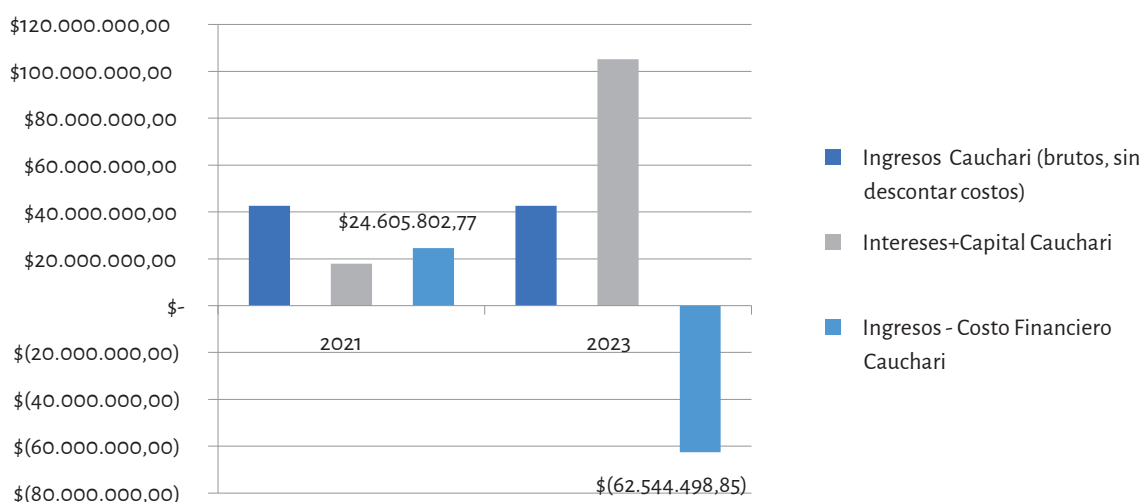
### 4.3. Ingresos del parque solar Cauchari

El parque solar Cauchari se ha constituido como una fuente de ingresos al fisco provincial, sin dejar de lado que al mismo tiempo representa una fuerte salida de recursos, considerando las obligaciones contraídas a partir de los créditos internacionales que se tomaron para su construcción.

Desde su inicio de operaciones en septiembre de 2020 hasta diciembre de ese mismo año el parque generó 21.428 MWh de energía y tuvo un ingreso

bruto de 1.285.698 dólares. En el 2021 generó energía por 709.014 MWh y el ingreso bruto fue de 42.540.833 dólares. Este fue el primer año de funcionamiento completo y los valores de producción de energía alcanzaron al 84% de lo estipulado al momento de la inversión que eran 840.000 MWh al año (Jemse, 2020). Entre enero y septiembre de 2022 (últimos datos disponibles) generó 561.263 MWh. Haciendo una proyección con los meses que restan para todo el año podría terminar generando 748.350 MWh en todo el 2022. Un volumen de energía aún por debajo de lo estipulado al inicio del proyecto. Pero aún en

**Gráfico 9.** Ingresos parque solar Cauchari, Vencimientos de intereses y Capital por deuda parque solar Cauchari, Resultado de Ingresos y Costo Financiero (2021 y 2023).



**Fuente:** elaboración propia a datos oficiales, Ley de Responsabilidad Fiscal. Datos en dólares, 1 U\$S = \$ 107,75.

el caso que lograrán producir y vender el máximo de energía previsto (840.000 MWh) los ingresos brutos del parque ascenderían a U\$S 50,4 millones. Una cifra aún muy por detrás de los U\$S 105 millones de intereses y capital que vence en 2023.

## 5. Nubarrones en 2023

El panorama de pago de la deuda puede sufrir serias complicaciones a partir de 2023. A partir de ese año comienzan los vencimientos de capital de los mayores créditos en dólares. El denominado “bono verde”, tras su reestructuración en marzo de 2021<sup>15</sup>, tiene vencimientos de capital por U\$S 47 millones desde 2023 hasta el 2026 inclusive. En 2027, cuando vence el pago del capital se acordó por un monto menor, U\$S 24 millones.

En el año 2023 asimismo se inician los pagos de capital del crédito tomado con el Eximbank of China, por un primer pago de U\$S 33 millones. En el acuerdo se firmó la devolución del principal (capital) durante

10 años y en 20 cuotas iguales finalizando los pagos en 2033. De modo que desde 2023 se conjugan los pagos de las dos fuentes de financiamiento reunidas para realizar la inversión del parque solar, ya no sólo intereses sino también capital. Cuando esto ocurre, contemplando el flujo de ingresos antes comentado, el resultado de Cauchari deja de ser superavitario. El siguiente gráfico muestra este cambio de tendencia desde el año 2021 a 2023.

El respaldo del endeudamiento en dólares es la recaudación del parque solar Cauchari que tiene contratos de venta de energía a Cammesa en dólares. Considerando la producción y venta de energía, la recaudación bruta del parque oscila alrededor de los U\$S 42 millones anuales. Claramente los ingresos del parque solar Cauchari no serán suficientes para hacer frente a los vencimientos en 2023 cuando se incorporen pagos del capital de los créditos por 80 millones de dólares más los intereses.

Dos comparaciones muestran la situación crítica que puede abrirse. Esos U\$S 80 millones extras de deuda superan casi el doble la recaudación en dólares de la venta de energía del parque solar. Pero además estos vencimientos de capital más que duplican el total de deuda (intereses más capitales) pagada en 2021, que expresada en dólares alcanzó los 78,8 millones (al tercer trimestre de 2021). Bajo estas condiciones, el

<sup>15</sup> La reestructuración se llevó adelante dado que el estado provincial anticipó que no reunía las posibilidades financieras de hacer frente al vencimiento de los 210 millones de capital del bono en 2022. Por más detalles sobre las reestructuraciones de deuda provincial, ver capítulo de Alejandro Manzo en este libro.



**Gráfico 10.** Ingresos fiscales Jujuy, según fuente de origen. (2015-2021)



**Fuente:** elaboración propia, en base a datos ingresos fiscales, disponibles en <https://www.argentina.gob.ar/economia/sechacienda/asuntosprovinciales>.

pago del capital de los créditos en dólares por el bono verde y con el Eximbank podría generar una fuerte tensión en las cuentas públicas.

En 2023 solo de capital más intereses por el endeudamiento para construir Cauchari vencerán U\$S 105 millones. A simple vista, el superávit fiscal debería subir en U\$S 20 millones para cubrir este aumento de los servicios de la deuda, sin que se modifiquen los vencimientos del resto de la deuda. Es relevante aclarar, a su vez, que los ingresos del parque no pueden variar significativamente porque tienen una tarifa fija acordada con Cammesa y la generación de energía tiene una potencia máxima de 300 Mwh.

Pero además de los servicios de deuda de Cauchari, falta incluir en los vencimientos el resto de los pagos de la deuda (capital e intereses), los cuales si se mantienen sin cambios significativos, rondarían los U\$S 58 millones (como fue en 2021). De esta forma, si se intentara hacer frente al total de vencimientos por la vía del superávit fiscal, éste tendría casi que duplicarse en 2023 respecto a 2021, pasando de 85 millones a 163 millones de dólares. Se trata de un esfuerzo de ahorro fiscal absolutamente reñido no solo con la trayectoria previa, sino con las reales posibilidades fiscales de la provincia.

De modo que todo indica que la deuda deberá ser refinanciada para poder sortear los montos involucrados en los servicios. El superávit fiscal necesario resulta imposible de alcanzar, de modo que, a menos que ocurra algún tipo de absorción de la deuda por parte del Estado nacional —algo que no figura de momento entre las opciones barajadas— la deuda deberá ser renovada colocando nuevos instrumentos (un roll over) o cambiando los viejos mediante una reestructuración. En cualquier caso, la inversión no parece alcanzar para financiar su propio financiamiento, sino tan sólo para alcanzar a cubrir los intereses.

Si bien pueden darse situaciones de nuevos créditos internacionales que viene anunciando el gobierno y que los mismos sean utilizados para cubrir el flujo de vencimientos de la deuda, esto no sería más que un alivio de fondos circunstanciales, pues renovarían el peso sostenido de la deuda.

Algo de esto último estaría ensayando el gobierno para sortear los vencimientos de deuda de 2023. En el presupuesto para el próximo año presentado a la Legislatura se estipulan obligaciones financieras (“amortización de deuda y disminución de otros pasivos”) por U\$S 25.521 millones. (U\$S 157,5 millones, TdC. 162 UDS/ARS). Para hacer frente a estos vencimientos

de deuda se asume el ingreso de fondos por créditos externos que cubrirían el 69,7% de las obligaciones. Se trata de créditos con la CAF, BIRF y BCIE por \$ 17.796 millones. Surge aquí el interrogante sobre hasta qué punto pueden utilizarse estos créditos destinados a actividades específicas para cubrir el pago de deudas. Por otra parte, el 30,3% del financiamiento restante sería obtenido mediante nueva deuda con “préstamos a largo plazo”, “disminución de activos financieros” y con préstamos del estado nacional.

En caso de efectivizarse lo proyectado en el presupuesto 2023 se estaría pagando la deuda usando los ingresos de créditos internacionales en dólares—que luego hay que devolver- y asumiendo otros compromisos. Lo cual, no soluciona el problema estructural de la falta de fuentes genuinas de generación de fondos para el pago de la deuda, sino que es una suerte de escapatoria hacia adelante. El esquema de vencimientos de capital e intereses del “bono verde” y con el Eximbank finaliza en 2027 y 2033, respectivamente. Un horizonte financiero que estará cargado de situaciones complejas.

De conjunto, como decimos, los mayores vencimientos de deuda exigirán en los próximos años una mayor disciplina fiscal que ya se viene aplicando sobre todo llevando a que la masa salarial tenga aumentos por debajo de la inflación. Y recurrir a nuevos endeudamientos que no harán más que patear hacia adelante la falta de fondos genuinos que permitan afrontar los vencimientos de deuda. Mientras va transcurriendo esta realidad, el Gobierno muestra como un logro de su gestión la obtención de un superávit y destaca las inversiones ligadas a toma de créditos en el exterior, “Cerramos una etapa deficitaria en la provincia” afirmó el ministro de Hacienda, Carlos Sadir (Pregón, 2022), aunque eso sí, el ministro no se toma el trabajo de explicar que la “fórmula del éxito” viene con los datos cargados para el futuro del pueblo trabajador.

### Reflexiones finales

La deuda subió, en especial desde 2017, por la emisión de un título y el crédito del Eximbank chino, centrado en una inversión productiva. Esta deuda estaba nominada en dólares, con lo cual las devaluaciones complicaron el pago. El estado provincial viene pagando gracias a tres fuentes: atraso en los salarios respecto

a la inflación y aumento de la deuda flotante, nueva deuda e ingresos del parque solar Cauchari. Aun así, ya en 2021 se tuvo que reestructurar la deuda en títulos, y los ingresos del parque solar no van a alcanzar desde 2023: ¿cuál fue entonces la lógica para financiarse de este modo insostenible? Un marketing electoral todo el año, que está profundamente reñido con los derechos de los/as trabajadores/as jujeños.

La garantía de la deuda en dólares es la coparticipación. Esta última representa aproximadamente un 85% de los ingresos totales del Estado provincial. Por su parte, el pago de salarios equivale a un 51 % del gasto corriente del estado. Considerando esta estructura fiscal, altamente dependiente del envío de fondos del tesoro nacional, y por otro lado, la garantía de los pagos de la deuda en dólares de la coparticipación, se puede generar una crisis fiscal llevando a poner en riesgo el pago de salarios. En caso que se evite este escenario, ya sea con una nueva reestructuración de deuda (como se hizo con el “Bono Verde”) o como anticipa el presupuesto 2023 que explicamos antes, la postergación en el tiempo de los pagos de capital de este componente central de la deuda pública en dólares no evitaría el esquema de ajuste implementado desde 2018. El mismo consiste en fijar paritarias que pierden frente a la inflación e ingresos fiscales que le ganan y, por esa vía, el fisco provincial se puede hacer de un excedente destinado al pago de los vencimientos de deuda. Esto se combina con el atraso en el pago a proveedores y la toma de nuevas deudas. Al finalizar 2023, Gerardo Morales no será más el gobernador (no tiene reelección) pero sus dos mandatos habrán dejado una pesada hipoteca para el conjunto de las mayorías trabajadoras y populares.

