



Universidad Nacional de Rosario

Facultad de Ciencia Política y Relaciones Internacionales

Licenciatura en Relaciones Internacionales

Tesina de grado

El vínculo entre Argentina y los capitales internacionales entre 2015 y 2019.
Aproximaciones desde los condicionantes domésticos e internacionales.

Estudiante: Lagorio, Franco. L-1327/7

francoalagorio@gmail.com

Director: Dr. José Fernández Alonso

Rosario, agosto de 2020

AGRADECIMIENTOS

A mis viejos, por darme la enorme posibilidad de estudiar, por inculcarme el valor del esfuerzo, y por creer en mí

A mi hermano, por ser mi constante consejero de experiencias

A mis amigos de siempre, y a los grandes amigos que me dieron el tiempo y la hermosa Rosario

A aquellas personas que ya no están, pero que fueron un soporte muy importante en mis primeros pasos

A José, por haber dedicado parte de su tiempo a acompañarme en este camino con su sabiduría y experiencia

A Jaime y Marcelo, por hacer un lugar en sus incansables agendas para conversar conmigo y compartir su experiencia en el tema de esta investigación

Al aprendizaje constante que, con aciertos y errores, me dio esta increíble casa de estudios

A la inmensa Universidad Pública, por hacer posible que miles de pibes y pibas como yo accedan a la educación pública, gratuita y de calidad

A la vida.

¡GRACIAS!

Resumen

La presente tesina se propone analizar el vínculo entre la República Argentina y los capitales internacionales entre 2015 y 2019, con aproximaciones desde los condicionantes domésticos e internacionales. En este sentido, este estudio centrará su atención en la influencia que dichos condicionantes ejercen sobre la articulación del país con los flujos de capital, y cómo a lo largo del período aumentaron o disminuyeron la sensibilidad y vulnerabilidad argentina en su inserción financiera internacional.

En este marco, este estudio trabaja sobre la hipótesis de que, *si bien la administración de Mauricio Macri asumió la presidencia con el objetivo de reinsertar a Argentina en el mundo y atraer inversiones en un marco de buenas relaciones con los capitales, lo cierto es que el conjunto de condicionantes domésticos e internacionales presentes durante este período pujaron a obstruir este objetivo inicial, lo que, a la postre, aumentó la sensibilidad y la vulnerabilidad del país.*

Para ello, en el desarrollo del trabajo se abordan los condicionantes domésticos e internacionales a partir de variables políticas y económicas consideradas relevantes al tema de estudio anunciado.

La investigación consignada en la presente tesina se basa en un estudio de caso que propone un análisis de contenido. Por ello, se observa un diseño metodológico con un enfoque mixto que combina técnicas y herramientas propias del enfoque cualitativo, pero utilizando también técnicas y herramientas cuantitativas en forma complementaria.

ÍNDICE

Resumen	2
Introducción.....	8
Capítulo 1: La inserción financiera de Argentina bajo el gobierno de Cambiemos: análisis en torno a los condicionantes domésticos.....	14
1.1. Las fortalezas y debilidades políticas de la alianza Cambiemos.....	14
1.2. El dilema entre gradualismo y <i>shock</i> en la administración de Mauricio Macri ...	19
1.3. Argentina y la problemática de restricción externa sostenida.....	25
1.4. La estrategia de Mauricio Macri hacia los capitales internacionales	32
1.5. El ingreso de capitales entre 2015 y 2019	42
1.6. A modo de cierre	46
Capítulo 2: La inserción financiera de Argentina bajo el gobierno de Cambiemos: análisis en torno a los condicionantes internacionales.....	48
2.1. Consideraciones en torno a las variaciones de las tasas de interés de la FED	49
2.2. Desempeño del escenario internacional y sus efectos sobre la liquidez internacional.....	52
2.3. Evolución del precio de las principales <i>commodities</i> exportadas por Argentina .	60
2.4. Las calificaciones crediticias otorgadas a la República Argentina	62
2.4.1. Ratings obtenidos según las principales agencias calificadoras de riesgo	62
2.4.2. La evolución del riesgo país argentino	66
2.5. A modo de cierre	69
Conclusiones finales	71
Referencias bibliográficas	74

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Tabla 1: Características del gabinete económico en la presidencia de Mauricio Macri	21
Gráfico 1: Evolución de las Reservas Internacionales totales del BCRA (2015-2019)...	28
Gráfico 2: Ingresos netos de capitales extranjeros en la República Argentina (2015-2018).....	31
Tabla 2: Distribución de los <i>holdouts</i> tenedores de bonos de la República Argentina...	34
Tabla 3: Toma de deuda por año en millones de dólares en la República Argentina (2015-2019).....	36
Gráfico 3: Principales flujos de la balanza de pagos en la República Argentina. Cuarto trimestre de cada año (2015-2019).....	43
Gráfico 4: Evolución de stock de deuda externa en la República Argentina (2015-2019)	44
Gráfico 5: Deuda Bruta de la Administración Central por moneda en % del PIB (2015-2019).....	45
Gráfico 6: Evolución de la Tasa de la Reserva Federal de EEUU (2015-2019).....	50
Gráfico 7: Flujos netos de capitales hacia América Latina (2016-2018).....	51
Gráfico 8: Tasas de variación de la liquidez global (2015-2018).....	55
Tabla 4: Relevancia de los productos agropecuarios y sus derivados en las exportaciones argentinas en 2017.....	60
Gráfico 9: Evolución del Índice de Precios de Materias Primas (IPMP) y del Índice de Precios de Materias Primas agropecuario (IPMP agropecuario) (2015-2019).....	61
Tabla 5: Ranking de calificaciones de deuda soberana de largo plazo según Standard & Poor's, Moody's y Fitch.....	63

Tabla 6: Calificaciones crediticias recibidas por la República Argentina (2015-2019)	
.....	64
Gráfico 10: Evolución del riesgo país de la República Argentina (2015-2019).....	67

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS Y ACRÓNIMOS

AFIP	Administración Federal de Ingresos Públicos
BM	Banco Mundial
BP	Balanza de Pagos
CC	Coalición Cívica
CELAG	Centro Estratégico Latinoamericano de Geopolítica
CGT	Confederación General del Trabajo de la República Argentina
EEUU	Estados Unidos
FED	Tasa de la Reserva Federal de Estados Unidos
FMI	Fondo Monetario Internacional
G20	Grupo de los 20
IED	Inversión Extranjera Directa
IMPM	Índice de Precios de las Materias Primas
INDEC	Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
PASO	Elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias
PBI	Producto Bruto Interno
PEN	Poder Ejecutivo Nacional
PRO	Propuesta Republicana
RRII	Relaciones Internacionales
UCR	Unión Cívica Radical
UE	Unión Europea

IVA

Impuesto al Valor Agregado

Introducción

El vínculo del Estado argentino con los capitales atraviesa, desde hace décadas, a la cotidianeidad de la realidad política, económica y social argentina produciendo impactos sobre ella, principalmente a partir de la generación de restricciones en el manejo de las cuentas nacionales, y las externalidades negativas sobre la economía y la sociedad, en general.

Esta situación es la que motivó a realizar la presente investigación, la cual tiene como objetivo general analizar los condicionantes domésticos e internacionales que afectaron la relación de Argentina con los capitales internacionales entre 2015 y 2019. En correspondencia con tal objetivo, indicamos que cuatro son los objetivos específicos, a saber: 1) Analizar el rol que las variables políticas y los diferentes modos de acción gubernamental tuvieron sobre las acciones del Gobierno nacional hacia el capital externo; 2) Identificar la incidencia del desempeño de las cuentas nacionales en el acceso al financiamiento internacional; 3) Escrutar los efectos de las calificaciones crediticias y de riesgo otorgadas a la República Argentina sobre el acceso al financiamiento internacional; 4) Indagar sobre la incidencia de la liquidez internacional y de la tasa de interés internacional de referencia en el acceso al financiamiento internacional de la República Argentina.

Esta tesina de grado sostiene como hipótesis de trabajo que *si bien la administración de Mauricio Macri asumió la presidencia con el objetivo de reinsertar a Argentina en el mundo y atraer inversiones en un marco de buenas relaciones con los capitales, lo cierto es que el conjunto de condicionantes domésticos e internacionales presentes durante este período pujaron a obstruir este objetivo inicial, lo que, a la postre, aumentó la sensibilidad y la vulnerabilidad del país.*

Con vistas a abordar los objetivos y la hipótesis señalados, esta tesina hace uso de conceptos inherentes a diferentes teorías de las Relaciones Internacionales (RRII) y de la Economía. La triangulación de las contribuciones teóricas de estas disciplinas nos permite generar un análisis integral del vínculo entre Argentina y los capitales internacionales entre 2015 y 2019.

En aras de encuadrar el escenario internacional en el que se despliegan los vínculos entre Argentina y los capitales internacionales, el presente estudio se sustenta

el institucionalismo liberal. En términos particulares, se asiste de las formulaciones desarrolladas en la teoría de la interdependencia compleja de Robert O. Keohane y Joseph S. Nye (1989). Estos autores entienden que la “Interdependencia en la política mundial se refiere a situaciones caracterizadas por efectos recíprocos entre los países o entre actores de diferentes países” (Keohane & Nye, 1989, p.22). Cabe aclarar que la interdependencia es abordada por los autores como dependencia mutua con efectos de costos recíprocos y asimétricos.

Los postulados de la teoría de la interdependencia compleja habilitan un marco propicio para abordar el vínculo entre Argentina y los capitales internacionales, en el sentido de que es un enfoque que pone en consideración dimensiones y actores de la escena internacional diferentes al Estado. En el caso de esta tesina, tales dimensiones y actores remiten al campo de las finanzas e inversores internacionales. Esto significa comprender que, además del canal interestatal, existen otros canales –canales múltiples (Keohane & Nye, 1989)- donde se pueden generar interacciones, como son el transgubernamental y el transnacional, los cuales remiten a las interacciones que ocurren entre distintas reparticiones de gobierno además de las administración central, en el primer caso, y a aquellas que se dan entre actores distintos a los Estados, en el segundo caso. A modo de ahondar sobre el carácter de dichas interacciones, se observa lo dicho por Tokiatlán y Pardo (1990) “vinculaciones entre las burocracias y entre distintos agentes no estatales que, en forma creciente, participan más activa y decididamente en el proceso internacional (...) los análisis de la realidad global deben incluir el papel de las relaciones transnacionales, producto de una expansiva internacionalización económica” (p.350). De este modo, en el postulado de la interdependencia compleja, el Estado deja de ser el único actor en la política mundial, y, en efecto, se reconoce la existencia de otros actores.

Además, en lo que hace a la visión del propio Estado como actor, se coincide con lo dicho por Vengoa (1994), quien afirma que “El Estado tampoco era percibido como un actor unitario porque se sostenía que, al interior del aparato estatal, había una multiplicidad de agentes que poseían diversos grados de influencia y disponían de variadas motivaciones en sus acciones” (p.1).

Como se dijo anteriormente, interdependencia asimétrica significa un escenario de dependencia mutua pero con efectos de costos recíprocos y asimétricos. Sobre la

base de esta afirmación, y con el fin de ahondar sobre los efectos que los condicionantes domésticos e internacionales generaron a la inserción financiera del gobierno de Cambiemos, se introducen los conceptos de sensibilidad y vulnerabilidad trabajadas por esta teoría. En este sentido, se asume que “sensibilidad implica grados de respuesta dentro de una estructura política (¿con qué rapidez los cambios en un país ocasionan cambios, con determinado costo, en otro país y cuál es la magnitud de ese costo?)” (Keohane y Nye, 1988, p. 26), mientras que “la vulnerabilidad puede definirse como la desventaja de un actor que continúa experimentando costos impuestos por acontecimientos externos aun después de haber modificado las políticas” (Keohane y Nye, 1988, p. 28).

