



# Una democracia marcada por la deuda externa

PABLO WAHREN (UBA)  
2 DE MARZO DE 2023

---

El desempeño de la economía argentina en los últimos cuarenta años no ha sido el esperado. Desde 1976 el PBI per cápita argentina creció 0,6% promedio por año, mientras que la región lo hizo a casi el doble (1,1%).<sup>1</sup> Se trata de un periodo marcado por crisis económicas recurrentes caracterizadas por devaluaciones que poco a poco fueron erosionando la confianza en la moneda argentina, a la par que aumentaron la indigencia y la pobreza de manera estructural.

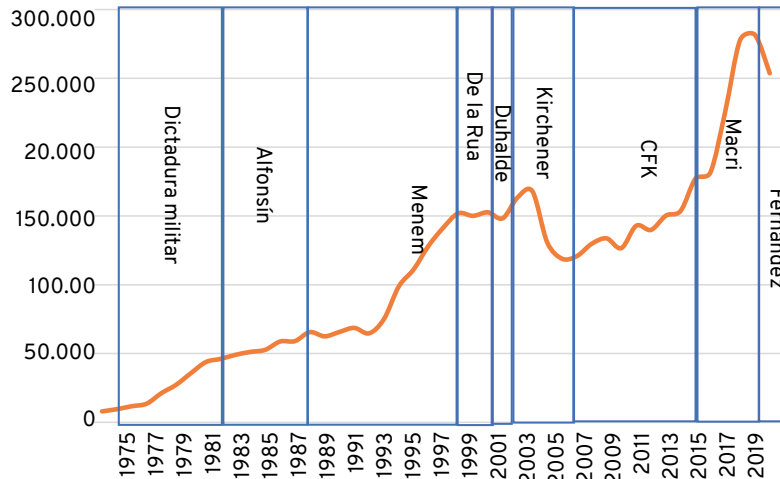
En esta historia tienen mucho que ver las políticas de la última dictadura militar, en particular en lo que refiere a la deuda externa. Se trata de una piedra en el zapato de la democracia

---

<sup>1</sup> Base de datos del Banco Mundial. Recuperado de <https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.KD>

que condicionó la política económica de las décadas venideras, en una etapa signada globalmente por el auge del capital financiero. Durante este periodo, a diferencia de otros países de la región, Argentina nunca logró construir una inserción financiera internacional más sana.

**Gráfico 1. Deuda externa total en millones de dólares corrientes (1975-2020).**



Fuente: elaboración propia en base a Banco Mundial (2022).

## La génesis

A principio de los 70, a nivel internacional se dieron ciertos cambios que convirtieron a Latinoamérica, en general, y a Argentina, en particular, en un espacio deseado para los capitales financieros. Por un lado, se conjugaron una mayor liquidez global y la desregulación de barreras financieras entre países.<sup>2</sup> Por el otro, se trataba de un momento en el cual las inversiones financieras, como los préstamos, presentaban mejores rendimientos que las productivas, en el marco de la crisis económica mun-

<sup>2</sup> Esta transformación se da en el marco de la caída del acuerdo de Bretton Woods, que había regido el orden económico internacional desde la salida de la Segunda Guerra Mundial. Se destaca la ruptura del patrón oro-dólar que provocó un aumento de la liquidez global y derivó en el desarme de los controles de capital utilizados por los países para sostener la paridad cambiaria que promovía el acuerdo.

dial que marcó el fin de “los años dorados”.<sup>3</sup> Sobre todo, cuando se dirigían a países periféricos porque pagaban tasas más elevadas.