### Referencias

- Argento, M. y Slipak, A. (2022). “Ni oro blanco, ni capitalismo verde. Acumulación por desfosilización en el caso del litio ¿argentino?”. *Cuadernos De Economía Crítica*, vol. 8, n° 15, pp. 15-36.
- Bellato, R. (2022). “Firman contrato con China para ampliar un parque solar en Jujuy, pero por la demora del gobierno se perdió la chance de instalar el primer complejo de baterías del país”. *Econojournal*, 4 de octubre de 2022. Disponible en <https://econojournal.com.ar/2022/10/oficializaron-la-ampliacion-de-un-parque-solar-en-jujuy-pero-por-la-demora-del-gobierno->

[se-perdio-la-chance-de-instalar-un-complejo-de-baterias-por-us-30-millones/](#)

Cetrángolo, O., Jiménez, J. P., Devoto, F. y Vega, D. (2022), “Las finanzas públicas provinciales: situación actual y perspectivas”. Serie estudios y perspectivas. LC/BUE/L.181. Buenos Aires: CEPAL.

El Submarino Jujuy (2022). “Transferencias de Nación a provincias tuvieron alza real de 1,9% en septiembre”. Jujuy, 3 de octubre de 2022. Disponible en <https://elsubmarinojujuy.com.ar/transferencias-de-nacion-a-provincias-tuvieron-alza-real-de-19-en-septiembre/>

Fornillo, B. (Coord.) (2019). *Litio en Sudamérica. Geopolítica, energía, territorios*. Buenos Aires: El Colectivo.

Fundación de Ambiente y Recursos Naturales (2022). “Deuda Externa y Financiamiento Chino”. Disponible en [https://farn.org.ar/wp-content/uploads/2022/01/DOC\\_DEUDA\\_CHINA\\_V2.pdf](https://farn.org.ar/wp-content/uploads/2022/01/DOC_DEUDA_CHINA_V2.pdf) (acceso 28 de noviembre de 2022)

Jemse (2020). “Solar Cauchari: se puso en marcha el parque más grande de la región”. Jujuy, 4 de diciembre de 2020. Disponible en <https://jemse.gob.ar/2020/12/04/solar-cauchari-se-puso-en-marcha-el-parque-mas-grande-de-la-region/>

Letcher, H. y Strada, J. (2019). *Endeudamiento provincial, el fenómeno silencioso. Análisis de la incidencia de la deuda sobre la recaudación provincial en el período 2004-2015*. Buenos Aires: Centro de Economía Política Argentina. Recuperado de <https://centrocepa.com.ar/informes/235-endeudamiento-provincial-el-fenomeno-silencioso-analisis-de-la-incidencia-de-la-deuda-sobre-la-recaudacion-provincial-en-el-periodo-2004-2019.html>

Mercatante, E. (2021). *El imperialismo en tiempos de desorden mundial*. Buenos Aires: IPS.

Pregón (2022). “‘Cerramos una etapa deficitaria en la provincia’, aseguró Sadir”. Jujuy, 2 de diciembre de 2022. Disponible en <https://www.pregon.com.ar/nota/18401/2022/12/cerramos-una-etapa-deficitaria-en-la-provincia-aseguro-sadir>

Prensa Jujuy (2022). “IES en Susques. ‘Jujuy es la provincia que más invierte en educación’, dijo Morales en Susques”. Jujuy, 28 de marzo de 2022. Disponible en <https://prensa.jujuy.gob.ar/susques/jujuy-es-la-provincia-que-mas-invierte-educacion-dijo-morales-susques-1106006>

# Lo primero es el deber (en dólares). La deuda pública de la provincia del Chaco

Afra Blundetto, Matías Flores Urturi y Gregorio Miranda\*

Este capítulo presenta información referente a la evolución de la situación de la deuda pública de la provincia del Chaco. En este marco, se investigan los principales acreedores, montos, plazos, y evolución de las deudas más importantes contraídas por la provincia en los últimos años. Asimismo se analizan algunas de las reestructuraciones que se llevaron a cabo recientemente, para lo cual se recopiló información de diversas fuentes (primarias y secundarias), así como 3 entrevistas en profundidad a funcionarios del área de finanzas que participaron activamente en el proceso de reestructuración de deuda, cuyas identidades se mantendrán anónimas. Sin embargo, autorizaron a publicar toda la información que se extrae de las entrevistas. La estructura del trabajo consiste en 3 partes: una primera sección donde se presentan datos de la evolución y composición de la deuda provincial chaqueña en números. En segundo lugar se profundiza en cada una de las principales deudas a partir de recopilación de datos de informes, instrumentos legales y entrevistas en profundidad. En tercer lugar, una reflexión final sobre las deudas de la provincia del Chaco.

## 1. Los números de la deuda

El periodo de posconvertibilidad (2002-2015) estuvo marcado por un desempeño económico positivo, orientado por políticas impulsadas por el gobierno nacional en diferentes áreas de vital importancia. Los indicadores de medición del producto y niveles de empleo mejoraron tanto a nivel nacional como provincial. Con la dinámica de endeudamiento no fue distinto, dado que tanto las provincias argentinas como el país en general lograron hasta 2010 mejorar la con-

sistencia fiscal requiriendo menos préstamos. Desde 2010, se observó un paulatino proceso de crecimiento de las necesidades de financiamiento. Sin embargo, fue desde 2015, ya bajo la presidencia de Mauricio Macri (2015-2019), que la situación de endeudamiento cambió drásticamente, con un impacto severo y marcado en el conjunto del territorio<sup>1</sup>.

El gráfico 1 permite observar cómo la deuda reduce su peso relativo respecto del Producto Bruto Geográfico desde un 68,22% del PBG en 2005 al 8,76% en 2015, es decir, apenas la octava parte del valor original. Esto se debió centralmente al proceso de desendeudamiento con el Gobierno Nacional, sobre el cual profundizaremos en la sección 2.1. Luego, en 2016 se refleja el regreso de un modelo de endeudamiento, por el cual la deuda, que había caído año tras año, comienza a aumentar. El nuevo nivel de endeudamiento se mantuvo en torno al 13% del PBI en los siguientes años, hasta presentar una leve caída del endeudamiento al 10,48% en el año de una fuerte renegociación de títulos públicos (2021). Debe señalarse que fueron años de expansión del producto de la provincia, que limitaron el peso de la expansión de la deuda. Así, aunque sin presentar un salto, se interrumpió un proceso de una década de disminución de la relevancia de la deuda.

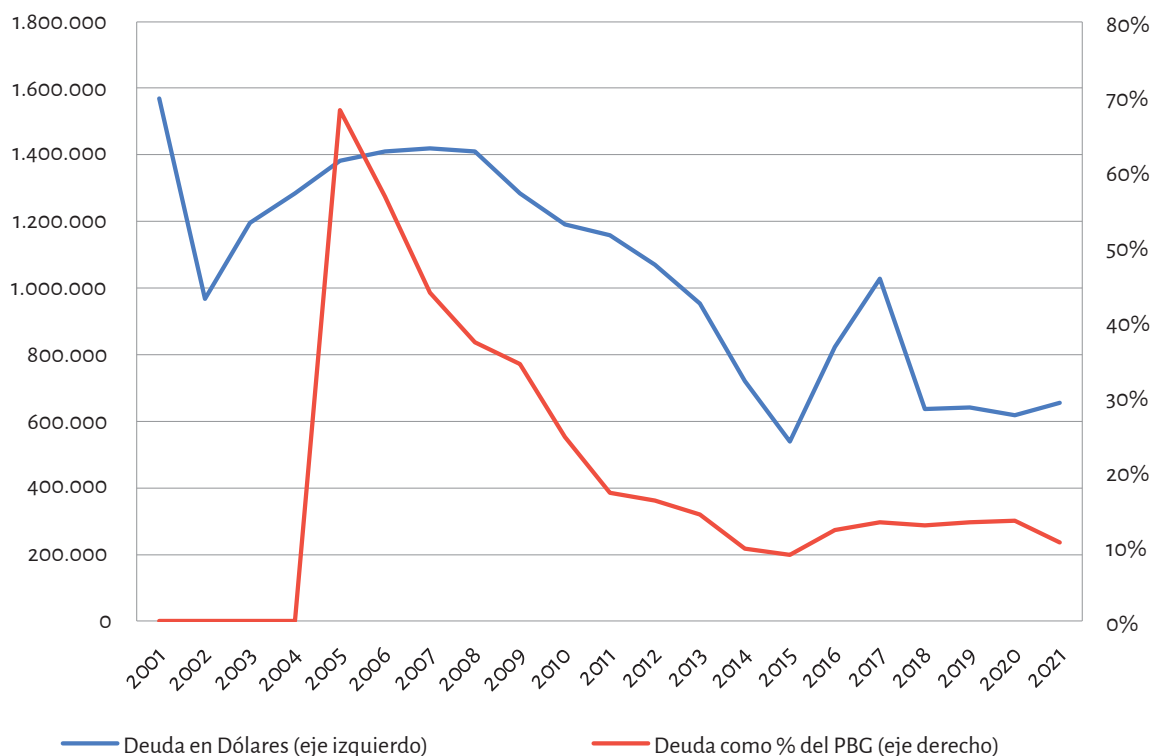
Considerada en pesos (ver gráfico 2), la deuda tuvo un salto por el cual duplicó su valor en 2002<sup>2</sup>, pero a partir de ahí creció levemente: un 5% anual en promedio hasta 2010 y un 8% de allí hasta 2015. Es decir, hasta 2010 creció por debajo de la expansión económica nacional y desde entonces levemente por

\* Estudiantes avanzados de la Licenciatura en Economía de la Universidad Nacional del Nordeste y miembros del equipo de investigación de la Escuela de Gobierno de la Provincia del Chaco.

<sup>1</sup> Para más contenido sobre esta cuestión remitimos al capítulo de este libro de Francisco Cantamutto a nivel nacional y de José Morales a nivel sub-nacional.

<sup>2</sup> Respecto de este salto de la deuda provincial en 2002 y su reestructuración, ver capítulo de Alejandro Manzo en este libro.

**Gráfico 1.** Evolución de la deuda pública del Chaco, en miles de dólares y como porcentaje del PBC (2005-2021)



Nota: los datos de PBC provincial están disponibles desde 2005.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Dirección Nacional de Asuntos Provinciales.

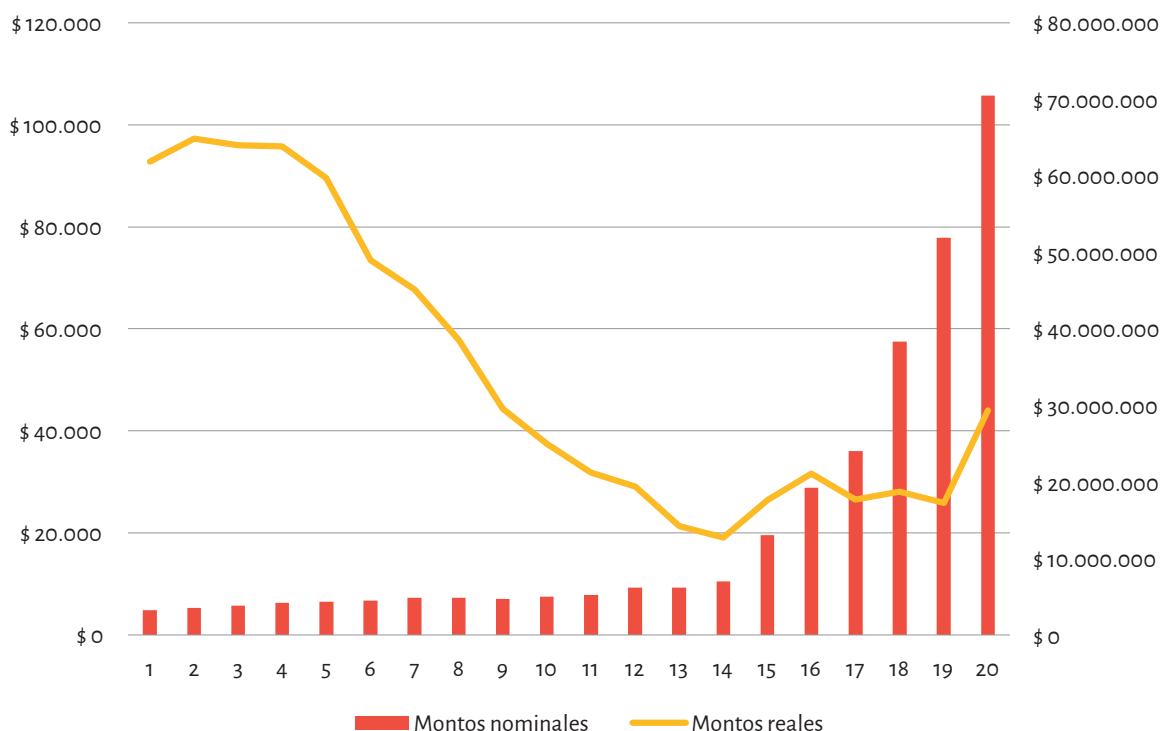
encima. Pero en ambos períodos lo hizo por debajo de la expansión del producto de la provincia del Chaco. Entre 2016 y 2021 la deuda creció en pesos a un ritmo promedio del 47% interanual.

