

Las recientes reestructuraciones de la deuda soberana argentina bajo la mirada del poder estructural de las finanzas y la subordinación financiera

Leandro Bona*

<https://orcid.org/0000-0002-0920-9754>

Resumen

Este estudio tiene como objetivo investigar la dinámica de la deuda externa pública argentina desde la mirada del poder estructural de las finanzas. El estudio repasa las condiciones de la deuda soberana argentina en las últimas décadas, y se enfoca en el proceso de endeudamiento del período 2015-2023, en el marco de una (nueva) reestructuración de los compromisos soberanos, tanto con acreedores privados como con el Fondo Monetario Internacional entre 2020 y 2022. Se trata de un ciclo que coincide con una cuarta ola de endeudamiento global según el Banco Mundial, y que ha dado lugar a procesos de postergación, cancelación y reestructuración de deudas soberanas en varios países en años recientes.

El trabajo se inscribe en la literatura de la subordinación financiera y del poder estructural de las finanzas para examinar diferentes perspectivas sobre la gestión de la deuda soberana para entender el caso argentino. Se examina la evolución del endeudamiento público, junto con otras variables de interés como la fuga de capitales y exploran las características y problemáticas del proceso de reestructuración de 2020-2022 en Argentina. Conceptualmente, se sigue el análisis de economía política basado en el concepto de régimen de acumulación y la teoría centro-periferia.

Palabras clave: Poder estructural de las finanzas, Dependencia, FMI, Reestructuración de deuda soberana, Argentina

*Doctor en Desarrollo Económico. Investigador Asistente del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET). Área de Economía y Tecnología de Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO-Argentina). Universidad Nacional de La Plata (FaHCE). E-mail: leandrombona@gmail.com

Abstract:

This study aims to investigate the dynamics of Argentina's public external debt from the perspective of the structural power of finance. It examines sovereign debt management in Argentina in recent decades and focuses on the period 2015-2023, when a (new) restructuring process took place, both with private creditors and with the International Monetary Fund (2020-2022). This experience occurred in the context of a fourth wave of global debt, according to the World Bank, and has led to processes of postponement, cancellation, and restructuring of sovereign debt in several countries in recent years. This work draws on the literature on financial subordination and the structural power of finance to examine different perspectives on sovereign debt management, in order to understand the Argentine case. The paper examines the evolution of public debt, along with other variables of interest such as capital flight, and explores the characteristics and problems of the 2020-2022 restructuring process in Argentina. Conceptually, it follows a political economy analysis based on the concept of regime of accumulation and core-periphery theory.

Keywords: Structural power of finance, Dependency, IMF, Sovereign debt restructuring, Argentina

TRABAJO RECIBIDO: 19/11/2024 TRABAJO ACEPTADO: 10/06/2025



Esta obra está bajo una licencia internacional <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/>

Introducción¹

Desde la década de 1980, Argentina incumplió compromisos de deuda soberana en varios episodios (1988-92, 2001-2005 y 2019-2022). La volatilidad de la economía argentina y sus persistentes problemas de restricción externa (Wainer, 2021) han llevado a colocar en el centro del debate la importancia del endeudamiento soberano como palanca o freno para el desarrollo económico. En efecto, el país cuenta con una pobre performance macroeconómica

¹ Agradezco a los/as revisores/as por sus comentarios y sugerencias. Naturalmente, se los/as exime de posibles errores u omisiones que el trabajo pudiera tener. Quisiera dedicar el estudio a Eduardo Basualdo, con quien tuve el privilegio de trabajar en el Área de Economía de FLACSO y gracias a quien me interesé y aprendí sobre temáticas de deuda soberana en nuestro país.

desde los años 1970 y con consecuentes resultados sociales y distributivos que la transforman en un caso particular de economía periférica que no ha logrado consolidar un proceso de acumulación de capital consistente (Wainer, 2021). El episodio más reciente que marca estas dificultades es el proceso de reestructuración de deuda soberana ocurrido en 2020-2022, en donde el sector público nacional negoció tanto con acreedores privados como institucionales, en el marco global de una cuarta ola de endeudamiento (Kose et al., 2021).

En este escenario, este estudio tiene como objetivo investigar la dinámica de la deuda externa pública argentina desde 1991, con especial énfasis en el período más reciente. El propósito es discutir este caso utilizando argumentos de gestión de deuda soberana para extraer conclusiones sobre manejo de deuda soberana en países periféricos.

Con esta meta, el estudio revisa la evolución de esta variable e indaga sobre los principales hitos del proceso de endeudamiento en Argentina desde 1991. Este recorrido permite comprender cómo se llega a la reestructuración de la deuda con acreedores privados y el Fondo Monetario Internacional (FMI) en 2020-2022, que será analizado con mayor detalle. La metodología consiste en un análisis de economía política basado en el concepto de régimen de acumulación (Boyer, 2004), así como en el examen de estadísticas proporcionadas por diversas fuentes (Comisión Económica para América Latina y el Caribe-CEPAL, Banco Central de la República Argentina-BCRA, Instituto Nacional de Estadística y Censos-INDEC, etc.). El análisis de los acreedores internacionales toma como premisa la existencia de un poder estructural de las finanzas que condiciona las posibilidades de desarrollo económico y social de los países periféricos y por ello, acepta la dinámica de la dependencia, que en esta etapa del capitalismo, implica una subordinación financiera.

Para alcanzar este propósito, el trabajo se organiza de la siguiente manera: luego de esta breve introducción, en el apartado uno se presenta ella dimensión de la problemática a tratar, para luego presentar dos segmentos, el a) que repasa críticamente las posiciones ortodoxas sobre manejo de deuda soberana y el b) que propone una mirada desde el poder estructural de las finanzas y la subordinación financiera, que se emplearán a lo largo del trabajo para analizar este período. En el siguiente apartado se discute el caso argentino desde a) la mirada del régimen de acumulación y b) el análisis del período 1991-2023. El siguiente bloque también se divide en dos partes: a) el proceso de reestructuración de la deuda soberana en 2020-2022 y b) el análisis crítico del mismo. El estudio concluye con comentarios finales.

La problemática de la deuda externa y los conceptos de poder estructural de las finanzas y subordinación financiera para el examen de la economía política argentina

El endeudamiento externo ha sido señalado, en diversas oportunidades, como un asunto central para los estudios de desarrollo y subdesarrollo en países periféricos. El manejo de la deuda, particularmente soberana, ha dado lugar a invasiones a países por incumplimiento de pago, en el marco de imperios que defendían a sus acreedores, imposiciones de políticas a países deudores a través de mecanismos explícitos o implícitos, injerencias de diversa índole en las decisiones de política comercial o económica, entre otros asuntos (Toussaint, 2019). Por esta razón, es central examinar las experiencias en donde los países de la periferia enfrentan problemas de repago, cómo lidian con ellos, y si logran superar las dificultades en mejores condiciones, es decir, si alcanzan más grados de libertad para implementar políticas de desarrollo o, por el contrario, se ven situaciones más acuciantes que antes de celebrar las reestructuraciones, con cronogramas exigentes de repago que limitan los márgenes de las políticas públicas.

Para ello, es conveniente analizar cómo los estudios ortodoxos analizan estos eventos y cuáles son sus enfoques y propuestas de políticas. A partir de un análisis crítico de ello, es necesario entonces proponer un marco teórico que incluya dimensiones de poder, aquí presentado como el poder estructural de las finanzas, y cómo ello se imbrica en el proceso de subordinación financiera, que expresa la lógica de la dependencia centro-periferia.

a. La mirada ortodoxa sobre el manejo de la deuda soberana

Desde los años 1970, para la visión ortodoxa, la deuda externa representa un vector de desarrollo económico por dos razones. Por un lado, la apertura de la cuenta capital y financiera facilita las condiciones de endeudamiento del sector privado y genera un flujo de inversiones anteriormente reprimidas por la regulación cambiaria, monetaria y financiera. Por otro lado, la deuda soberana permite suavizar intertemporalmente las necesidades de recaudación tributaria, potencialmente puede estimular la demanda agregada y amplía el abanico de opciones para la administración de los activos públicos (McKinnon, 1973; Fatás y Summers, 2018).

Esta mirada positiva del endeudamiento público como vector del desarrollo encontró un escollo en los años 1980, cuando se multiplicaron los defaults de deuda soberana, en lo que fue la llamada década perdida en América Latina. Los países de la región no tenían capacidad de repago de los compromisos asumidos en la década anterior y los indicadores sociales y macroeconómicos ponían en cuestionamiento las bondades de dicho proceso (Bértola y Ocampo, 2013).

En este contexto, autores ortodoxos enfatizaron la responsabilidad de los deudores en estos episodios, en el marco de su gestión desequilibrada de las cuentas tributarias y su consecuente pérdida de reputación, que penaliza a los incumplidores con mayores tasas de interés. Tradicionalmente, las prescripciones políticas de esta corriente se traducían en una reorganización en la estructura fiscal y financiera para reducir los costos de financiamiento y mejorar la reputación (Sachs y Williamson, 1985). Históricamente, las políticas impulsadas por el FMI siguen estas pautas. Ello implica garantizar la austeridad fiscal para garantizar el pago de los compromisos e incluso, en ocasiones, descartar el endeudamiento externo público como palanca del desarrollo en el futuro (Buchanan, 1991).