En lo que hace a los capitales internacionales, si bien no se reconoce al ámbito financiero como un régimen, es cierto que este conjunto de actores establece procedimientos dentro de los cuales actúan los miembros participantes (el Estado argentino, por caso). De algún modo, se trata de marcos de acción que, en mayor o menor medida, condicionan el actuar de sus participantes. En este contexto, resulta oportuno recurrir al concepto de permisividad internacional, el cual “refiere a la medida en que, dada la situación geopolítica de un país y sus relaciones internacionales, este país disponga de condiciones para neutralizar el riesgo proveniente de terceros países” (Jaguaribe, 1979, p.97). A pesar que este concepto se desarrolló de forma previa a la teoría de la interdependencia, se considera pertinente para esta tesina, ya que aporta a la comprensión de la existencia de márgenes de acción que el país pueda tener en un momento dado.

En este marco analítico propuesto por el institucionalismo liberal se introduce la estrategia de política exterior llevada a cabo por Argentina entre 2015 y 2019, la cual Lafer (2002) definió como una “política pública cuyo objetivo radica en traducir necesidades internas en posibilidades externas para ampliar el control de una sociedad sobre su destino” (citado en Actis, 2012, p.43). En este sentido, el objetivo de “la política exterior radica en diseñar políticas e iniciativas en el plano externo que satisfagan los intereses domésticos, sean funcionales al desarrollo de sus sociedades y ayuden a consolidar la presencia internacional de un país” (Actis, 2012, p.402).

Los discursos y acciones de la política exterior se reconocen permanentemente atravesados por condicionantes domésticos e internacionales, que facilitan o constriñen

la concreción de un programa o plan inicial de gobierno, la estrategia de inserción financiera internacional, por caso. La incidencia de los condicionantes domésticos y externos en la política exterior fueron objeto de gran análisis y discusión en el campo de las Relaciones Internacionales, destacándose las contribuciones de Rosenau (1967), Putnam (1988) y Manning (1977).

Dichos determinantes internos y externos son los que en esta tesina se observa bajo el concepto de condicionantes domésticos e internacionales. Respecto a los condicionantes internacionales, corresponden a aquellas variables “(...) de origen externo y pueden ser de orden político, económico, estratégico, cultural, social, entre otros” (Actis et al., 2017, p.10). Por otro lado, los condicionantes domésticos se definen “(...) asociados a una serie de variables propias del ámbito interno de un país. Van Klaveren (1992, 179 y ss) subraya el peso del sistema político, que incluye al régimen político; la política económica o estrategia de desarrollo adoptada por el gobierno de turno; los actores y las características del proceso de toma de decisiones y, por último, los recursos o capacidades, tangibles o intangibles, que el Estado posee a la hora de llevar adelante la formulación de PE, como los factores económicos, demográficos, geográficos, étnicos, culturales” (citado en Busso, 2019, p.5)

En consideración del complejo de objetivos e hipótesis de la presente tesina, se conciben como condicionantes internacionales la evolución de los flujos internacionales de capital, así como también la liquidez internacional y la variación de los precios de las *commodities*. Esto es, fenómenos por sobre los que el país no tiene capacidad de influencia, aunque afectan sobremanera su desempeño. Entre los condicionantes domésticos que afectaron la vinculación de Argentina con los flujos internacionales de capital durante el período 2015-2019, el trabajo pondera las características ideológicas de los miembros de la alianza Cambiemos, el respaldo parlamentario y de los gobernadores, las condiciones económicas con las que el gobierno de Macri asumió y la estrategia esbozada para la gestión de los desequilibrios externos e internos.

En este punto, es conveniente aclarar que, el desarrollo de los conceptos que dieron sustento teórico a esta tesina de grado no se agota en esta introducción, sino que es profundizado a lo largo de la investigación.

La investigación consignada en la presente tesina se basó en un estudio de caso de tipo intrínseco. Esto a partir de que este tipo de estudio de caso pone “(...) énfasis en

el significado de un tema o problema dado para una población determinada en un tiempo y espacio definidos” (Kröll, 2000, p.13). En efecto, el diseño metodológico se realizó a partir de un enfoque mixto que combina técnicas y herramientas propias del enfoque cualitativo, pero utilizando también técnicas y herramientas cuantitativas en forma complementaria a fin de reforzar los resultados del abordaje del problema de investigación planteado.

En lo que respecta a las técnicas de recolección, se manifiesta que llevamos adelante un relevamiento documental y estadístico sistemático que incluyó fuentes primarias y secundarias. Las primeras refieren a documentos oficiales, archivos, y otras publicaciones de carácter estatal, sumado a las calificaciones desarrollados por las agencias calificadoras de riesgo. Las fuentes secundarias, por su parte, hacen a periódicos, revistas, publicaciones académicas y reportes.

Mientras que las primarias nos permitieron indagar sobre la información estadística y normativa original del objeto de estudio, las segundas nos sirvieron como apoyo para analizar esa información obtenida de primera mano. Además, con el propósito de lograr mayor profundidad en la investigación, realizamos entrevistas semi estructuradas¹ a un funcionario del gobierno de Cambiemos, y a un asesor presidencial de dicho gobierno con conocimiento en la temática.

En lo que hace al tipo de análisis, procedimos al análisis de contenido, que nos ha resultado más ilustrativo de acuerdo con los propósitos perseguidos, los documentos disponibles y la naturaleza de posibles futuras investigaciones. De modo complementario, se recurrió al análisis estadístico en vistas a reforzar los resultados de la investigación.

El recorte temporal de esta tesina abarca un período de 4 años correspondiente a la presidencia de Mauricio Macri (2015-2019). En este respecto, se aclara que el recorte temporal toma como punto inicial la asunción del mencionado mandatario – consustanciada en diciembre de 2015- y como cierre la finalización de la administración, fechada en diciembre de 2019. Este recorte temporal responde a la relevancia histórica que el mismo posee en la relación entre Argentina y los capitales

¹ Las entrevistas fueron realizadas a Jaime Durán Barba, asesor presidencial de Mauricio Macri, y a Marcelo Scaglione, subsecretario de Estado para el acceso de Argentina a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE). En la sección de referencias bibliográficas, se detallan los datos de las mismas.

internacionales, en un marco donde se lo consideró metodológicamente factible debido a la disponibilidad de datos y la extensión del período.

Tras esta introducción, la presente tesina se despliega en dos capítulos de desarrollo y unas consideraciones finales a modo de conclusión. El primer capítulo ahondará en el desarrollo de los condicionantes domésticos y el peso que tuvieron en la inserción financiera de Argentina, mientras que el segundo lo hará sobre la influencia que ejercieron los condicionantes de carácter internacional. Por último, se abordará a un conjunto de conclusiones finales.

Capítulo 1: La inserción financiera de Argentina bajo el gobierno de Cambiemos: análisis en torno a los condicionantes domésticos

Este capítulo aborda el conjunto de variables internas que condicionaron en el plano nacional el vínculo entre Argentina y los capitales internacionales durante el período que va de 2015 a 2019. En este sentido, dichos condicionantes, si bien son de diversa índole, a los fines analíticos del presente estudio, se clasificaron entre condicionantes políticos y económicos. En el plano político, se observa la política hacia los capitales llevada a cabo por el gobierno de Mauricio Macri, junto al análisis de cómo el dilema entre el gradualismo y el *shock*, y la composición de la alianza Cambiemos hacia dentro y en relación hacia la oposición -tanto en el ámbito legislativo como respecto a los gobernadores provinciales del país- condicionaron el vínculo con los capitales internacionales. En lo que hace al plano económico, se considera a la restricción externa del país y a la evolución de las cuentas nacionales.

Para ello, este capítulo está estructurado en seis apartados, tres de ellos dirigidos al estudio de los condicionantes políticos, dos al estudio de los condicionantes económicos y uno que propone una síntesis del capítulo. El primer apartado hace referencia a las fortalezas y debilidades que tuvo el gobierno de Cambiemos desde su asunción en 2015, mientras que el segundo apartado hace un abordaje sobre el rol que tuvo el dilema entre el gradualismo y *shock* sobre dicho gobierno. El tercer apartado ahonda sobre la restricción externa sostenida del país, mientras que el cuarto y quinto apartado lo hacen sobre la estrategia de Macri hacia los capitales internacionales y sobre cómo fue la llegada de estos al país durante el período estudiado. Finalmente, el apartado final propone realizar una síntesis global del capítulo.

1.1. Las fortalezas y debilidades políticas de la alianza Cambiemos

La alianza que gobernó Argentina entre 2015 y 2019 estaba constituida principalmente por el partido Propuesta Republicana (PRO) junto a la Coalición Cívica (CC) y parte de la Unión Cívica Radical (UCR), y también contó por momentos con la alianza con diversas fracciones del peronismo, lo cual de entrada mostró una

necesidad de constante negociación entre los diferentes sectores políticos, hacia dentro y hacia fuera de la alianza.

Por lo antedicho, el ajustado triunfo de Cambiemos en el ballottage presidencial realizado el 22 de noviembre de 2015 tuvo una limitación inicial: no contó con mayoría en ninguna de las dos cámaras del Congreso, ya que, en la Cámara de Diputados la alianza contaba con 87 diputados (contra 97 del Frente para la Victoria, principal fuerza opositora), y en el Senado tenía 15 representantes, (menos de la mitad de senadores que el bloque del PJ-FPV, que tenía 39). Al mismo tiempo, también contaba con números desfavorables respecto a las gobernaciones obtenidas, ya que, de 23 provincias sólo 5 poseían un gobernador de Cambiemos, mientras que 11 eran del sector del peronismo.

Esta situación minoritaria en términos de posiciones políticas, generó la necesidad (y por momentos la limitación) de negociar con diversos sectores políticos para contar el apoyo de las provincias y del Congreso en el avance de las medidas que el gobierno de Mauricio Macri creía necesarias en este objetivo de que el país vuelva al mundo. Tal como señalan Gené y Vommaro (2017): “Utilizó para ello dos caminos: la concesión de modificaciones a los proyectos de ley y el otorgamiento de recursos especiales a las provincias en las que el gobernador lograba sumar votos por fuera del FPV” (p.249).

En este sentido, se puede observar que “La tensión entre el programa que la nueva coalición política viene a llevar a cabo y la necesidad de mantener la gobernabilidad política y social se volvió más acuciante por el carácter minoritario del nuevo gobierno; Cambiemos dio pruebas de una gran capacidad de negociación y de incorporación de aliados, aunque sea circunstanciales.” (Gené y Vommaro, 2017, p.251). En efecto, se afirma que “lo novedoso de Cambiemos en el gobierno es la prudencia política –resumida por el término gradualismo– con la que se propuso llevar adelante sus objetivos económicos. Esto es: el gobierno priorizó en todo momento la sustentabilidad del viraje propuesto, incluso si eso exigía postergar medidas centrales de su programa económico” (Freytes y Niedzwiecki, 2018, p.128). Asimismo, esta situación generó que las reformas pretendidas por el gobierno de Cambiemos tuviesen un ritmo altamente vinculado al conjunto de acuerdos logrados en el plano político y social.

En este sentido, una de las primeras medidas importantes donde se evidenció el apoyo del Parlamento al gobierno de Cambiemos tuvo que ver con la aprobación de la Ley 27.249, que derogó la Ley Cerrojo y la Ley de Pago Soberano² y habilitó el pago a los *holdouts*³. En este caso, el oficialismo obtuvo un importante apoyo en el Senado Nacional, definitorio para avanzar la recomposición del vínculo entre Argentina y los capitales internacionales.

No obstante, así como el gobierno encontró apoyo en la aprobación de las primeras leyes que permitieron el avance con los *holdouts*, lo cierto es que este panorama favorable no se mantuvo de la misma forma durante todo el mandato. En este respecto, el Congreso Nacional por momentos operó como una traba que puso freno o ralentizó la idea de renovación y transformación que Macri había prometido en su inicio de gestión. Basta observar que “Macri no solo fue el presidente que debió gobernar en minoría en ambas cámaras. También fue el que, desde el retorno democrático, tuvo menos leyes aprobadas durante su gestión. En sus tres primeros años, fueron 253. La parálisis legislativa de este año electoral no modificó sustancialmente ese número, ya que a septiembre solo se aprobaron 7 normas, lo que da un total de 260. Solo 74 de las 253 normas que obtuvieron sanción entre 2016 y fines del 2018 fueron iniciativa del Ejecutivo. Apenas el 29%” (Di Mauro, 2019, s/d).