Para neutralizar el efecto de la inflación, es posible analizar la deuda convertida en dólares, al tipo de cambio de diciembre de cada año. En el gráfico 1 se puede observar cómo la deuda cayó en 2002 -producto de la devaluación- y luego se recompone lentamente hasta 2007. Desde entonces y hasta 2015, la deuda en dólares cayó a un 38% de su valor en 2007. Esto implica una significativa mejora en cuanto a la sustentabilidad de la deuda. Al igual que sucedió con la deuda como porcentaje del PBC, en los años posteriores al 2015 el stock de deuda comienza a aumentar producto del modelo de endeudamiento impulsado por el gobierno nacional. Para finales del año 2017, apenas dos años después, este aumento es de un 90%. Posteriormente la deuda disminuye pero sin regresar a los niveles más bajos de la serie histórica, quedando en valor un 22% por encima del que tenía en 2015. La caída de la deuda en 2018 se debe al inicio

del proceso de devaluaciones que redujo el valor de la deuda denominada en pesos.

Otra forma de analizar el tamaño real de la deuda provincial es quitando los efectos de la inflación. El gráfico 2 muestra el monto de la deuda pública chaqueña en el periodo 2002 - 2021 tanto en términos nominales como reales. Los montos nominales corresponden a la deuda en pesos argentinos, mientras que el valor de la deuda en montos reales, está calculado con precios de septiembre de 2010. Es posible observar en el gráfico que desde 2002 hasta 2015, la deuda en montos reales decrece casi un 80%, producto de la mejoría de indicadores económicos y sociales post-convertibilidad, para luego aumentar en un 66% en el corto periodo de 2 años. Esta expansión estuvo asociada a la emisión de nueva deuda en 2016. El quiebre de tendencia es evidente en el gráfico, con un piso en 2015. A partir de 2018, con el estallido de la crisis cambiaria, la inflación se aceleró, lo cual parte de la deuda en pesos (alrededor del 60% del total) se licuó, tal como veíamos en los valores en dólares (gráfico 1). Con todo, se puede ver que no dis-

**Gráfico 2.** Deuda pública chaqueña, en pesos corrientes y en pesos constantes de septiembre de 2010 (2002-2021).



Nota: en el eje izquierdo se presentan los montos reales y en el eje derecho los montos nominales.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la DNAP e IPECD.

minuyó significativamente. La deuda provincial tiene un nuevo salto en 2021.

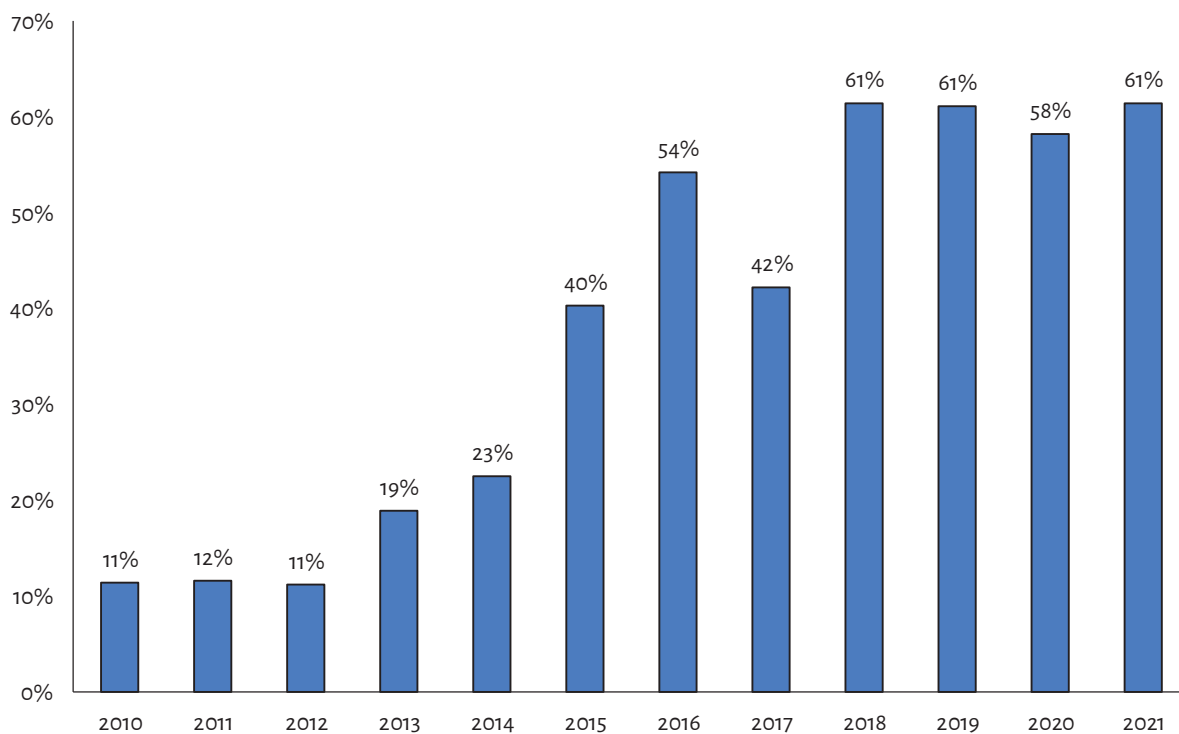
Como ya se mencionó, el aumento de la deuda en montos nominales se debió a la mayor exposición a cambios en el valor de la moneda argentina, al incrementarse la proporción denominada en moneda extranjera. El gráfico 3 presenta el porcentaje del total de la deuda contraída por el gobierno chaqueño que fue emitida en moneda extranjera. Allí se puede apreciar el aumento significativo que tuvo la deuda en dólares a partir de 2013. Esta tendencia se consolidó en los años siguientes. Entre 2016 y 2021, la parte denominada en dólares promedió el 56% del total, con un máximo de 61% en 2018. Esta mayor proporción de deuda en dólares provoca aumentos en los niveles de endeudamiento basado no en la generación de nuevas operaciones de financiamiento, sino por efecto de cambios en el valor del peso<sup>3</sup>.

Se puede notar en el gráfico cómo la deuda denominada en dólares tenía un valor relativamente bajo en 2010-2012, e inicia entonces una fase de ascenso. Tras crecer en 2013 y 2014, es en 2015 que mostró un fuerte cambio en su peso relativo. Esto se debe a la brusca devaluación de diciembre de ese año (unificación cambiaria mediante), lo cual elevó rápidamente el valor en pesos de la deuda denominada en dólares. Esta tendencia de aumento del endeudamiento se sostuvo en 2016, año en el cobra mucha relevancia la emisión de títulos públicos en moneda extranjera para el financiamiento de la provincia, superando la mitad de la deuda total. En 2017 cae dado que, como analizaremos más adelante<sup>4</sup>, la deuda con acreedores externos se contrajo al ser reemplazada parcialmente por deuda con el gobierno nacional. Desde 2018 quedó estabilizada en torno al 60% del total. Esta situación resulta particularmente delicada, con-

<sup>3</sup> Este efecto impactó sobre varias provincias que habían emitido deuda en dólares. Se puede ver el caso de Santa Fe en el capítulo de Sergio Arelovich, el de Córdoba en el de Pablo Díaz Almada y el de Mendoza

en el de Lautaro Breitman Pacheco, Gabriel Olmedo y Mariana Iza.  
<sup>4</sup> Ver Gráfico 6 y apartado 2 "Los principales acreedores de la deuda provincial chaqueña en 2021" en este capítulo.

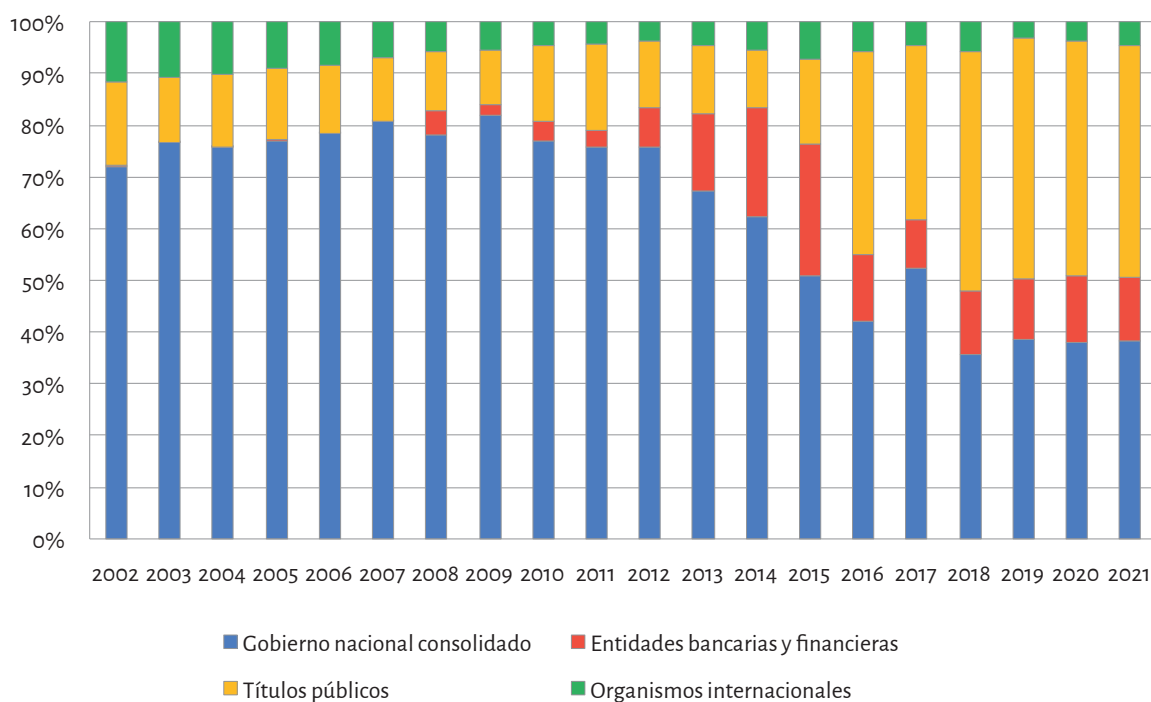
**Gráfico 3.** Proporción denominada en dólares de la deuda chaqueña total (2010-2021)



NOTA: Los datos disponibles al momento de redactar este capítulo impiden extender el análisis a años previos.

