

*La dinámica del endeudamiento externo
argentino y el rol de los grupos económicos en
la demanda de divisas, 2015-2022*

*The dynamics of Argentine external indebtedness
and the role of economic groups
in the demand for foreign currency, 2015-2022*

Pablo Manzanelli* , Leandro M. Bona*

RESUMEN

El trabajo se enfoca en la centralidad que asumieron los grupos económicos locales en la demanda de divisas en el período 2020-2022 y cómo ello condicionó la acumulación de reservas -y por ende la política económica- durante la administración de Alberto Fernández (2019-2023) en Argentina. Para realizar esta tarea, este estudio repasa los principales hitos del proceso de endeudamiento privado en Argentina desde 1976 y su relación con el endeudamiento público. Se pone especial énfasis en la gestión del gobierno de Mauricio Macri (2015-2019) y el desempeño posterior de la deuda. Con apoyo de la base de grandes empresas (cúpula empresaria) que releva el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO y de la conformación de una nueva base de datos sobre la emisión de obligaciones negociables a partir de la información de la Comisión Nacional de Valores, se examina el protagonismo de los grandes grupos económicos de origen local en el proceso de endeudamiento durante el período 2015-2022 y la demanda de divisas del período 2020-2022. Una de las principales conclusiones del trabajo es que, en un contexto de escasez de dólares (2020-2022), el gobierno nacional permitió la cancelación de compromisos externos por parte del sector privado no financiero, lo que condicionó aún más la política macroeconómica durante este período. Ello fue consecuencia, principalmente, de la estrategia de los grupos económicos locales.

* Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO) Argentina.

Palabras clave: Argentina, deuda externa, FMI, cúpula empresarial, patrón de acumulación.

ABSTRACT

This work focuses on the central role that local economic groups played in the demand for foreign exchange in the period 2020-2022 and how this conditioned the accumulation of reserves - and thus economic policy - during the A. Fernández government (2019-2023) in Argentina. To accomplish this task, this study examines the main milestones of private debt in Argentina since 1976 and its relationship with public debt. Particular attention is paid to the administration of M. Macri (2015-2019) and the subsequent evolution of debt sustainability. Using the database of large companies (economic elite) collected by the FLACSO's Economy and Technology Division and the creation of a new database on the issuance of negotiable debt securities based on information from the National Securities Commission, we analyze the importance of large local economic groups in borrowing in the period 2015-2022 and the demand for foreign exchange in the period 2020-2022. One of the main conclusions of the paper is that in the context of the dollar shortage (2020-2022), the national government has allowed the cancellation of external obligations by the non-financial private sector, which has further influenced macroeconomic policies during this period. This was mainly a result of the local economic groups' strategy.

Key words: Argentina, external debt, IMF, business cupule, accumulation pattern.

Fecha de recepción: 26 de febrero de 2024

Fecha de aceptación: 12 de abril de 2024

Introducción

Este trabajo se propone investigar la dinámica del endeudamiento externo argentino, con énfasis en la deuda privada y su relación con la pública, entre 2015 y 2023, con el propósito de debatir particularmente la expansión de esta variable durante la gestión de Macri (2015-2019) y sus efectos en el gobierno posterior.

En particular, el trabajo se concentra en el rol que asumieron los grupos económicos locales en la demanda de divisas en el período 2020-2022 y cómo ello condicionó la política económica durante la administración de Alberto Fernández (2019-2023). Para realizar esta

tarea, este estudio repasa la evolución del endeudamiento externo en Argentina desde 1976, analizando brevemente la dinámica del sector público y privado, con especial atención en la gestión de Cambiemos (2015-2019), la renegociación posterior de la deuda con los acreedores por parte del gobierno nacional en 2020 y el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en 2022. A partir de allí, y con apoyo de la base de grandes empresas (cúpula empresaria) que registra el Área de Economía y Tecnología (AEyT) de la FLACSO y de la conformación de una nueva base de datos sobre la emisión de obligaciones negociables a partir de la información de la Comisión Nacional de Valores (CNV), se examina la centralidad de los grupos económicos locales en el proceso de endeudamiento en moneda extranjera entre 2015 y 2022 y la demanda de divisas durante el período 2020-2023.

La metodología de estudio consiste en el análisis de economía política a partir del concepto de patrón o régimen de acumulación y las fracciones del capital que lo conducen (Basualdo, 2019 y Boyer, 2004), el examen de las estadísticas brindadas por diversas fuentes oficiales sobre endeudamiento externo y registros monetarios (BCRA, INDEC, CNV) y la base de grandes empresas que realiza el AEyT de FLACSO desde 1975, que sigue la evolución de las 200 empresas de mayor facturación a partir de su régimen de propiedad y permite, de esta manera, identificar a las diferentes fracciones del gran capital, entre ellas a los grupos económicos locales.

Para realizar esta tarea, el trabajo se estructura como sigue: primero se presenta el marco conceptual respecto al rol de la deuda externa para los países periféricos. En la siguiente sección, se analiza la evolución del endeudamiento externo público y privado desde 1976 y su relevancia en el andamiaje del patrón de acumulación de capital de la valorización financiera (tanto en su primera variante entre 1976 y 2001 como en la segunda entre 2015 y 2019). Posteriormente, se estudia la importancia del endeudamiento externo de las empresas privadas, los mecanismos de colocación de instrumentos en moneda extranjera para financiarse y la consecuente demanda de divisas en el período 2020-2022, que se realiza identificando las principales firmas y grupos que impulsaron este proceso, sus estrategias, sus perfiles sectoriales y sus formas de propiedad. Finalmente, se analizan los principales hitos en materia de manejo de la deuda pública en 2019-2022 (renegociaciones con el FMI y con los acreedores privados)- y cómo ello condicionó la

política financiera del período 2019-2023. El estudio cierra con unas breves reflexiones finales.

El endeudamiento externo en la periferia como elemento del poder estructural de las finanzas

El financiamiento externo de las economías periféricas¹ es una de las variables centrales para la comprensión de la dinámica de acumulación de capital en los países de América Latina (Bértola y Ocampo, 2013). Desde la década de 1980, cuando la crisis de deuda, que se verificó en la cesación de pagos de 17 economías latinoamericanas en esos años, dio inicio a una “década perdida” en materia de crecimiento económico, la colocación y cancelación de pasivos externos, tanto soberanos como del sector privado, ha sido uno de los factores de mayor peso en el funcionamiento del balance de pagos, la producción y el empleo en esta región (Stallings y otros, 2014).

Para la mirada ortodoxa, el endeudamiento externo puede oficiar como un vector de desarrollo. Por un lado, la apertura de la cuenta capital -que facilita las condiciones de endeudamiento del sector privado- genera la afluencia de inversiones otrora reprimidas por la regulación cambiaria, monetaria y financiera (McKinnon, 1973) y provee liquidez a las firmas locales; por el otro, el endeudamiento soberano permite una suavización intertemporal de las necesidades de recaudación, posibilita el financiamiento de estímulos fiscales y brinda mayores opciones en la administración de activos del Estado (Fatas y Summers, 2018).

En este marco, desde los años 1980, cuando comenzaron a multiplicarse los eventos de reestructuraciones de deuda soberana (Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2014), algunos autores enfatizaron en la responsabilidad de los deudores en estos episodios, en el marco de su manejo desequilibrado de las cuentas fiscales y su consecuente pérdida de reputación, que penaliza con tasas de interés más elevadas a los incumplidores. Tradicionalmente, las prescripciones de política de esta corriente se traducen en un reordenamiento en la estructura fiscal y financiera para reducir los costos del financiamiento y mejorar la reputación (Dornbusch, 1989; Sachs y Williamson, 1985), lo que en

¹ Se sigue el análisis centro-periferia propuesto, entre otros, por Arceo (2011).

muchos casos converge hacia senderos de austeridad fiscal. Las políticas impulsadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) siguen estos lineamientos (Brenta, 2021).

Dicha mirada sobre la impericia de los gobiernos de la periferia ha sido cuestionada. Algunos autores señalan la corresponsabilidad de los acreedores en los fenómenos de endeudamiento (Guzmán, Ocampo y Stiglitz, 2016). A diferencia del enfoque ortodoxo, mencionan que la búsqueda del equilibrio fiscal para hacer sustentable el pago de las deudas soberanas puede generar mayores depresiones del consumo y la inversión en un escenario de estancamiento o recesión (Varoufakis, 2016). Cuestionan así el enfoque de sustentabilidad de deuda del FMI (2002, 2011, 2013), que se concentra en aspectos financieros formales y desconoce factores sociales y políticos (Bohoslavsky y Cantamutto, 2020).

Dentro de este debate, una mirada de economía política de la deuda de países emergentes indica que estos procesos tienen una lógica sistémica, donde el poder de los acreedores e instituciones internacionales se manifiesta a través de distintos mecanismos de condicionamiento que delimitan el cuadro de políticas públicas en la periferia (Hardie, 2011; Chesnais, 2001). En efecto, en América Latina las necesidades de financiamiento ocurren bajo un contexto de elevada fuga de capitales (Rúa, 2019), que implica una reducción tanto de los recursos pasibles de reinversión, como de la recaudación tributaria y las divisas disponibles (Podestá, Hanni y Martner, 2017).