La dictadura se desarrolló en este contexto y montó un esquema económico insostenible basado en el endeudamiento externo. Entre 1976 y 1983 Argentina ¡más que quintuplicó su deuda externa!, pasando de 7.900 millones a 46.000 millones de dólares.<sup>4</sup> Esta deuda lejos de financiar la capacidad productiva del país contribuyó a estimular el boom financiero que propició el gobierno militar. Fueron años de altas tasas de interés, florecimiento de entidades financieras y un crecimiento sin precedentes de la fuga de capitales, más recordado como los años del “deme dos”, la “plata dulce” y la “bicicleta financiera”. Al proveer divisas la deuda operó como un mecanismo estabilizador del tipo de cambio y capaz de financiar una mayor demanda de dólares. Al mismo tiempo, la liberalización de las tasas de interés y el florecimiento de entidades financieras, que competían por captar depósitos, derivaron en un alza de los rendimientos financieros. La combinación entre altas tasas de interés, disponibilidad de dólares y tipo de cambio relativamente estable derivó en la posibilidad de obtener altas ganancias en dólares para cualquiera que invirtiera en activos financieros locales. Para eso el mecanismo utilizado era endeudarse barato en el exterior en dólares, adquirir pesos y colocarlos en inversiones financieras con altas tasas de interés. Luego con esos pesos y su respectiva ganancia se compraban más dólares de los traídos inicialmente. En estos años se asiste al primer proceso de fuga de capitales a gran escala. Así esta partida comenzó a comprometer las cuentas externas del país, más allá de otras partidas convencionales como las importaciones, la remisión de utilidades de las empresas extranjeras o los pagos de servicios de deuda.

Este esquema brillaba por su insustentabilidad, tal como quedó claro en 1982 cuando se desató la crisis de la deuda en México y se cortó el flujo de préstamos a la región. Como el esquema económico dependía del ingreso de divisas por esta vía, esto derivó en importantes devaluaciones que condujeron a aceleraciones inflacionarias que impactaron muy negativamente en los ingresos y la actividad económica. En ese periodo

3 Se conoce como los 30 años dorados del capitalismo al periodo sucedido entre la Segunda Guerra Mundial y la Crisis del Petróleo de 1973. Fueron años caracterizados por un crecimiento económico sostenido y una mejora en la distribución del ingreso.

4 Base de datos del Banco Mundial. Recuperado de <https://datos.bancomundial.org/indicador/DT.DOD.DECT.CD?locations=AR>

se recuerda otro célebre hito económico de la dictadura: “la estatización de la deuda”. La cual básicamente consistió en que el Banco Central se hiciera cargo de la deuda que había contraído el sector privado con el exterior en moneda extranjera, la cual ahora que el dólar había subido su precio se había incrementado significativamente al medirla en moneda local.

### **Trabas, condicionamientos y crisis a lo largo de la democracia**

El gobierno democrático de Alfonsín asume con la perspectiva de mejorar la distribución del ingreso y acelerar el ritmo de crecimiento económico. Para ello se apuntaba a recuperar los pilares del modelo previo a la dictadura basado en la industria y el dinamismo del mercado interno. Sin embargo, la administración económica rápidamente se encuentra con el problema de no disponer de los recursos para pagar los vencimientos de deuda heredados de la dictadura. Ante la imposibilidad de hacer frente a los mismos, el país se vio envuelto en negociaciones con el Fondo Monetario Internacional que condicionaron la autonomía del gobierno democrático para tomar decisiones de política económica. La historia posterior es conocida, tras varios intentos por estabilizar la economía (Plan Austral y Plan Primavera), el país termina cayendo en 1989 en la peor inflación de su historia, recordada como la Hiperinflación. ¿Cuál fue el hecho desencadenante? La negativa del Banco Mundial de entregar un desembolso pactado, lo cual aumentó las expectativas de devaluaciones disparando una fenomenal corrida cambiaria.

Las ideas de finales del gobierno de Alfonsín, donde por ejemplo ya se comenzaron a plantear las privatizaciones, y las políticas económicas neoliberales del gobierno de Menem, son indisociables de la deuda externa. Estas políticas fueron inducidas por los organismos internacionales, en particular el FMI y el Banco Mundial, y el Tesoro de Estados Unidos como condición para renegociar la deuda y acceder a nuevo financiamiento.<sup>5</sup> Así, las privatizaciones, la liberalización financiera, la adhesión a los tratados

---

5 Mediante las negociaciones de la deuda los organismos internacionales se convirtieron en los principales difusores de las políticas neoliberales para los países en desarrollo. Harvey, D. (2007). *Breve Historia del Neoliberalismo*. Madrid: Akal.