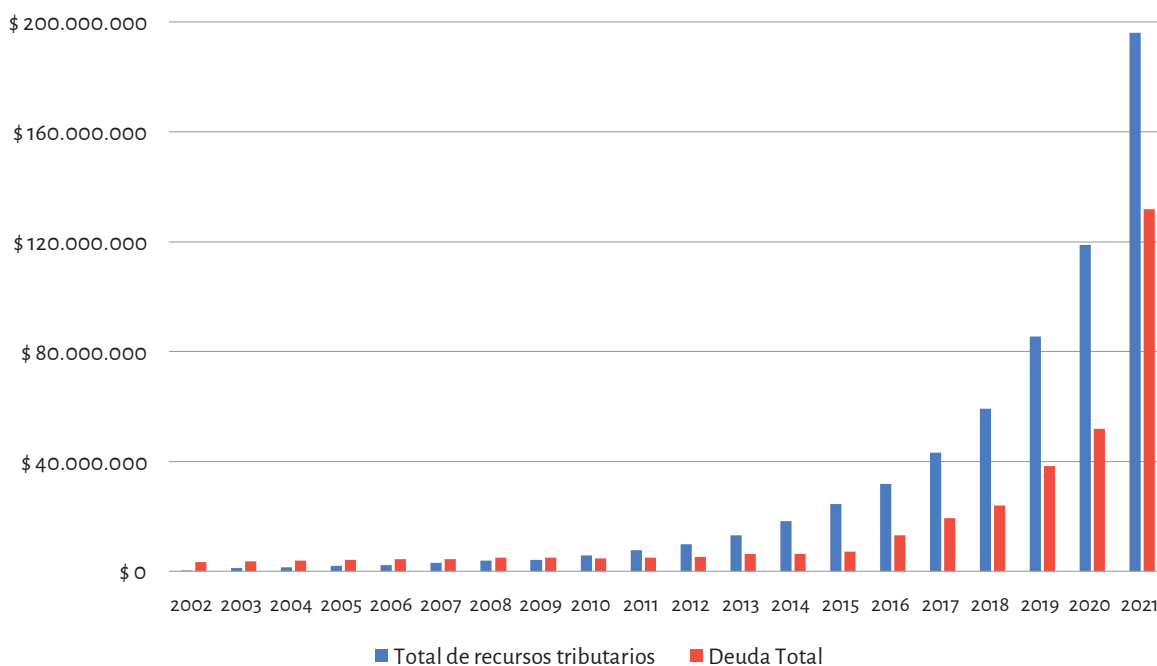
Fuente: Tomado de Politikón Chaco (2022)

**Gráfico 4.** Deuda por tipo de acreedor de la provincia del Chaco (2002-2021)



Fuente: elaboración propia con datos del Ministerio de Economía de la Nación y Politikón Chaco.

**Gráfico 5.** Recaudación impositiva total y stock de deuda en pesos (2002-2021)



Nota: No se encontraron los datos de recursos tributarios de origen nacional para el año 2002

Fuente: elaboración propia en base a DNAP

siderando que las finanzas provinciales están denominadas en pesos.

El gráfico 4 muestra la participación de los distintos tipos de acreedores en el total de la deuda chaqueña y sus cambios en el tiempo. En términos generales, el peso de la deuda con el gobierno nacional estuvo estable en torno a tres cuartos de la deuda total entre 2002 y 2012, y disminuye desde entonces hasta el final del período, mientras que la correspondiente a entidades bancarias y financieras y la de títulos públicos -por lo general emitidos en dólares- aumenta. La deuda con el gobierno nacional se debe principalmente a préstamos otorgados por el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial (FFDP), como se explicará más adelante. En relación a los títulos públicos, el principal instrumento que produjo el salto en 2016 fue la emisión del CH24D, un bono emitido por la provincia por 250 millones de dólares, sobre el cual se profundizará en la sección 2.4.

Entre 2007 y 2018, la proporción de deuda con el gobierno nacional cayó a menos de la mitad y la proporción en títulos públicos casi se cuadruplica. Este cambio simétrico muestra una alteración sustancial en términos de los acreedores de la provincia del Chaco, que introduce nuevos problemas de negociación.

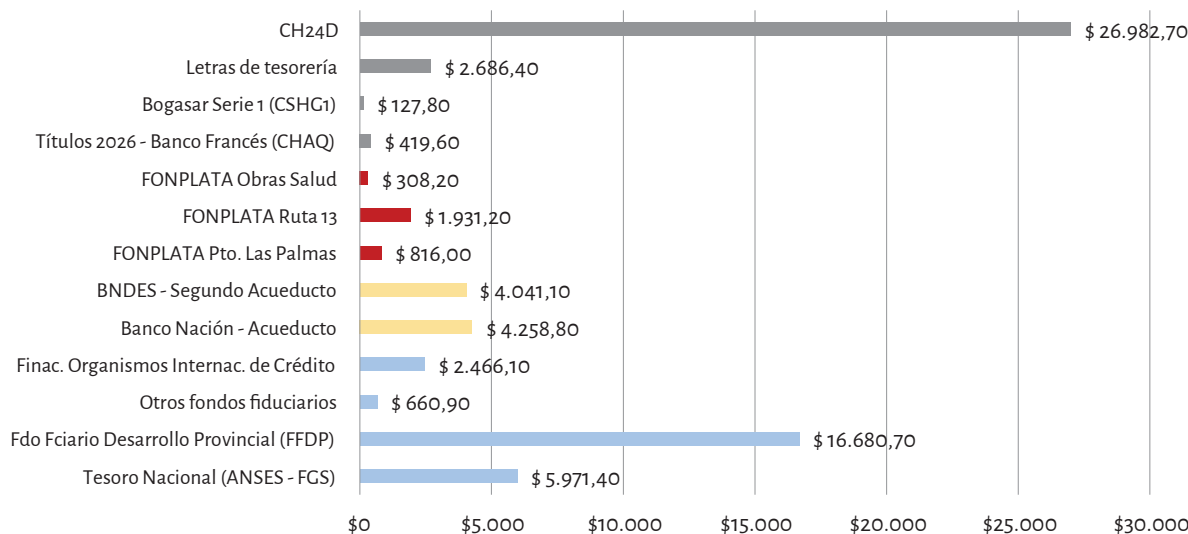
Mientras tanto, la deuda con entidades bancarias y financieras creció desde 2007 hasta alcanzar un máximo de 25,7% en 2015, para caer desde entonces. El crecimiento de esta deuda estuvo asociado a un crédito del BNDES en moneda extranjera para la construcción del segundo acueducto de la provincia (ver sección 2.2.1), fuente que sería luego reemplazada por financiamiento del Estado nacional. La deuda con los organismos internacionales disminuyó de manera paulatina en el período.

A continuación presentamos un gráfico que resume la evolución de las recaudaciones (recursos tributarios de origen provincial y nacional) frente a los montos totales de la deuda pública de la provincia del Chaco. Se puede ver en el gráfico 5 que los recursos fiscales totales iniciaron de un nivel más bajo, pero crecieron hasta superar el stock de deuda en 2010, situación que se sostiene hasta el final del período analizado. En este sentido, el crecimiento de la deuda vino acompañado del aumento de los recursos fiscales para atenderla.

De conjunto, y en línea con lo ocurrido en otras jurisdicciones, la deuda de la provincia de Chaco muestra un comportamiento que puede resumirse como sigue. Tras el estallido de la Convertibilidad, y hasta



**Gráfico 6.** Stock de deuda del gobierno del Chaco por acreedor en millones de pesos corrientes (4to trimestre 2021)



Nota: Se deja asentado que existe una discrepancia de 3148 millones de pesos entre los datos de stock total de deuda en el gráfico extraído de un informe de la consultora Polotikon Chaco y los presentados por organismos oficiales. Esto puede deberse a la utilización de datos preliminares para la elaboración del informe; o bien a disparidades en los valores de la moneda extranjera en el momento de calcular los stocks de deuda en pesos.

Fuente: Tomado de Politikon Chaco (2022).

2015, la deuda mejora su sustentabilidad en términos de su peso en el PBG y en la recaudación. Desde 2007, la deuda con entidades bancarias empieza a elevarse, fuente que será reemplazada desde 2016 por títulos públicos. El peso de la deuda en dólares creció desde 2012. Estos cambios combinados empeoraron la situación de la deuda desde 2016, aunque sin llegar a una crisis. Veremos a continuación cuáles eran los principales acreedores de la provincia en 2021.

## 2. Los principales acreedores de la deuda provincial chaqueña en 2021

En este apartado se presentan los principales acreedores de la provincia del Chaco en 2021, para desarrollar las dinámicas de la deuda que originaron la situación, presentando montos y motivos, evolución de cada una de esas deudas, y profundizando en experiencias de procesos de reestructuración en algunos casos específicos.

Los colores de las barras determinan el concepto global de prestamista. En celeste, el Gobierno Nacional; en amarillo, Entidades Bancarias y Financieras; en rojo, préstamos directos con Organismos Internacionales; en gris, Títulos Públicos.

Como se puede apreciar en el gráfico 6, las principales deudas en la actualidad (2021) provienen del

bono CH24D y con el gobierno nacional por el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial (agregado como parte de la deuda con el gobierno nacional en el gráfico 4). Sobre cada una de estas fuentes se ahondará en las siguientes subsecciones.

### 2.1. Gobierno Nacional

La deuda contraída con el gobierno nacional representa el 38,3% de la deuda en el 4to trimestre de 2021. Se destacan a su interior las deudas con el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial (FFDP), el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de Anses (FGS) y el Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional (FFFIR). Veamos cada una de estas fuentes.

#### 2.1.1. Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial (FFDP)

Según la página web de la Secretaría de Hacienda del Fondo Fiduciario para el Desarrollo provincial este fondo opera bajo la figura jurídica del fideicomiso, introducida en la legislación argentina por la ley 24.441 de enero de 1995, la cual establece que habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmite la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideico-

**Tabla 1.** Detalle del stock de deuda con el Gobierno Nacional, en pesos corrientes (IV-20 y IV-21)

Prestamista	4° T-2020	4° T-2021	Variación %
<b>Gobierno Nacional</b>	<b>\$ 22.536,90</b>	<b>\$ 25.779,10</b>	<b>14%</b>
<b>Tesoro Nacional</b>	<b>\$ 5.900,90</b>	<b>\$ 5.971,40</b>	<b>1%</b>
FGS Ley 7821	\$ 5.900,90	\$ 5.971,40	1%
<b>Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP)</b>	<b>\$ 13.564,00</b>	<b>\$ 16.680,70</b>	<b>23%</b>
Prog. Emergencia Provincial	\$ 2.914,90	-	-
FFDPP Reperfilamiento 2019	\$ 4.533,90	-	-
Prog. Convergencia Fiscal - reperf.	\$ 6.115,20	-	-
Prog. Asistencia Financiera a provincias	-	\$ 16.680,70	-
<b>Otros Fondos Fiduciarios</b>	<b>\$ 665,10</b>	<b>\$ 660,90</b>	<b>-1%</b>
F.F. para Construcción de viviendas	\$ 231,70	\$ 0,00	-100%
Fideicomiso Banco Nación	\$ 116,10	\$ 107,40	-8%
Fondo Fiduciario Federal para la Infraestructura Regional (FFFIR)	\$ 317,30	\$ 553,50	74%
<b>Organismos Internacionales de Crédito</b>	<b>\$ 2.407,00</b>	<b>\$ 2.466,10</b>	<b>3%</b>
BID	\$ 1.422,20	\$ 1.248,30	-12%
BIRF	\$ 984,90	\$ 1.217,90	24%

**Fuente:** Elaboración propia en base a datos extraídos de los informes de Politikon Chaco "Stock de Deuda Pública. Provincia del Chaco. 4° trimestre 2020" y "Stock de Deuda Pública. Provincia del Chaco. 4° trimestre 2021" publicados en 2021 y en 2020 respectivamente.

misario. En el caso del FFDP, la figura del fiduciante es ejercida por el Estado Nacional, la del fiduciario por el Banco de la Nación Argentina, y la del beneficiario recae en la provincia del Chaco.