A pesar de ese proceso de crisis que se completó en la región con la reestructuración del Plan Brady a principios de los años 1990, los episodios de crisis financieras y de deuda continuaron. A fines del siglo XX varios países sufrieron las consecuencias del proceso neoliberal, registrando elevados niveles no sólo de endeudamiento externo, sino además de desocupación y bajas tasas de crecimiento económico (Stallings, 2014). Como se verá más adelante, Argentina es un caso ejemplar de las consecuencias del proceso neoliberal y en 2001 incurrió en un nuevo default de la deuda pública, que implicó un cambio en las reglas financieras durante la primera quincena del siglo XXI. No obstante lo anterior, en 2018 las dificultades financieras generaron un nuevo ciclo de endeudamiento soberano que culminaría en otro proceso de reestructuración (Cantamutto, 2023).

En efecto, la situación de la deuda a escala global presenta un alto riesgo de una crisis generalizada desde 2020. En un contexto de elevado aumento de los niveles de deuda pública, la misma se ha vuelto muchas veces insostenible para países periféricos. El aplazamiento o condonación de deuda ha sido sugerido incluso por referentes del Banco

Mundial, en un escenario donde numerosos países se encuentran en crisis de deuda o riesgo de crisis (Bolton et al., 2020; Gelpern et al., 2021²).

En contraposición a la mirada ortodoxa, la propuesta keynesiana tradicional afirma que los ajustes fiscales generan un círculo vicioso que deprime la demanda agregada y finalmente reduce la recaudación, obligando a mayores recortes del gasto público. A diferencia del enfoque clásico, mencionan que las metas de superávit fiscal, para hacer sostenible el pago de las deudas soberanas, pueden generar mayores depresiones en el consumo y la inversión en un escenario de estancamiento o recesión (Guzmán et al., 2016). De esta manera, cuestionan el enfoque de sostenibilidad de la deuda del FMI (2002, 2011, 2014), que se centra en los aspectos financieros formales e ignora factores sociales y políticos adicionales (Bohoslavsky y Goldmann, 2016).

A pesar de lo anterior, las miradas heterodoxas de enfoque keynesiano generalmente adolecen del carácter de clase y las dimensiones geopolíticas que el poder estructural de las finanzas permite analizar para entender la dinámica del endeudamiento externo como elemento estructurante del poder financiero y la reproducción de lógicas centro-periferia.

b. El poder estructural de las finanzas y la subordinación financiera

La mirada que guía este trabajo es que el financiamiento externo es un factor crucial para entender la dinámica de la acumulación de capital en la periferia como factor de poder geopolítico (Bona y Flores, 2022). Los países subordinados en la escala productiva y distributiva a escala global asisten a recurrentes episodios de crisis de deuda que tienen una lógica sistémica, donde el poder de los acreedores y las instituciones internacionales se manifiesta a través de mecanismos de condicionamiento de las políticas públicas en estas regiones (Hardie, 2011). El concepto de subordinación financiera implica entonces que, en el capitalismo financiarizado, las economías periféricas se encuentran en una posición subordinada tanto en la producción como en las finanzas: mientras que la subordinación

² Si se mira la región de América Latina, el FMI (2021) y el Banco Mundial (Kose et al., 2021) han advertido sobre el riesgo de una crisis de deuda, especialmente en un contexto potencial de aumento de las tasas de interés. A efectos comparativos, en 2013 el FMI estimó que el 24% de los países menos adelantados se encontraban en alto riesgo de sobreendeudamiento externo. Esta cifra aumentó al 54% en 2020 (FMI, 2021). En 2020, 62 países de ingresos medios y bajos acumularon 691.000 millones de dólares en bonos de deuda soberana y se comprometieron a pagar 300.000 millones de dólares en el período 2021-2025 (Munevar, 2021).

productiva crea valor, la subordinación financiera asegura su extracción, transferencia y acumulación como riqueza financiera, así como su realización. Este flujo de riqueza generado en la periferia por efectos de sus condiciones de producción, pues pagan una fuerza de trabajo más baja que en el centro, se acumula en los países de mayores ingresos por su mayor estabilidad financiera.

En este contexto, el poder estructural de las finanzas se define como la capacidad de los actores financieros internacionales de imponer comportamientos, políticas y decisiones a los países periféricos. La decisión de prestar o no y las condiciones en las que se otorgan esos créditos (montos, amortizaciones, intereses, plazos, monedas, tribunales de litigio, etc.) imponen márgenes estrechos para la formulación de políticas en países altamente dependientes del financiamiento externo (Toussaint, 2019) como consecuencia de su posición subordinada en la competencia internacional en las cadenas globales de valor (Cantamutto et al., 2024). Si los países completan procesos de reestructuración de deuda en condiciones que los obligan a destinar crecientes recursos para el repago y limitar sus políticas públicas, se limitan sus capacidades de desarrollo. De esta manera, las naciones periféricas refuerzan su subordinación y en lugar de converger, en materia de crecimiento y distribución del ingreso, con los países del centro, divergen. La deuda externa, así, exacerba la dependencia.

Varios factores han impulsado este proceso de endeudamiento y subordinación financiera en las últimas décadas: a) la globalización financiera, que ha llevado a una mayor concentración y centralización de los mercados de crédito, con prestamistas poderosos (fondos de inversión), sedes de litigio jerárquicamente estructuradas en el centro, y monedas líquidas a nivel internacional emitidas por los países dominantes: estos son los actores que ostentan el poder estructural financiero internacional; b) el creciente papel de las instituciones internacionales (FMI, Banco Mundial-BM), los bancos centrales y los gobiernos de los países acreedores en la gestión de las políticas financieras desregulatorias; y c) la creciente dependencia del crédito externo por parte de los países periféricos, en un contexto de retracción salarial, elevados niveles de evasión impositiva y mayores demandas sociales.

En este escenario, los sectores empresariales de mayor dimensión en cada país desempeñan un papel fundamental, pues son las promotoras de la gestión de la deuda pública y de políticas financieras de carácter ortodoxo. Estos grupos son internacionalmente móviles (capaces de diversificar su cartera de activos a nivel mundial), financieramente integrados

(mediante la multiplicación de canales financieros para expandir sus negocios) e ideológicamente liberales (Ross, 2019). De este modo, los países periféricos se encuentran subordinados financieramente (Alves et al., 2022).

En este sentido, la caracterización de la acción estatal y su vínculo con las clases dominantes es un elemento central para este tipo de análisis. Mediante la promoción de un sentido común de las políticas neoliberales, es decir, la inevitabilidad de implementar las recetas promovidas por los acreedores internacionales que ocupan una posición de poder debido al contexto de sostenibilidad de la deuda externa, las élites abroquelan a distintos grupos sociales detrás de un programa político y económico que sirva a los intereses de las fracciones de la clase dominante (Portelli, 2011).

Esta estrategia se materializa a través de la formación de un bloque de poder, integrado por diversas clases y fracciones de clase, unidas bajo el liderazgo de un grupo dominante. El bloque establece mecanismos que le permiten condicionar o influir sobre el Estado, respondiendo en última instancia a una cristalización de las relaciones de poder entre las clases sociales que ejercen la dirección de las políticas públicas. Este bloque combina las funciones de garantizar la acumulación por parte de los distintos sectores del capital y de legitimar socialmente este proceso (Poulantzas, 1978).

De este modo, las políticas de liberalización, privatización, desregulación y austeridad fiscal representan señales favorables al mercado, destinadas a promover las inversiones extranjeras, acceder a financiamiento externo y estabilizar las variables macroeconómicas. Mientras la mirada keynesiana pone el énfasis del manejo de la deuda soberana a través de una la gestión sostenible de la deuda (Guzmán, 2016), la mirada del poder estructural de las finanzas da y la subordinación financiera dan cuenta del carácter estructural del proceso de endeudamiento como estrategia de las clases dominantes globales, donde las dinámicas de poder internas y foráneas moldean una arquitectura financiera jerárquicamente ordenada bajo la hegemonía de las fracciones financieras internacionales que lideran el proceso de acumulación a escala global (Lapavitsas, 2016; Powell, 2013).

Siguiendo esta lógica, dichas fracciones dominantes despolitizan y tecnifican la gestión de las políticas públicas, naturalizando así la austeridad fiscal y la desregulación de la cuenta capital y financiera. Este conjunto de factores permite a estas fracciones acumular ganancias, rentas e intereses, en desmedro de salarios y jubilaciones (Alami et al., 2021). A través de

diversos mecanismos fiscales, financieros y monetarios ejecutados durante el neoliberalismo en las naciones periféricas, tales como devaluaciones monetarias, reducción del gasto público, deflación de ingresos y reducción de los salarios reales, las naciones subdesarrolladas transfieren valor a los países centrales (Patnaik y Patnaik, 2021).