El poder estructural de las finanzas se define entonces como la capacidad de imposición de conductas, políticas y decisiones en países periféricos por parte de los actores financieros internacionales. La decisión de prestar o no y, las condiciones en que se brindan estos créditos -montos, amortizaciones, intereses, plazos, monedas, sedes de litigio, etc.- impone estrechos márgenes en que se desarrollan los procesos de acumulación en países dependientes del financiamiento externo (Toussaint, 2018). Un conjunto de fenómenos impulsó este proceso en las últimas décadas: a) la globalización financiera, que generó una mayor concentración y centralización de los mercados de crédito; b) el creciente rol de las instituciones internacionales (FMI, BM), y bancos centrales y gobiernos de países acreedores en el manejo de las políticas financieras, y c) la creciente dependencia del crédito externo por parte de los países (Ross, 2019).

En este escenario, las clases dominantes domésticas cumplen un

papel fundamental, ya que se constituyen en los promotores de un manejo de la deuda pública y de las políticas financieras de carácter ortodoxo o directamente lo impulsan al prevalecer la lógica financiera de acumulación aun cuando se trate de corporaciones no financieras. Estos grupos son internacionalmente móviles -pueden diversificar su cartera de activos a escala global- y financieramente integrados, a través de la multiplicación de los canales financieros para expandir sus negocios. En el marco del neoliberalismo, las políticas de liberalización comercial, privatización de empresas públicas, desregulación sectorial y austeridad fiscal se constituyen en las señales de mercado necesarias para incentivar las inversiones, obtener financiamiento externo y estabilizar la macroeconomía (Ross, 2019).

Según esta lógica, las elites edifican un discurso hegemónico tendiente a despolitizar y tecnificar el manejo de las políticas públicas, naturalizar el ajuste del gasto y la disciplina de mercado. Este conjunto de factores favorece su posición para acumular ganancias, rentas e intereses (Allami, 2021). A través de diferentes mecanismos (devaluaciones de la moneda, reducción del gasto público, deflación de ingresos -caída de los salarios reales- en la periferia), se verifica una transferencia de valor desde los países subdesarrollados hacia el centro (Patnaik y Patnaik, 2016). Al respecto, uno de los actores que cobran relevancia en el caso argentino son los grupos económicos locales, un conjunto de conglomerados empresarios que expresan intereses específicos de las clases dominantes y que han sido claves en la dirección de las políticas públicas implementadas a partir del último cuarto del siglo XX, en una disputa hegemónica con el capital financiero internacional (Basualdo, 2010; 2019; 2020; Basualdo y Manzanelli, 2022).

La caracterización de la acción estatal y su vínculo con las clases dominantes se constituye en un elemento central en este tipo de análisis. A través de la búsqueda de un sentido común de las políticas neoliberales, es decir de la inevitabilidad de la aplicación de las recetas impulsadas por los acreedores internacionales, en el marco del condicionamiento generado por el endeudamiento externo, las elites pretenden abroquelar al conjunto social detrás de un programa afín a los intereses de determinadas fracciones de clase. Esta estrategia se vehiculiza a través de la conformación de un bloque en el poder, con diversas clases y fracciones de clases que lo integran, agrupados bajo la conducción de un grupo dirigente (Poulantzas, 1978). El bloque

establece mecanismos que le permiten condicionar o incidir sobre la acción estatal, donde la misma responde finalmente a una cristalización de las relaciones de fuerza entre las clases sociales que ejercen la dirección de la política pública y combinan, con mayor o menor éxito, las funciones de garantizar la acumulación por parte de los distintos sectores del capital y, al mismo tiempo, legitimar socialmente este proceso (O'Connor, 1981).

En este sentido cobra importancia la idea de patrón o régimen de acumulación, que alude a una caracterización, en un momento histórico, de la relación entre estado-clases sociales-acumulación de capital (Basualdo, 2010). De esta manera puede definirse al patrón de acumulación del período 1976-2001 en Argentina como de valorización financiera. Su dinámica remite a:

(...) la colocación de excedente por parte de las grandes firmas en diversos activos financieros (...). Este proceso, que irrumpe y es predominante en la economía argentina desde fines de la década de los años setenta, se expande debido a que las tasas de interés (...) supera la rentabilidad de las diversas actividades económicas, y a que el acelerado crecimiento del endeudamiento externo posibilita la remisión de capital local al exterior al operar como una masa de excedente valorizable y/o al liberar las utilidades para esos fines (Arceo y Basualdo, 1999: 41).

Este proceso implicó un ciclo de endeudamiento externo y fuga de capitales de elevada magnitud en Argentina entre 1976 y 2001, que fue posible gracias a distintos procesos de deflación de ingresos reales de los clases asalariadas e incremento de los beneficios de algunas de las fracciones particulares de las clases dominantes. Bajo la valorización financiera de 1976-2001, los grupos económicos locales (empresas de origen nacional con negocios en diversos sectores o renglones económicos) ejercieron la dirección de dicho patrón de acumulación, consolidando un período donde expandieron sus actividades y beneficios, al tiempo que lograron exteriorizar el excedente económico (Basualdo, 2010).

Como un hecho relevante para identificar la relación entre el capital financiero internacional y los grupos económicos locales, cabe señalar que, a partir de los efectos internos de la crisis asiática de 1997, se tendió a diluir la "comunidad de negocios" que se había instalado entre ambas fracciones de capital en el marco de las privatizaciones (Basualdo, 2020). El enfrentamiento posterior se observó en la manera de definir el rumbo que debía adoptar la política económica una vez

abandonado el régimen de convertibilidad:, los grupos económicos locales proponían hacerlo mediante una devaluación de la moneda porque de esa manera acrecentaban su riqueza en tanto que eran los principales acumuladores de divisas al exterior; mientras el capital financiero y sus representantes políticos (los organismos internacionales de crédito), proponían instaurar la dolarización en la economía local porque de esa forma podían mantener el valor en divisas de su capital invertido en la compra de las firmas estatales y privadas, y evitar asimismo la cesación de pagos de la deuda. Si bien los grupos locales impusieron la devaluación mediante un frente político de carácter nacional, quedó abierta una disputa interna dentro del capital que se mantuvo durante las últimas décadas (Basualdo y Manzanelli, 2024).

Durante los gobiernos kirchneristas, emergentes de la crisis social, económica y política de la convertibilidad y por ende de las movilizaciones populares que pugnaban por redefinir el rumbo económico, se cuestionó el poder estructural de las finanzas a través de la declaración de default y la renegociación de las condiciones de repago de la deuda soberana. De esta manera, se redujo el peso de los organismos internacionales en la ejecución de la política pública, así como el precedente condicionamiento de los acreedores externos (Ross, 2019). Ello permitió un proceso de reducción de la exposición externa del país al reestructurar la deuda pública en 2005 y 2010, así como un saneamiento de las empresas privadas endeudadas paralela a la recuperación económica. Pero ello no fue suficiente para imponer un patrón de acumulación distinto a los sectores dominantes (Basualdo y Manzanelli, 2023), que mantuvieron una elevada fuga de capitales al exterior y, junto a la restricción externa (escasez de divisas para sostener el crecimiento económico), terminaron limitando la expansión económica, las mejoras en el empleo y la redistribución del ingreso (que entrarían en conflicto más adelante, durante el segundo ciclo de gobiernos kirchneristas, a partir de 2008) (Wainer, 2021).

La recuperación de la economía real y su centralidad en el proceso económico volvió a desplazarse durante la gestión de M. Macri en 2015-2019, ya que allí se impuso la valorización financiera como eje de la acumulación. A diferencia del período 1976-2001, en este caso la misma operó bajo la hegemonía del capital financiero internacional y la consiguiente subordinación de los grupos económicos locales, reordenando la alianza de los años 1990 (Basualdo, Manzanelli y

González, 2020). Durante este período se recreó el ciclo de endeudamiento externo y fuga de capitales, donde la necesidad de divisas para la cancelación de los compromisos soberanos regresó como un factor de primer orden en el escenario macroeconómico argentino. El poder estructural de las finanzas, que había sido cuestionado en los años previos, se fortaleció y ello reintrodujo un conjunto de políticas públicas orientadas a la “seducción” de los mercados, en plena consonancia con una redistribución regresiva del ingreso, una deflación de ingresos populares.

Más allá de las similitudes en el proceso ciclo de valorización financiera entre 1976-2001 y 2015-2019, un examen de la dinámica del endeudamiento externo, público y privado, muestra importantes diferencias que es menester examinar.