Desde su constitución hasta el año 1998, el FFDP asistió a aquellas provincias y municipios que decidieron privatizar sus bancos y necesitaron apoyo financiero para lograrlo. Luego, por Decreto N° 1289 del 4 de noviembre de 1998, se ampliaron los objetivos del FFDP, pudiendo financiar además programas de reforma fiscal, financiera o administrativa de los Estados Provinciales, así como también asistir y financiar programas que contemplen el saneamiento de la deuda pública y otros tendientes a promover el desarrollo de los sectores de la economía real de las provincias argentinas (Secretaría de Hacienda, 2010<sup>5</sup>). Entre sus objetivos establecidos por la resolución del Ministerio de Economía de la Nación se encuentran:

Privatización de entidades: asistirá técnica y financieramente a las Provincias y Municipios argentinos a fin de que puedan efectivizar la privatización de sus entidades financieras y de otras empresas de propiedad de los Estados Provinciales y Municipales. La privatización de las entidades financieras o empresas de Provincias o Municipios, que constituye uno de los objetivos fundamentales del FFDP, perseguirá como meta final la transferencia al sector privado de la totalidad del capital social de la entidad sujeta a privatización, y en ningún caso menos del CINCUENTA Y UNO POR CIENTO (51%) de dicho capital y de los votos necesarios para controlar la administración y gobierno de la entidad. Será estimulado que en una primera etapa se alcance la transferencia al sector privado de entre el SESENTA POR CIENTO (60%) y el SETENTA POR CIENTO (70%) del capital de la entidad sujeta a privatización.

Saneamiento fiscal provincial: asistirá técnica y financieramente a las Provincias argentinas a fin de que obtengan el equilibrio fiscal en sus ope-

<sup>5</sup> Última actualización: 1 de septiembre de 2010.

raiones, reduzcan los porcentuales de ingresos por coparticipación federal cedidos en garantía de endeudamiento y superen las situaciones de iliquidez financiera que se presenten en el corto plazo. Prestar apoyo a las reformas del sector público provincial y promover su desarrollo económico. Posteriormente permitió financiar programas de reforma fiscal, financiera o administrativa así como asistir y financiar programas que contemplen el saneamiento de la deuda pública y otros tendientes a promover el desarrollo de los sectores de la economía real de las provincias. Hasta 1999 la deuda de las provincias con el fondo estaba principalmente relacionada con la asistencia a aquellas jurisdicciones que decidieron privatizar sus bancos y necesitaron apoyo financiero para lograrlo.<sup>6</sup>

El crédito con el FFDP se halla unificado en una línea de crédito bajo la órbita del “Programa de Asistencia Financiera a Provincias y Municipios” que incluye diversos créditos tomados por la provincia (Consultora Politikon Chaco, 2021). Entre ellos, está la deuda con CAMMESA, tomada en febrero de 2016, que totalizaba \$6.270 millones de pesos en marzo de 2019, incluyendo intereses incluidos (Diario Norte, 24 de marzo de 2019). También está la deuda por el Programa de Emergencia Financiera Provincial, tomado en 2020 para lidiar con las necesidades generadas por la pandemia, por \$2.500 millones. Se trata de un convenio que buscaba contribuir al normal funcionamiento de las finanzas provinciales y a cubrir las necesidades que se ocasionaron a partir de la pandemia del Covid- 19 (Jefatura de Gabinete de Ministros, martes 16 de junio de 2020). También están las deudas del reperfilamiento del Programa de Conversión Fiscal. Este programa fue creado por el decreto 236/2018 con el objetivo de asistir financieramente a las provincias que hayan aprobado el Consenso Fiscal por un monto total de 4.125 millones de pesos distribuidos a las provincias por el índice de coparticipación en cuatro cuotas iguales, mensuales y consecutivas.

### 2.1.2. Deuda con el Tesoro Nacional

La deuda con este acreedor se remonta al año 2016 por créditos otorgados a través del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de Anses. El 22 de junio de 2016 se aprobó la ley provincial N° 7.821 de “Acuerdo Nación – Provincias. Coparticipación Federal de Impuestos”, autorizando al Poder Ejecutivo provincial a contraer empréstitos para los ejercicios 2016, 2017, 2018 y 2019 destinados a obras públicas. Las condiciones se detallan en el artículo 3 de la ley, sintetizados en la tabla 2.

De modo que esta fuente asociada al gobierno nacional tiene por destino la obra pública. Al segundo trimestre de 2022, se emitieron bonos de conversión de parte de esta deuda por 3.680 millones de pesos, con lo cual se redujo el financiamiento del Tesoro y creció la parte en títulos públicos.

### 2.1.3. Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional

El Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional posee como finalidad la función de asistir en la financiación de obras tendientes a la utilización de mano de obra intensiva, la integración regional, la disminución de los desequilibrios socioeconómicos, el desarrollo regional y el intercambio comercial.

Según la página del Poder Legislativo de la provincia, la deuda actual contraída con este fondo surge por un reemplazo (en el año 2016) al financiamiento del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social de Brasil (BNDES), del cual se detalla en la sección 2.2.1 sobre deudas con entidades bancarias y financieras.

El motivo del reemplazo era avanzar con la obra del Segundo Acueducto que beneficiaría a 380 mil chaqueños de 26 ciudades. La propuesta de sustitución surge “a instancias de que el BNDES todavía no se expidió con respecto de la firma de la segunda adenda para la continuidad del financiamiento que resta de esa institución, es que el Gobernador nos encomendó la tarea de buscar fuentes alternativas de financiamiento” aclaró el Ministro de Hacienda y Finanzas Públicas de la provincia, el Cr. Cristian Alcides Ocampo (Poder Legislativo del Chaco, 22 de noviembre de 2016).

Al respecto, señaló:

*“así llegamos a lo que es esta fuente, a través del Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional dependiente del Ministerio del Interior,*

<sup>6</sup> Resolución 1076/2000 del Ministerio de Economía, sancionada el 19/12/2000 y publicada en el Boletín Nacional del 08/01/2001. Texto completo de la normativa completo disponible en el siguiente link: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anejos/65000-69999/65686/norma.htm>

**Tabla 2.** Condiciones del préstamo con el Tesoro Nacional otorgado por ANSES

Monto	Plazo	Intereses
“Será equivalente a seis (6) puntos porcentuales en el año 2016, de los quince (15) puntos porcentuales de la masa de recursos coparticipables que le hubiera correspondido a cada una de las Provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, (...) y, para cada uno de los períodos 2017, 2018 y 2019, un monto equivalente a tres (3) puntos porcentuales calculados en la forma dispuesta precedentemente.”	“El monto de cada desembolso se cancelará a los CUATRO (4) años, de suerte tal que: El capital del desembolso del año 2016, se cancelará en 2020; El capital del desembolso del año 2017, se cancelará en 2021; El capital del desembolso del año 2018, se cancelará en 2022; El capital del desembolso del año 2019, se cancelará en 2023.”	“Los intereses no se capitalizarán y se devengarán a partir del día de cada desembolso, se pagarán semestralmente y se calcularán con la tasa BADLAR, menos el subsidio necesario otorgado por el Tesoro Nacional para que la tasa resultante neta alcance el quince por ciento (15%) anual vencida para el año 2016 y 2017, y del 12% anual vencida para el año 2018 y 2019.”

Fuente: Ley provincial N° 7.821.

*que estaría en condiciones de financiar el tramo no desembolsado por el BNDES, es decir, en ese ínterin en el que veníamos esperando el financiamiento del BNDES surgió esta posibilidad que desde todo punto de vista es buena, porque incluso hasta simplifica lo que es la operatoria, hace que todo el valor se pesifique y hace más práctico el control del avance de la misma, desburocratiza un poco el procedimiento” (Poder Legislativo del Chaco, 22 de noviembre de 2016).*

En una de las entrevistas realizadas surgía la explicación de la necesidad de conseguir financiamiento con carácter “urgente” para el desarrollo del segundo acueducto de la provincia. Por un lado, esto se debía a las limitaciones del primer acueducto respecto del crecimiento de la población, en especial en el interior de la provincia, respecto a cuando se desarrolló ese primer sistema. Por otro lado, porque ese sistema contaba con una vida útil pensada hasta el año 2010, por lo que se volvió imperiosa la necesidad de iniciar con el segundo desarrollo.

De modo que el Estado nacional operó como fuente disponible para resolver la urgencia de dar continuidad a una obra clave ante la interrupción del flujo de fondos de un crédito previo, tomado con una entidad bancaria de origen extranjero. Esto permitió pactar condiciones más benévolas.

## 2.2. Entidades bancarias y financieras

### 2.2.1. Banco de la Nación Argentina / Banco Nacional de Desarrollo de Brasil

La deuda pública contraída con las Entidades Bancarias y Financieras tiene como motivo central la construcción del Segundo Acueducto, compuesta por un crédito con el Banco Nación (BNA) y otro con el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social de Brasil (BNDES).

Si bien ambas deudas están asociadas a un mismo proyecto, tienen orígenes diversos. A continuación sintetizamos una cronología del financiamiento al segundo acueducto de la provincia del Chaco en base a artículos periodísticos de diversas fuentes (entre ellas Actualidad Chaco, BNamericas, página de la Legislatura Chaqueña, Ojo Público, Diario Norte, entre otras).

El inicio del proyecto se remonta al año 2009, cuando el entonces gobernador Jorge Capitanich abrió la licitación pública nacional e internacional para la construcción del segundo acueducto del interior provincial. El proyecto original demandaba una inversión estimada en \$1.150 millones y el plazo para la ejecución demoraría 36 meses y beneficiaría a 380 mil chaqueños de 26 ciudades.

Tiempo después, específicamente el 25 de febrero de 2011 (es decir, dos años después) en el Hotel Atrium - Gualok de Presidencia Roque Sáenz Peña, el gobernador de la provincia firmó el contrato de inicio de obra. En el acto participaron Enio Cordeiro -embajador de la República Federativa de Brasil- y Edgardo Bortolozzi -presidente del Ente Nacional de Obras Hídricas de

Saneamiento (ENHOSA)-, entre otros. El representante brasileño se encontraba allí dado que el financiamiento para la obra provendría en un 40% del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social del Brasil (BNDES) y el restante de aportes de Nación y Provincia.

En este punto, parece pertinente aclarar que el BNDES opera como un banco que financia exportaciones: esta entidad le presta el dinero a la provincia, para que ésta pueda comprar los caños necesarios para la obra del acueducto a una empresa brasileña. Es así que el crédito que otorga Brasil también favorece a su propia economía contribuyendo a su producción y exportación de caños que además, en ese momento, eran insumos necesarios que no se fabricaban en Argentina. Brasil se beneficia por esta operatoria al lograr vender productos y generar empleo, pero también cobrar intereses por la financiación.

De una entrevista realizada para esta investigación con un especialista en el tema, surge que la decisión de pedir un crédito con el BNDES por 430 millones de dólares tiene su origen en dos en dos factores determinantes: por un lado, existe una del país vecino, que busca expandir su base de negocios al resto del mundo a través del banco, generando nuevas oportunidades de negocios para las empresas brasileras, a través del otorgamiento de créditos condicionados a otros países: “ellos te prestan el dinero, pero a condición de que vos les compres los insumos que necesitas a alguna empresa de ellos”, comenta este actor.

Por otro lado, se decide recurrir a este acreedor debido a que no existe, según el entrevistado, ninguna entidad financiera nacional que pudiera hacer frente a ese monto: “*ni siquiera el Fondo de Garantías de Sustentabilidad de ANSES te podía financiar una obra de esa envergadura*”, comenta.

En septiembre de 2012, un año y medio después, el Banco de la Nación Argentina aprobó una carta de crédito de \$1.600 millones (US\$347 millones), permitiendo un cronograma de desembolsos para dar inicio a la importación de caños, resinas y los insumos necesarios, que implicaban un 38,9% por ciento de la participación total del financiamiento a cargo del BNDES. Las empresas constructoras involucradas en estas operaciones serían las constructoras OAS, Supercemento (previamente encargada del primer acueducto) y Rovella Carranza. A esa fecha, existían entonces 3 partes en el acuerdo: el Banco de la Nación Argentina (BNA) en su rol de agente financiero, el

BNDES como el encargado del financiamiento y un banco operante como intermediario, dado que el BNDES opera como banco de segundo oficio.

La obra avanza hasta diciembre de 2015, cuando un problema de financiamiento hizo que la obra comience a bajar el ritmo de avance y a partir de diciembre se detenga totalmente, con el 65% del total terminado. El problema mencionado proviene del banco brasileño, dado que los millonarios presntamos a las empresas constructoras Odebrecht, Andrade Gutiérrez, Camargo Correa, Queiroz Galvao y OAS (todas acusadas de corrupción en el caso “Lava Jato”) pusieron en jaque al BNDES. La causa avanzó lo suficiente como para que, en octubre de 2016, la institución financiera inicie un proceso de reestructuración y suspenda los créditos a las empresas involucradas (entre ellas OAS, que era la que se encargaba de proveer de insumos al acueducto).