Estos condicionamientos se advierten al examinar los flujos de ingreso y egreso de capitales, que generan volatilidad financiera y obligan a los países periféricos a implementar medidas atractivas para reducir los riesgos crediticios y acceder a fondos en moneda extranjera. Son estas las variables que se examinarán por ende en los apartados anteriores, en donde estas evidencias se ponen al servicio del análisis de la subordinación financiera: cuando el país implementa políticas de apertura, desregulación y desfinanciamiento del sector público para atender compromisos de deuda, alentado por instituciones como el FMI y el BM, entonces habrá menores grados de libertad, es decir, mayor intensidad de la dependencia de esta nación periférica de los mandatos del centro.

La deuda externa soberana se revela entonces como una necesidad y un condicionante para el funcionamiento macroeconómico en la periferia que restringe la soberanía (Alami, 2019). El caso argentino expresa, según esta mirada, un caso exacerbado de esta dinámica.

Un caso de subordinación financiera exacerbada

Argentina presenta características peculiares como economía financieramente subordinada. La irrupción del neoliberalismo desde mediados de los 1970 implicó un cambio transcendental en el comportamiento del endeudamiento externo y sus consecuencias en el país. Si bien existió un breve período de reversión de la dinámica del endeudamiento externo y la fuga de capitales entre 2002 y 2015, desde 2016 el país volvió a verse condicionado en sus decisiones de política económica como consecuencia de la fuerte carga de compromisos de deuda soberana.

a. El régimen de acumulación neoliberal (1976-2001) y el breve período de reversión del endeudamiento externo (2002-2015)

Desde 1976 la deuda externa se constituyó en un elemento definitorio del modelo neoliberal en Argentina. Ese proyecto político se propuso eliminar la puja distributiva a través de la represión al movimiento obrero. En lo económico, alteró el funcionamiento de la economía argentina al introducir al condicionante de la deuda externa como una nueva cadena de control y dependencia. Argentina pasaría desde ese momento a convivir con masivos ingresos de divisas a través del endeudamiento. La reducción del salario y el aumento del subempleo generaron una masiva transferencia de ingresos desde el trabajo al capital, en tanto que el Estado tomó miles de millones de dólares de deuda externa, que proveyó las divisas para que los grandes grupos económicos pudieran fugar sus ganancias (Basualdo, 2010). Las fracciones líderes eran los grupos industriales y agropecuarios de inserción internacional, en desmedro de la pequeña burguesía mercado-internista y los asalariados.

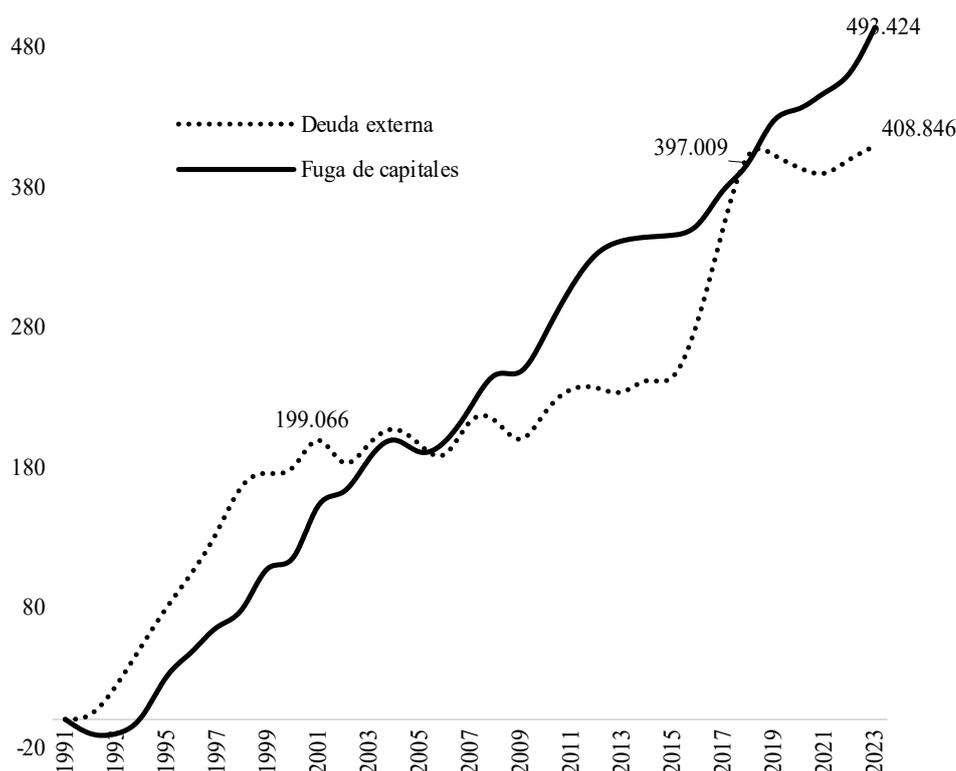
El bloque de poder, bajo la conducción de los comandantes militares y el liderazgo de los grupos económicos de mayor facturación (Basualdo, 2019), implementó una serie de políticas monetarias específicas, entre ellas la apreciación de la moneda, las altas tasas de interés y la liberalización de la cuenta de capitales, con el fin de reorganizar el régimen de acumulación precedente. Como resultado de la desregulación del sector financiero, Argentina experimentó un proceso inusual de dolarización, en particular en las transacciones inmobiliarias y en la dinámica del ahorro (Lampa et al., 2022). Con matices, la experiencia neoliberal se prolongó hasta 2001.

Durante este ciclo (1976-1991), el mecanismo de valoración financiera implicó un aumento significativo de la deuda externa, tanto pública como privada. Este patrón de acumulación fue apoyado por las principales empresas del país, que lograron generar excedentes a partir de la caída de los ingresos de las clases subalternas. La fuga de capitales se financió con deuda externa, que no se utilizó para financiar la inversión, sino para facilitar un mecanismo de acumulación de divisas a través de inversiones en propiedades, activos y depósitos en paraísos fiscales y países vecinos (Barrera y Bona, 2021).

Una de las consecuencias de esta dinámica, aun con sus distintas etapas entre 1976 y 1991, es que los distintos gobiernos ensayaron sucesivas políticas de reducción del gasto público, privatizaciones y desregulación (cambiaria, comercial, financiera) con el propósito de generar divisas suficientes para pagar los compromisos con los acreedores. Todo ello iba

en contra de los ingresos de los asalariados, así como en sus condiciones de trabajo, pues se multiplicaron el subempleo y la informalidad (Cantamutto y Wainer, 2013).

Gráfico 1. Evolución de los stocks acumulados de deuda externa y fuga de capitales (método residual de la balanza de pagos), 1991-2023. Miles de millones de dólares constantes (2023).



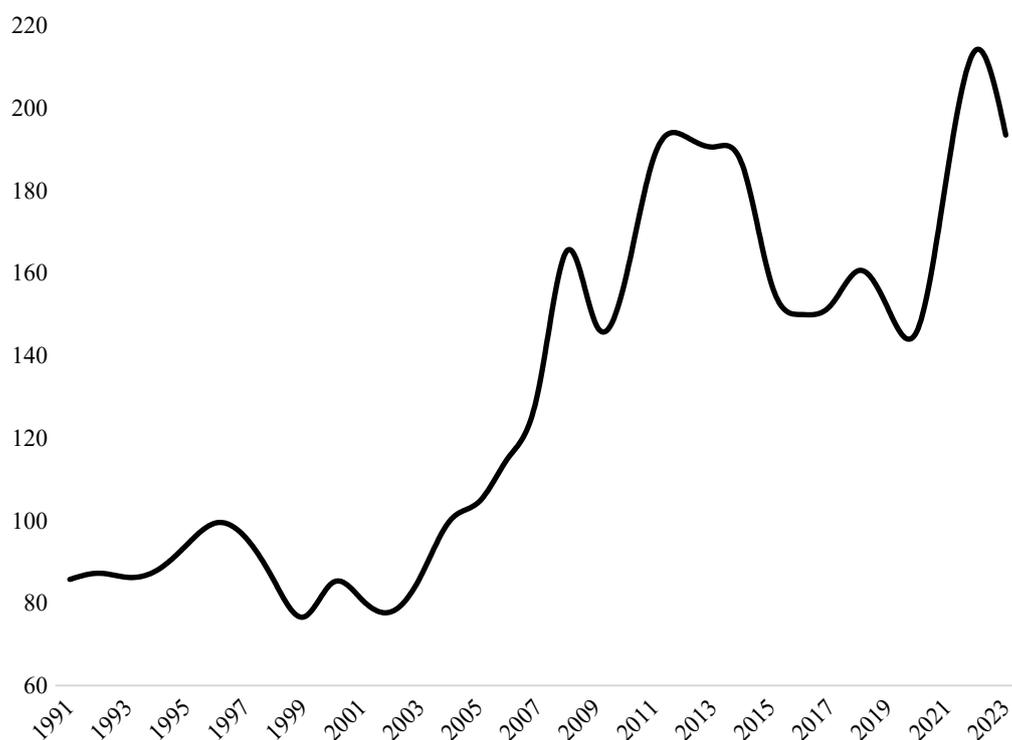
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y Banco Mundial.