de la Organización Mundial de Comercio, la flexibilización de las condiciones de trabajo, entre otras políticas, fueron resultado de estas negociaciones. Esto implicó un nuevo ciclo de endeudamiento, en el cual la deuda externa se constituyó en un pilar para sostener la convertibilidad, ya que la misma necesitaba de una acumulación permanente de reservas internacionales. En efecto, la convertibilidad se resquebraja cuando los flujos de la deuda comienzan a revertir su signo dada la acumulación de vencimientos, tanto de la deuda anteriormente renegociada como de la nueva. Al igual que en la dictadura, durante la convertibilidad nuevamente asistimos a un proceso de crecimiento acelerado de la deuda externa y, en simultáneo, de la fuga de capitales que derivaron en el “corralito” y la posterior megadevaluación.

Tras estas experiencias traumáticas, la posconvertibilidad va a marcar un quiebre. Este comienza con el *default* declarado en diciembre de 2001, en la breve presidencia de Rodríguez Saá.<sup>6</sup> Este cambio en la política de deuda va a reforzarse en el gobierno de Néstor Kirchner. En el año 2005, durante su presidencia, se renegóció la deuda en *default*, logrando una quita del 66%. Poco tiempo después, emulando lo sucedido en Brasil, Argentina canceló la totalidad de su deuda con el FMI, quitándole al organismo su principal carta para intervenir en las decisiones de política económica argentinas.

A partir de allí se sucedió una década donde el crecimiento económico y la acumulación de reservas internacionales dejaron de depender de los ingresos de dólares vía deuda. Sin embargo, esta no dejó de operar como traba, ya que los vencimientos adeudados de las etapas previas, a pesar del canje del 2005 y el posterior canje de 2010, implicaban salidas constantes de dólares que afectaban las reservas. Esta situación se hizo más acuciante a partir del 2011, cuando la holgura externa proveniente del frente comercial comenzó a menguar. Por tal motivo, en el año 2014 el gobierno de Cristina Kirchner pareció adoptar un nuevo enfoque sobre la deuda externa. Para ello, se decidió abordar distintos problemas pendientes que mantenían al país afuera de los mercados financieros internacionales, para poder comenzar al menos

6 Se recomienda ver el video del anuncio en el Congreso para captar el clima de época. Recuperado de <https://www.youtube.com/watch?v=Hz1cXe-h0hU>

a refinanciar vencimientos.<sup>7</sup> Sin embargo, la posibilidad de salir de ese aislamiento se vio truncada por la decisión del juez de Nueva York Thomas Griesa. Su fallo favoreció a los llamados fondos buitres, los cuales adquirieron la deuda argentina a precios muy bajos y querían cobrar la totalidad de su valor original, por lo que no habían aceptado las quitas de los canjes de 2005 y 2010. Este juez le concedió a estos fondos y otros acreedores que no habían ingresado a los canjes, los cuales en total representaban el 10% de los acreedores, su deseo. Para el país pagar esto era imposible. No solo por los desembolsos que implicaban pagarle a este grupo, sino por la existencia de una cláusula que vencía en el año 2015 que indicaba que los acreedores que habían ingresado al canje debían ser tratados de igual manera que el acreedor de mejor trato. Es decir, se hubieran caído las condiciones del canje pactadas con el resto de los bonistas. La injusticia fue tal que desde entonces las emisiones de bonos a nivel mundial incluyen una cláusula llamada de acción colectiva, que consiste en que cuando determinado porcentaje de los acreedores ingresan a un canje el resto está obligado a hacerlo.