Hacia 2017, en el marco de un año electoral y con la convicción del Poder Ejecutivo Nacional (PEN) de que el país debía ingresar a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) como parte de la estrategia internacional (se ahonda en el apartado 1.4.), el oficialismo se enfrentó a un nuevo desafío de encontrar el equilibrio entre lo que este organismo le exigía en términos de medidas y lo que los condicionantes domésticos le permitían realizar.

² La Ley 27.249 o Ley de Deuda Pública, se sancionó el 30 de marzo de 2016 y fue publicada el 1 de abril del mismo año, dispuso la derogación de la Ley Cerrojo y la Ley de Pago Soberano y habilitó la emisión de bonos del Tesoro de la Nación y/o de otras operaciones de empréstito público que fuesen necesarias para realizar el pago a los *holdouts*. Por su parte, la Ley Cerrojo o Ley 26.017 fue sancionada en el 2005 y establecía que el Poder Ejecutivo no podía reabrir el proceso de canje de los bonos del Estado Nacional. Mediante esta ley también se prohibían las negociaciones con quienes no hubiesen entrado al canje realizado el 25 de febrero de 2005. La Ley de Pago Soberano o Ley 26.984 fue sancionada en 2014 y tenía como objetivo permitirle el cobro a quienes tenían Títulos Públicos y se vieron impedidos de efectuarlo por órdenes judiciales dictadas en Nueva York (como se observa más adelante).

³ El término *holdouts* hace referencia a aquellos acreedores de la deuda soberana argentina que se negaron a participar en el proceso de canjes de deuda soberana realizado en 2005 y 2010. Cabe mencionar que “el grupo de *holdouts* incluía no sólo fondos buitre sino también otros tenedores de bonos que habían comprado los bonos antes de que el país entrara en un período de crisis” (Guzmán, 2018, p.80).

En este sentido, a días de las elecciones Primarias, Simultáneas, Abiertas y Obligatorias (PASO) llevadas a cabo el 13 de agosto de 2017, la OCDE expresó –a través del Estudio Multidimensional sobre Argentina (2017)- las recomendaciones para el país en el marco de la solicitud para ingresar al organismo, las cuales principalmente tenían que ver con: subir la edad jubilatoria de las mujeres, reforma laboral, eliminar subsidios en sectores puntuales, y bajar el déficit fiscal. Lo cierto es que varias de estas medidas propuestas por la OCDE resultaban difíciles de alcanzar para el oficialismo debido al contexto nacional electoral y de demandas sociales que atravesaba Argentina, como por ejemplo respecto al pedido de la organización de realizar una revisión del gasto público.

Sumado a esto, es importante considerar que, incluso luego de ganar las elecciones de mediados de término en 2017 y mejorar consiguientemente su posicionamiento en el Congreso de la Nación, Cambiemos siguió siendo una minoría dentro de ambas cámaras legislativas, por lo que siguió dependiendo del consenso y la negociación con la oposición para avanzar en nuevos proyectos de ley por la vía parlamentaria.

Hasta ese momento, el presidente contó con el apoyo del Congreso y de los gobernadores, lo cual tuvo su mayor expresión -en el marco general de la vuelta argentina al mundo, y en particular de la solicitud argentina para ingresar a la OCDE- en la firma del Pacto Fiscal en noviembre de ese año, cuando el Gobierno nacional y los gobernadores (excepto San Luis) alcanzaron este acuerdo, mediante el cual se comprometían a una serie de medidas pero principalmente a una baja de la presión tributaria sobre la actividad económica en las provincias. Este hecho también fue prueba fehaciente del apoyo del Parlamento, debido a que un acuerdo de tales características debía ser aprobado por el mismo. Con tal respaldo legislativo, la administración presidida por Macri logró promulgar la Ley del Presupuesto 2018, la denominada Ley del Consenso Fiscal y la Ley de Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno⁴.

⁴ La Ley del presupuesto 2018 refiere a la Ley 27.431, que aprobó el presupuesto general de la administración nacional para ese año. En segundo lugar, la Ley del Consenso Fiscal corresponde a la Ley 27.429, que formalizó el acuerdo entre la administración central y las provincias respecto a las metas fiscales. Por último, la Ley de Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno se corresponde con la Ley 27.428 y también fue la formalización de un acuerdo entre representantes de ambos niveles de gobierno. Las tres leyes fueron publicadas el 2 de enero de 2018.

Hacia 2018, cuando el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) (se detalla en el apartado 1.4.) exigió al gobierno avanzar en políticas que redujeran el déficit, con el deterioro consiguiente en la vida social argentina, el gobierno contó con lo que “(...) el controversial escritor argentino Jorge Asís –devenido estridente analista y operador político– calificó como “dadores voluntarios de gobernabilidad”. Entre ellos, se encuentra no solo gran parte del peronismo político que habilitó la aprobación de más de 100 leyes que facilitaron la tarea de Cambiemos (fuerza minoritaria en el Parlamento), sino también la acción o inacción de las conducciones de los sindicatos y la Confederación General del Trabajo (CGT) y los llamados “movimientos sociales”, herederos sobre todo del mundo piquetero de los años 2000, quienes actuaron para evitar que se configurara un escenario del tipo del de diciembre de 2017” (Rosso, 2019, p.10).

En este contexto, donde el impacto negativo de los condicionantes internacionales aceleraron los tiempos políticos en el país, Macri apostó nuevamente a contar con el apoyo del Congreso, lo cual quedó en evidencia con la aprobación en mayo de 2018 de la Ley de Financiamiento Productivo (o de reforma del mercado de capitales)⁵ como nuevo gesto a los capitales internacionales, y la cual fue posible gracias al apoyo legislativo del peronismo (expresado en los bloques partidarios Argentina Federal y del Frente Renovador) a dicho proyecto de ley. Esto también se observó en junio de 2018, cuando en el marco de una fuerte suba del dólar “el presidente Mauricio Macri envió un mensaje a un mercado financiero nervioso y aseguró que el Gobierno no se desviará en su plan de “achicar el déficit fiscal”. “Esta vez la Argentina va a cumplir”, subrayó Macri junto al gobernador peronista de Entre Ríos, Gustavo Bordet” (Infobae, 2018, s/d).

A pesar de esto, es importante considerar que, avanzado el año 2018, comenzaron a aparecer las críticas de diversos sectores hacia dentro del Congreso, como asimismo por parte de los gobernadores, quienes, si bien continuaron apoyando al compromiso fiscal mencionado previamente, ya mostraban inquietudes respecto al futuro económico del país. Este escenario se agudizó hacia 2019, en un año electoral donde el contexto económico nacional, el difícil contexto internacional y el propio

⁵ La Ley de Financiamiento Productivo es el nombre acuñado a la Ley 27.440, que presenta como intención el impulso al financiamiento de las Pequeña y Mediana Empresas. Fue publicada el 11 de mayo de 2018.

desgaste de la administración Macri, llevaron a una situación donde la composición de la alianza, sumada a la composición parlamentaria y a la constante necesidad de negociar con gobernadores de la oposición coartaron las posibilidades de acción del gobierno.

Esta tendencia se reafirmó a partir del resultado de las PASO del 12 de agosto de 2019, que dio una amplia victoria al candidato opositor, Alberto Fernández, y donde el entonces presidente Macri consolidó la pérdida de poder para negociar con el Congreso y las administraciones provinciales. Esto se evidenció cuando todos los gobernadores no oficialistas se pronunciaron en contra de las medidas económicas que hacia el 22 de agosto proponía el Gobierno nacional en el marco de la necesidad de alcanzar las metas que exigía el FMI, vinculadas al impuesto a las ganancias, al monotributo y al Impuesto al Valor Agregado (IVA) a los alimentos.

Así, mientras en 2017 los gobernadores habían sido un apoyo fundamental a la decisión del Gobierno nacional de avanzar hacia las metas que se habían propuesto en el marco de mejorar el vínculo con el mundo y los capitales, hacia el fin del mandato de Macri fueron estos mismos gobernadores quienes generaron una traba a las intenciones del entonces presidente.

Por lo antedicho, se puede observar cómo, entre 2015 y 2019, las características que presentó la alianza de Cambiemos a nivel nacional, la composición parlamentaria que hubo antes y después de las elecciones intermedias de 2017, y el conjunto de gobernadores de las diferentes provincias, si bien tuvieron un primer momento donde condicionaron de forma positiva el vínculo entre Argentina y los flujos de capitales internacionales, lo cierto es que hacia fines de 2018 comenzaron a ser una traba para las necesidades del Gobierno nacional. Todo esto agudizó el peso de los condicionantes económicos, como se verá en el apartado 1.4.

1.2. El dilema entre gradualismo y *shock* en la administración de Mauricio Macri

Este apartado analiza la forma en que la discusión sobre el binomio gradualismo-*shock* en torno a la velocidad en que se llevaban a cabo las medidas que el gobierno creyó necesarias para mejorar su posición financiera internacional

condicionaron la relación entre el gobierno de Cambiemos y los capitales externos; esto entendiendo al gradualismo como “(...) esta tensión entre su vocación neoliberal y las restricciones que fue encontrando, tensión que se reflejó en la evolución de la política económica” (Natanson, 2018, s/d), el cual “consistiría en realizar cambios en pequeñas dosis en variables clave bajo control del Estado, de manera de corregir desequilibrios a nivel macroeconómico” (Portela, 2019, s/d), mientras que “La opción del *shock* consistía en hacer las reformas de fondo al inicio del mandato. Lo que implicaba invertir el capital político” (Etchebarne, 2017, s/d).

Dicho esto, el dilema entre la estrategia del gradualismo y la del *shock*, y las necesidades electorales del gobierno de Cambiemos condicionaron el vínculo a partir del hecho de que, por momentos, se debió atender a esta variable, lo que implicó una traba a las medidas que el gobierno consideraba necesarias llevar a cabo para mejorar la relación con los capitales. Además, por momentos, la variable política-social exigió al gobierno de Cambiemos una mayor expansión monetaria para mantener los niveles altos de aprobación presidencial.

Una de las principales variables que condicionó el binomio entre gradualismo y *shock* fue la composición del gabinete inicial de Macri, en la cual “el 24% de los funcionarios ocupaba un cargo en el sector privado al momento de ser convocado para integrarse al gobierno. Y de esos 86 individuos, 60 eran CEOs que ocupaban los puestos más altos en la dirección de las respectivas firmas, y que ingresaron en su mayoría, al “área económica” (Ministerios de Energía, Producción, Agroindustria y Hacienda, y al BCRA), pero también a carteras más político-sociales como la JGM, Interior y Trabajo” (Canelo y Castellani, 2017, p.32).

Es importante destacar que estos funcionarios venían de desempeñarse en tres sectores particularmente sensibles a la regulación estatal: “el bancario y financiero, el energético y el de servicios profesionales (seguros, consultorías, grandes estudios jurídicos)” (Canelo y Castellani, 2017, p.32). En este sentido, se confirma que el perfil de los elencos de gobierno de Cambiemos tuvo un elemento distintivo respecto a los gabinetes nacionales previos, y tuvo que ver con la alta participación de actores del sector privado y empresarial. En la tabla a continuación se observan las principales características de los titulares de las carteras económicas de la República Argentina entre 2015 y 2019.

Tabla 1: Características del gabinete económico en la presidencia de Mauricio Macri (2015-2019)

Ministerio	Ministro y período	Sector	Antecedentes
Hacienda y Finanzas Públicas	Alfonso Prat Gay (10/12/2015 al 26/12/2015)	PRO	Consultor privado, diputado, presidente del BCRA
Hacienda	Nicolás Dujovne (27/12/2016 al 17/08/2019)	<i>Outsider</i>	Consultor privado, economista jefe del Banco Galicia, Director de Papel Prensa
Finanzas	Luis Caputo (26/12/2016 al 14/6/2018)	<i>Outsider</i>	Miembro del Banco Mundial. Secretario de Finanzas de la Nación.
Hacienda	Hernán Lacunza (17/08/2019 al 9/12/2019)	PRO	Ministro de Economía de la provincia de Buenos Aires

Fuente: Elaboración propia en base a la trayectoria profesional de los ministros.