En una de las entrevistas realizadas descubrimos que ese mismo año se envió desde Brasil una comisión inspeccionadora de la obra para controlar el avance según el cronograma estipulado, y así poder continuar con la liberación de fondos. Se esperaba encontrar un avance superior al 80% de la obra realizada, pero la ejecución estaba alrededor del 60%, por debajo de los planes. Al respecto, un entrevistado aclaró que “*parte de los fondos del crédito tomado con el BNDES se utilizó para gastos corrientes que en ese momento se entendían más urgentes*”. Esta última información, sin embargo, no pudo ser corroborada.

Es así como el bloque oficialista del Poder Legislativo chaqueño de aquel momento propuso una sustitución del financiamiento de este banco, bajo la orden del gobernador Domingo Peppo (2015-2019) de buscar fuentes alternativas. Es entonces cuando ingresa el Gobierno Nacional como acreedor del pasivo chaqueño por el acueducto, dado que la sustitución del BNDES fue realizada mediante el FFFIR, cuyo detalle ya se describió más arriba (Sección 2.1.3). A pesar de la reticencia de la oposición, en diciembre de 2016 se aprobó esta sustitución modificando los artículos 2 y 3 de la ley N° 6.683, otorgando al Poder Ejecutivo la facultad para sustituir el financiamiento del BNDES por el proveniente de organismos públicos y privados incluyendo fondos fiduciarios y organismos multilaterales hasta los 48 millones de dólares restantes para avanzar con el 35% de la obra restante.

Al respecto, el diputado Ricardo Sánchez manifestó lo beneficioso de la sustitución: “no es una nueva obligación, el contrato con el banco sigue porque tenemos que pagar los 117 millones que ya nos dieron, pero hay nuevos montos en este contrato que lógicamente de mutuo financiero, que tuvimos con el banco y con un dólar cotizado a 3,35 y hoy tenemos un dólar a 16” (Es Chaco, 7 de diciembre de 2016).

Sin embargo, las complicaciones con el financiamiento no terminaron ahí. Desde mediados de 2017 y hasta enero de 2018 la obra avanzó únicamente alrededor de un 1,9%, debido al flujo discontinuo de fondos y una deuda por certificaciones de 70 millones que la Nación adeudaba y el ENOHSa transfirió a fines de ese mes. Además, el problema con el BNDES continuaba presente: se debían pagar los 60 millones que se debían a las empresas de la Unión Transitoria de Empresas (Rovella Carranza, Supercemento y CPC Ingeniería e Infraestructura). A la fecha, el porcentaje de avance de la obra era el mismo que en enero de 2016: un 65% compuesto por un 42% de la toma sobre el río Paraná, un 39% del acueducto de agua cruda, un 64% de la planta potabilizadora, un 100% de la conexión hacia Presidencia Roque Sáenz Peña, y un 71% de los acueductos de carácter secundario de agua tratada hasta Los Frentones con proyección a Río Muerto, Tres Isletas, General Pinedo y Hermoso Campo.

En abril de 2018 se extendió, nuevamente, el plazo de finalización de la obra: de enero de 2019 se extiende a mediados del mismo año. La provincia se encuentra al día con los pagos de certificaciones y el vencimiento de cuotas del BNDES. Sin embargo, al momento de escribir este capítulo, en noviembre de 2022, el acueducto continúa sin finalizar por dificultades en la importación de algunas partes y equipos, con una fecha de inauguración estimada a mediados de 2023.

Si bien existieron incumplimientos en el avance de obra por parte de las empresas involucradas, este recorrido expresa también las dificultades asociadas a financiamiento externo por parte de entidades privadas. En este caso, no solo se trató de la exposición a cambios en el valor de la moneda, sino a la afectación por un caso de corrupción en el país de origen del financiamiento.

### 2.3. Organismos Internacionales

#### 2.3.1. FONPLATA

FONPLATA es un Banco de Desarrollo conformado por cinco países: Argentina, Bolivia, Brasil, Paraguay y Uruguay. A este le corresponden tres líneas de créditos otorgados a la provincia del Chaco: uno de 2018 para la ejecución de la obra de la Ruta 13 por \$1.931,2 millones; otro de 2018 para obras del Puerto de Las Palmas por \$816 millones y otro de 2020 destinado a obras de salud por \$308,2. Todas estas líneas fueron emitidas en dólares, y consisten en desembolsos sujetos a los avances de las obras en cuestión, de esta manera el acreedor se asegura su cobrabilidad.

En una conferencia de prensa sobre la aprobación del préstamo, el gobernador Domingo Peppo aclaró que “son obras que ya tienen los proyectos”, y dijo que el financiamiento disponible en Fonplata es el más accesible en cuanto a condiciones ya que plantea 4 años de gracia y tasas subsidiadas. “Son verdaderamente créditos de fomento porque generan infraestructura para mejorar la competitividad de la provincia”, fundamentó. (Diario Norte, 23 de octubre de 2019)

El Proyecto de Inversión Social en Salud Pública consiste en obras de infraestructura y equipamiento divididos en 26 frentes, de los cuales 6 son en el hospital de referencia Dr. J. C. Perrando y en 17 centros

**Tabla 3.** Datos de cada proyecto vinculado a créditos otorgados por FONPLATA

Proyecto	Fecha de aprobación	Aporte FONPLATA (en dólares)	Aporte local(en dólares)
Ruta Provincial N° 13 - Sección 1	13/11/2018	37.210.000	8.540.000
Obras de acceso a Puerto Las Palmas	14/12/2018	10.850.000	2.490.000
Inversión Social en Salud Pública	15/09/2020	40.000.000	14.682.000

Fuente: FONPLATA

hospitalarios del interior de la provincia como Charata, Hermoso Campo, Colonia Elisa, San Martín, Gancedo, El Espinillo y Sáenz Peña. El objetivo es incrementar la capacidad, calidad y sostenibilidad de los servicios públicos de salud, con la prioridad puesta en la ampliación de la guardia y el laboratorio del Perrando, la refacción completa y ampliación del hospital de Gral. San Martín y el hospital nuevo de El Espinillo.

En cuanto a las 2 líneas de crédito autorizadas en 2018 podemos decir que son proyectos complementarios: la obra de la Ruta 13 prevé la construcción de obras civiles y pavimentación de 43 km correspondientes a la Sección 1 (sobre un total de 4) del “Empalme RN N° 11 – Cote Lai”; el acceso a Puerto las Palmas comprende también la construcción de obras civiles y pavimentación de 14 km para el tramo “Empalme Ruta Provincial N°56 - Puerto Las Palmas”. Además, este proyecto comprende la construcción de una playa de estacionamiento y las intersecciones necesarias que contribuyan a la disminución de los costos generales de transporte y procuren el mejoramiento de la seguridad vial.

#### 2.4. Títulos Públicos, el Bono CH24D

En línea con otras provincias, la emisión de títulos públicos es la fuente de deuda que más crece en Chaco desde 2016. El bono CH24D pasó a representar la mayor porción de la deuda provincial en el momento de su creación. Elaborado durante la gobernación provincial de Juan Domingo Peppo, CH24D denomina a la serie de títulos de deuda pública en dólares, emitidos en agosto de 2016 por un total nominal de 250 millones de dólares, a una tasa del 9,375% y regulado por Ley de Nueva York (USA).

Este bono devengaría intereses semestralmente desde febrero de 2017 hasta su vencimiento, pactado originalmente en agosto de 2024; con amortizaciones vencidas anualmente pagadas en 3 cuotas desde agosto de 2022 hasta el vencimiento de la deuda. Se destaca que la herramienta posee una tasa en dólares muy elevada; sobre todo al compararla, para el mismo mes en que se emitió el bono chaqueño, con la tasa Fed Funds (0,36%) o la tasa Bono 10 años de Estados Unidos (1,56%). En adhesión a ello, la tasa del 9,375% del CH24D es la segunda más elevada de las presentadas por los bonos provinciales emitidos en

dólares en el período 2016 - 2019, resultando sustancialmente por encima del promedio de estos (7,83%). (Letcher y Strada, 2019).

Los fondos que resultaron de la emisión del bono fueron destinados a financiar inversiones para el pago de un juicio iniciado por jueces y trabajadores/as del Poder Judicial por la actualización de haberes<sup>7</sup>. Esto derivó en millonarios embargos contra las cuentas de la provincia. De modo que ante un reclamo local, desvinculado de la inversión productiva, y en pesos, se tomó un crédito en dólares a altas tasas. Queda planteada la duda sobre si este esquema fue el más lógico para resolver el problema. En una consulta más reciente de Diario Norte al gobernador Capitanich, éste explicó que: “Era una deuda originada en obligaciones corrientes, surgidas a partir de un fallo adverso para el Estado. Se tomó deuda en dólares para pagar deudas en pesos” (Diario Norte, 12 de Abril de 2021). Tal como lo expresó un entrevistado para esta investigación:

Llegó un momento donde era insostenible ya que había dinero, pero no se podían dejar de pagar sueldos, u otras necesidades para pagar a tiempo la deuda. La tasa, era demasiado alta, en su momento el gobierno nacional, durante macri, inicia el proceso de endeudamiento, nación le daba el aval, y hacía que muchas provincias se endeudaran, entre ellas Chaco, que se endeudó a una tasa muy elevada. ¿Por qué se tomó? El fin de este préstamo fue un fin específico, en su mayor precisión, fue para saldar un juicio que realizaron los judiciales al estado chaqueño, hubo una serie de cuantos que se otorgaron a los jueces y niveles superiores, y no a los otros cargos del poder judicial, entonces ellos empezaron a reclamar, y este crédito se pago para saldar principalmente esta deuda<sup>8</sup>.

Dado que se emitieron bajo jurisdicción extranjera, cualquier diferendo en torno a su ejecución o posibles reestructuraciones serían definidas en tribunales extranjeros, considerando legislación específica de Nueva York. Durante los años 2001-2016 esto había ocasionado severos problemas a la Argentina, debido a los reclamos de los fondos buitres.

<sup>7</sup> Ver más detalle en Cantamutto et al (2020).

<sup>8</sup> Considerando las inconsistencias de la deuda en dólares, pactada además a un elevado costo, para pagar acreencias en pesos debe contemplarse las necesidades de divisas de origen financiero para el Estado nacional como un factor de inducción a estas operaciones. En este sentido, ver el capítulo de Andrés Wainer en este libro, sobre la provincia de Buenos Aires.

En este sentido, resulta interesante destacar el perfil de negociación y las capacidades del equipo técnico a la hora de encarar un proceso tan complejo. No sólo se encargó la parte legal del proceso de renegociación a una firma privada, sino que además fue la misma firma que se había encargado de la emisión de este mismo bono. Uno de los entrevistados comentó al respecto:

En el estudio de Buenos Aires, había un abogado que es especialista en derecho neoyorkino, es algo muy específico, que requiere de un conocimiento particular. La parte económica es importante, lo que hace a las cuestiones puramente financieras, se podría decir. No es nada que cualquier graduado de ciencias económicas no pueda manejar. Ahora bien, lo complejo es la cuestión legal, y por eso hay abogados que son especialistas en derecho económicos, profesionales acostumbrados a hacer este tipo de negociaciones.

Para nosotros, fue ir aprendiendo sobre la marcha. Como ejemplo, el back up tracker, que es una especie de libro, donde se reflejan diferentes cuestiones. Todos los datos o valores que se pongan, los días, las citas, tienen que tener un respaldo de fuentes. Te exigen los Do Files<sup>9</sup>, eventos y un excel que se llama backup tracker, que tiene que tener todas las fuentes. La idea es que puedas justificar de dónde tomás la información que presentás. De hecho, cuando ellos miraban la fuente, tenía que coincidir, y en más de una oportunidad nos mandaban controles de cambios donde controlaban punto por punto. La tolerancia al error es nula. Un simple link que no funcionaba, y era motivo de pedido de revisión de la fuente o el dato, directamente. Todo este proceso hay que seguir para realizar un prospecto de emisión, pero también se hace para reestructurar. Es realmente muy complejo, porque algunos consideraban que, al no haber sido tan exigentes a la hora de colocar la deuda, tampoco lo serían a la hora de renegociarla, pero no fue así.