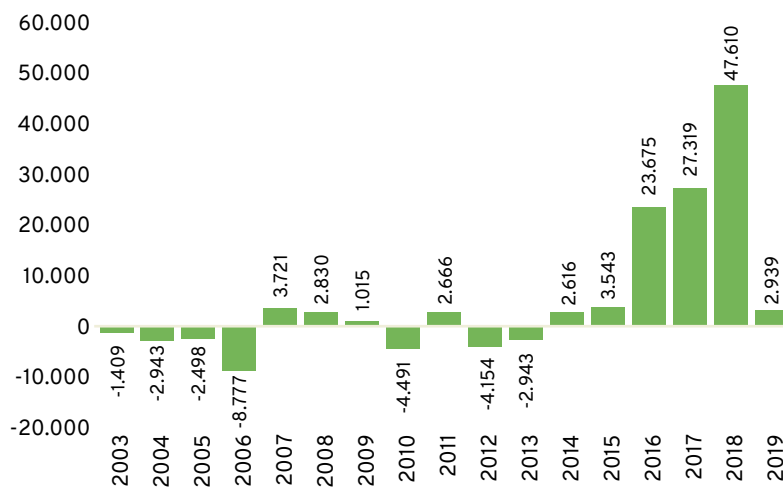
La economía del 2015 enfrentaba problemas de reservas internacionales y de bajo crecimiento económico, sin embargo, contaba con un gran activo: la deuda externa había bajado en 10 años del 43,3% al 13,9% PBI.<sup>8</sup> Consciente de esta situación, el gobierno de Macri, que asumió en diciembre de 2015, desde el primer día avanzó en volver a tener ingresos netos de dólares positivos por la vía de la deuda externa. Para eso, esta gestión decidió rápidamente arreglar con los fondos buitres y así sacar a Argentina definitivamente del default, y comenzar un nuevo ciclo de endeudamiento externo. Lo que sucedió a partir de allí volvió a recordar al pasado. Durante dos años Argentina fue el mayor tomador de deuda entre los países emergentes. En esos años volvió la bicicleta financiera al país de la mano de la desregulación financiera, las altas tasas de interés y la estabilidad cambiaria provocada por los flujos de deuda al país. Sin embargo, la “armonía” duró poco. En abril de 2018, la salida de inversiones financieras de no residentes, a las cuales se les había eliminado los requisitos de

7 Entre ellos, el pago de deudas en el CIADI, el pago de la expropiación a Repsol por YPF y el acuerdo por la deuda con el Club de París.

8 Secretaría de Finanzas. Recuperado de <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/graficos-deuda/deuda-bruta-por-creedor-y-residencia>

permanencia impuestos desde el 2002, inician una nueva crisis cambiaria. Frente a un nuevo aislamiento financiero de la economía argentina, dada la desconfianza que había generado el endeudamiento acelerado del país, el gobierno de Macri decidió volver a abrirle las puertas al FMI. Así, en el marco de intereses políticos de Estados Unidos para favorecer la reelección de Macri, Argentina recibió el préstamo más grande de la historia del organismo. Con todo esto, nuevamente en 2019 asistimos a un cambio de gobierno completamente condicionado por la deuda externa, tanto por los pagos a privados como por los vencimientos con el FMI.

**Gráfico 2. Ingresos netos de dólares por deuda en moneda extranjera (2003-2019).**



Fuente: elaboración propia en base a BCRA (2022).

## Argentina en el capitalismo financiarizado

La brutalidad de la dictadura (también) en materia económica, se dio en un contexto determinado: el auge del capital financiero. Como se mencionó anteriormente, la salida de Bretton Woods (que ataba la cantidad de dólares disponibles a las reservas

de oro), la acumulación de dólares en los bancos de los países centrales por los flujos provenientes de los países favorecidos por la suba del precio del petróleo y las escasas oportunidades de inversión productiva generaron un auge de los préstamos a los países en desarrollo ávidos de recibir capital. Desde ese entonces, el capital financiero se volvió cada vez más protagonista de la economía. Se suele referir a la financiarización para hablar de un fenómeno en el cual las inversiones financieras comenzaron a relegar a las inversiones productivas y se asistió a una multiplicación de instrumentos financieros. Incluso una compañía que vende bienes o servicios puede tener pérdidas en su actividad pero ganancias mediante inversiones financieras. Argentina nunca logró insertarse de un modo sustentable en esta etapa del capitalismo y se sucedieron las crisis derivadas de la deuda externa y la fuga de capitales.