El rol del endeudamiento externo privado en la valorización financiera: el ciclo 1976-2001, el período 2015-2019 y la restricción externa

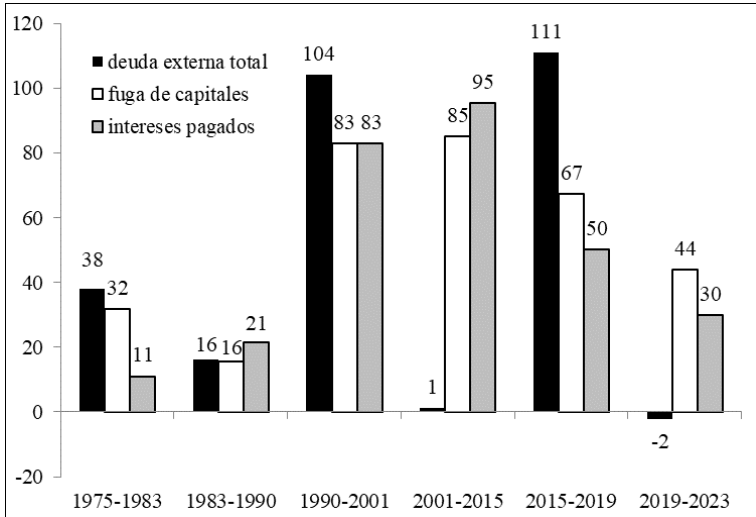
El mecanismo de la valorización financiera en su primer ciclo largo (1976-2001), consistió en un proceso en el que la deuda externa, particularmente la del sector privado, aumentó de manera considerable. El eje de este patrón de acumulación se apoyó en la multiplicación de renta financiera por parte de las principales empresas del país que tomaban crédito en el exterior, lo valorizaban internamente aprovechando el diferencial positivo entre la tasa de interés local y la internacional. En última instancia la obtención del excedente provenía del proceso de deterioro de los ingresos de las clases subalternas (Basualdo y Bona, 2020).

Como muestra el gráfico 1, existen cuatro períodos donde se destaca el incremento del endeudamiento externo simultáneo a la fuga de capitales: 1975-1983, 1983-1990, 1990-2001 y 2015-2019. En cambio, en los períodos 2001-2015 y 2019-2023, el endeudamiento externo no se incrementó, aunque sí lo hizo la fuga de capitales. En estas últimas experiencias se verifica un rasgo compartido con el período 1983-1990, pues el pago de intereses superó el endeudamiento externo.

Gráfico 1

Evolución de la variación en los stocks de deuda externa total (pública y privada por sector residente), fuga de capitales (método residual del balance de pagos) e intereses pagados, 1975-2023 por períodos.*

En miles de millones de dólares corrientes



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y Banco Mundial.

* Datos al segundo semestre de 2023.

En síntesis, en los ciclos de valorización financiera el excedente fugado se costea con endeudamiento externo, en tanto el pago de intereses de esa deuda se realiza más bien durante los gobiernos que ensayan alternativas a la valorización financiera. Sin embargo, la fuga de capitales se mantiene como uno de los elementos centrales de la economía argentina, a lo largo de todos los períodos bajo análisis.

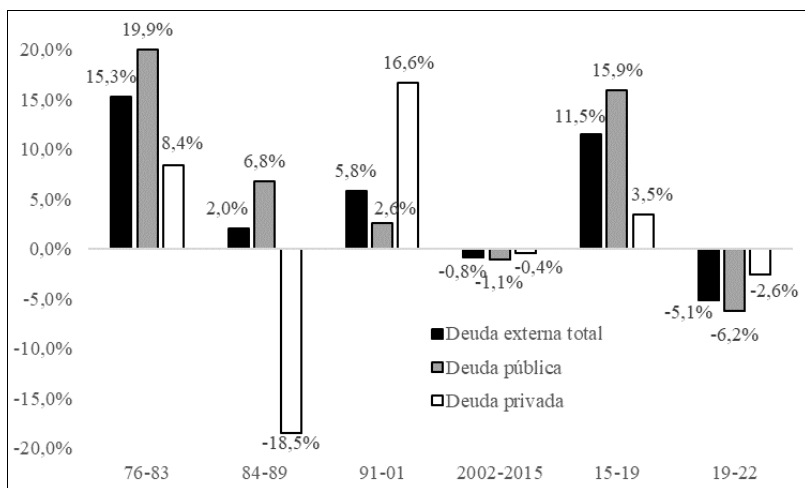
Como muestran las evidencias relativas al ritmo de endeudamiento externo total, así como del público y el privado (gráfico 2), hubo tres períodos diferenciales a este respecto entre 1976 y 2001. Si bien el crecimiento de la deuda externa total fue persistente, en la dictadura lideró el proceso el sector público, acompañado de elevadas tasas expansivas del sector privado². Durante los años del gobierno radical

² Ese dato oscurece el hecho de que parte del endeudamiento externo privado fue estatizado en 1982 a partir de los seguros de cambio y los regímenes de capitalización de la deuda.

(1984-1990), fue el sector público el que continuó incrementando su stock de deuda externa, mientras los grupos económicos y el resto de las grandes empresas endeudadas lograron cancelar parte de los compromisos. Hacia la convertibilidad, en cambio, el proceso de endeudamiento externo estuvo liderado por los privados (que aprovecharon las condiciones garantizadas por el Estado a través de elevadas tasas de interés y desregulación de la cuenta capital), si bien el endeudamiento público también tuvo un rol clave, después de su reestructuración en 1992 (el llamado Plan Brady).

Gráfico 2

Tasas de crecimiento anual acumulativo de la deuda externa total, privada y pública (dólares constantes), por períodos. 1976-2022



Fuente: elaboración propia en base a Basualdo (2006), Posición de Inversión Internacional del Balance de Pagos de INDEC (2016, 2023) y Banco Mundial (2023).

Por su parte, durante el período kirchnerista (2003-2015) se advierte que existió una reducción del endeudamiento externo, de parte de ambos sectores (público y privado) en el marco de los procesos de reestructuración de la deuda. El capital oligopólico, así como el Estado, lograron financiarse con fondos propios, evitando el apalancamiento en moneda extranjera en el marco de la recuperación de la economía real y la expansiva dinámica exportadora -y de precios de los commodities

agrícolas-.

Nuevamente, el endeudamiento externo recuperó su centralidad como consecuencia de las políticas implementadas en 2015-2019. Allí fue el sector público el responsable principal de incrementar los pasivos externos para proveer de divisas a una economía que se liberalizó (desmontando los controles cambiarios, comerciales y de capitales) y elevó su nivel de importaciones (Barrera y Bona, 2018). La tasa de crecimiento anual acumulativa de la deuda del sector público (15,9%) se tornó sólo comparable a la de la dictadura de 1976-1983 (19,9%)³.

La conducción hegemónica del capital financiero internacional, a diferencia de los grupos locales durante la primera modalidad de la valorización financiera, modificó la modalidad de ese patrón de acumulación. En este caso la preeminencia de la deuda pública descansa en el hecho de que el Estado tenía que garantizar que la evolución de la tasa de cambio no superara la evolución de la tasa de interés internacional, y al mismo tiempo fijar una tasa de interés interna superior a la internacional. El sector público ofrecía, a través de su endeudamiento externo, las divisas necesarias para que los fondos de inversión pudieran fugar al exterior las divisas (equivalentes al excedente valorizado internamente en pesos). Cuando eso ya no fue posible, el FMI le concedió el mayor crédito de su historia al gobierno argentino: 45.000 millones de dólares (que financiaron cifras equivalentes de fuga de capitales, BCRA, 2020). Rápidamente el mismo se volvió insostenible y dejó como saldo la necesidad de rediscutir sus condiciones para la administración siguiente (2019-2023).

En ese marco, el gobierno de A. Fernández (2019-2023) llevaba como premisa el saneamiento de la posición financiera del Estado como condición necesaria para recrear un nuevo ciclo de acumulación sustentado en la economía real y la distribución del ingreso.

Efectivamente, en el marco de la crisis de la deuda (con las consiguientes imposibilidades de acceso al crédito internacional) y las reestructuraciones de la misma se evidenció una caída en el

³ Como agravante, se destaca que en ese período se tomó deuda en el marco de la compra de armas para la guerra de Malvinas (1982) y se inició la estatización de la deuda privada. Ello indica que la magnitud del endeudamiento externo público de esa experiencia supera, dadas las condiciones de inicio, la intensidad de las experiencias anteriores.

endeudamiento del sector público y privado tal como lo evidencian las estadísticas (Secretaría de Finanzas, 2021). Sin embargo, cabe mencionar para los objetivos de este trabajo que la restructuración de la deuda pública con los acreedores privados y con el FMI tuvo una solución “cortoplacista” y con condicionalidades diversas sobre el sector externo y la política económica (Manzanelli, en prensa).

En este complejo escenario para el sector externo (condicionado por la negociación de la deuda externa con el sector privado y con el FMI), se examina la hipótesis de que durante el período 2019-2023 se erosionaron buena parte de los elevados saldos positivos del comercio exterior, al haberse decidido transferirles una parte significativa de los mismos al gran capital (en particular a los grupos económicos locales) para que enfrentaran sus compromisos externos, accediendo a dólares a la tasa de cambio oficial. Al respecto, antes de abordar específicamente esta cuestión, no puede dejar de mencionarse que prácticamente la mitad de los compromisos registrados del sector privado se acumularon con empresas del mismo grupo económico (47%) (BCRA, 2023).