Si bien esta composición del gabinete inicial de Macri parecería indicar que se trató de un gobierno que avanzó hacia medidas de *shock* económico desde el principio, lo cierto es que, como se dijo en el apartado anterior, la alianza de Cambiemos no era absoluta, por lo que debió negociar, tanto con los gobernadores y los legisladores, como con la sociedad. Aquí es importante remarcar que el PRO –como partido predominante dentro de la alianza Cambiemos- “(...) se concibió como un partido posideológico, con una estrategia flexible y pragmática, que busca construir consensos de gobernabilidad para llevar a cabo su proyecto político” (Vommaro, 2017, p.5). En relación con lo anterior, “Su política de consensos lo llevó, hasta el momento, a preferir el gradualismo antes que las terapias de *shock*. En líneas generales, el desafío del nuevo gobierno reside

en la capacidad de lidiar con esas resistencias y demandas opuestas a su proyecto político, en tiempos de restricciones económicas y sin contar, hasta el momento, con mayoría parlamentaria ni con una abrumadora mayoría electoral” (Gené y Vommaro, 2017, p.234).

Un eje de acción que dejó en evidencia este dilema tuvo que ver con el abordaje de la inflación y el déficit fiscal, dos problemas que la Argentina debía solucionar para mejorar su vínculo internacional. En efecto, desde comienzos de 2016 se visibilizó un debate dentro de la alianza entre gradualistas y partidarios del *shock*. “Aunque en el gobierno había partidarios de ambas posturas, se impuso el gradualismo para el manejo de las finanzas y la producción (el Ministerio de Hacienda) y se concedió el manejo de la política monetaria (la presidencia del Banco Central) a los más ortodoxos. Las tensiones entre los dos comandos de la economía se mantendrían a lo largo de todo el año. Para los gradualistas, era necesario obtener recursos para financiar un gasto público que se mantendría elevado sin recurrir a la emisión monetaria, el cual se tradujo en toma de deuda externa” (Gené y Vommaro, 2017, p.236).

La tensión entre el programa que la nueva coalición política trataba de llevar a cabo y la necesidad de mantener la gobernabilidad política y social se evidenció también respecto al tema de las tarifas y los subsidios, donde se pretendía reducir el gasto del Estado en ese rubro y asegurar un aumento de la rentabilidad a las empresas proveedoras de servicios para promover la inversión privada. Esto finalmente se intentó canalizar en un aumento de las tarifas que fue rechazado por los argentinos y obligó al Gobierno a reorganizar el cronograma de aumentos y mantener una política gradualista.

A pesar de dicho rechazo, lo cierto es que “Al comienzo, en efecto, Macri aplicó una serie de *shocks*: desmontó de un día para el otro el complicado sistema de control de cambio establecido por el kirchnerismo; avanzó en la desregulación de algunos sectores, sobre todo aquellos con los que tenía compromisos políticos (en telecomunicaciones, por ejemplo, adoptó una serie de medidas favorables a los intereses del Grupo Clarín); bajó o eliminó los impuestos a la exportación –las retenciones–, otro compromiso asumido durante la campaña; y avanzó en una veloz y muy costosa normalización del frente financiero mediante el pago de la totalidad de la deuda reclamada por los “fondos buitres”” (Natanson, 2018, s/d).

Por lo dicho, se puede observar cómo, en 2016, el gobierno de Cambiemos se caracterizó por una combinación entre intentos de reforma, manejo de problemas heredados y producidos por la nueva política, y mantenimiento de la gobernabilidad política y social. La respuesta social condicionó los planes de Macri y lo llevó a aplicar protecciones sociales y aumentos salariales que compensaran los problemas económicos.

A pesar de que dicha respuesta empujó a Macri a posponer el programa económico que se pretendía, no le impidió generar un cambio muy significativo al dilema gradualismo y *shock*, que tuvo que ver con la renuncia de Prat Gay del principal ministerio económico, la cual se consumó durante los últimos días de diciembre. Esto cobra importancia a partir del hecho que Prat Gay estaba asociado al sector partidario del gradualismo, pero tras un conflicto en torno a la modificación del impuesto a las ganancias fue removido y su cartera dividida en dos. Desde entonces, entraron en funciones Nicolás Dujovne como ministro de Hacienda -promotor de la reducción del déficit y los subsidios- y Luis Caputo como ministro de Finanzas, proveniente del mundo de las finanzas y los bancos. Al momento de efectuarse este cambio, el entonces jefe de Gabinete, Marcos Peña, afirmó en Conferencia de Prensa que “los nuevos ministros de Hacienda y de Finanzas tendrían como desafío elaborar un plan fiscal y continuar consiguiendo financiamiento para el país” (Peña, 2016).

No obstante, hasta el cuarto trimestre de 2017 la política monetaria tuvo una tendencia hacia el gradualismo. Esto se puede asociar al hecho que en ese año se realizaron las elecciones intermedias en Argentina, fundamentales para definir la composición parlamentaria de cara a la segunda mitad de gestión de Cambiemos. En este marco, la macroeconomía –en líneas generales- mostró una tendencia positiva, tal como afirman Freytes y Niedzwiecki (2018, p.133): “Así, los meses que precedieron a las elecciones exhibieron una mejora en el desempeño agregado de la economía, una desaceleración de la inflación y una recuperación de los salarios respecto de 2016”. En efecto, esta mejora de los indicadores económicos incidió en la recuperación de la imagen del presidente y en los niveles de aprobación del gobierno, lo cual influyó de forma positiva en los resultados electorales obtenidos en las elecciones (Freytes y Niedzwiecki, 2018).

En este sentido, la victoria en las elecciones intermedias parecieron darle la legitimidad necesaria al gobierno para avanzar del gradualismo hacia el *shock* a través de tres grandes reformas: la previsional, la laboral y la impositiva, pero esto desató un marco de tensiones sociales, al punto de que “Las movilizaciones contra la reforma previsional del 14 y 18 de diciembre de 2017, con enfrentamientos violentos frente al Congreso Nacional y múltiples cacerolazos en los barrios porteños protagonizados por sectores de clase media, fueron el punto más alto de la movilización social en la era Macri (...)” (Rosso, 2019, p.10). Finalmente, el gobierno logró la aprobación de la Ley 27.426, vinculada a la reforma previsional, y la Ley 27.430,⁶ vinculada a la reforma tributaria. Distinto fue el caso de la reforma laboral, donde finalmente no se logró materializar en una ley debido a las resistencias recientemente mencionadas. Por lo tanto, es visible cómo dicho aumento de la tensión social condicionó en parte al gobierno de Macri, ya que no permitió avanzar en la totalidad de reformas planteadas.

Por lo dicho hasta aquí, se afirma que hasta 2018, el gobierno avanzó en medidas en el marco de una perspectiva “(...) que se denominó “gradualismo”, cuyo sentido era transitar el ajuste, pero administrando los tiempos para evitar chocar de frente contra un bloque social hostil. El “gradualismo” era a la vez financiado con el endeudamiento que el gobierno creyó infinito e ilimitado” (Rosso, 2019, p.9).

No obstante, es sobre este punto del endeudamiento que el 2018 marcó un cambio en esta tendencia gradualista cuando el difícil contexto internacional y el desequilibrio de las cuentas nacionales (como se verá a lo largo de la tesina) llevaron al gobierno a solicitar un préstamo al FMI y, en efecto, a la necesidad de avanzar hacia medidas de *shock*, ya que “La vuelta al FMI, pergeñada por el gobierno para poner fin a la corrida especulativa contra el peso, trajo consigo un nuevo programa de ajuste con el “déficit cero” como bandera y ya sin lugar para gradualistas. El resultado fue una disminución permanente del volumen político de Cambiemos, que nunca detuvo su marcha descendente” (Rosso, 2019, p.10).

En este sentido, “Desde el punto de vista político, el gobierno macrista, que supuestamente había llegado para reordenar una economía descalabrada, se revelaba, si

⁶ La Ley 27.426 de reforma previsional fue publicada el 28 de diciembre de 2017 y modificó el haber inicial y su fórmula de actualización. Por otra parte, la Ley 27.430 de reforma tributaria fue publicada el 29 de diciembre de 2017 y generó cambios sobre las contribuciones patronales a la seguridad social y sobre el impuesto por utilidades no distribuidas, entre otras modificaciones.

no totalmente impotente, sí desorientado: el gradualismo que supuestamente permitiría ir normalizando las variables fue reemplazado por el desafío de apurar el ajuste comprometido con el FMI sin erosionar todavía más la coalición de apoyos” (Natanson, 2018, s/d). De algún modo, hacia 2018 se generó una situación donde existían dos tensiones contrarias: aquella que exigía el ajuste de variables macroeconómicas para cumplir con lo planteado por el FMI, y aquella que tenía que ver con la presión social, la necesidad de mantener gobernabilidad política y la intención de lograr la reelección a un año de las elecciones presidenciales.

En este sentido, el período que va de 2015 a 2019 mostró una mayor preponderancia hacia el gradualismo, principalmente por la necesidad de mantener capital político frente a la reiterada presión ejercida desde la sociedad y desde la política (como se vio en el apartado anterior). Este gradualismo estuvo sostenido con el endeudamiento externo, lo que, generó una alta dependencia a los mercados financieros internacionales. Cuando en 2018 se cortó el acceso al crédito voluntario internacional y se produjo una reversión de los flujos de capitales que hasta entonces habían llegado al país, la estrategia del endeudamiento se tradujo en un aumento de la sensibilidad y la vulnerabilidad argentina. Esto llevó al gobierno a una situación donde el gradualismo perdió fuerza y, en su lugar, cobró relevancia la opción del *shock*, materializado en ajuste fiscal.

En promedio, el gobierno de Cambiemos “osciló entre la convicción y el pragmatismo, entre la voluntad del nuevo presidente y sus principales colaboradores de avanzar en un programa económico claramente neoliberal y la resistencia política, social y sindical” (Natanson, 2018, s/d). Si bien el gobierno poseía un perfil ideológico que tendía a la aplicación de medidas de *shock*, lo cierto es que factores sociales, políticos y económicos como los mencionados anteriormente llevaron a una tensión constante entre el gradualismo y el *shock* que, de algún modo, truncaron los planes de la gestión Cambiemos respecto a su plan de medidas de gobierno.

1.3. Argentina y la problemática de restricción externa sostenida

Para un país en desarrollo como Argentina, las divisas son un recurso fundamental para dinamizar la estructura productiva nacional (para importar bienes de

consumo, bienes de capital e intermedios que requiere el sistema productivo), pero en la historia reciente también lo fueron para corregir los desequilibrios de las cuentas nacionales. Esta situación genera una relación de dependencia a los capitales. Dicha dependencia se entiende en el marco de lo que establece el concepto de restricción externa, la cual se entiende como la “(...) falta de divisas para que el proceso de crecimiento se transforme en un estado de desarrollo” (Barberis, 2014, p.4). Además, se suma lo dicho por Alfredo Zaiat (2011), quien se refiere a ella como “una de las claves históricas de la economía argentina, porque expresa su vulnerabilidad a shocks del exterior provocados por movimientos de los precios de los productos de exportación y también por la salida de capitales” (s/d), tal como se verá en el capítulo dos.