La convertibilidad, que significó una paridad cambiaria entre peso y dólar entre 1991 y 2001, ofició como la etapa superior del esquema neoliberal. A diferencia del período anterior, el proceso redistribuyó ingresos desde las clases subalternas a través de una destrucción de empleo y consecuentes “techos” para los ingresos salariales (especialmente de informales y sector público), junto a un masivo proceso de privatizaciones y desregulación. La convertibilidad fue posible por la afluencia de divisas por privatizaciones y endeudamiento externo, luego de la normalización de compromisos posterior a la reestructuración de deuda soberana que surgió del Plan Brady (Bona y Flores, 2022). Asimismo, fueron años donde el poder estructural de las finanzas se hizo tangible en la cogestión de las políticas

macroeconómicas (fiscales y monetarias) que ejercían el gobierno nacional argentino y el FMI en todo ese período (Brenta, 2021).

El endeudamiento externo entre 1991 y 2001 acumuló cerca de USD 200.000 millones (en valores constantes de 2023), una cifra muy cercana al nivel acumulado de fuga de capitales en ese período, lo que refuerza la idea de una valorización financiera donde el crédito externo financió la salida de divisas de la economía local (gráfico 1). El modelo de convertibilidad culminó cuando la comunidad de intereses entre el capital extranjero y financiero, y los grandes grupos económicos locales se distanciaron al calor de la crisis económica y financiera. La fuga de capitales de 2001 anticipó el abandono de la paridad cambiaria y la imposibilidad de acceder a crédito internacional (Cantamutto y Wainer, 2013; Basualdo, 2020).

Gráfico 2. Poder de compra de las exportaciones argentinas. 1991-2023. Base 2004 = 100.



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

La situación cambió en 2002 con el anuncio de cesación de pagos de la deuda externa. Los gobiernos kirchneristas, iniciados en 2003, encararon una renegociación de la deuda

efectivizada en dos canjes (2005 y 2010) que significaron el quiebre de la valorización financiera: la deuda se redujo y dejó de ser la fuente de financiamiento de la fuga de capitales, que sin embargo prosiguió aunque ahora convalidada por el balance comercial positivo, derivado del incremento en el poder adquisitivo de las exportaciones argentinas (gráficos 1 y 2). En este tránsito también se produjo una modificación en el régimen de acumulación al modificarse asimismo el bloque de poder: las fracciones industriales retomaron relevancia, desplazando al capital extranjero y financiero extranjero (Bona, 2019).

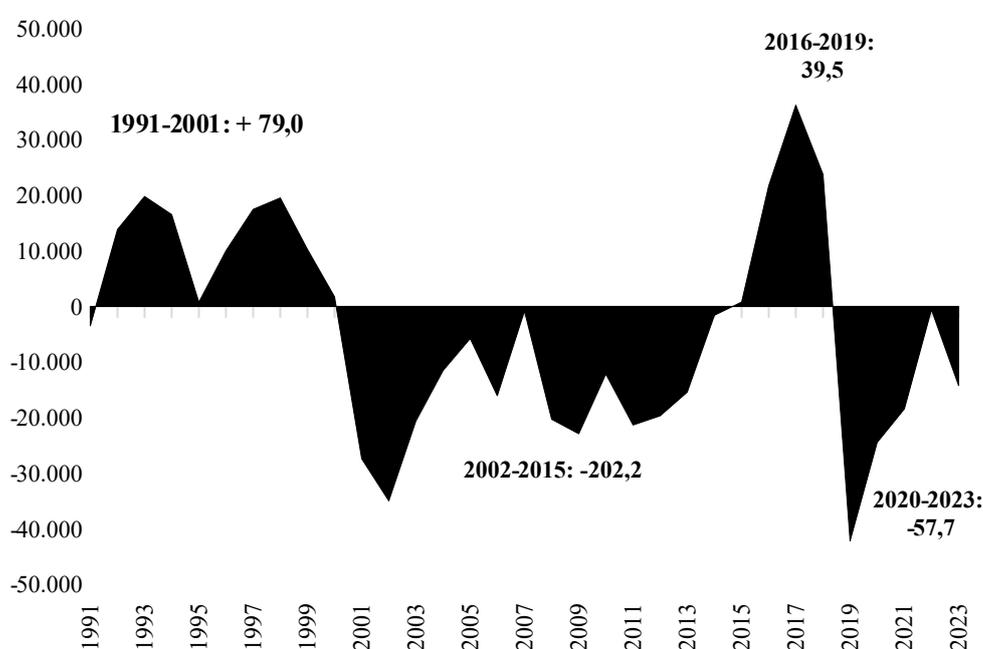
En los mencionados canjes, que implicaron una quita de 42% sobre el capital adeudado, Argentina despejó parcialmente la condicionalidad de la deuda externa sobre la macroeconomía, pues en proporción a su presupuesto los pagos se redujeron considerablemente, y canceló el total de sus compromisos con el FMI. Esta institución dejó de monitorear la macroeconomía argentina y por ende, exigir sus tradicionales políticas de ajuste. Esto implicaba mayores grados de libertad para implementar políticas públicas y una menor subordinación al capital financiero internacional, es decir, un desafío a los acreedores internacionales, que representan el poder estructural de las finanzas. Más allá de esto, la problemática de la restricción externa, es decir la escasez de divisas para mejorar el funcionamiento de la economía argentina en crecimiento, regresó en 2012 como consecuencia de las dificultades de la matriz productiva dependiente de las importaciones de bienes de capital e intermedios y la persistente fuga de capitales, que se mantuvo inalterada bajo los gobiernos kirchneristas (Wainer, 2021).

El regreso de la restricción externa entonces, resultado de la reversión del ciclo alcista del precio de las exportaciones locales (gráfico 2), generó una respuesta clásica ante esta problemática por parte del segundo gobierno de C. Fernández (2011-2015): los controles de cambios. De manera sucinta, se trataba de evitar la fuga de capitales por distintas vías, tales como medidas arancelarias, pararancelarias y cambiarias de restricción al acceso y disponibilidad de divisas. Sin embargo, esta estructura regulatoria tuvo como efecto indeseado la generación de mercados paralelos de divisas, que trajeron problemáticas comerciales y financieras para empresas y familias.

Asimismo, cuando el gobierno intentó regresar al canal del financiamiento internacional en 2013/4, sufrió el bloqueo del poder estructural de las finanzas: los Fondos Buitre que no habían ingresado a los canjes de 2005 y 2010, pues sólo un 8% del total de los

acreedores no adhirieron a esas ofertas, exigieron pagos por el total de compromisos sin quita, e imposibilitaron a través de demandas en la corte de Nueva York, el acceso soberano a los mercados internacionales (Barrera y Bona, 2021). Este episodio retrata con nitidez la fortaleza del poder financiero y su capacidad de condicionar a las naciones periféricas, que se ven obligadas a cumplir con un conjunto de políticas financieras, fiscales y monetarias para no ser excluidos del concierto internacional. De este modo, los países periféricos cuentan con menos grados de libertad para optar por políticas soberanas (Ross, 2019; Toussaint, 2019).

Gráfico 3. Evolución anual de la transferencia neta de recursos³ (millones de USD corrientes). 1991-2023.



Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.

El esquema de control de cambios se produjo en un período donde la deuda externa no aumentó significativamente y en los hechos, implicó un desafío a los mandatos de la subordinación financiera (Ross, 2019): las políticas de arbitraje de la relación capital trabajo produjeron una redistribución progresiva del ingreso contraria a la del período neoliberal, desplazando la dependencia externa y los condicionamientos del FMI gracias al ciclo favorable de los precios de exportación (Basualdo, 2020). La transferencia neta de recursos

³ Las transferencias netas de recursos equivalen a la sumatoria de las siguientes categorías de la Balanza de Pagos: Balance de renta, Balance en Cuenta Capital, Balance en Cuenta Financiera, Errores y Omisiones, Uso del crédito del FMI y préstamos del FMI, Financiamiento Excepcional (CEPAL).

invirtió los registros de la convertibilidad, ya que muchos recursos locales se utilizaron para cancelar compromisos de deuda durante el período 2002-2015 (Cantamutto, 2023). A pesar de las mejoras en las condiciones financieras, el estancamiento de la economía, y de los salarios reales y el empleo formal durante el último gobierno de C. Fernández, desempeñaría un rol importante en el cambio de rumbo político que surgió de las elecciones de 2015.

b. El período 2015-2023: el regreso de la valorización financiera y sus consecuencias

El período 2015-2019 retomaría la lógica de la valorización financiera. Con el abandono del control de cambios, la apertura de la economía y la desregulación comercial y sectorial, creció significativamente la colocación de deuda externa soberana. La misma permitió financiar la fuga de capitales en el marco del carry trade, las importaciones en el marco de la apreciación cambiaria y la acumulación de reservas internacionales del Banco Central. El bloque de poder estuvo liderado por el capital extranjero y financiero, desplazando a los grupos económicos que habían comandado la valorización financiera precedente (Barrera y Bona, 2021).