El drenaje de divisas en el periodo 2020-2023

Como se mencionó anteriormente y se desarrolló en diversos trabajos previos⁴, la cancelación del capital y el interés de la deuda financiera del sector privado consumió buena parte del importante excedente comercial que se registró en el período 2020-2022, configurando, junto a otros factores, un escenario de escasez de reservas internacionales que constituiría una de las principales limitantes para el sostenimiento del crecimiento económico y de la recuperación salarial.

Al respecto, cabe señalar que durante los primeros tres años del gobierno de A. Fernández (2019-2023) ingresaron divisas por 45.537 millones de dólares en concepto del saldo comercial de bienes. Como consta en el Gráfico 3, un factor importante que impidió que el superávit comercial permita aumentar las reservas fue el drenaje de

⁴ Véanse los siguientes informes disponibles en el sitio web de CIFRA (<http://www.centrocifra.org.ar/>): Manzanelli P. y Calvo D.: Informe de coyuntura N° 37, CIFRA, diciembre de 2021; Manzanelli P. y Garriga, C.: Informe de coyuntura N° 38, CIFRA, abril de 2022; Manzanelli P. y Amoretti L.: Informe de coyuntura N° 39, CIFRA, septiembre de 2022; Manzanelli P. y Garriga C.: “Informe de coyuntura N° 40, CIFRA, marzo de 2023.

divisas para la cancelación de la deuda del sector privado ya que los pagos de intereses y préstamos financieros del sector privado acumularon 24.698 millones de dólares entre 2020 y 2022⁵. Esta situación no se modificó en 2023 ya que en el primer cuatrimestre ese déficit neto alcanzó a 2.424 millones de dólares cuando en el mismo período de 2022 había sido de 2.679 millones.

Más allá de las políticas que desplegó el Banco Central⁶ para forzar la restructuración de la deuda del sector privado a fines de 2020, las divisas orientadas a tal fin no se redujeron significativamente. En 2021-2022 los pagos por intereses y capital de deuda del sector privado contabilizaron en promedio 7.719 millones de dólares, en tanto que en 2020 habían registrado 9.260 millones de dólares. Es decir, una reducción de apenas 1.541 millones de dólares por año. El ahorro resulta reducido si se considera que la autoridad monetaria había establecido que las empresas privadas refinanciaran al menos el 60% de los vencimientos de su deuda, al tiempo que se había restringido el acceso al mercado de cambios para la deuda intra-grupo, entre otras regulaciones⁷. Como lo destaca Hang (2023), fue el sector privado no

⁵ Ante esta situación el Banco Central emitió un documento en el que aclaraba que en lo que ellos denominan “Préstamos financieros” del sector privado se incluyen: 1) líneas de crédito en moneda extranjera con entidades locales que se liquidan en moneda local y que, por lo tanto, no afectan a las reservas; 2) los pagos por utilización de tarjetas de crédito en el exterior, que sí afectan a las reservas, aunque en el balance cambiario se registran en la cuenta de servicios; y 3) aunque en una magnitud marginal, se computan las obligaciones de los estados provinciales y organismos públicos que, curiosamente, el Banco Central los incluye en la cuenta del sector privado. En efecto, los dos ítems en los que no son las empresas privadas las que provocan una reducción de las reservas (1 y 3) totalizaron 5.645 millones de dólares entre enero de 2020 y abril de 2022 (4.833 y 812 millones de dólares, respectivamente). Cabe señalar que esta información no puede ser actualizada con la información disponible. Al respecto, véase: Banco Central de la República Argentina (2022): “Pagos de deuda externa financiera del sector privado 2020-2022”. Disponible en: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Pagos-Deuda-Externa-Financiera-Privados-2020-2022.pdf>.

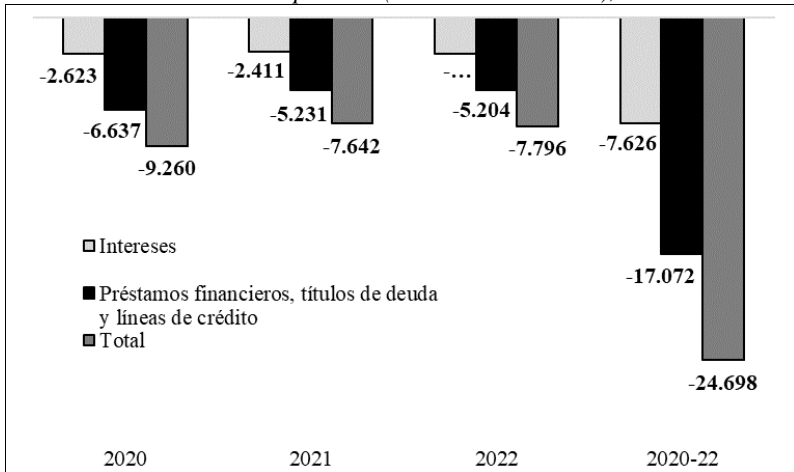
⁶ Establecido en la comunicación A7106 del BCRA del 15 de septiembre de 2020.

⁷ Al respecto, se destacan las siguientes regulaciones que se establecieron a fines de 2020: a) la restricción al pago de deuda entre empresas vinculadas (sea esta del mismo grupo, su controlada o controlante); b) la obligación de utilizar los dólares propios (activos externos líquidos depositados en el exterior) antes de poder comprar divisas para pagar deudas financieras o comerciales (por importaciones); c) la limitación al acceso al mercado de cambio solo para el pago de deuda declarada y documentada y, a partir de 2020, que fue liquidada en el mercado de cambios; d) la obligación de que las

financiero el principal responsable de este proceso, con particular relevancia de personas físicas (individuos), seguida de personas jurídicas (empresas).

Gráfico 3

Saldo neto por intereses y préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito del sector privado (millones de dólares), 2020-2022



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Para dimensionar la magnitud de las divisas otorgadas al capital privado, cabe apuntar que por el pago de intereses y préstamos financieros del sector privado se registró un déficit de 2.516 millones de dólares en 2003 y de 2.204 millones en 2015 (Gráfico 4). Durante la administración 2015-2019 hubo un superávit promedio de 113 millones por el incremento de la deuda del sector privado. Así el déficit promedio anual de 8.292 millones de dólares durante el gobierno de A. Fernández (2019-2023) resulta elevado en términos históricos.

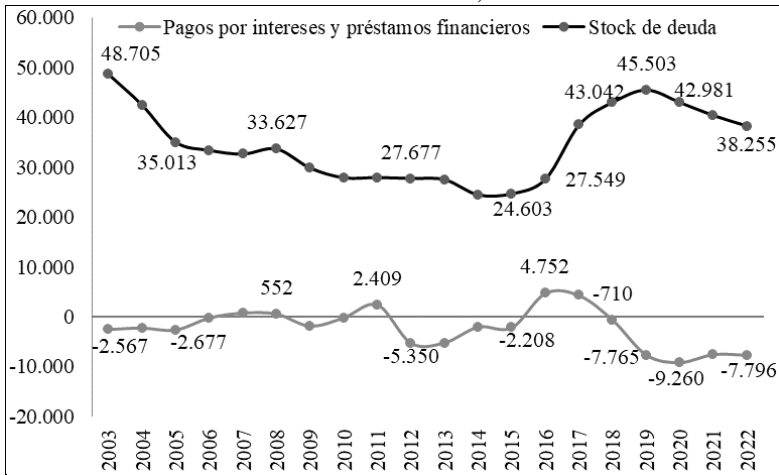
Incluso cuando se lo relaciona con el stock de deuda externa privada ese monto resulta significativo. Los pagos de intereses y préstamos financieros se ubicaron en torno al 20% entre 2020 y 2022, mientras que esta relación fue del 5,3% en 2003. Se trata de una comparación pertinente dado que en ese momento el stock de deuda externa

firmas refinancien al menos 60% de los vencimientos de deuda a un plazo promedio mínimo de dos años (excluyendo de la obligación a las deudas inferiores a 2 millones de dólares); etc.

financiera del sector privado era superior al vigente durante la gestión de A. Fernández (48.705 millones de dólares versus 40.530 millones en el promedio de 2020-2022). Por su parte, en 2015 las necesidades habían sido de 9% del stock de deuda, en un contexto en el que la deuda externa privada había caído a casi la mitad de la de 2003.