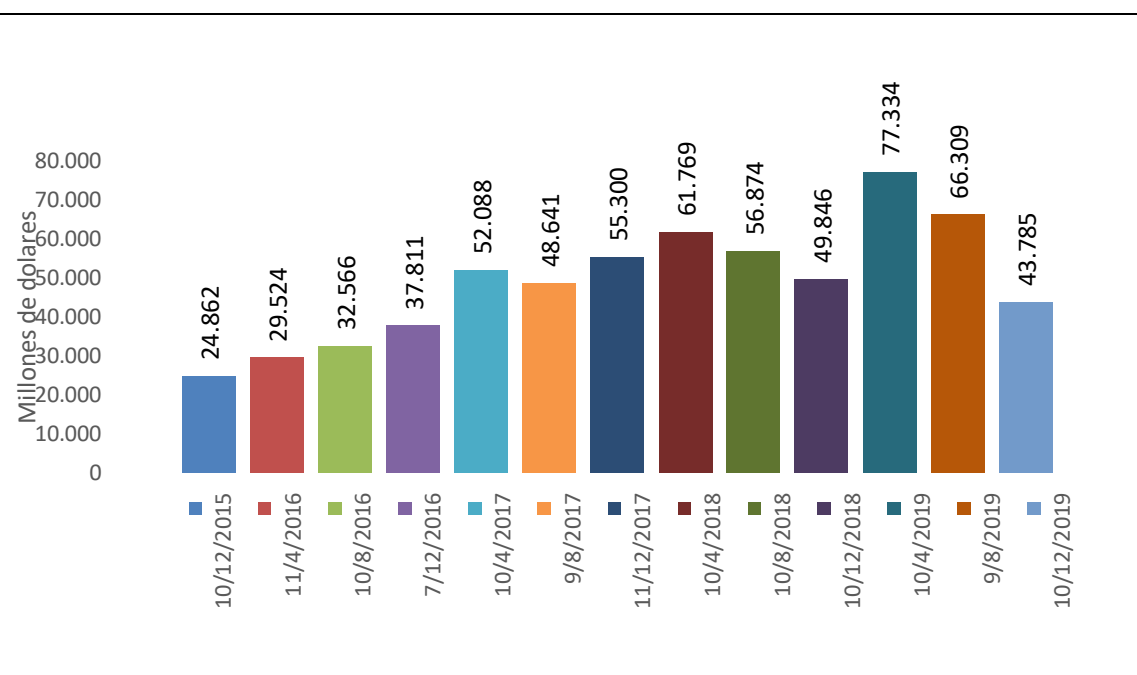
Como se mencionó, la dependencia a los capitales externos no siempre fue igual, ya que “El proceso de valorización financiera en el período 1976-2001 se sustentó, en la generalidad de los casos, en el endeudamiento externo, la valorización en el mercado financiero interno y la fuga de recursos al exterior” (Manzanelli y Barrera, 2018, p.20). De este modo, “No solo su magnitud sino también el carácter de la deuda externa alteraron su comportamiento con la irrupción de la última dictadura militar” (Manzanelli y Barrera, 2018, p.20). En lo que hace al gobierno de Cambiemos, los análisis de Presidencia de la Nación (2016) y del Banco Central de la República Argentina (BCRA) (2015) entendían a la restricción a partir del hecho que “El proceso de reducción “gradual” del déficit fiscal inducía la necesidad de financiar por un período de tiempo el saldo negativo de las cuentas públicas” (citado en Manzanelli y Barrera, 2018, p.29).

El problema de la restricción externa tiene que ver con que “Argentina no produce los suficientes dólares como para sostener su economía” (Smink, 2019, s/d). En este sentido, “en una economía con tanta “sangría estructural” de divisas, y en ausencia de una estrategia nacional de desarrollo que ataque decididamente los nodos centrales de la dependencia económica, resulta inevitable garantizar flujos de recursos (divisas) que ingresen al país y permitan compensar en mayor o menor grado los recursos salientes” (Cantamutto y Schorr, 2016, p.136). No obstante, esto no significa que siempre haya sido abordado de la misma manera, sino que se pueden identificar diferentes formas de abordar la restricción externa. Para ahondar sobre ellas, se sigue lo planteado por Cantamutto y Schorr (2006), quienes plantean cinco mecanismos por los que se pueden ingresar o ahorrar divisas, a saber:

1. Endeudamiento externo: se trata de un instrumento atractivo para los gobiernos aunque complejo ya que, si bien entran recursos a la economía local, luego hay que afrontar los pagos del capital y los intereses adeudados, con el riesgo de caer en recurrentes crisis de deuda ante retracciones externas de capitales.
2. Fomento de inversiones extranjeras: si bien esta opción se traduce en la llegada de capital extranjero, lo cierto es que también éste remite cuantiosos recursos al exterior por múltiples vías (que en el mediano y largo plazos superan las entradas originales).
3. Repatriación de capitales nacionales colocados en el exterior: se conoce a esta opción como la generación de “blanqueos” de distinta naturaleza. No obstante, esta opción posee escasos resultados y muy altos y variados costos para la sociedad.
4. Superávit de balanza comercial: puede generarse a través de un proceso virtuoso de sustitución de importaciones y/o de un crecimiento pronunciado de las exportaciones. En este último caso, es importante considerar sobre la base de qué tipo de bienes (y de actores) se sostiene esta inserción exportadora.
5. Ajuste económico: consiste en restringir el acceso de los recursos económicos para el conjunto de la sociedad. La vía principal ha sido la reducción del poder adquisitivo de los salarios y la consiguiente redistribución regresiva del ingreso en procura de “planchar” el nivel de la demanda interna y, por ese medio, los requerimientos de importaciones.

Sobre este eje, se debe tener en cuenta que el contexto de asunción de Mauricio Macri estuvo signado por la caída de precios internacionales de los principales productos exportables (como se observará en el capítulo dos) y los cuestionados niveles de reservas nacionales de 2015, tal como se observa en el gráfico a continuación.

Gráfico 1: Evolución de las Reservas Internacionales totales del BCRA (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA (2020).

El gráfico 1 muestra el desempeño de las reservas internacionales del BCRA desde la asunción de Macri en 2015. Además, permite observar cómo, si bien se presentaron notables altibajos entre junio de 2017 y febrero de 2019, lo cierto es que en ningún momento las reservas estuvieron en los niveles que se encontraban hacia el fin del gobierno anterior. Esto se explica por el incremento de la emisión de deuda en los mercados, y, especialmente a partir de 2018, en base al crédito otorgado por el FMI.

Cabe mencionar que el conflicto con los *holdouts* hacia el fin del gobierno anterior generó severos problemas en las cuentas nacionales argentinas, lo que acentuó la restricción externa y dejó nuevamente en evidencia el alto nivel de dependencia que Argentina posee respecto a la liquidez internacional.

Por lo tanto, el gobierno de Cambiemos, desde su asunción en 2015, hizo frente a esta falta de divisas principalmente a través de dos formas: en primer lugar, del endeudamiento externo, a diferencia del gobierno anterior, donde la estrategia adoptada fue el endeudamiento interno; en segundo lugar, a partir de la atracción de inversiones extranjeras directas y de inversiones en cartera. De este modo, se profundizó un escenario en el cual se necesitaba un ingreso continuo de capitales provenientes del

exterior para que la economía funcionase, lo que se tradujo en un incremento significativo de la deuda externa. Esta situación hizo al país más vulnerable frente a eventuales cambios en el comportamiento de capitales.

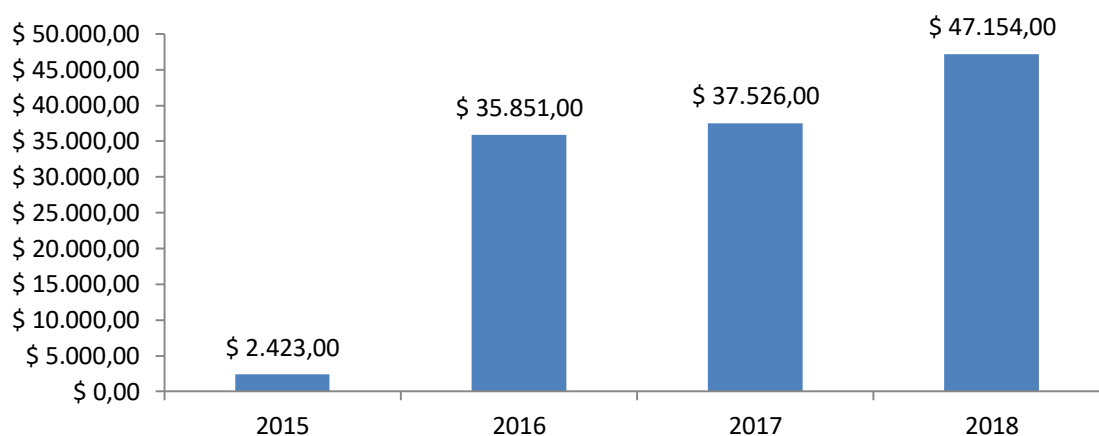
En este punto, conviene hacer una distinción entre dos tipos de capitales aparte del endeudamiento, a saber: aquellos vinculados a las inversiones en cartera, las cuales son de corto plazo y con desarrollo único sobre el mercado de capitales, ya que tienen “(...) como objetivo único invertir en el exterior para obtener la mayor rentabilidad posible y diversificar el riesgo” (Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2018, p.7). Dicho de otro modo, son capitales especulativos, que encuentran su ganancia en cuestiones netamente financieras como puede ser el pago de intereses que tenga un instrumento financiero estatal; por otro lado, se encuentran los capitales que hacen a las Inversiones Extranjeras Directas (IED), las cuales tienen como objetivo influir, “(...) ejercer un cierto control e, incluso, gestionar una empresa afiliada o filial” (BID, 2018, p.8). En efecto, las IED apuntan al largo plazo y sí se encuentran vinculadas a la economía real a partir de la generación de nuevos procesos productivos o del enriquecimiento de otros ya existentes.

Esta distinción es importante para entender cómo sucedieron las salidas de capitales de 2018 en Argentina, las cuales suelen encontrar su motivo en sucesos sorpresivos que pueden ocurrir en el escenario internacional o en el panorama nacional. En este sentido, se advierte que “Es frecuente que, en tales circunstancias, los capitales internacionales tiendan a retirarse “en manada” de los países emergentes al percibir un mayor riesgo para sus inversiones financieras. Esto es lo que, comúnmente, se conoce como efecto contagio” (Centro de Investigaciones Económicas, 2019, p.36). El movimiento que lleva a la salida de los capitales tiene que ver con el comportamiento de estos respecto al concepto de “vuelo a la calidad” o “*flight- to-quality*”, término con el que se define el proceso por el cual, frente a situaciones adversas los “(...) inversores tratan de desprenderse de las posiciones que consideran más riesgosas y tratan de refugiarse en activos que consideran más seguros o de mejor calidad” (Neffa, 2016, s/d). Como se dijo oportunamente, este comportamiento de los capitales es transversal al vínculo entre Argentina y los capitales externos. Tal situación puede verse tanto en lo que hace al desempeño de la economía argentina como en lo que hace al desempeño de la economía internacional, al afectar el acceso del país al crédito externo y a la liquidez internacional, en términos sistémicos.

Que los flujos internacionales de capitales respondan al concepto de *flight to quality* significa, para los países en desarrollo el riesgo de contar con paradas súbitas de arribo de capitales. Cabe mencionar que “El concepto de paradas súbitas, como ha sido estudiado en profundidad por Guillermo Calvo et al., se refiere a una reversión brusca de los flujos de capital netos a países” (BID, 2018, s/d). Estas paradas súbitas se dan principalmente en el tipo de capitales vinculados al corto plazo, por lo que “El aumento de la volatilidad es atribuible principalmente a los flujos de cartera. Además, los flujos de capital se han hecho más sensibles a la aversión al riesgo global, las tasas de interés estadounidenses y los diferenciales de crecimiento respecto de las economías avanzadas” (David et al., 2019, p.14). Este tipo de capital es el que predominó en la Argentina que se desarrolló durante el período objeto de la presente investigación.

En lo que hace al recorte temporal, se observa que, en 2018, la economía se vio ajustada por el sector externo a partir de la fuga de capitales existente en el país, lo que llevó a que vuelva a ejercer presión la restricción externa sobre el gobierno. En este punto, se entiende a la fuga de capitales como a la conformación de activos externos de los residentes, o, dicho de otro modo, “(...) cuando las divisas son retiradas del sistema financiero y, por ende, de la órbita del Banco Central y los bancos comerciales del país afectado. Básicamente, se trata de dólares que salen del circuito económico” (Litvinoff, 2018, s/d). Por ello, en 2018, la dependencia argentina a los capitales extranjeros quedó en evidencia cuando, frente a la falta de crédito externo voluntario, el endeudamiento con el FMI fue la forma a la que se tuvo que recurrir para poder cubrir el déficit en las cuentas argentinas. Para observar cómo se dio el ingreso de capitales al país hasta dicho año, se propone el gráfico a continuación.

Gráfico 2: Ingresos netos de capitales extranjeros en la República Argentina (2015-2018)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Mancilla, Oglietti, Pérez & Wahren (2019).