La deuda pública aumentó en aproximadamente unos 100.000 millones de dólares en 4 años y, gracias a las mencionadas desregulaciones cambiarias, permitió que la fuga de capitales promediara USD 20.700 millones por año. Las curvas de endeudamiento y fuga de capitales volvieron a converger, como en el período 1976-2001 (gráfico 1).

La dinámica exhibió una colocación masiva de deuda soberana en mercados internacionales en 2016 y 2017, a tasas de interés del orden del 7% en dólares, que bajo la apreciación cambiaria y las altas tasas de interés locales, permitieron el ingreso de capitales volátiles y el carry trade. Sin embargo, dicha estrategia era vulnerable a cambios en el contexto internacional, y en 2018 ocurrió una “fuga hacia la calidad” de los capitales golondrinas, lo que llevó a recurrir al prestamista de última instancia: el FMI (Bohoslavsky y Cantamutto, 2020).

Se produjo un acuerdo con dicha institución por 57.000 millones de dólares y un desembolso final de 44.500 millones de dólares, lo que marcó un nuevo punto de inflexión en la gestión de la deuda soberana. Se trató del mayor préstamo en la historia del FMI y sus transferencias representaron 2/3 del total de desembolsos realizados por el FMI al país en su

intensa relación entre 1980 y 2017. Asimismo, su devolución era casi inmediata, pues se concentraba principalmente en tres años (2022-2024). El préstamo fue resultado de un apoyo explícito de la administración de los EEUU bajo la conducción de D. Trump (2016-2020) y sus preferencias por un gobierno conservador en Argentina, y violaba los estatutos del organismo en materia del monto disponible en relación a la cuota del país (Brenta, 2021).

Con desembolsos por 44.100 millones de dólares (y 13.000 millones pendientes), el préstamo más grande de la historia del organismo, regresaron las condicionalidades en materia de políticas macroeconómicas: se ejecutó un ajuste del gasto público sobre subsidios, salarios del sector público, transferencias, etc. para afrontar los compromisos de pago. Si bien existía cierto consenso del rumbo económico dentro de las clases dominantes, en este período, la alianza entre el capital extranjero y financiero y los grupos económicos locales se convirtió en una fuente de conflictos que se evidenciaron en disputas por contratos con el Estado y la política de protección industrial (Wainer, 2021).

La rápida incapacidad de afrontar los compromisos de deuda soberana dio como resultado que el gobierno se viera obligado a reperfilar (re-estructurar) los pagos de intereses y reinstalar controles de cambios en sus últimos meses de 2019. Nuevamente en este período, el poder estructural de los sectores financieros, a través de las políticas decretadas por el FMI y la volatilidad de los flujos de capitales, limitó la capacidad de maniobra del Estado y reforzó las políticas de austeridad, liberalización y financiarización de las empresas no financieras (Alami et al., 2021); la subordinación financiera que se había relajado entre 2002 y 2015, retomó entonces un rol clave en el funcionamiento macroeconómico. La nueva administración (2019-2023), que reemplazó a la administración liberal en 2019, debía reestructurar la deuda soberana.

Una nueva reestructuración

El escenario que afrontó la administración 2019-2023 estuvo signado por una articulación débil entre los eslabones que componían la alianza de gobierno: un sector proponía un sesgo intervencionista más desafiante del poder estructural de las finanzas como en el ciclo 2003-2015, en tanto otros grupos del gobierno consideraban que las condiciones no estaban dadas para ese desafío, y por ende era prioritario forjar un nuevo cronograma de

pagos de deuda en consenso con el FMI. Por su parte, las clases dominantes, que habían convergido en torno al programa 2015-2019 que implicaba una inserción primario-exportadora y el desarrollo financiero, tampoco se articularon coherentemente en este período ya que no había un programa económico tan nítido como el que había comandado el gobierno en el período anterior (Manzanelli y Bona, 2024).

Independientemente del contexto local, el internacional fue particularmente decisivo en este período: la pandemia del COVID-19 (2020-2021) modificó cualquier estrategia previsible y obligó a destinar recursos a la atención sanitaria en el marco de una caída significativa de los ingresos públicos. Como surge del gráfico 1, el endeudamiento revirtió la tendencia alcista del período 2015-2019 pero la salida de capitales no se detuvo, pues operó por mercados paralelos en el marco de los controles cambiarios, y sirvió para cancelar pasivos externos de empresas que se habían endeudado en el período anterior (Manzanelli y Bona, 2024). De esta manera, las transferencias netas de recursos volvieron a ser negativas (gráfico 3), lo que ratifica la relevancia de la pérdida de recursos de la economía argentina, más allá de los debates en torno a las necesidades del volumen de divisas generado (Cantamutto et al., 2024). La reestructuración de la deuda soberana sería un elemento fundamental para entender el desempeño del país en este cuatrienio.

● El proceso de renegociación 2020-2022

Es momento de examinar, en el marco del recorrido histórico repasado y bajo las premisas del enfoque del poder estructural de las finanzas y la subordinación financiera, la reestructuración de deuda soberana del período 2020-2022. Un episodio que sirve como caso de estudio para examinar las condiciones en que los países de la periferia sortean, o por el contrario, son incapaces de evitar, la lógica de la dependencia.

La rápida incapacidad del gobierno argentino para pagar su importante compromiso de deuda externa en 2019 resultó en un nuevo default en 2020. En este contexto, el gobierno surgido de las elecciones de 2019 se abocó a la renegociación de la deuda en moneda extranjera bajo leyes extranjeras. Se consideró el primer paso para luego dar lugar a la deuda en moneda extranjera bajo ley local y finalmente aquella contraída con el FMI. El monto de esta deuda con privados en moneda y ley extranjera ascendía a fines de 2019 a unos 66.238

millones de dólares, monto que representaba una vez y media el volumen de reservas del Banco Central a diciembre de ese año y era equivalente a las exportaciones del país en 2019.

En ese conjunto de acreedores se concentraban los actores centrales del poder estructural de las finanzas: fondos gestionados por PIMCO, BlackRock, HSBC, JP Morgan, Credit Suisse, entre otros⁴. La capacidad de incidencia de estos grupos ya se había revelado clave en negociaciones previas de la deuda argentina en el marco del litigio con los Fondos Buitre, y daba cuenta de la capacidad de ejercer presión sobre gobiernos periféricos. Las sedes de litigio de los bonos bajo renegociación se concentraban en EEUU y también reforzaban el poderío de este sector.

El proceso de renegociación se inició prácticamente antes de que la propia administración de A. Fernández asumiera sus responsabilidades. El ministro de economía de este gobierno, M. Guzmán, era un experto en la materia y contaba con avales académicos en reestructuraciones de deuda soberana. Con esos antecedentes, había elaborado en 2018/9 una propuesta para reestructurar la deuda soberana argentina que presentó en una conferencia en la ciudad de Ginebra.

Allí señalaba que sin crecimiento económico, dado que el PBI se había reducido en 2016, 2018 y 2019, no habría capacidad de repago de los compromisos externos, y que el aumento de la actividad estaba condicionado por las políticas de ajuste fiscal que surgían del acuerdo stand-by con el FMI en 2018. Su planteo era consistente con la mirada neokeynesiana mencionada previamente, donde el cuestionamiento sobre la gestión ortodoxa de la deuda hace hincapié en cómo se daña la demanda agregada con políticas de contención de ingresos y transferencias, que a su vez reducen la capacidad recaudatoria (Guzmán et al., 2016; Guzmán, 2019, 2016).

El plan presentado en ese momento consistía en suspender el pago de capital e intereses durante dos años (2020-2021), y retomar paulatinamente los desembolsos desde 2022. Se proponía asimismo rechazar los futuros desembolsos acordados con el FMI en 2018, o bien vincularlos a mejoras en la productividad de las exportaciones de Argentina, como la infraestructura vial, ferroviaria y fluvial (Guzmán, 2019; cuadro 1).

⁴ En estimaciones de Munevar (2021), con información disponible sobre las tenencias de bonos argentinos por unos USD 14.600 millones, sólo 7 fondos contaban con más de la mitad de ese monto: PIMCO (20%), Fidelity Investments (9%), BlackRock (8%), Alliance Bernstein (6%), Wellington (3%), T Row (3%), L & G (3%).

Cuadro 1. Síntesis de la propuesta de reestructuración de la deuda soberana argentina presentada por M. Guzmán en 2019.