Gráfico 4

Sector privado: pagos por intereses y préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito y stock de deuda financiera con el exterior*
En millones de dólares, 2003-2022

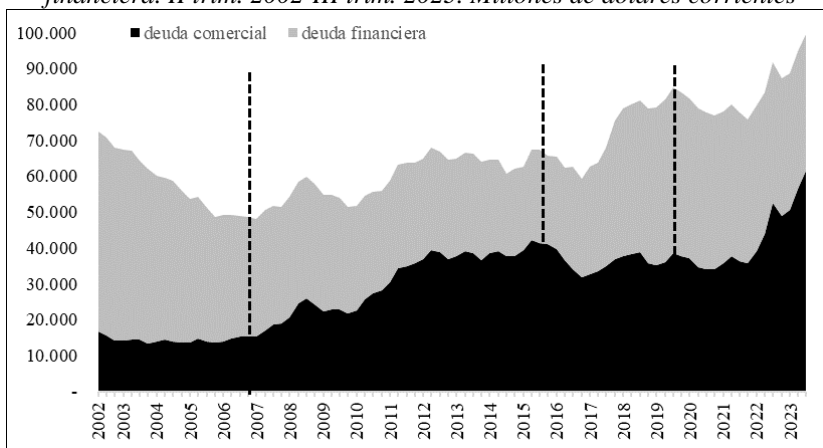


* A diferencia de las estadísticas de la deuda externa, en el mercado de cambios se incluye operaciones entre residentes. Asimismo, dado los cambios en la metodología realizados en 2017, las series antes y después de ese año no son estrictamente comparables. Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

Más allá de la importancia relativa de los vencimientos, cabe señalar que el monto de los mismos se vincula con el importante incremento de la deuda privada bajo la administración de M. Macri (2015-2019), en especial del stock de la deuda financiera. En cambio, el período 2020-2023 marcó una caída del endeudamiento privado total hasta 2022, cuando la deuda comercial generó un aumento considerable del stock, llevando el total a prácticamente 100.000 millones de dólares, un 50% más que en 2015 (gráfico 5).

Gráfico 5

Evolución del stock de la deuda externa del sector privado, comercial y financiera. II trim. 2002-III trim. 2023. Millones de dólares corrientes



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

La importancia y trayectoria de las obligaciones negociables en el endeudamiento del sector privado

Identificar cuáles fueron las empresas que demandaron divisas para la cancelación del capital e interés de sus deudas tiene la dificultad de que, por razones de secreto estadístico, el Banco Central no publica esa información. Por esa razón, una forma alternativa de aproximarse a ese universo de firmas es observando cuáles fueron las empresas que emitieron deuda en moneda extranjera durante los últimos años y que, a modo de hipótesis, tuvieron que demandar divisas al Banco Central para cancelar las amortizaciones y los intereses que devengaron las mismas⁸.

⁸ La Comisión Nacional de Valores suministra información sobre las emisiones de obligaciones negociables en moneda extranjera que hacen las empresas y, de esa manera, permite llevar adelante esta indagación de forma parcial, lo que amerita realizar dos aclaraciones. La primera de ellas es de carácter temporal. Para llevar adelante esta investigación se consideró el período 2015-2022, es decir que, esencialmente, se toma en cuenta la etapa signada por la gestión 2016-2019 y la de 2020-2022. La razón de incorporar lo ocurrido durante el gobierno de M. Macri guarda relación con que cabe razonar que allí se generó la mayor parte los vencimientos de la deuda del

Si bien el análisis de las obligaciones negociables resulta una aproximación parcial a partir de una muestra del endeudamiento total de las empresas, este instrumento constituye uno de los principales vectores del financiamiento en moneda extranjera del sector privado.

En el período bajo análisis alrededor de 130 empresas de origen o radicadas en Argentina emitieron obligaciones negociables en moneda extranjera. En total, se realizaron colocaciones por 28.371 millones de dólares (Comisión Nacional de Valores, 2024), con tasas y plazos variables pero caracterizados por un horizonte relativamente acotado de pago (un promedio de alrededor de 3,7 años) e intereses elevados en dólares que promediaron el 8% anual (Gráfico 6).

Durante la administración 2015-2019 se advierte un ascenso en las colocaciones, en especial durante sus dos primeros años, pero con tasas más elevadas que las que obtuvieron en 2015. Las colocaciones en dólares en 2016 treparon a 6.123 millones de dólares y en 2017 a 5.981 millones. Sin embargo, este ciclo se agotó en 2018 en el marco de la crisis de deuda que derivó en fuertes devaluaciones lo que, evidentemente, redujo la capacidad de endeudamiento externo del sector privado y empeoraron sus condiciones (Barrera y Bona, 2018). Las colocaciones de las empresas de obligaciones negociables se redujeron a alrededor de 1.700 millones por año, las tasas subieron hasta el 9,7% en 2019 y los plazos de devolución del principal se redujo a 2,6 años.

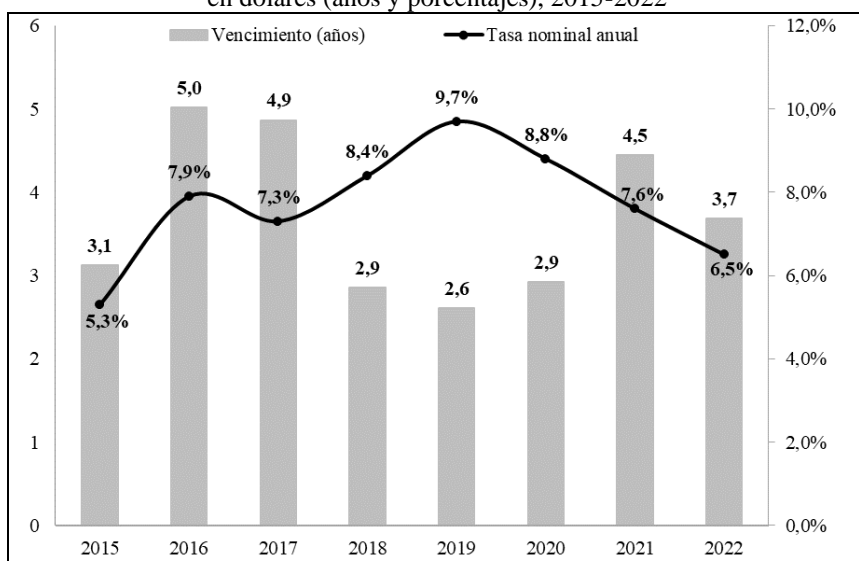
Por su parte, en el gobierno 2019-2023 se advierte una recuperación del endeudamiento del sector privado por esta vía, registrando un promedio de 3.412 millones de dólares en el trienio 2020-2022. Las

sector privado que impactaron durante el trienio 2020-2022 (aunque obviamente también se debe considerar este último período dado que los vencimientos de las obligaciones negociables suelen ser de corto plazo). La segunda aclaración resulta especialmente importante para dimensionar la representatividad que alcanza el instrumento financiero bajo análisis en la deuda financiera del sector privado: las obligaciones negociables. La mismas constituyen el instrumento más utilizado por las grandes empresas ya que acumulan en promedio el 71,3% de su financiamiento en el período 2015-2022 y 87,4% en 2020-2022 (CNV, 2024). Asimismo, si se mira el peso relativo que tienen los títulos de deuda del sector privado en su stock de deuda financiera, según los registros del Banco Central, los mismos representaron en promedio el 38,9% de la deuda financiera del sector privado en el período 2015-2022 (BCRA, 2024).

tasas se redujeron a un promedio de 7,6% anual y se amplió el horizonte de pago del capital a 3,7 años en promedio durante el período 2020-2022. Este dato convalida las políticas de desregulación y apertura que pronostica la teoría ortodoxa (McKinnon, 1973) y da cuenta de los factores políticos y las condiciones que definen el carácter periférico de la economía argentino como principal factor explicativo del comportamiento de los actores financieros (Allami, 2021).

Dado que el gobierno de M. Macri expresó el liderazgo del capital financiero, desplazando a los grupos económicos del lugar que ocupaban durante la valorización financiera en el siglo XX, cabe preguntarse cómo se relacionó la gestión A. Fernández con estos últimos. Es decir, quiénes fueron los principales beneficiarios del acceso de las divisas del superávit comercial del período 2020-2022.

Gráfico 6
Promedios de vencimientos y tasas de las obligaciones negociables
en dólares (años y porcentajes), 2015-2022



Fuente: elaboración propia en base a CNV.

Las principales empresas que emitieron obligaciones en dólares: el predominio de los grupos económicos locales

En el Cuadro 1 se detallan las principales empresas que emitieron

obligaciones negociables durante el gobierno de M. Macri⁹. La primera cuestión a remarcar es la elevada concentración de las colocaciones, ya que apenas 25 firmas explicaron el 91,6% del total (14.334 millones de dólares sobre un total de 15.643 millones).

Esta concentración se acentúa si se considera que en varios casos dos empresas tienen el mismo accionista mayoritario y por ende ejercen el control: Mindlin con Pampa Energía y Transportadora Gas del Sur, el Grupo Elstain con IRSA y Cresud, el Grupo Clarín con Cablevisión y Telecom, el Grupo Eurnekián con Aeropuertos Argentina 2000 y Compañía General de Combustibles, el Grupo Galicia con el Banco y Tarjeta Naranja. De este modo, la cantidad se reduce de 25 firmas a 20 propietarios, que también tienen alguna empresa vinculada en la nómina (es el caso de Elstain y su participación en TGLT y el Banco Hipotecario, o de Brito del Banco Macro en Genneia).