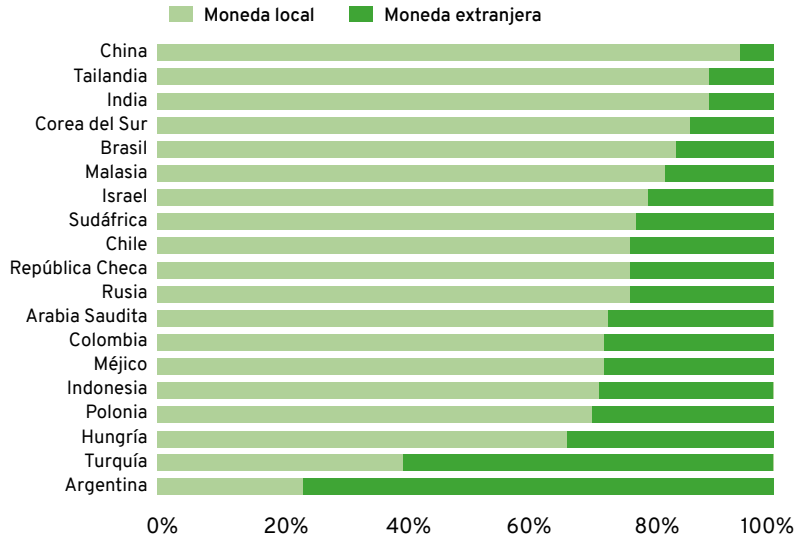
Hasta la década del 80 existían muchas similitudes con lo que sucedía en el resto de la región, pero luego comenzaron a evidenciarse diferencias que marcaron un desempeño más pobre de nuestro país. ¿Qué hizo de distinto la región? Fundamentalmente promovió la deuda en moneda local por sobre la deuda en moneda extranjera, incluso para los inversores extranjeros. Esto trae dos beneficios fundamentales. En primer lugar, los pagos de esa deuda se realizan con la moneda que el país recauda. En ese sentido, el crecimiento económico es compatible con la sustentabilidad de la deuda. En cambio, la deuda en moneda extranjera es incompatible con el crecimiento económico, a menos que la mayor actividad sea acompañada de un incremento en la generación de divisas. En segundo lugar, en contextos de crisis y devaluación la deuda en moneda local, medida en dólares, tiende a licuarse. En cambio, la deuda en moneda extranjera no se modifica y pasa a representar pagos en moneda local más elevados. De esta manera en otros países de la región la deuda contribuyó a financiar déficits fiscales y, fundamentalmente, externos de una manera más sustentable.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> La deuda en moneda extranjera implica un ingreso de divisas que cuando el Estado o un privado decide cambiarlos por moneda local abastece al mercado de cambios. A su vez, cuando el Estado vende recibe pesos que utiliza para financiar el gasto público.



**Gráfico 3. Porcentaje de la deuda en moneda local y moneda extranjera en países emergentes (2019).**



Fuente: Bloomberg en base a Instituto de Finanzas Internacionales.

Argentina no pudo avanzar en esta transformación del perfil de la deuda. Las deudas lejos de ayudar al crecimiento económico acumularon desequilibrios externos al financiar dinámicas de fugas de capitales que derivaron en crisis macroeconómicas de gran magnitud, como se mencionó en el recorrido histórico. Este último punto es otro aspecto que la Argentina no ha podido resolver, e incluso se ha agravado en el tiempo: que los ingresos en pesos de nuestros habitantes y empresas tiendan a ahorrarse e invertirse en dólares por considerarse una moneda más confiable. En este sentido, el marco de crisis macroeconómicas recurrentes, que implicaron devaluaciones y aceleraciones inflacionarias, sumado a la inflación crónica que atraviesa el país hace más de una década, no contribuyen a revertir la situación.

Hoy el perfil de vencimientos que tiene la Argentina tras el último ciclo de endeudamiento y, sobre todo, la dificultad para que sean refinanciados por el aislamiento finan-

PABLO WAHREN

ciero que sufre el país desde el 2018 es una de las mayores incertidumbres de la economía. Tras casi cuarenta años de democracia, la deuda externa sigue siendo protagonista de las crisis económicas argentinas. Así, no solo atenta contra el desempeño económico del país, sino que también socava la propia legitimidad del sistema político. Por ello, avanzar en otra relación con la deuda externa se ha convertido en una deuda pendiente de la democracia.