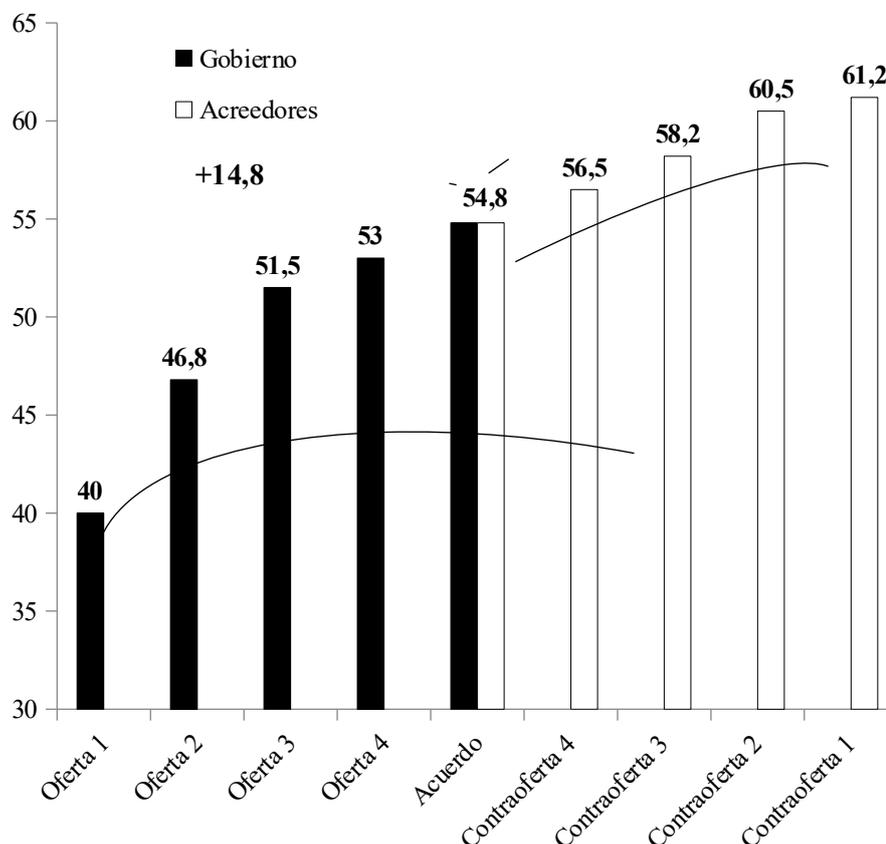
Año	Deuda soberana	Macroeconomía
	Reperfilamiento: no pago de compromisos de capital e intereses.	Convergencia hacia
2020-2021	No uso de préstamos del FMI, o uso sujeto a inversiones destinadas al incremento de la productividad del sector transable	superávits gemelos: fiscal y comercial

Fuente: elaboración propia en base a la presentación de M. Guzmán (Ginebra, 2019).

La propuesta de 2019, que sería la precuela del proceso iniciado en 2020, incluía un reordenamiento de ingresos y gastos públicos para transitar hacia el equilibrio fiscal y comercial. En particular, el déficit fiscal había sido particularmente elevado y creciente en los gobiernos de C. Fernández (2007-2015) y sólo había comenzado a ser revertido con el ajuste fiscal de 2018/9. En este sentido, esta alternativa coincidía con los programas del FMI en la relevancia de converger hacia el equilibrio fiscal. Bajo estas condiciones, la propuesta argentina se distanciaba de la experiencia de 2005, que había consistido en una fuerte quita de capital e intereses, y se concentraría en despejar el panorama de pagos durante el mandato de A. Fernández (2019-2023).

Una vez iniciado el gobierno en diciembre de 2019, se jerarquizó la renegociación de la deuda soberana como un aspecto indispensable para el futuro a corto y mediano plazo. La oferta que hizo el gobierno argentino resultó consistente con lo que el ministro M. Guzmán había planteado en 2019. La quita de capital era mínima, en torno al 5,4% del total, y se concentraba más bien en los intereses (62%). Ya en el marco del estallido de la pandemia, ampliaba el período de gracia inicial de dos a tres años (2020-2022). Los cálculos sobre el valor presente neto (VPN) de dicha oferta en ese momento la ubicaban en 40/100 (Bona, 2020).

Gráfico 4. Valor Presente Neto de las rondas de ofertas del gobierno argentino y contraofertas de los acreedores en 2020.



Fuente: elaboración propia con base en datos del Ministerio de Hacienda.

La oferta inicial fue rechazada, y comenzaron luego sucesivas rondas de ofertas y contraofertas tanto de los acreedores como del gobierno argentino (gráfico 4). Finalmente, se llegó a un acuerdo en agosto de 2020, con un canje que estimó reconocía un valor de 54,8/100. Como se mencionó antes, buena parte de la quita respondía a la reducción en los intereses, que pasaron de un promedio de 7% a uno de 3%. Con este dato, resulta evidente que la convergencia respondió en mayor medida a la flexibilidad de Argentina que a la de los acreedores: el gobierno mejoró su oferta en 14,8 dólares, mientras que los acreedores cedieron 6,4 dólares de su contraoferta inicial de 61,2⁵. La administración A. Fernández hizo

⁵Es importante destacar que el valor presente neto (VPN) calculado no necesariamente refleja el valor real del descuento. El VPN se determina descontando los flujos futuros a una tasa elegida por los acreedores, que en este caso fue del 10%. Si se hubiera utilizado una tasa de descuento menor, como el 6% (teniendo en cuenta los niveles internacionales en 2023), la oferta valorada en 54,8 aumentaría a 80,3.

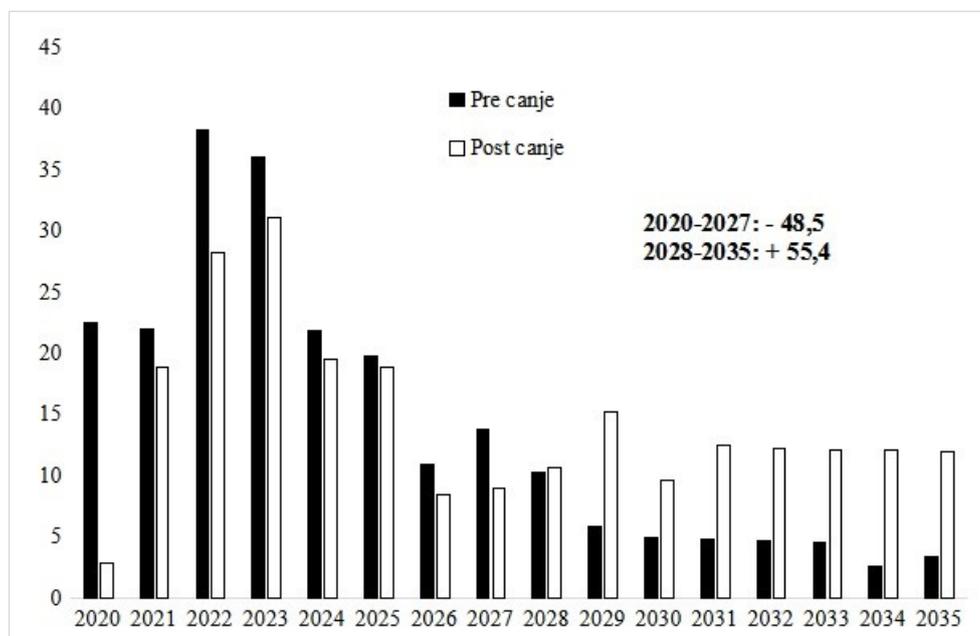
otras concesiones que no formaban parte de la oferta inicial, entre ellas: el reconocimiento de intereses entre abril y septiembre de 2020, la reducción del período de gracia de tres años a uno y el adelanto de pagos como muestra de buena voluntad de acuerdo (Manzanelli y Bona, 2024).

Posteriormente a este primer acuerdo con los acreedores de deuda en moneda extranjera, el mismo fue replicado con los tenedores de deuda en moneda local, por un total aproximado de 41.700 millones de dólares. Se completó así una reestructuración global, entre deuda en moneda doméstica y foránea, por aproximadamente unos 100.000 millones de dólares.

Siguiendo con la lista de acreedores institucionales, en 2022 se alcanzó un nuevo acuerdo con el FMI. Ese año se alcanzó un acuerdo de facilidades extendidas por más de 31.000 millones de dólares, destinado a cumplir con los compromisos del préstamo stand by con el propio FMI celebrado en 2018. El cronograma de pagos incluía 4,5 años de período de gracia, durante el cual no se pagarían vencimientos de capital, pero sí intereses, y 6 años de vencimientos de capital en 12 cuotas semestrales iguales. Sin embargo, como no se eliminaron los recargos por intereses, la tasa de interés era del 4,05% al momento del acuerdo, pero aumentó al 6,64% en 2023.

Como se advierte de estos resultados, este acuerdo permitió que se modificaran los cronogramas de pagos y desembolsos, aunque se incluyó la revisión trimestral permanente del organismo sobre la macroeconomía argentina (Ministerio de Economía, 2021). En ese momento, la deuda bilateral era de 40.501 millones de dólares. El monto solicitado por 31.914 millones de DEG, equivalentes a unos 44.377 millones de dólares, excedía los vencimientos de capital. Para recibir los nuevos desembolsos del FMI, se ingresaba en una nueva etapa de monitoreo de las políticas macroeconómicas del país, como había ocurrido en los años 1980 y 1990. De esta manera, hacia 2023, en medio de una sequía que redujo las exportaciones, el programa de reducción del gasto público acordado con el FMI resultó en una contracción económica significativa.