⁹ Las mismas están desagregadas a nivel empresa y clasificadas según su forma de propiedad del capital, siguiendo la metodología del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, que las define del siguiente modo: los grupos económicos están definidos como los capitales locales, incluidos algunos de ellos que tienen origen extranjero, que detentan la propiedad mayoritaria de 6 o más firmas que actúan en diferentes sectores económicos. En términos del capital local, se tienen en cuenta las empresas estatales como categoría analítica al igual que la burguesía nacional aunque, desde el punto de vista de la centralización del capital, pasan a denominarse empresas locales independientes, ya que se trata de grandes corporaciones que actúan por sí solas, o como máximo con unas pocas sociedades controladas o vinculadas en diversas actividades económicas, sin estar relacionadas por la propiedad con otras empresas de la misma u otra rama económica. Por otra parte, dentro del capital extranjero se diferencia entre aquellas empresas transnacionales que están diversificadas internamente de las que sólo controlan unas pocas subsidiarias en el país. Así, se denominan conglomerados extranjeros a las transnacionales que controlan a seis o más subsidiarias locales y empresas extranjeras a las que controlan menos de seis subsidiarias en el país. Finalmente, como sexta forma de propiedad se encuentran las asociaciones como un sexto tipo de fracción del capital, que son los consorcios cuyas tenencias accionarias están compartidas por diversos inversores del mismo o diferente origen (Azpiazu y Basualdo, 2009).

Cuadro 1

Colocaciones brutas de obligaciones negociables según empresas emisoras
En millones de dólares y porcentajes, 2016-2019

	Colocaciones	Incidencia (%)
1) Grupos económicos locales	7.773	49,7
Grupo Midlin (Pampa Energía y Transportadora Gas del Sur)	1.550	9,9
Grupo Elsztain (IRSA y Cresud)	1.112	7,1
Grupo Clarín (Cablevisión y Telecom)	900	5,8
Eurdekián (Aeropuertos Arg. 2000 + Cía Gral Combustibles)	800	5,1
Grupo Galicia (Banco Galicia y Tarjeta Naranja)	726	4,6
Generación Mediterránea (Albanesi)	535	3,4
Arcor	500	3,2
Tecpetrol (Grupo Techint)	500	3,2
Banco Macro	400	2,6
Capex	300	1,9
CLISA (Grupo Roggio)	300	1,9
Aluar (Grupo Madanes)	150	1,0
2) Estatales	3.967	25,4
YPF	3.967	25,4
3) Empresas transnacionales y conglomerados extranjeros	1.704	10,9
Petrobras	500	3,2
Río Energy	600	3,8
John Deere Credit Cía Fciera	304	1,9
AES Argentina Generación	300	1,9
3) Asociaciones de capital	891	5,7
Genneia (Fondo de inversión + Brito)	558	3,6
TGLT (Fondo de inversión + IRSA)	175	1,1
Banco hipotecario (Elsztain + Estado)	157	1,0
Subtotal	14.334	91,6
Resto	1.309	8,4
Total	15.643	100,0

Fuente: elaboración propia en base a datos de CNV.

La principal firma del país y de mayoría estatal (YPF) es la que concentra la mayor parte de las emisiones (25,4% del total). No obstante, se advierte un fuerte predominio de las empresas que integran grupos económicos locales en la emisión de obligaciones negociables ya que representan el 49,7% del total de las colocaciones (7.773

millones de dólares). Al respecto, sobresalen los casos de los mencionados Grupo Mindlin, Elsztain, Clarín, Eurnekián, Galicia y Brito, pero también participan grupos del calibre de Arcor, Techint (Tecpetrol), Capex, Roggio (CLISA), Madanes (Aluar) y Albanesi.

Otro grupo de firmas que emitieron obligaciones negociables en el período 2016-2019 de forma considerable fueron las transnacionales Río Energy, John Deere, AES y Petrobras, cuyas emisiones sumaron 1.704 millones (10,9% del total).

La elevada concentración, el papel de YPF y la fuerte presencia de los grupos locales son situaciones que se repiten en el análisis de las colocaciones durante el período 2020-2022 (Cuadro 2).

En cuanto a la concentración vale apuntar que apenas 20 firmas (16 propietarios) explicaron el 95,6% de las emisiones de obligaciones negociables desde enero de 2020 hasta 2022, siendo que las emisiones de YPF (y de su controlada Central Térmica Ensenada Barragán) representaron el 26% de las colocaciones del período.

Nuevamente los grupos locales, que con sus más y sus menos son los mencionados anteriormente, tienen el predominio de las emisiones: Eurnekián a través de sus controladas Aeropuertos Argentina 2000 y Compañía General de Combustibles, Roggio (CLISA), el grupo agropecuario Uribelarrea (MSU y SPI Energy), Clarín (Telecom), Elsztain (IRSA y Cresud y su vinculada Banco Hipotecario), Petroquímica Comodoro Rivadavia (y su controlada Luz Tres Picos), Arcor, Mindlin (Pampa Eergía), Madanes (Aluar), Mastellone y Albanesi. En conjunto contabilizaron emisiones por 5.884 millones de dólares que representaron el 53,7% del total de colocaciones de obligaciones negociables del período 2020-2022.

A ese predominio de los grupos económicos locales se debe sumar su presencia en otra fracción del capital: las asociaciones que colocaron 1.456 millones de dólares en el período (13,3% del total). Se trata de la incidencia que tiene el Grupo Brito en Genneia, el Grupo Bridas en Pan American Energy en asociación con los capitales ingleses (British Petroleum) y la mencionada presencia del Grupo Elsztain en el Banco Hipotecario.

Cuadro 2
Colocaciones brutas de obligaciones negociables según empresas emisoras. En millones de dólares y porcentajes, 2020-2022

	Colocaciones	Incidencia (%)
1) Grupos económicos locales	5.884	53,7
Eurnekián (Aeropuertos Arg. 2000 + Cía Gral Combustibles)	1.617	14,8
Grupo Elsztain (IRSA y Cresud)	764	7,0
CLISA (Grupo Roggio)	606	5,5
Generación Mediterránea (Albanesi)	588	5,4
Grupo MSU Uribebarrea (MSU y SPI Energy)	587	5,4
Telecom (Grupo Clarín)	412	3,8
PCR (Petroquímica Comodoro Rivadavia y Luz Tres Picos)	377	3,4
Arcor	372	3,4
Pampa Energía (Grupo Midlin)	293	2,7
Aluar (Grupo Madanes)	159	1,4
Mastellone	111	1,0
2) Estatales	2.851	26,0
YPF (YPF y Central Térmica Ensenada Barragán)	2.851	26,0
3) Asociaciones de capital	1.456	13,3
Pan American Energy (Bridas + BP)	776	7,1
Genneia (Fondo de inversión + Brito)	576	5,3
Banco hipotecario (Elsztain + Estado)	104	1,0
4) Empresas transnacionales	278	2,5
Vista Oil & Gas	278	2,5
Subtotal	10.468	95,6
Total	10.952	100,0

Fuente: elaboración propia en base a datos de CNV.

Estimación de los vencimientos de las obligaciones negociables durante el gobierno del Frente de Todos

Una vez identificado el universo de firmas que concentran la emisión de obligaciones negociables, resulta pertinente avanzar en identificación de las necesidades de divisas durante el período 2020-2022 que se desprenden de la carga de los vencimientos del capital y los intereses de esa deuda¹⁰. Al respecto, la necesidad estimada de

¹⁰ Antes de abordar esta cuestión es menester señalar algunas aclaraciones metodológicas ya que, dada la información disponible, se trata de una

dólares para cancelar los compromisos de obligaciones negociables alcanzó la suma de 10.157 millones de dólares durante el período 2020-2022 (Cuadro 3) ¹¹.

De acuerdo a las estimaciones realizadas, más del 95,5% de los vencimientos se concentraron en 34 firmas y 25 propietarios que tienen patrones similares a los evaluados respecto a las emisiones: más de la cuarta parte corresponden a YPF, y se constata la preponderancia de los grupos económicos locales con sus empresas controladas o vinculadas (Elsztain, Brito, Clarín, Eurnekián, Galicia, Mindlin, Arcor, Roggio, Techint, Capex, Mastellone, Aluar y Bridas a través de Pan American Energy).

aproximación imperfecta. La publicación de la Comisión Nacional de Valores de las estadísticas de emisiones de obligaciones negociables por empresa no incluye el régimen de amortización que se requiere para evaluar las necesidades divisas. Al respecto, cabe aclarar que ese organismo publica de manera discontinua informes mensuales con datos de las amortizaciones a partir de los cuales se desprende que la gran mayoría de las obligaciones negociables amortiza al vencimiento y en muy pocas ocasiones son escalonadas. De allí que, dada la ausencia de información completa sobre el régimen de amortización, se parte del supuesto de que todas las emisiones cancelan su principal al vencimiento. En cuanto a la tasa de interés, que también se necesita para la estimación de los vencimientos, el cálculo contempla las tasas de colocación de cada una de ellas dado que en este caso se cuenta con la información completa. Por ende, si bien se trata de una estimación preliminar que no está exenta de imprecisiones, es esperable que los resultados se acerquen bastante a la situación efectiva ya que, como se mencionó, la gran mayoría de las obligaciones negociables amortiza al vencimiento. Más específicamente, de 160 colocaciones con información sobre la forma de amortización el 81,2% cancelaba el capital al vencimiento.