Como se observa en el gráfico 2, la disponibilidad total de divisas (ingresos por exportaciones, más inversiones en cartera e inversiones extranjeras directas, más la deuda) fueron elevadas durante los primeros tres años del gobierno de Cambiemos. En este sentido, “Durante el primer trienio del Macrismo se recibieron 29 mil millones de dólares en concepto de movimientos especulativos de capitales, es decir, inversiones de corto plazo que se dirigieron a explotar las altas tasas de interés ofrecidas en el mercado interno. En el primer trienio ya se habían retirado 24 mil millones. El 82% de dichos capitales ha retornado al origen, demostrando su carácter “golondrina”, movimientos de corto plazo como consecuencia de la apertura de la cuenta de capitales del Gobierno actual. Esta alta movilidad de los capitales especulativos ha sido uno de los elementos detonantes de la vulnerabilidad externa que hoy experimenta nuestro país” (Mancilla et al., 2019, p.14).

Fue a partir de este momento cuando Argentina comenzó a pagar los costos de haber estimulado la llegada de capitales especulativos a partir de altas tasas de interés sostenidas durante casi toda la gestión, ya que “(...) basar el funcionamiento de una economía exportadora de bienes de volúmenes aleatorios y precios volátiles, como es la argentina, en la atracción y permanencia de capitales especulativos, sólo garantiza inestabilidad” (Brenta, 2019, p.212).

En lo que hace a las inversiones extranjeras directas (IED), “la evolución de la inversión extranjera directa -si bien se recuperó levemente en relación a 2015- estuvo lejos de los pronósticos oficialistas y fue muy moderada. El promedio anual en la gestión macrista fue de 2.420 millones de dólares, contra un promedio anual de 2.290 en la última presidencia de Cristina Kirchner. En cualquier caso, se trata de una cifra que no alcanza ni el 0,5% del PIB” (Cappa et al., 2018, p.5). Este dato se refuerza al observar lo afirmado por Cantamutto et al., (2018): “Entre las principales fuentes de ingresos de recursos externos bajo Cambiemos se encuentran en primer término la emisión de deuda pública, luego los préstamos, la inversión de cartera y solo en un cuarto lugar la IED (que presenta registros algo inferiores a las salidas por remisión de utilidades y dividendos)” (p.31).

Por lo antedicho, se puede concluir este apartado afirmando que, durante el período que transcurrió la presidencia de Macri, se mostró una forma predominante de abordar la restricción externa, la cual tuvo que ver con la búsqueda constante de capitales internacionales (sean en modo de deuda o a través de la llegada de inversiones, la mayoría de ellas en cartera). No obstante, esta estrategia generó un alto nivel de dependencia al desarrollo del escenario internacional, y, en efecto, aumentó los niveles de sensibilidad y vulnerabilidad del país. Este aumento de la sensibilidad y de la vulnerabilidad quedó en evidencia principalmente desde 2018, año en que los condicionantes internacionales pujaron hacia un panorama de mayor restricción y menor permisibilidad internacional, tal como se verá en el capítulo que aborda los condicionantes internacionales.

1.4. La estrategia de Mauricio Macri hacia los capitales internacionales

En el apartado anterior, se observó que la restricción externa se comportó a lo largo de la historia argentina como un condicionante estructural. No obstante, no sucedió lo mismo con la forma en que cada gobierno decidió abordarla. En el caso argentino “Los gobiernos han solucionado esto de dos formas: endeudándose o con control de capitales (o ambas cosas, como ocurrió durante el gobierno de Mauricio Macri)” (Smink, 2019, s/d). En este sentido, se parte de la premisa de que el abordaje

propuesto por el gobierno de Cambiemos presentó notables cambios respecto al del gobierno anterior.

La política hacia los capitales internacionales planteada por el gobierno de Cambiemos tuvo como primer objetivo lograr la recomposición del vínculo con el mercado de capitales internacional y lograr la llegada de inversiones que pudieran sostener un programa de crecimiento. Dicha estrategia se englobó bajo el concepto de “inserción inteligente”. Para ello, se confiaba en la posibilidad de brindar un marco local adecuado para la llegada de inversiones y para la mejora de la confianza que el país inspiraba hacia los principales acreedores extranjeros, es decir, se trataba de dar señales positivas al capital internacional. Dichas intenciones se confirman al observar el balance oficial del Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto (2018), donde se aseguraba que “nos propusimos iniciar el proceso para insertarnos en el mundo como un país confiable, transparente y con reglas claras para impulsar una verdadera transformación económica” (p.2).

En este sentido, estas principales señales se dieron a través de medidas económicas en el plano interno y de una estrategia de política exterior que pudiera generar confianza al mundo. De forma transversal a ambos planos, se puede observar que, de acuerdo a lo expresado por Jaime Durán Barba en la entrevista realizada en el marco de la investigación: “el gobierno de Mauricio Macri apostó a la institucionalidad para mejorar la imagen internacional de Argentina, teniendo como principal objetivo generar un marco nacional que diera confianza al mundo” (Durán Barba, 2020).

En el plano interno, las principales medidas tuvieron que ver con la solución de la controversia con los *holdouts* y la iniciación del proceso de liberación y unificación cambiaria. Este pago tuvo mucha relevancia a partir del hecho que, al momento de asunción de Mauricio Macri, el país se encontraba en un escenario donde no se contaba con acceso al mercado de capitales internacionales a partir de controversias que el país mantenía con los *holdouts*.

A modo de aclaración, se menciona que el conflicto con los *holdouts* mantenía desde 2013 a la Argentina en una imposibilidad legal de seguir pagando la deuda reestructurada hasta que no saldara el conflicto con los estos actores. Esta situación se generó cuando la Cámara de Apelaciones de EEUU confirmó el fallo que el 21 de noviembre de 2012 había pronunciado el juez a cargo de la causa, Thomas Griesa. En

ese fallo se “(...) dio a conocer dicha fórmula, estableciendo que Argentina debía abonar el 100% adeudado a los litigantes con el pago de los servicios de los bonos de los canjes, antes del 15 de diciembre de ese año (fecha en que debía abonarse a los reestructurados) o de otra forma el país se vería impedido de realizar cualquier otro pago relativo a su deuda reestructurada” (Val, 2017, p.173).

Esta situación –que dejaba al país fuera del sistema financiero internacional- se mantuvo de la misma manera hasta la fecha en que asumió el gobierno de Cambiemos, el cual incluso había incluido entre sus ejes de campaña la necesidad de recomponer el vínculo del país con los *holdouts*. Para ello, “el gobierno de Macri desplegó una estrategia cooperativa frente a los fondos buitres, que lo llevó a abonar más de 9.300 millones de dólares que los *holdouts* más confrontativos demandaban desde hacía más de 10 años en la justicia de Estados Unidos para resolver rápidamente ese litigio” (Nemiña y Val, 2020, p.5). A modo de profundizar el análisis, se introduce la tabla a continuación para clarificar el conjunto de tenedores de bono de *holdouts*.

Tabla 2: Distribución de los *holdouts* tenedores de bonos de la República Argentina

Tenedores de Bonos del Holdout	Porcentaje del total de la deuda incumplida
Grupo <i>Pari Passu</i>	0,6
Grupo “Yo también”	2,8
Litigantes en otros tribunales de EEUU	1
Litigantes en CIADI	1,3
Litigantes en otros tribunales de Europa	0,3
Identidad desconocida (no litigantes)	1,6
Total	7,6

Fuente: Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación. Tomado de Guzmán (2018)

Como se observa en la tabla 2, los *holdouts* se correspondieron con un conjunto de tenedores de bonos de la República Argentina en 2016. Tal como afirma Guzmán (2018)

“el grupo *pari passu* se refiere a aquellos quienes obtuvieron el fallo inicial favorable del Juez Griesa. Esos son todos fondos buitres. El grupo “yo también” se

refiere a aquellos tenedores de bonos que también tenían reclamos en disputa en los tribunales de Nueva York y a quienes se extendió el fallo del Juez Griesa en favor de NML Capital. Este grupo incluye fondos buitres y acreedores de buena fe. El grupo CIADI se refiere a un grupo de tenedores de bonos que habían litigado ante el Centro Internacional para el Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones (CIADI) - que requerían tratar la deuda soberana como una inversión” (p.80).

El pago a estos *holdouts* fue presentado como el primer paso que daba el país para reingresar a los mercados internacionales de capitales, tal como lo expresó el entonces ministro de Hacienda y Finanzas, Alfonso Prat Gay, en una conferencia de prensa del 29 de febrero de 2016, donde aseguró que “Este arreglo marca el paso fundamental hacia la normalización de la relación de la Argentina con el mercado de capitales, la cual permitirá acceder al financiamiento externo de largo plazo”.

De algún modo, las declaraciones públicas de los distintos actores de ese momento dejaban en evidencia lo que efectivamente parecía ser la apertura de una nueva etapa en las relaciones entre Argentina y los capitales internacionales, lo que permite identificar un primer momento que va de 2015 a 2017 y que estuvo caracterizada por señales positivas desde el gobierno argentino a cambio del acceso a crédito internacional y la llegada de inversiones. A esta estrategia se la enmarca en el concepto de búsqueda de reputación financiera internacional (Alonso, 2020), la cual es “(...) entendida como una estrategia de construcción y proyección de señales atenta cumplir con las expectativas de los actores más gravitantes de los mercados financieros internacionales” (p.4).

Mientras tanto, la deuda pública externa fue creciendo para avanzar en medidas fiscales y monetarias como eliminar el control cambiario y pagarle a los *holdouts*; esto debido a que “En los planes del gobierno, este conjunto de medidas liberalizantes permitiría normalizar una economía afectada por los controles, el déficit fiscal y la inflación, de modo tal de lograr un flujo de inversiones, en particular externas, que echaría a andar nuevamente la rueda del crecimiento y dejaría atrás el populismo. Hasta tanto esto sucediera, la transición se financiaría con deuda, que aumentó de manera vertiginosa, y mediante la atracción de capitales especulativos de corto plazo, seducidos por el *carry trade* y la liberalización total de la cuenta de capital” (Natanson, 2018, s/d).

Es importante marcar que este conjunto de medidas marcó un quiebre en relación al pasado. Más allá de que este cambio de postura se consideró como la apertura de una etapa de recomposición del vínculo con los capitales internacionales, lo cierto es que, en términos fácticos, esta estrategia llevó a un crecimiento exponencial de la deuda externa argentina, tal como se observa en la tabla a continuación.

Tabla 3: Toma de deuda por año en millones de dólares en la República Argentina (2015-2019)

<i>Año</i>	<i>Deuda externa bruta (por millones de dólares)</i>	<i>Crecimiento porcentual interanual (%) entre 2015 y 2019</i>
2015	\$ 157.792	-
2016	\$ 192.462	21,97%
2017	\$ 232.952	21%
2018	\$ 277.921	19%
2019	\$ 277.48	-0,1%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (INDEC) (2020).

En lo que hace a la liberación y unificación cambiaria, cabe observar que el gobierno de Mauricio Macri, a través del BCRA, a una semana de haber asumido la presidencia, liberó el flujo de operaciones corrientes y la compra de divisas para formación de activos externos; dicho de otro modo, liberó el llamado “cepo cambiario”⁷ que se mantenía del gobierno anterior. Esto significaba que el límite para la compra de divisas pasaba de 2 mil a 2 millones (luego pasó a 5 millones, luego no tuvo límite y luego volvió a instalarse, como se verá más adelante), ni tampoco era necesario que los

⁷ El “cepo cambiario” entró en vigencia el 28 de Octubre de 2011 a través de la Resolución General Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) 3210/11, la cual aplicaba restricciones a la adquisición de moneda extranjera. Luego, “(...) el gobierno fue implementando diferentes tipos de regulaciones: se limitó la compra de dólares para ahorro y para turismo, se implementaron regulaciones para el giro de divisas al exterior por parte del sector privado (implementación de las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importaciones (DJAI), creadas por RG AFIP 3252/12), también hubo nuevas limitaciones para la actividad financiera (tanto para los préstamos hipotecarios y para el uso de tarjetas de crédito) y finalmente hubo nuevas normas para las operaciones en el mercado de valores” (Molina, 2016, p.6).

compradores demostraran a la AFIP origen de los fondos con los que adquirirían las divisas.