Gráfico 5. Evolución de los vencimientos de capital e intereses de la deuda soberana en moneda extranjera antes y después del canje (miles de millones de dólares). Años 2020-2035.



Fuente: elaboración propia con base en Ministerio de Hacienda.

Como lo apunta el gráfico 5, el acuerdo significó una reducción en los compromisos soberanos de deuda externa especialmente significativa entre 2020 y 2027, con un ahorro total de 48.500 millones de dólares. Sin embargo, la situación cambia desde 2028, ya que el canje comienza a generar compromisos mayores que los anteriores: entre ese año y 2035 los montos a pagar ascendieron a 55.400 millones de dólares. Los pagos en moneda extranjera, con estos cambios, no implicaban una quita nominal de los desembolsos si se mira el panorama hasta el año 2117 (Secretaría de Finanzas, 2024).

Cuadro 2. Indicadores de deuda. Millones de dólares y variación porcentual 2022/2012. Años 2012 y 2022.

Indicadores y niveles de deuda y PBI	2012	2022	Variación 2022/2012
Deuda externa total	178.205	247.681	39%

FMI	3.955	52.290	1.222%
Servicio de deuda/exportaciones	18%	38%	126%
Reservas/deuda externa	39%	18%	-41%
PBI (USD constantes de 2022)	679.138	619.145	-9%

Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

Como lo indica el gráfico 5, la renegociación de la deuda externa argentina mejoró el perfil de vencimientos para la década de 2020, pero los datos hacia 2022 indicaban que la misma se había mostrado incapaz de revertir la situación de fragilidad financiera del país. Si se mira esta nueva década perdida ocurrida entre 2012 y 2022 (Bona y Flores, 2022), los indicadores de deuda en materia de servicios de deuda/exportaciones, deuda con el FMI y reservas/deuda externa mostraron un deterioro considerable (cuadro 2). Ello evidencia que la renegociación no resultó eficaz para lograr un alivio externo que permitiera retomar el sendero de crecimiento económico y con ello, mejorar la situación social y distributiva ¿Existían condiciones para alcanzar esa meta?

● Algunos problemas del proceso de reestructuración

Dadas las circunstancias analizadas, cabe señalar un conjunto de elementos que merecían atención a la hora de examinar el acuerdo celebrado en 2020-2022 entre Argentina, los bonistas y el FMI. Como se mencionó inicialmente, estos argumentos conciben un poder estructural de las finanzas, donde una economía subordinada financieramente permanecerá condicionada siempre que no logre construir un escenario social, es decir un bloque social, que desafíe ese poder, como lo hizo Argentina en 2001-2005 (Ross, 2019). Es menester considerar que se trata de una tarea compleja, donde intervienen tanto las relaciones de fuerza nacionales como el contexto internacional, y que el enfrentamiento con el poder financiero acarrea costos de reputación⁶, como sucediera en oportunidades anteriores.

Dicho lo anterior, cabe mencionar aquellas condiciones que abrían un marco de posibilidad distinto a la hora de renegociar en 2019. Como primer aspecto, no se cuestionó la legitimidad de la deuda contraída. La reestructuración incluyó bonos de canjes previos en 2005 y 2010, así como 17 operaciones desarrolladas durante el gobierno de M. Macri (2015-

⁶ Concretamente, menor disponibilidad de divisas para financiar el comercio exterior (Ross, 2019).

2019). Como se ha destacado, existían incumplimientos legales de estas operaciones, ya que el entonces Ministro de Finanzas, L. Caputo, tenía vínculos laborales con fondos que compraron deuda argentina (Bona, 2024).

También desde el punto de vista de la legitimidad, el préstamo del FMI violó los estatutos del organismo. En su acta constitutiva, el FMI señala que los préstamos del Fondo no pueden financiar la fuga de capitales (www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/aa/aa.pdf), que fue lo que ocurrió en 2018 y 2019 (BCRA, 2020)⁷. Adicionalmente, en un acuerdo stand-by tradicional, el Fondo puede desembolsar hasta el 435% de la cuota de un país, lo que equivalía a unos 20.000 millones de dólares en el caso de Argentina. En esa oportunidad, el FMI aprobó un stand-by por más del 1.270% de la cuota del país. Ambos aspectos resultan claves para entender el carácter político del préstamo: superó el monto autorizado y las autoridades argentinas incumplieron los destinos permitidos. Si el préstamo tenía ese carácter, hubiese sido relevante procurar una solución del mismo tipo, que franqueara las barreras técnicas y tuviera como horizonte una perspectiva de sostenibilidad económica, social y política (Bohoslavsky y Camtamutto, 2020).

Por otro lado, la oferta inicial de Argentina se basó en el diagnóstico realizado por el Ministro de Economía a fines de 2019 que por obvias razones no consideraba la pandemia que estalló en 2020 y posteriormente la crisis surgida de la Guerra en Ucrania. La cuarta ola de endeudamiento generó estrés y crisis de deuda en diversos países (Koze et al., 2020; Bolton et al., 2020). El G-20 y otros organismos impulsaron medidas como la suspensión de pagos de deuda para países de bajos ingresos (Debt Service Suspension Initiative -DSSI). Si bien este grupo no incluía a Argentina por ser de renta media, indicaba la preocupación de las instituciones internacionales por los problemas de sostenibilidad de deuda y abría un marco de posibilidad para pensar estrategias de reestructuración.

Por lo tanto, existía cierto consenso internacional en torno a las necesidades de revisar condiciones de endeudamiento, especialmente en la periferia, donde la pandemia exhibía las elevadas necesidades de financiar el sistema sanitario y de protección social en un contexto de caída de ingresos. En este contexto, donde el tipo de interés de referencia de las economías

⁷ Según distintas estimaciones, más del 90% del aumento de la deuda externa pública entre 2016 y 2019 (USD 100.000 millones) terminó en el exterior (BCRA, 2020).

avanzadas era cercano a cero, Argentina descartó la suspensión de pagos, convalidó una muy escasa quita de capital y se comprometió al pago de tasas de interés del 3%.

Por su parte, la solución alcanzada ofreció condiciones relativamente satisfactorias para los actores involucrados. Los bonistas privados se garantizaron el cobro de prácticamente la totalidad de su capital invertido, con tasas de interés en torno al promedio internacional. El FMI regresaba al monitoreo de la economía argentina, y evitaba el desprestigio del organismo ante otros países, aun cuando había incumplido su mandato. En su propio análisis previo a la pandemia, el Fondo había afirmado que el valor actual neto máximo que Argentina podía ofrecer era de 49/100, mientras que el acuerdo final representó 54,8/100⁸.

Siguiendo a Ross (2019), parte del éxito en la reestructuración de deuda argentina de 2005 y 2010, si se lo compara con el caso de la crisis de deuda griega de 2010-2020, reside en que el país desafió el poder estructural de las finanzas y emprendió un programa soberano, que no convalidaba el poder de los acreedores. El default amplió el margen de recursos, anteriormente destinados a los servicios de deuda, para hacer políticas públicas. En efecto, entre 2002 y 2005, Argentina incumplió su deuda y, contrariamente a la tesis ortodoxa, el país experimentó una tasa de crecimiento de alrededor del 9%, un aumento del 50% de las exportaciones, superávit fiscal (con recursos de deuda destinados al mercado interno), y una reducción de la pobreza y la desigualdad, a la vez que aumentó el empleo (Basualdo, 2020). Esta valiosa experiencia no fue replicada en el proceso de reestructuración de 2020-2022.

Observaciones finales

Este estudio examinó las particularidades del endeudamiento externo soberano argentino en tiempos recientes desde la lógica de la subordinación financiera y el poder estructural de las finanzas, que dan cuenta de la dependencia de los países de la periferia en materia de financiamiento. La valorización financiera durante el período 1991-2001 y su reedición en 2015-2019 colocó a la deuda externa como un importante mecanismo de

⁸ En Ecuador, donde el gobierno anunció una reestructuración de deuda también en 2020, el país logró reestructurar a un valor presente neto de 57/100 dólares, una cifra similar a la de Argentina, aunque en este caso en un país con menor peso específico en el ámbito internacional, por ser una economía dolarizada, no miembro del G-20 y del MERCOSUR como Argentina, y sin un antecedente como la reestructuración de deuda de 2005-2010. En comparación con Argentina, el gobierno ecuatoriano optó por mayores quitas de capital y menores rebajas de intereses.

subordinación para este país. Ello llevó a varios procesos de reestructuración de la deuda (1992, 2005-2010) que, sin embargo, no relajaron el problema estructural en la materia.