La cita previa expresa con claridad las dificultades de un equipo provincial para encarar un proceso de este tipo. No solo atañe a cuestiones técnicas financieras, sino a aspectos legales que resulta sencillamente imposible esperar que se conozcan y manejen con ductilidad. ¿Qué sentido tendría para una provincia argentina con recursos limitados tener especialistas

en asuntos legales con jurisdicción en Nueva York y en operatoria financiera? La (racional) falta de cuadros técnicos propios provoca una dependencia de alta intensidad respecto de las indicaciones de un estudio privado, cuyos intereses pueden o no coincidir con los del Estado provincial y sus habitantes.

Para realizar el proceso de emisión, se contrató a la firma jurídica DLA Piper Global<sup>10</sup>, especializada en leyes de Nueva York, para elaborar el prospecto de emisión del bono. Este prospecto es un documento muy extenso donde hay información muy detallada sobre diversos indicadores de la provincia y tiene la finalidad de que los acreedores cuenten con toda la información detallada para tomar la decisión de invertir en el bono de la provincia.

Como agente financiero de la provincia intervino el Nuevo Banco del Chaco, mientras que el banco francés BNP Paribas y el suizo UBS fueron los colocadores. En una de las entrevistas se explicó que el título fue inicialmente pensado solo para saldar el pago del juicio de judiciales; pero debido a que, según los asesores/especialistas, el monto no era lo suficientemente elevado para este tipo de colocaciones, se accedió a tomar una deuda mayor, con la que se afrontarían otros gastos del Estado provincial además de la deuda urgente con el personal judicial. De allí que se esperaba además que la emisión sirviera, además de para solucionar la causa de judiciales, para reactivar la obra pública paralizada en la provincia.

Al momento del octavo pago de intereses, en agosto de 2020, la provincia no pudo realizar el pago. Es decir, incurrió en un impago previo incluso a la primera amortización de principal -que iniciaba en 2022-, comenzando a existir problemas para pagar las cuotas, que sólo contemplaban intereses. Esto resultó en un proceso de renegociación que concluyó con Chaco tornándose la novena provincia en concretar la renegociación de la deuda en el período 2020-2021.

<sup>9</sup> Es un tipo de archivo digital que se utiliza en el Software de procesamiento de datos Stata para ejecutar comandos. Generalmente es usado para ejecutar un proceso o metodología con varias fases.

<sup>10</sup> Esta firma tiene como una de sus líneas estratégicas este tipo de actividades: <https://www.dlapiper.com/es/argentina/sectors/government-contracting/>



### 3. Reestructuración del bono CH24D

En 2020 el gobierno nacional reestructuró su deuda con acreedores privados, alcanzando un acuerdo que funcionó como marco para las negociaciones provinciales. Según un artículo periodístico de INFOBAE, llegado el momento de renegociar la deuda de la provincia, el entonces ministro de economía de la nación, Martín Guzmán, “colocó en el gabinete de Chaco a uno de sus colaboradores para guiar la estrategia de la reestructuración de la deuda provincial, que ya cayó en default; la intención es profundizar el modelo de negociación dura de Buenos Aires” (Kanenguiser, 28 de enero de 2021). El mismo artículo destaca que el ministro nacional le aconsejó al provincial que “negocie duro con los acreedores, ya que entiende que es mejor un acuerdo tardío que uno como el de Córdoba, al que cuestionó en público.” Sumado a ello en las entrevistas que realizamos desde el equipo de trabajo nos encontramos que desde la provincia, el Ministro de Economía Martín Guzmán se prestaba a consultas en torno a la deuda desde la provincia sin mayores problemas.

En este marco, cabe destacar que la provincia comenzó sus procesos de reestructuración de deuda una vez que ya habían reestructurado la mayoría de las provincias más relevantes (Córdoba, Mendoza, Neuquén y Río Negro ya habían reestructurado durante el 2020), y previo a la Provincia de Buenos Aires. Esto tiene una implicancia que no se debe soslayar: negociar último, implica resignar capacidad de negociación, puesto que los acreedores sientan precedentes basados en las condiciones de renegociación de las provincias donde ya renegociaron.

Para realizar una reconstrucción del proceso de reestructuración de deuda, pudimos tener acceso a 3 de los principales actores que se encargaron de la negociación. Entre ellos, un alto funcionario del Ministerio de Planificación, Economía e Infraestructura de la provincia, con varios años de gestión en el área de finanzas públicas, y que fue transversal a dos gestiones distintas -aunque del mismo color político, vale aclarar-. Se desempeñó en el área encargada de los ingresos públicos, dependencia que también absorbió las cuestiones de crédito público, por lo que se sumaron también bajo esa órbita las negociaciones de financiamiento y deuda pública.

En este contexto, indagamos sobre el proceso de reestructuración del Bono CH24D, particularmente. En concreto, según comentaron las fuentes consultadas, el proceso de renegociación se estableció de la siguiente manera:

“En los procesos de financiamiento externo, tenés básicamente dos patas: por un lado, los colocadores, cuando a vos lo que te interesa es colocar títulos para financiarte, te asesoran, brindan soporte y salen al mercado a captar capitales. Por otro lado, tenés firmas que se dedican a los procesos de reestructuración. Eso fue lo que la provincia comenzó por hacer, buscar una firma que colabore en el proceso de reestructuración. La misma firma de abogados contratada para emitir el bono, DLA Piper Global, fue la que se encargó de asesorar al momento de la reestructuración de la deuda, ya que cuentan con conocimientos sobre legislación financiera nacional y extranjera, particularmente de Nueva York, donde se dirimen la mayoría de los contratos de deuda externa. Esta firma ejerció la función de intermediaria en la negociación entre el gobierno de la provincia del Chaco y los bancos que representaban a los acreedores”.

Es relevante mencionar que estos bancos, que les vendieron los bonos a los acreedores, cuentan con una gran cantidad de fondos y se dedican a este tipo de operatorias de compra-venta de obligaciones y bonos, fusiones, adquisiciones y renegociaciones. Sobre este tema, explica una de las fuentes:

“No se negocia con quien le debés, con el acreedor en sí. El gobierno negociaba con un banco o un estudio que le vendió esos bonos a los acreedores. Esta firma es representante de ellos en la renegociación con el gobierno. Son bancos y estudios con muchos fondos que constantemente hacen compraventas, fusiones, adquisiciones y renegociaciones, acostumbrados a negociar, se dedican a este tipo de servicios”.

Otro entrevistado que participó activamente en el proceso de reestructuración de la deuda comenta al respecto que: “Es un tira y afloje, como provincia pedís que te saquen toda la deuda, y ellos ofrecen

alargar el plazo, vamos a 4 años, no, 3, y así. Hay un intercambio de opciones, arranca optimista, hasta que llega a un equilibrio que les conviene a los dos. Se acordó alargar el plazo, que es quizás lo más común, que te permite tener ahorro en el corto plazo, porque no devolves capital, que recién hacia 2024 se comenzaría a amortizar, pero tenes que aprovechar el tiempo para mejorar tus cuentas para no llegar y chocar”. En la misma dirección apuntó otro entrevistado, que señaló que “Principalmente, lo que se buscó fue alargar los plazos. Aunque lo más favorable es bajar la tasa y lograr quita de deuda, pero es muy difícil acceder a esto a esto último”.

Volviendo al paso a paso que se estableció para encarar la reestructuración, y como paso previo a las negociaciones en sí, una de las fuentes explicó:

“...además de eso, se necesita un tercer actor: Los Agentes de información. Estas son entidades que trabajan en el mundo de las finanzas y lo que hacen es, básicamente, rastrear a los tenedores de deuda. La función de estas agencias es realizar un trabajo casi de espías, para hacer un relevamiento y detectar quiénes son los acreedores de deudas que por lo general, tienen mercados secundarios de venta y por tanto, es muy difícil tener cierta trazabilidad. Existen cuatro o cinco firmas, no más, que son prestigiosas a nivel internacional. El Chaco contrató a Morrow Sodali. Esta agencia de información rastreó un porcentaje bastante alto de acreedores, entre ellos, un fondo de inversión llamado Vial Capital, radicado en EEUU, que tenía un 50% de los títulos. Así es como empezamos a acercarnos a la reestructuración”.

El título que la provincia había emitido se regulaba por un contrato de colocación. Por otro lado, sin embargo, a través de un contrato fiduciario, que se encarga de establecer las cláusulas que regulan la emisión del bono. En ese contrato fiduciario se establecían los mecanismos de modificación de las condiciones. “Uno de ellos, que nos interesaba a nosotros, era que para poder proceder a una reestructuración, había que reunir el 55% del capital, o más bien, del capital total emitido”, comenta uno de los entrevistados.

Surge entonces, por un lado una oportunidad, y por otro, un riesgo: el tenedor del 50% del capital ya

estaba detectado, lo que permite llegar con facilidad al porcentaje establecido para validar una reestructuración. No obstante, este acreedor -por sí mismo- cuenta con poder de veto a toda la negociación. Es decir, por más que la provincia hubiera convencido a todos los demás acreedores, este solo podía hacer caer la negociación. De modo que este fondo tenía un enorme poder a la hora de establecer las condiciones de renegociación. Por esto, continúa el entrevistado:

“La provincia tuvo que negociar bilateralmente con este fondo de inversión. Se llegó a un acuerdo sobre montos, tasa, plazos y otros términos y condiciones. Ese acuerdo, que se estableció de palabra entre el fondo de inversión y la provincia, fue anunciado por las partes, y luego se presentaron los pliegos de las nuevas condiciones de reestructuración. Para el miércoles 23 de junio de 2021, fecha límite para plegarse al canje, más del 93% del capital se adhirió al canje”.

Otro entrevistado completaba la idea señalando que el apremio le jugaba en contra a la provincia, por el correr del tiempo y su costo financiero. Mientras otras provincias de mayor tamaño relativo completaban sus reestructuraciones, condicionaban a Chaco. Si otras provincias acordaron en sus nuevos términos en determinadas condiciones, esto establece un antecedente para los acreedores a la hora de acordar con otras provincias aún no cierran las negociaciones, dificultando mucho mejorar las negociaciones respecto a lo que pacten otras provincias. Esto afectó fuertemente al Chaco, que fue la anteúltima provincia en cerrar la renegociación en el periodo 2020-2021<sup>11</sup>. El entrevistado lo expresó de la siguiente manera:

“El tiempo a la hora de renegociar es muy relevante. Esto se debe a que, en primer lugar, los intereses continúan corriendo con las condiciones iniciales, con lo cual lo ideal es cambiar las condiciones lo antes posible; y en segundo lugar, sobre todo en un escenario donde muchas provincias se encuentran pasando por procesos de renegociación de sus deudas, es que, si las otras provincias ya alcanzaron acuerdos, esto

<sup>11</sup> Ver cronograma de reestructuración de las deudas provinciales en: [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/resultados-reestructuracion\\_de\\_deudas\\_provinciales.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/resultados-reestructuracion_de_deudas_provinciales.pdf)

va marcando las reglas de juego para las demás renegociaciones.”

Al concretarse la renegociación, el monto de la deuda aumentó de 250 a 262 millones de dólares, un aumento del 4,8% de la deuda. Esto debido a que los intereses que se habían dejado de pagar se acordó que, el 40% de ellos pasasen a formar parte del capital de la deuda, y el otro 60% fue pagado en efectivo en el momento como condición para aceptar el acuerdo por parte de los acreedores. Además se alargó el plazo de vencimiento de la deuda desde agosto de 2024 hasta febrero de 2028. “En el corto plazo tenés ahorro, porque no devolves capital sino solo intereses. Recién en febrero de 2024 se empieza a amortizar. Se cambió su modalidad a una tasa que aumentaría progresivamente, iniciando en 3,5% hasta febrero de 2022, aumentando a 4,75% hasta febrero de 2023, luego de 6,5% hasta febrero de 2024, cuando la tasa sube al 8,25% hasta el vencimiento de la deuda. Es relevante notar que en todos los casos la tasa se mantiene por debajo de la exorbitante tasa pactada en la emisión del bono en 9,375%; pero de igual manera elevada con un cupón promedio al 6,25% (3,5% - 8,25%).