¹¹ Esto no implica que todas las firmas hayan accedido al mercado de cambios por el monto total de sus vencimientos ya que pueden haber refinanciado una parte de los mismos. Podría ser el caso, por ejemplo, de YPF cuyos vencimientos totalizaron 2.792 millones de dólares entre 2020 y 2022, aunque en 2021 la petrolera realizó colocaciones por aproximadamente 2.160 millones de dólares que podrían haber sido utilizados para refinanciar una parte de sus obligaciones externas.

Cuadro 3
Vencimientos de capital e intereses de las empresas que emitieron
obligaciones negociables en moneda extranjera
En millones de dólares y porcentajes, 2020-2022

	Vencimientos 20-22	Incidencia (%)
1) Grupos económicos locales	5.966	58,7
Grupo Elstain (IRSA, Cresud, Banco Hipotecario, TGLT)	1.363	13,4
Grupo Brito (Banco Macro y Genneia)	916	9,0
Grupo Clarín (Cablevisión y Telecom)	760	7,5
Eumekián (Aeropuertos Arg. 2000 y Cía Gral Combustibles)	757	7,5
Grupo Galicia (Banco Galicia y Tarjeta Naranja)	478	4,7
Grupo Midlin (Pampa Energía y Transportadora Gas del Sur)	436	4,3
Generación Mediterránea (Albanesi)	378	3,7
Arcor	182	1,8
CLISA (Grupo Roggio)	162	1,6
Grupo MSU Uribelarea (MSU y SPI Energy)	138	1,4
Empresa Distribuidora de Electricidad de Salta (EDESA)	92	0,9
Inversora Eléctrica de Buenos Aires	90	0,9
Tecpetrol (Grupo Techint)	85	0,8
Capex	62	0,6
Mastellone	36	0,4
Aluar (Grupo Madanes)	30	0,3
2) Estatales	2.792	27,5
YPF	2.792	27,5
3) Empresas transnacionales y conglomerados extranjeros	750	7,4
John Deere Credit Cía Fciera	274	2,7
Vista Oil & Gas	143	1,4
Río Energy	124	1,2
Petrobras	111	1,1
AES Argentina Generación	70	0,7
Celulosa	29	0,3
4) Asociaciones de capital	124	1,2
Pan American Energy (Bridas + BP)	124	1,2
5) Empresas locales independientes	68	0,7
Raghsa	68	0,7
Subtotal	9.700	95,5
Total	10.157	100,0

Fuente: elaboración propia en base a datos de CNV.

En conjunto, estos grupos locales tuvieron vencimientos por casi 6.000 millones de dólares en el período de 2020-2022, lo que equivale al 58,7% del total. La importancia que tuvieron los vencimientos de esta fracción del capital se dimensiona al considerar que las estatales alcanzaron una participación del 27,5% (por los 2.792 millones de YPF), en tanto que las extranjeras –sean empresas transnacionales o conglomerados extranjeros– tuvieron una gravitación del 7,4% (750 millones de dólares). Finalmente, las empresas locales independientes representaron el 0,7% del total, equivalente a 68 millones de dólares.

En efecto, la elevada concentración del endeudamiento externo del sector privado en grandes empresas y grupos económicos tanto en el gobierno de M. Macri (2015-2019) como en el de A. Fernández (2019-2023), y la magnitud de esos vencimientos en este último período (más de 10.000 millones de dólares con un solo instrumento: las obligaciones negociables), invitan a reflexionar en torno a la política desplegada en tiempos de elevado superávit comercial y menores erogaciones al Fondo Monetario Internacional. A modo de síntesis elaborada por quienes participaron en los debates internos de la gestión de la política económica de ese período:

El desendeudamiento del sector privado se producía al mismo tiempo que el BCRA perdía reservas, indispensables para garantizar la estabilidad cambiaria, frenar las expectativas devaluatorias y bajar la inflación. Se impuso una visión mayoritaria en el gobierno del Frente de Todos consistente en reprimir la compra de divisas para ahorro y la distribución de dividendos al exterior, pero mucho menos restrictiva para los pagos de deuda privada y de empresas con participación pública en moneda extranjera y por la importación de servicios con empresas no vinculadas (Hang, 2023, 10).

Es decir, a un período que se tornaba crucial para acumular reservas internacionales para afrontar la crisis de la deuda heredada del gobierno de M. Macri. Pues bien, la canalización del superávit comercial hacia la cancelación de deuda de los grupos económicos y los defectos de la restructuración de la deuda pública, constituyeron componentes sobresalientes de la crisis de reservas que limitó las posibilidades de sostener el crecimiento económico y generar mejores condiciones para aumentar la participación de los trabajadores en el ingreso entre 2019 y 2023.

Conclusiones

En este trabajo se presentó el debate sobre el análisis crítico de la deuda externa en la periferia, donde mientras las prescripciones de la ortodoxia económica apuntan a ganar reputación -y, por ende, financiamiento- a través de políticas de apertura y desregulación; las miradas heterodoxas postkeynesianas cuestionan la insostenibilidad de la deuda siempre que las políticas públicas no prioricen el crecimiento económico -que, finalmente, garantiza el repago de los compromisos adquiridos-. Se ponderó asimismo el llamado poder estructural de las finanzas (Ross, 2019), que jerarquiza los vínculos entre el capital financiero internacional y sus representantes políticos -organismos internacionales como el FMI y el Banco Mundial-, en alianza con las elites domésticas. Ello permite comprender los mecanismos de extracción de excedentes en las periferias, que condicionan las posibilidades de redistribución progresiva del ingreso para las clases subalternas. Bajo ese marco conceptual, se comprende el proceso de endeudamiento externo en Argentina, que incide decisivamente sobre las posibilidades de desarrollo del este país.

A partir de los hallazgos empíricos de esta investigación se pueden extraer algunas reflexiones que aportan al estudio del funcionamiento de la economía política argentina en los últimos años, particularmente en lo concerniente al desempeño de la deuda privada en moneda extranjera y su vinculación con la deuda pública y la administración de las divisas en el marco de las estrategias de acumulación de las grandes firmas.

Como primer dato relevante, cabe señalar que los procesos estudiados en este trabajo -a saber: el endeudamiento del sector privado y su influencia en las cuentas externas entre 2020 y 2022- se desarrollaron en el marco de las consecuencias de una nueva modalidad de la valorización financiera. Del mismo modo que en su primera versión (1976-2001), el endeudamiento externo público del período 2015-2019 tendió a financiar la fuga de capitales.

Un segundo aspecto relevante es que el endeudamiento externo del sector privado tuvo dos ciclos expansivos muy dinámicos: la última dictadura cívico-militar y el régimen de la convertibilidad. Durante el gobierno de Cambiemos (2015-2019) se registró una expansión menor, lo cual puede estar vinculado, a modo de hipótesis, a que en esta etapa

de la valorización financiera el endeudamiento de los grupos económicos no formó parte de sus objetivos prioritarios de acumulación. Por esa razón, no protagonizaron el proceso de carry-trade de 2016-2017, sino que encararon un ciclo de expansión de activos en los sectores de energía, dejando al capital financiero la parte fundamental del negocio de la bicicleta financiera. Esto no quiere decir que no hayan participado de la misma, sino que probablemente lo hicieron como un objetivo secundario en su estrategia de acumulación.

En tercer lugar, la emisión de obligaciones negociables, principal instrumento de los títulos emitidos en moneda extranjera del sector privado, muestra que los grupos económicos locales fueron los principales protagonistas tanto en el período de la valorización financiera (2015-2019) como durante el período posterior (2019 y 2022). Asimismo, se trata de la fracción del capital que fue preponderante en las cancelaciones estimadas de esta última etapa consumando un proceso que insumió crecientes divisas al Banco Central. Al respecto, es pertinente destacar que los grupos económicos representaron poco menos del 60% del monto total de cancelaciones de obligaciones negociables entre 2020 y 2022, siendo que, en segundo lugar, y como suele ocurrir en diferentes variables en el análisis de grandes empresas, la principal firma del país (YPF) concentró el 27,4% del total.

Finalmente, la política de administración de divisas durante el período 2019-2023 terminó resultando ineficaz para lograr un proceso de acumulación de reservas que permitiera estabilizar el tipo de cambio. Si bien la reestructuración de deuda para el período 2019-2023 logró desplazar temporalmente la carga de pagos del sector público, las divisas se disiparon por efecto de los pagos de deuda del sector privado. Ello, sumado a factores externos (pandemia 2020-21, guerra en Ucrania desde 2022 y la sequía que redujo la cosecha y por ende, las exportaciones en 2023) y la herencia recibida en materia de compromisos de deuda en moneda extranjera, resultó decisivo para entender la expansión del proceso inflacionario entre 2021 y 2023, y la consecuente incapacidad para que el crecimiento económico redundara en mejoras distributivas.