En este trabajo se hizo hincapié en la última experiencia de 2020-2022, donde Argentina atravesó un proceso de reestructuración de deuda que involucró a los acreedores privados y al FMI. El rumbo del gobierno para desarrollar esa tarea de renegociación se apoyó en las críticas keynesianas a la ortodoxia económica: mientras el pago de deuda ahogue la demanda agregada, se asiste a un círculo vicioso que deprime el producto y obliga a mayores ajustes fiscales que llevarán a menor recaudación. La mirada que se propone en este trabajo es que dicho razonamiento es necesario pero no suficiente. El enfoque keynesiano permitió discutir los fundamentos del endeudamiento soberano precedente y también contribuyó a relajar la exposición financiera argentina en 2020-2023. Sin embargo, al no cuestionar las dimensiones del poder estructural de las finanzas, se mostraba limitado para habilitar un sendero de recuperación económica y redistribución del ingreso.

Este estudio pretende jerarquizar entonces la relevancia de la dependencia como categoría central para entender las problemáticas económicas en los países periféricos como Argentina. La subordinación financiera es una dimensión más de este entramado en donde participan el carácter rezagado de los países periféricos para competir internacionalmente y por ende, insertarse en las cadenas globales de valor, su consecuente escasez de divisas para financiar la producción doméstica, la iliquidez internacional de la moneda doméstica, y el poder de los actores financieros para condicionar las políticas y por ende, la vida de los países subdesarrollados.

Con estas premisas, aunque sin desconocer las dificultades, costos y desafíos de avanzar en esta estrategia, una renegociación de la deuda externa soberana en 2020-2022 hubiese insistido en factores como la legitimidad de la misma, las condiciones internacionales de crisis/pandemia/guerra, la recuperación de las experiencias en donde se cuestionó el poder financiero (2002-2015) y la generación de relación de fuerzas sociales favorable a un programa alternativo al orden neoliberal. Si bien hipotética, la ventaja de este razonamiento es que los resultados económicos y sociales alcanzados en 2020-2023, no exentos de condiciones internas y externas muy desfavorables, resultaron insatisfactorios, lo que invita a pensar las lecciones de dicha estrategia para eventos que se anticipan para el corto o mediano plazo.

Referencias

Alami, I. (2019). *Money Power and Financial Capital in Emerging Markets: Facing the Liquidity Tsunami*. London: Routledge.

Alami, I., Alves, C., Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A., Koddenbrock, K., Kvangraven, I., y Powell, J. (2021). International Financial Subordination: A Critical Research Agenda. *Greenwich Papers in Political Economy*, No. GPERC85.

Alves, C., Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A. y Palma, J. (2022). Conceptualising financialization in developing and emerging economies: systemic and global perspectives. *Cambridge Journal of Economics*, 46(4), 1-10.

Banco Central de la República Argentina (BCRA) (2020). Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019. Disponible en www.bcra.org

Barrera, M. y Bona, L. (2021). El endeudamiento como motor de la economía. El fracaso de la nueva valorización financiera (2015-2019). En Wainer, A. (ed.), *¿Por qué siempre faltan dólares? Las causas estructurales de la restricción externa en la economía argentina del siglo XXI*, 49-80. Buenos Aires: Siglo XXI.

Basualdo, E. (2010). *Estudios de historia económica: desde mediados del siglo XX a la actualidad*. Buenos Aires: Siglo 21.

Basualdo, E. (2019). *Fundamentos de economía política. Patrones de acumulación desde los clásicos al neoliberalismo en el siglo XXI*. Buenos Aires: Siglo XXI.

Basualdo, E. (2020). *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Siglo XXI.

Bohoslavsky, J. y Goldmann, M. (2016). An Incremental Approach to Sovereign Debt Restructuring: Sovereign Debt Sustainability as a Principle of Public International Law. *Yale Journal of International Law*, 41 (2) - special online issue. Available at ssrn.com/abstract=2865845

Bolton, P., Buchheit, L., Gourinchas, P. Gulati, M., Hsieh, C. Panizza, P. y Weder di Mauro, B. (2020). "Born Out of Necessity: A Debt Standstill for COVID-19." SSRN Scholarly Paper ID 3586785. Rochester, NY: Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=3586785>.

Bona, L. (2020). Acuerdo con los acreedores: luces y sombras. Tricontinental. Disponible en <https://thetricontinental.org/es/argentina/bona-acuerdo/>

Bona, L. y Wainer, A. (2020). Las decisivas renegociaciones con los acreedores: los canjes de 2005 y 2010 y los pagos de la deuda pública. En Basualdo, E. (2020), *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina de Martínez de Hoz a Macri*, 111-146. Buenos Aires: Siglo XXI.

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), 13-41

Bona, L. (2024). Financiarización subordinada en Argentina: sus características en el siglo XXI. *Cuadernos De Economía Crítica*, 10(20), 17-41.

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*. Buenos Aires: Capital Intelectual.

Cantamutto, F. y Wainer, A. (2013). *Economía Política de la Convertibilidad*. Buenos Aires: Capital Intelectual.

Cantamutto, F., Schorr, M. y Wainer, A. (2024). *Con exportar más no alcanza. Aunque neoliberales y neodesarrollistas insistan con eso*. Buenos Aires: Siglo XXI.

Fatás, A., y Summers, L. (2018). The permanent effects of fiscal consolidations. *Journal of International Economics*, 112, 238-250.

Gelpern, A., Horn, S., Morris, S. Parks, B. y Trebesch, C. (2021). “How China Lends: A Rare Look into 100 Debt Contracts with Foreign Governments.” 21–7. Washington D.C: Peterson Institute for International Economics.

Guzmán, M. (2016). Restructuring of sovereign debt in a legal financial architecture with holes. *Legal Review*, 3, 611-627.

Guzmán, M. (2019). Long-term debt sustainability and the Sustainable Development Goals: Beyond the short-term prioritization of creditor interests. *12th UNCTAD Debt Management Conference*, Geneva.

Guzmán, M. (2020). An Analysis of Argentina’s 2001 Default Resolution. *Comparative Economic Studies*, 62(4): 701–738.

Guzmán, M., Ocampo, J. et Stiglitz, J. (ed.) (2016). *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*. Columbia: Columbia University Press.

Portelli, H. (2011). *Gramsci y el bloque histórico*. Buenos Aires: Siglo XXI.

Hardie, I. (2011). How much can governments borrow? Financialization and emerging markets government borrowing capacity. *Review of International Political Economy*, 18 (2), 141-167.

Kose, M. Ayhan, P, Ohnsorge, F. y Sugawara, N. 2021. Global Waves of Debt. Causes and Consequences. International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank Group.

Fondo Monetario Internacional (FMI) (2002). Sovereign Debt Restructuring Mechanism—Further Considerations. Washington, DC: IMF

Fondo Monetario Internacional (FMI) (2011). Managing Sovereign Debt and Debt Markets through a Crisis—Practical Insights and Policy Lessons. Washington, DC: IMF

Fondo Monetario Internacional (FMI) (2014). Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring. Washington, DC: IMF.

Fondo Monetario Internacional (FMI) (2021). “Fiscal Monitor, October 2021.” Washington D.C. <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/10/13/fiscal-monitor-october-2021>.

Lampa, R., Tavsci, D. y Ventimiglia, L. (2022). External finance, subordinated financialisation: a reflection on Argentina's currency flights in the last three decades. *Cambridge Journal of Economics*, 48(4), 1-27.

Lapavitsas, Costas. 2013. *Profiting Without Producing How Finance Exploits Us All*. Londres: Verso.

Manzanelli, P. y Bona, L. (2024). La dinámica del endeudamiento externo argentino y el rol de los grupos económicos en la demanda de divisas, 2015-2022. *Ciclos En La Historia, La Economía Y La Sociedad*, (62), 3-34.

Mckinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D. C.: Brookings Institution

Ministerio de Economía (2021). “Restoring the sustainability of public debt”. Disponible en <https://www.economia.gov.ar/en/republic-of-argentinas-press-release-on-the-process-to-restore-the-sustainability-of-public-debt-issued-in-foreign-currency/>

Munevar, D. (2021). “Sleep Now in the Fire: Sovereign Bonds and the Covid-19 Debt Crisis.” European Network on Debt and Development. Disponible en https://www.eurodad.org/sovereign_bonds_covid19

Patnaik, U. y Patnaik, P. (2021). *Capital and Imperialism. Theory, History and the Present*. New York: Monthly Review Press.

Poulantzas, N. (1978). *Political power and social classes*. London: Verso.

Powell, J. (2013). Subordinate financialisation: a study of Mexico and its nonfinancial corporations [University of London]. <https://core.ac.uk/download/pdf/19090664.pdf>

Ross, J. (2019). *Why not Default? The Political Economy of Sovereign Debt*. Princeton: Princeton University Press.

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.

Stallings, B. (2014). La economía política de las negociaciones de la deuda: América Latina en la década del ochenta. In Ocampo et al. (comp.), *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. Santiago: ECLAC.

Toussaint, E. (2019). *Le systeme dette. Histoire des dettes souveraines et de leur repudiation*. Paris: Les livres qui libèrent.

Wainer, A. (ed.) (2021). *¿Por qué faltan dólares? Las causas estructurales de la restricción externa en la economía argentina*. Buenos Aires: Siglo XXI.

Banco Mundial (BM) (2024). International Debt Statistics (IDS). Debtor Reporting System (DRS). <https://www.worldbank.org/en/programs/debt-statistics/ids>