Como efecto de esta liberación cambiaria, el 17 de diciembre de 2015 el tipo de cambio aumentó un 40%, traduciéndose en la primera devaluación de la gestión. En efecto, esta situación dejó sin protección a la cuenta capital, lo que implicó un incremento en el egreso de divisas por las partidas que antes intentaban contener los controles. Esos egresos fueron financiados con la ya mencionada deuda soberana y el ingreso de inversiones. En este escenario, el sector financiero ocupó un lugar fundamental a partir de políticas (como las mencionadas) que tendieron a la liberalización y valorización financiera.

Estas medidas que se aplicaron en el plano macroeconómico interno estuvieron enmarcadas en una estrategia de política exterior que tenía como objetivo insertar a Argentina de forma exitosa en el mundo occidental. Para ello, tal como afirman Listrani y Zacatto (2018), Macri se posicionó en favor del mantenimiento del orden internacional neoliberal, y para ello asignó especial importancia al vínculo con los representantes del globalismo.

Como se dijo en la introducción, los discursos y acciones de la política exterior se reconocen permanentemente atravesados por condicionantes domésticos e internacionales. Dicho esto, se observa cómo durante el gobierno de Cambiemos se conjugaron una serie de acciones que moldearon el perfil de política exterior, la cual estuvo marcada por la intención de mejorar la inserción política de Argentina en el mundo, con el objetivo de volver a conseguir el acceso argentino al mundo occidental y, en efecto, a los capitales internacionales. En este marco “(...) puede inferirse la presencia de una idea relativa a que si Argentina mejoraba su “reputación”, ajustándose a los canones de “buena política” postulada por el mainstream occidental, y ganaba “visibilidad”, podrían concretarse los objetivos de inserción internacional” (Zelicovich, 2018, p.55). En términos materiales, dicha estrategia de política se enmarcó en una recomposición y potenciación del vínculo argentino con las principales potencias, a saber: EEUU, China, Japón, Alemania, Francia, Italia, países árabes petroleros, Reino Unido, Rusia, Brasil, Chile, Colombia, Perú y México (Calle, 2018).

En efecto, desde los primeros meses de gestión se realizaron acciones de política exterior en esta línea, como fue el acercamiento al Foro Económico Mundial de Davos

de 2016, donde el propio presidente argentino aseguraba haber mantenido una intensa agenda de reuniones y encuentros con el objetivo de atraer inversiones al país; participación que luego fue reforzada con la posterior organización de Argentina como sede del Foro de Inversiones y Negocios, donde también el gobierno aseguraba que era otra oportunidad para dialogar con potenciales inversores.

Además, en el primer año de gestión de Cambiemos se inició el proceso de adhesión del país a la OCDE; en este punto, es importante observar que la participación en esa organización de pocos Estados fue presentada como otro paso más para mejorar la credibilidad argentina frente a los capitales internacionales, ya que “(...) ingresar en la OCDE, además de formar parte de un organismo con las mejores prácticas para cuestiones económicas, sociales e institucionales, establece relaciones de confianza a largo plazo con los países que originan tres cuartas partes de la inversión extranjera directa en el mundo. El acceso de la Argentina a la OCDE constituiría una garantía de que no van a cambiar las reglas del juego a mitad de camino para los países que quieren venir a invertir en el país” (Scaglione, 2017, s/d).

En esta misma línea, Argentina apostó nuevamente por elevar su perfil internacional y se postuló para ser sede de la XI Conferencia Ministerial de la Organización Mundial del Comercio (OMC), la cual efectivamente se llevó a cabo en diciembre de 2017 en el país y que tuvo una relevancia importante debido a que fue una Conferencia que se daba en un escenario de comienzo de tensión comercial entre China y Estados Unidos. Finalmente, en 2018 Argentina tuvo la presidencia y fue sede del G20, lo cual fue marcado como el mayor hito de la política exterior de Mauricio Macri, en un contexto internacional –como se verá adelante- ya complicado, con un proceso de larga duración como el G20 y con un alto grado de participación de los Estados parte, hecho observado como un gesto de aceptación simbólica al rumbo que había adoptado Argentina.

Además, en el transcurso del período se llevaron a cabo otras acciones de política exterior en este sentido, como fueron el acercamiento hacia Estados Unidos y la condena a Venezuela, el permiso de que volvieran las auditorías del FMI al país, y la activa diplomacia presidencial del presidente Mauricio Macri, quien llevó a cabo más de 130 reuniones bilaterales con mandatarios de más de 48 países.

Retomando el plano de acción interno, cabe observar que 2017 hubo elecciones parlamentarias en el país, por lo que, como se desarrolla en el apartado sobre dilema entre gradualismo y *shock*, durante este año el ritmo de la relación con los capitales internacionales estuvo marcado por las necesidades electorales, tal como afirman Freytes y Niedzwiecki (2018, p.131): “En efecto, durante la primera parte del año el gobierno implementó una serie de medidas orientadas a recomponer los ingresos de los sectores medios, los asalariados y el sector informal”. En este sentido, se cancelaron las reformas pro mercado y se apostó por una política monetaria que sirviera de sustento a una política fiscal expansiva que permitiera dar buenas noticias a los sectores más vulnerables.

Es importante observar que, hacia fines de 2017, el FMI ya advertía sobre la sostenibilidad de la deuda pública externa de Argentina, lo cual se puede evidenciar en el informe del art.IV sobre Argentina. En este punto, se introduce la siguiente observación: “(...) un análisis inquietante de la sustentabilidad de la deuda pública: de los trece indicadores relevantes, cuatro eran verdes, siete amarillos y dos rojos. El equipo técnico del Fondo consideraba que el nivel de la deuda pública de Argentina era aceptable, pero que las necesidades de financiamiento podrían tornarse demasiado altas (...)” (citado en Brenta, 2019, p. 207).

De forma simultánea a este informe del FMI, Macri consolidó su posición política en las elecciones de 2017, y avanzó hacia lo que fue el año de mayor endeudamiento argentino: el 2018. Este año comenzó con una colocación de 9 mil millones de dólares, y, a pesar de que el entonces ministro de Hacienda y Finanzas, Luis Caputo, aseguró que no tomaría más deudas en los mercados internacionales en 2018 (Ámbito Financiero, 4/5/2018, s/d), lo cierto es que no fue la última toma de deuda del año.

En abril de 2018 se inició un nuevo momento en el vínculo entre Argentina y los capitales internacionales, con un contexto internacional diferente, que –como veremos en el capítulo dos- generó restricciones en lo que refiere al acceso a capitales- y que llevó a una situación donde “A pesar de que su regreso rememoraba la traumática crisis de 2001, el gobierno de Macri suscribió un acuerdo —inicialmente precautorio— con el FMI por 50.000 millones de dólares buscando infundir confianza entre los inversores” (Nemiña y Val, 2020, p.6). Este acuerdo, anunciado el 8 de mayo, restringió los

márgenes de maniobra para Argentina. Además, dicho momento visibilizó los riesgos que tuvo la estrategia de abordar la restricción externa mediante deuda externa, ya que de este modo se aumentó los niveles de sensibilidad y vulnerabilidad en la inserción financiera del país.

Estas dos dimensiones resultan de gran importancia para comprender de qué modo un cambio en las variables internas o en la variable internacional -que pueda generar una parada brusca de capitales- afecta a los países y a la capacidad de respuesta que éstos exhiben frente a ellas, como le sucedió a Argentina en 2018 frente a un escenario de iliquidez internacional. Los efectos asimétricos de la interdependencia en dicho escenario no sólo afectaron negativamente al país en el corto plazo, sino que condicionaron el resto del período analizado en esta tesina. De este modo, queda en evidencia la existencia no sólo de una sensibilidad acentuada durante este período, sino también de vulnerabilidad.

Esto a partir del hecho de que, desde el préstamo pedido al FMI, la política del gobierno de Cambiemos hacia los capitales cambió en lo que hace a la variable cambiaria. Dicho cambio se efectuó en el marco de las nuevas exigencias planteadas por el organismo para sostener la entrega del préstamo *stand by* otorgado. De este modo, el gobierno de Cambiemos comenzó a aplicar elementos de contención, como fue el impuesto que se aplicó sobre las rentas financieras⁸ para los actores nacionales y extranjeros que compraran instrumentos financieros nacionales como las Letras Del Banco Central (LEBAC)⁹. Además, a contramano de lo que se había realizado al comienzo del período, se procedió a reestablecer el cepo cambiario, restringiendo nuevamente la compra de divisa extranjera. De este modo, el BCRA comenzó a intervenir de forma muy activa sobre el mercado de divisas con el objetivo de contener el tipo de cambio, el cual se encontraba en suba desde hacía tiempo y generaba un constante deterioro sobre la moneda nacional.

Este conjunto de medidas, al mismo tiempo, generó una baja en las reservas del BCRA, lo que, combinado con un alto nivel de endeudamiento público externo aumentó

⁸ El impuesto a la renta financiera o impuesto cedular, corresponde a una carga fiscal establecida por la ley 27.430 que aprobó el Congreso en 2017 y que entró en vigencia en 2018. Dicha carga pretendió alcanzar las rentas financieras obtenidas por las personas en el plazo de un año calendario.

⁹ Las LEBAC fueron títulos de deuda a corto plazo que licitaba el BCRA, y que poseían un pago total y único al vencimiento. Su rendimiento financiero se observaba en la tasa de descuento implícita para período. Se crearon en 2002 y se dejaron de utilizar en diciembre de 2018.

aún más los niveles de insostenibilidad de la deuda argentina a partir del hecho de que fue deteriorando la capacidad de pago, lo cual, en el análisis de los condicionantes internacionales, se verá reflejado en la proyección del riesgo soberano.

En este sentido, la política hacia los capitales tuvo hacia el fin del período márgenes de acción menores debido a la necesidad de solventar una enorme deuda soberana al mismo tiempo que se debían cumplir con las metas fiscales y monetarias del FMI, y en el marco de un año electoral, donde se definía la continuidad o no del gobierno de Cambiemos.

En lo que hace a la estrategia de política exterior lo cierto es que, en momentos donde, ni el contexto nacional ni el internacional acompañaron, quedó en evidencia que “el apoyo de las potencias occidentales, simbolizado en la impresionante visita de jefes de Estado durante el primer año de mandato de Macri, no se tradujo en inversiones productivas: una cosa es el apoyo político y otra la voluntad de los empresarios, que hablan otro idioma. La idea de una economía impulsada por la inversión no se verificó en la práctica” (Natanson, 2018, s/d).

En síntesis, a pesar que el gobierno de Cambiemos asumió con un contexto que condicionaba altamente el vínculo con los capitales (situación inicial del no acceso a los mercados internacionales), hacia el fin de su mandato, y habiendo aplicado su estrategia económica y de política exterior (en el marco de acción que el resto de los condicionantes domésticos y los condicionantes internacional le dieron) esos mismos datos siguieron siendo una condicionante al accionar argentino frente a los capitales externos, en un nuevo contexto donde los márgenes de acción eran menores.

Por lo dicho, la política del gobierno de Cambiemos hacia los capitales, que tuvo como objetivo recomponer la relación con el mundo financiero, se vio truncada por las propias medidas que el Gobierno llevó a cabo en la búsqueda de dichos objetivos. Esto se evidencia a partir del hecho que se generó una mayor fragilidad económica interna que, a partir de 2018, se hizo evidente para la vida social argentina. Dicha fragilidad fue, incluso, uno de los ejes sobre los que se proyectó el debate público en el país hacia el fin del período. A modo de ejemplo, se propone observar el contraste entre lo dicho por el ex mandatario Mauricio Macri en marzo de 2016 -cuando aseguró frente a una nota televisiva que no iban a pedir un préstamo al FMI- y lo hecho en mayo de 2018, cuando se solicitó un préstamo del tipo *stand by* al organismo.

1.5. El ingreso de capitales entre 2015 y 2019

Como se mencionó en el apartado anterior, la estrategia llevada a cabo por el gobierno de Mauricio Macri hacia los capitales externos dio gran importancia a la mencionada anteriormente búsqueda de reputación internacional (Alonso, 2020). Dicha estrategia se visualizó en el envío de señales a los capitales internacionales, confiando en ellos como el motor de crecimiento para Argentina, sea a través de inversiones o de toma de deuda. En efecto, estas señales procuraban dar una muestra de madurez política y de solidez macroeconómica en el plano interno; sobre la primera se ahondó en los anteriores apartados, mientras que la variable macroeconómica se analiza en este apartado.