Listado de referencias

Abeles, M. (1999). El proceso de privatizaciones en la argentina de los noventa: ¿reforma estructural o consolidación hegemónica? *Época. Revista argentina de*

- economía política*, 1 (1), 89-115.
- Allami, I. et al. (2021). International Financial Subordination: A Critical Research Agenda. Greenwich Papers in Political Economy, No. GPERC85.
- Arceo, E. (2011). *El largo camino a la crisis. Centro, periferia y transformaciones de la economía mundial*. Buenos Aires: Cara o Ceca.
- Área de Economía y Tecnología de la FLACSO y CIFRA (2016). “La naturaleza política y económica de la Alianza Cambiemos”. CIFRA-FLACSO, DT N° 15, Buenos Aires.
- Banco Central de la República Argentina, BCRA (2020). Informe de Mercado de Cambios, Deuda y Formación de Activos Externos 2015–2019. Disponible en <https://www.bcr.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe-mercado-cambios-deuda-formacion-activos-externos-2015-2019.asp>
- Banco Central de la República Argentina, BCRA (2024). Estadísticas Estandarizadas sobre Deuda Externa Privada. Disponible en https://www.bcr.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Estadisticas_deuda_externa_privada.asp
- Basualdo, E. (2019). *Fundamentos de economía política. Los patrones de acumulación, de los clásicos al neoliberalismo del siglo XXI*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Basualdo, E. (2010). *Estudios de historia económica argentina. Deuda externa y sectores dominantes desde mediados del siglo XX a la actualidad*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Basualdo, E. y Manzanelli, P. (2024). La teoría del ciclo del eterno retorno. Los desafíos que enfrentan los sectores populares en la etapa actual. Documento de trabajo N° 30 del Área de Economía y Tecnología / CIFRA. Buenos Aires: FLACSO.
- Basualdo, E. y Manzanelli, P. (2023). Sistema político, coyuntura económica y líneas de política económica en la Argentina actual. Documento de trabajo N° 29 del Área de Economía y Tecnología, Buenos Aires.
- Basualdo, E. (ed.) (2020). *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Editorial Siglo XXI, 2° edición, Buenos Aires.
- Barrera, M. y Bona, L. (2018). La fuga de capitales en la Argentina reciente (1976-2018). *Revista Militar de Ciencias Económicas*, XXVI (1), 9–25.
- Bona, L. (2019) ¿Neoliberalismo hegemónico? Apuntes sobre el Estado, el bloque de poder y la economía política en la Argentina reciente (2016-2018). *Pilquen Sección Ciencias Sociales*, 22(1), 39-54.
- Bona, L. y Flores, J. (2022). La Gran depresión y las dos "décadas perdidas". Una mirada comparativa de las crisis en Latinoamérica bajo los cambios en la hegemonía global. *Cuadernos de Economía Crítica*, 8(16), 1-28.
- Bértola, L. y Ocampo, J. (2013). *The Economic Development of Latin America since Independence*. Oxford: Oxford University Press.
- Bohoslavsky, J. y Cantamutto, F. (2020). Deuda privada y derechos humanos. *Edición Especial de la Revista Derechos en Acción (ReDeA)*, 18(18). La Plata: UNLP.
- Boyer, R. (2004). *Crisis y regímenes de crecimiento*. Buenos Aires: Miño y Dávila.
- Brenta, N. (2021). *Historia de la deuda externa argentina: De Martínez de Hoz a Macri*. Capital intelectual, Buenos Aires.
- Comisión Nacional de Valores, CNV (2024). Informes de Mercados de Capitales.

- Estadísticas de emisiones. Disponible en <https://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/Informes?columna=4>
- Cantamutto, F. y Wainer, A. (2013). *Economía política de la convertibilidad*. Buenos Aires: Capital intelectual.
- Chesnais, F. (ed.). (2001). *La mundialización financiera: Génesis, costos y desafíos*. Buenos Aires: Losada.
- CIFRA (2019). Informe de coyuntura N° 32. Disponible en: <http://www.centrocifra.org.ar/docs/32.pdf>
- Dornbusch, R y Edwards, S. (1990); Macroeconomic populism. *Journal of Development Economics*, 32 (2), 247-277.
- Fatás, A., y Summers, L. (2018). The permanent effects of fiscal consolidations. *Journal of International Economics*, 112, 238-250.
- Ferreira Lima, K. y Marsh, Ch. (2022). The IMF's 2018 Stand-By Arrangement with Argentina: An Ultra Vires Act? Social Science Research Network.
- Flores, J. y Álvarez, S. (2014). Trade finance and Latin America's lost decade: The forgotten link. *Economic History Research*, 10 (2), 127-139.
- International Monetary Fund (FMI) (2002). "Assessing Sustainability". Prepared by the Policy Development and Review Department.
- International Monetary Fund (FMI) (2011). "Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis". Prepared by the Fiscal Affairs Department and the Strategy, Policy, and Review Department.
- International Monetary Fund (FMI) (2013). "Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries". Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department in collaboration with the Fiscal Affairs Department.
- Gelos, R. Gaston, R. y Sandleris, G. (2011). Sovereign borrowing by developing countries: What determines market access? *Journal of International Economics*, 83(2), 243-254.
- Guzmán, M. (2016). Reestructuración de deuda soberana en una arquitectura financiera legal con huecos. *Revista Jurídica*, 3, 611-627.
- Guzman, M., Ocampo, J. et Stiglitz, J. (ed.) (2016). *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*. Columbia: Columbia University Press.
- Hang, G. (2023). ¿En qué se gastaron los dólares del superávit comercial 2020-2023? En VIII CONGRESO DE ECONOMÍA POLÍTICA. Departamento de Economía Política del Centro Cultural de la Cooperación Universidad Nacional de Quilmes. "Argentina en disputa: Desafíos para la Economía Política". Octubre.
- Hardie, I. (2011). How much can governments borrow? Financialization and emerging markets government borrowing capacity. *Review of International Political Economy*, 18 (2), 141-167.
- Manzanelli, P. (en prensa): "Los alcances y los límites de la reestructuración de la deuda durante el gobierno del Frente de Todos". *Revista Transformar-UNQ*.
- Manzanelli P., Amoretti, L. y Basualdo E. (2022). "La distribución del ingreso en la etapa actual". CIFRA-FLACSO, Documento de Trabajo N° 18, Buenos Aires.
- Manzanelli, P., González, M. y Basualdo, E. (2020). Tropezando dos veces con la misma piedra: El gobierno de Cambiemos y el intento de restaurar la valorización financiera. En Basualdo, E. (ed.). *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Editorial Siglo XXI, 2° edición,

- Buenos Aires.
- McKinnon, R. (1973). *Money and capital in economic development*. NY: Brookings Institution Press.
- O'Connor, J. (1981). *La crisis fiscal del estado*. Barcelona: Península.
- O'Donnell, G. (2008). *El estado burocrático autoritario*. Buenos Aires: Prometeo.
- Patnaik, P. y Patnaik, U. (2016). *The New Imperialism*. London. Verso.
- Podestá, A., Hanni, M. y Martner, R. (2017). *Flujos financieros ilícitos en América Latina y el Caribe*. Santiago: ECLAC.
- Poulantzas, N. (1978) Political power and social classes. London: Verso.
- Ross, J. (2019). *Why not default? The Political Economy of Sovereign Debt*. London: Cambridge University Press.
- Rúa, M. (2019). *La fuga de capitales en América Latina: 2002 – 2017*. Tesis de Maestría. FLACSO. Sede Académica Argentina, Buenos Aires.
- Sachs, J. y Williamson, J. (1985). External Debt and Macroeconomic Performance in Latin America and East Asia. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 523-573.
- Schorr, M. y Wainer, A. (comp.) (2019). *La financiarización del capital. Estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos*. Buenos Aires: Futuro anterior.
- Stallings, B. (2014). La economía política de las negociaciones de la deuda: América Latina en la década del ochenta. En Ocampo y otros, *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. Santiago: ECLAC.
- Secretaría de Finanzas (2021). “Restauración de la sostenibilidad de la deuda pública en moneda extranjera emitida bajo ley argentina”. Ministerio de Economía de la República Argentina. Disponible en <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/sostenibilidad-de-la-deuda>
- Schumacher, J., Trebesch, C. et Enderlein, H. (2018). Sovereign defaults in court. European Central Bank Working Paper No. 2135.
- Toussaint, E. (2018). *Le système dette. Histoire des dettes souveraines et de leur répudiation*. Paris: Les livres qui libèrent.
- Varoufakis, Y. (2016). Greek Debt Denial. En Guzmán, M., Ocampo, J. et Stiglitz, J. (ed.) *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*. New York: Columbia University Press.
- Wainer, A. (2021). *¿Por qué siempre faltan dólares? Las causas estructurales de la restricción externa en la economía política argentina*. Buenos Aires: Siglo XXI.