El 7 de junio del 2021 la provincia del Chaco anunció el inicio del proceso de solicitud de consentimientos de los Tenedores Elegibles para modificar los términos de sus títulos de deuda al 9,375% con vencimiento en 2024 y del contrato de fideicomiso que rige dichos Bonos. La Solicitud de Consentimientos venció el 23 de junio de 2021, y la provincia logró el 93% de adhesiones, consiguiendo así reestructurar el título en cuestión, bajo condiciones extensibles a la totalidad de los tenedores de los títulos en circulación.

### Reflexiones finales

Este capítulo presentó la trayectoria de la deuda en la provincia del Chaco. Tras el estallido de la Convertibilidad, y hasta 2015, la deuda mejora su sustentabilidad en términos de su peso en el PBC y en la recaudación. Esto ocurre en línea con el proceso general que se da en otras provincias, debido fundamentalmente a la recuperación económica tanto a nivel nacional como provincial, la generación de recursos propios y el aumento de la recaudación, lo que logró disminuir drásticamente las necesidades de financiamiento. Desde 2007, la deuda con entidades bancarias

empieza a elevarse, fuente que será reemplazada desde 2016 por títulos públicos. El peso de la deuda en dólares creció desde 2012. Estos cambios combinados empeoraron la situación de la deuda desde 2016, aunque sin llegar a una crisis. Este cambio de situación es consistente con los cambios acontecidos a nivel nacional bajo el gobierno de Cambiemos, que deterioraron severa y velozmente la situación de la deuda pública.

Durante este último período mencionado, la deuda se incrementó en términos nominales y reales (en pesos y en dólares). Cambió además su composición. Mientras que antes la mayoría de la deuda provincial encontraba al gobierno nacional como principal acreedor, entre 2015 y 2019 esta tendencia se alteró, dando un lugar preponderante a la emisión de títulos públicos, por lo general emitidos en dólares, con la vulnerabilidad que este proceso acarrea en cuanto a la sostenibilidad de la deuda. En este sentido, las principales deudas en moneda extranjera, y en algunos casos bajo legislación extranjera, provienen del bono CH24D y créditos tomados con FONPLATA.

Podríamos decir entonces que, si bien tanto las fuentes de financiamiento como las aplicaciones tienen diversos orígenes, es importante señalar algunas cuestiones que destacan por sus posibles -y como se vió durante el capítulo, en algunos casos palpables- consecuencias.

Lo primero que puede señalarse, es la heterogeneidad en la aplicación de los fondos tomados por la provincia. En este sentido, la provincia tomó deuda, en moneda extranjera, con distintos objetivos: por un lado, créditos con FONPLATA que, según se desprende del análisis realizado en el desarrollo de este capítulo, tienen objetivos productivos y de infraestructura. Podríamos concluir que una mejora en la infraestructura, un aumento de la inversión en obras que tienen impacto productivo, genera condiciones de repago: un aumento en la inversión en infraestructura, tiende a generar una mayor productividad, por consecuencia, una mayor recaudación del estado, y por último, la posibilidad de afrontar sus compromisos.

Con todo, como se vio, esta clase de operaciones no está exenta de problemas, considerando la interrupción de desembolsos con el crédito del BNDES para la construcción del segundo acueducto, que motivó una intervención del gobierno nacional. El rol del Estado nacional para atender a las provincias se vuelve cen-

tral para poder dar continuidad incluso a procesos de inversión en infraestructura necesaria.

Algo distinto sucede con los títulos públicos emitidos en moneda extranjera, particularmente el CH24D, que se emitió para afrontar obligaciones salariales con empleados judiciales de la provincia, que se generaron a través de un fallo judicial que obligó a la provincia a realizar una erogación superior a sus posibilidades corrientes. Si bien es cierto que la provincia debe afrontar sus compromisos, no deja de ser cierto que emitir un bono en moneda extranjera para afrontar gastos corrientes, es una decisión discutible en términos de sostenibilidad de la deuda.

Estas dos circunstancias, además, se suman al hecho de que endeudarse en moneda extranjera condiciona a la provincia a someterse a la disponibilidad de divisas y controles de cambio determinados por el gobierno central a la hora del repago. Es decir, el cumplimiento de las obligaciones no depende exclusivamente de la provincia, lo que agudiza los conflictos en torno a la sostenibilidad de la deuda provincial.

Por último, es interesante hacer mención a las condiciones en la toma de deuda, especialmente en la colocación de títulos públicos nominados en moneda extranjera. Aún cuando parezca una práctica habitual, no es una tarea sencilla y las consecuencias de una mala planificación pueden ser caóticas. Emitir bonos con ley extranjera -neoyorkina- y, más aún, no contar con especialistas en la temática para realizar el seguimiento y los procesos de negociación dentro del equipo ejecutivo, obliga a tercerizar una tarea de suma sensibilidad: una provincia soberana debe recurrir a un estudio jurídico especializado del sector privado, a bancos e intermediarios privados, depositando las posibilidades de éxito o fracaso en manos del sector privado.

En este capítulo mostramos, a través del relato de tres funcionarios involucrados en la reestructuración de la deuda de la provincia, las limitaciones de una jurisdicción pequeña en su tamaño económico relativo y sin personal suficiente para encarar procesos que involucran a grandes acreedores con altos niveles de sofisticación técnica y legal. El uso de estas fuentes de crédito y sus problemas obligan a redirigir esfuerzos de gestión hacia áreas no prioritarias, gasto que debería contemplarse a la hora de balancear los costos de la emisión de deuda en estas condiciones.

## Referencias

- Cantamutto, F., Flores, A., Miranda, G., Morales, J., Pérez, M., Lescano, R., Ossola, I. y Tomasella, Y. (2020). *Impactos de un programa económico de ajuste. La deuda en las finanzas públicas y los hogares del Chaco*. Resistencia: Escuela de gobierno de la Provincia del Chaco. Disponible en <http://escuela-degobierno.chaco.gov.ar/files/documentos-de-trabajo/deuda-chaco-2020.pdf>, recuperado el día 14 de diciembre de 2022.
- Consultora Politikon Chaco (2021). "Stock de deuda pública. Provincia del Chaco. 4º trimestre 2021". Disponible en [Stock de Deuda Pública. Provincia del Chaco \(politikonchaco.com\)](http://politikonchaco.com), recuperado el día 14 de diciembre de 2022.
- Consultora Politikon Chaco (2022). "Stock de deuda pública. Provincia del Chaco. 2º trimestre 2022". Disponible en [Stock de Deuda Pública. Provincia del Chaco \(politikonchaco.com\)](http://politikonchaco.com), recuperado el día 14 de diciembre de 2022.
- Cosentino, A., Isasa, M. y Hang, G. (2017). "El financiamiento de los gobiernos sub-nacionales". Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública. Disponible en [el financiamiento de los gobiernos sub-nacionales | asap](http://asap.org.ar), consultada el 01-07-2022, recuperado el día 14 de diciembre de 2022.
- Letcher, H. y Strada J. (2019). "Endeudamiento provincial, el fenómeno silencioso". Buenos Aires: CEPA. Disponible en: <https://centrocepa.com.ar/informes/235-endeudamiento-provincial-el-fenomeno-silencioso-analisis-de-la-incidencia-de-la-deuda-sobre-la-recaudacion-provincial-en-el-periodo-2004-2019.html>, recuperado el día 14 de diciembre de 2022.
- Ministerio de Economía de la Nación. Subsecretaría de la Sostenibilidad de la Deuda Pública Externa (2021). "Resultados de los procesos de reestructuración de deuda pública externa". Disponible en: [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/resultados-reestructuracion\\_de\\_deudas\\_provinciales.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/resultados-reestructuracion_de_deudas_provinciales.pdf), recuperado el día 14 de diciembre de 2022.

## Referencias hemerográficas

- Actualidad Chaco (2012). "El BNDES aprobó el cronograma de desembolso para el segundo acuerdo". 20 de septiembre de 2012. Disponible en: [El BNDES aprobó el cronograma de desembolso](http://www.actualidadchaco.com)

- [para el segundo acueducto - ActualidadChaco.com - Resistencia - Chaco](#)
- BNamericas (2011). “BNDES confirma préstamo de US\$170 mn para acueducto de Chaco”. 27 de enero de 2011. Disponible en: [BNDES confirma préstamo de US\\$170mn para acueducto de Chaco - BName-ricas](#)
- BNamericas (2012). “Gobierno de Chaco cierra acuerdo con BNDES por proyecto Segundo Acueducto”. 25 de septiembre de 2012. Disponible en: [Gobierno de Chaco cierra acuerdo con BNDES por proyecto Segundo Acueducto - BNamericas](#)
- Diario Norte (2018a). “Segundo Acueducto: la Nación adeuda unos 70 millones de pesos y condiciona un mejor ritmo de obra”. 5 de enero de 2018. Disponible en: [Segundo Acueducto: la Nación adeuda unos 70 millones de pesos y condiciona un mejor ritmo de obra | Norte Chaco \(diarionorte.com\)](#)
- Diario Norte (2018b). “Segundo acueducto: el gobierno busca financiamiento nacional o internacional para continuar los pagos”. 24 de enero de 2018. Disponible en: [Segundo acueducto: el gobierno busca financiamiento nacional o internacional para continuar los pagos | Norte Chaco \(diarionorte.com\)](#)
- Diario Norte (2018c). “El segundo acueducto no llega aún al mejor ritmo pero hay cinco frentes abiertos”. 10 de abril de 2018. Disponible en: [El segundo acueducto no llega aún al mejor ritmo pero hay cinco frentes abiertos | Norte Chaco \(diarionorte.com\)](#)
- Diario Norte (2019). “Lopetegui sugirió poner la lupa sobre lo que pasa en Secheep”. 24 de marzo de 2019. Disponible en: [Lopetegui sugirió poner la lupa sobre lo que pasa en Secheep | Norte Chaco \(diarionorte.com\)](#)
- Diario Norte (2020). “En junio el endeudamiento provincial fue un 33,7% mayor que un año antes”. 8 de septiembre de 2020. Disponible en: [En junio el endeudamiento provincial fue un 33,7% mayor que un año antes | Norte Chaco \(diarionorte.com\)](#)
- Diario Norte (2021). “Acuerdo de la Provincia con el principal acreedor externo para el pago de la deuda en dólares”. 12 de abril de 2021. Disponible en <https://www.diarionorte.com/203951-acuerdo-de-la-provincia-con-el-principal-acreedor%C2%AOexterno-para-el-pago-de-la-deuda-en-dolares%C2%AO>
- FONPLATA, operaciones Argentina - Chaco (2022). Disponible en: [Búsqueda de proyectos | FONPLATA](#)
- Jefatura de Gabinete de Ministros. “Córdoba, Santa Fe, Misiones y Santa Cruz se suman al Programa para la Emergencia Financiera Provincial”. 16 de junio de 2020. Disponible en: [Córdoba, Santa Fe, Misiones y Santa Cruz se suman al Programa para la Emergencia Financiera Provincial | Argentina.gob.ar](#)
- Poder Legislativo del Chaco. El ministro Ocampo brindó detalles sobre la iniciativa de sustitución de financiamiento para el acueducto. 22 de noviembre de 2016. Disponible en: [Poder Legislativo del Chaco \(legislaturachaco.gov.ar\)](#)
- Kanenguiser, M. “Luego de la tensión con Córdoba, Guzmán colocó a un alfil como ministro en Chaco para negociar con dureza la deuda con los bonistas”. INFOBAE. 28 de enero de 2021. Disponible en [Luego de la tensión con Córdoba, Guzmán colocó a un alfil como ministro en Chaco para negociar con dureza la deuda con los bonistas - Infobae](#)
- Ministerio de Economía. Resolución 1076/2000. 8 de enero de 2001. Disponible en : <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/ane-xos/65000-69999/65686/norma.htm>