Llegado este punto, resulta pertinente considerar que Mauricio Macri ganó las elecciones de 2015 y asumió su mandato con fuertes cuestionamientos a la administración de Cristina Fernández de Kirchner, a la cual se hizo referencia bajo el concepto de “pesada herencia”; concepto que aplicaba a un amplio espectro de variables, una de ellas la macroeconomía, la cual estaba marcada por la inflación y el déficit fiscal.

No obstante, a lo largo del gobierno de Cambiemos no se pudieron alcanzar los objetivos macroeconómicos planteados, en parte asociado a las variables analizadas en el apartado sobre gradualismo y *shock*. Por lo tanto, no sólo se mantuvo la fragilidad económica nacional como una señal negativa al extranjero, sino que, además, entre 2015 y 2019 se acentuaron otras variables, las cuales tienen que ver con el marcado aumento de la deuda pública externa en moneda extranjera, hecho que –como se mencionó en el apartado anterior- aumentó la vulnerabilidad del país frente a posibles escenarios adversos. En este sentido, el “(...) endeudamiento externo terminó siendo una máquina generadora de inestabilidad, la cual, combinada con la deliberada política del Banco Central de atraer capitales golondrina al calor de altas tasas de interés nos ubicó no sólo en zona de gran inestabilidad, sino también al borde del *default* (...)” (Graziano, 2019, s/d).

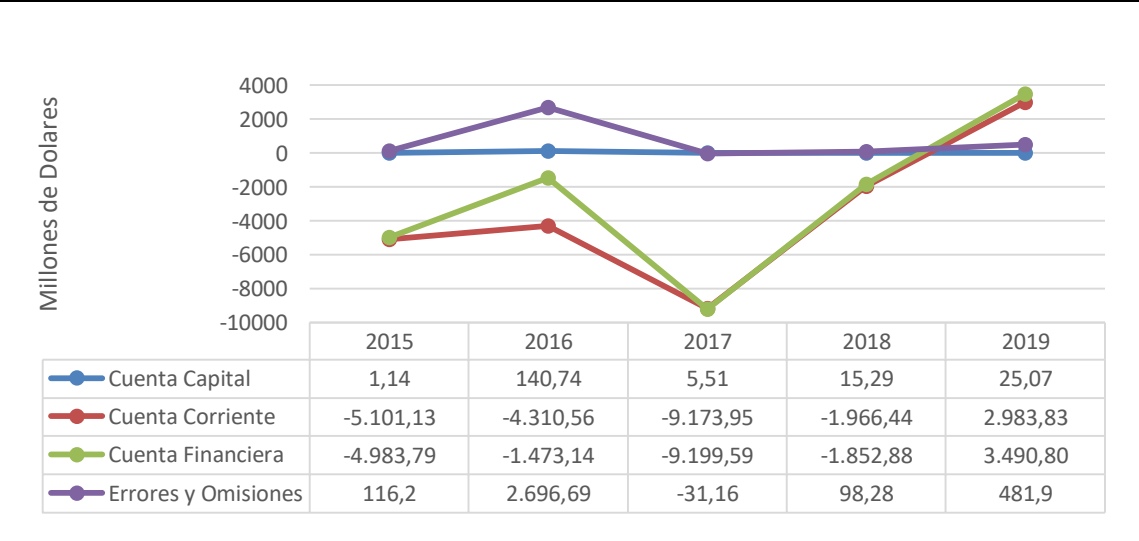
A continuación, se propone ahondar en algunos indicadores relativos a la gestión y desempeño de la deuda soberana argentina en el período bajo estudio. Como se verá

más adelante, hacia 2018 estas variables aumentaron la fragilidad de la macroeconomía argentina vinculada al sector externo.

En lo que respecta a la balanza de pagos, es importante aclarar que, en líneas generales, la historia económica del país estuvo signada por el déficit. En esta misma línea, la balanza de pagos entre 2015 y 2019 también estuvo marcada por resultados negativos. Basta observar que en 2017 ya era visible un incremento de la brecha de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que trepó a su máximo en ese año. Dicha escalada se correspondió con la estrategia monetaria que el gobierno de Macri llevó a cabo para mejorar los niveles de aprobación del gobierno en el marco de un año electoral, tal como se mencionó en el apartado sobre el dilema entre gradualismo y *shock*.

Esta estrategia electoral tuvo una contracara en la evolución de la balanza de pagos, principalmente por sobre la cuenta corriente. Sobre esto, Manzanelli y Barrera (2018, p.33), observan que: “Este desbalance fue consecuencia principalmente del aumento de las importaciones en un escenario de apertura comercial, de la crecientemente deficitaria cuenta de turismo y el abultado incremento en el pago de los intereses de la deuda externa pública”.

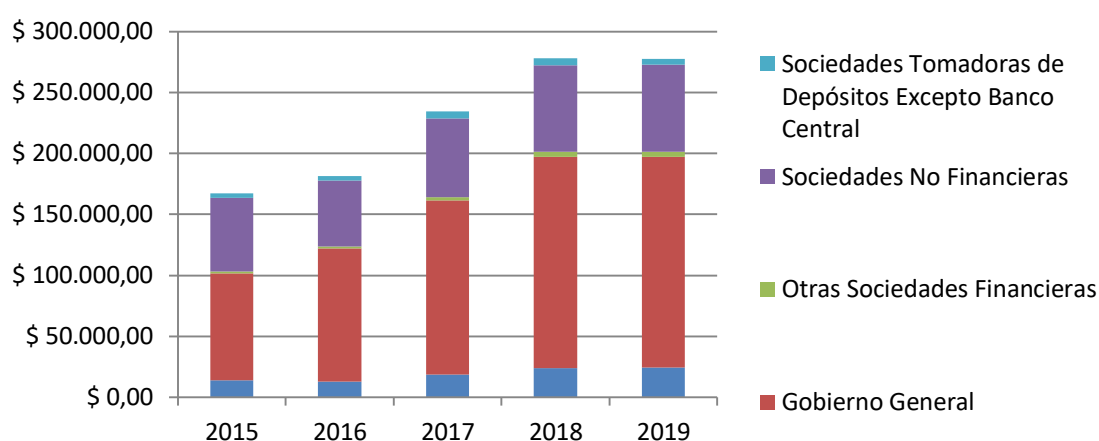
Gráfico 3: Principales flujos de la balanza de pagos en la República Argentina. Cuarto trimestre de cada año (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC (2020).

Como se observa en el gráfico 3, la estrategia del Gobierno generó un círculo vicioso que complicó cada vez más las cuentas en la balanza de pagos. Esto debido a que, para financiar el déficit de cuenta corriente, el gobierno recurrió al endeudamiento externo, mientras que el BCRA mantenía tasas de interés positivas en términos reales para evitar presiones sobre el tipo de cambio (Freytes y Niedzwiecki, 2018). La consecuencia de ambas políticas fue un aumento del stock y los servicios de la deuda pública, y el crecimiento exponencial del stock de títulos del BCRA. Dichas consecuencias se pueden observar en el gráfico a continuación.

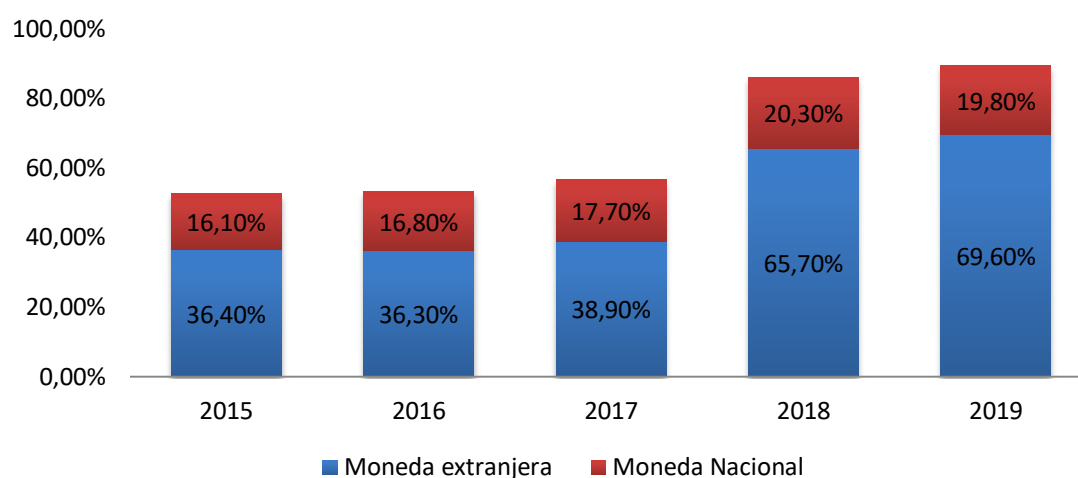
Gráfico 4: Evolución de stock de deuda externa en la República Argentina (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC (2020).

El aumento sostenido del stock de deuda argentina por parte del sector público que se observa en el gráfico 4 fue una variable de fragilidad que condicionó la relación con los capitales internacionales principalmente desde 2018. Del mismo modo, lo fue la mayoritaria composición de la deuda en moneda extranjera, la cual, en 2018 y 2019, aumentó notablemente su volumen en dólares. Su evolución se observa en el gráfico a continuación.

Gráfico 5: Deuda Bruta de la Administración Central por moneda en % del PIB (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Nación (2020).

A pesar de que en 2018 se restringió el acceso al crédito internacional a partir de una baja en la liquidez internacional y un deterioro del perfil financiero argentino, lo cierto es que la deuda soberana en moneda extranjera creció exponencialmente. Esto debido al préstamo *stand-by* del FMI al que accedió el gobierno de Mauricio Macri en abril de ese año. Si bien la deuda sirvió como base de financiamiento al déficit fiscal, esto se tradujo en un aumento del stock de deuda en manos de acreedores externos, esto significa: en dólares, en otras jurisdicciones legales, y con acreedores extranjeros. Esto a pesar que la experiencia argentina ya había demostrado lo costoso que puede ser para un país con una carga de deuda insostenible verse involucrado en una disputa legal bajo leyes extranjeras (Guzmán, 2018). Todos los indicadores revisados hasta el momento dan cuenta de un incremento de la vulnerabilidad de Argentina en sus cuentas externas.

La misma tendencia se observa respecto a la evolución de la deuda sobre el PBI. En este sentido, hacia el final del período analizado, la deuda externa argentina significaba el 90% del PBI en 2019. Los altos niveles de deuda sobre el PBI se hicieron visibles en 2018, cuando “Las dificultades de la economía real desnudaron la vulnerabilidad financiera, que no había hecho más que agravarse mientras se financiaba

una transición que nunca se completó. Como la economía casi no creció, el peso de la deuda sobre el PIB aumentó de manera alarmante” (Natanson, 2018, s/d).

Este panorama se vio agudizado por las liberaciones cambiarias mencionadas en el apartado anterior, ya que frente a un escenario internacional negativo no hubo ninguna traba que pudiese controlar la reversión en el flujo de inversiones financieras, dejando en evidencia la fragilidad macroeconómica interna y, en efecto, la sensibilidad y vulnerabilidad de Argentina frente a los cambios del mundo.

En este sentido, más allá de las medidas iniciales que se llevaron a cabo para mejorar las condiciones macroeconómicas internas y, en efecto, hacia el capital internacional, lo cierto es que estos objetivos no se lograron y los desequilibrios en las cuentas externas argentina pujaron a obstruir los objetivos iniciales de Mauricio Macri.

1.6. A modo de cierre

A lo largo del capítulo, se ahondó sobre los condicionantes domésticos y el rol que tuvieron en la inserción financiera internacional del gobierno de Macri. En este marco, respecto a las variables políticas, se observó que las características que presentó la alianza de Cambiemos a nivel nacional, la composición parlamentaria durante el período, y el conjunto de gobernadores, tuvieron un primer momento donde tuvieron un rol permisivo respecto al vínculo entre Argentina y los flujos de capitales internacionales, que desde 2018 mutó hacia un rol restrictivo. A esta situación se sumó el conjunto de factores sociales, políticos y económicos que llevaron a una tensión constante entre el gradualismo y el *shock* que, de algún modo, truncaron los planes de la gestión Cambiemos respecto a su plan de medidas de gobierno.

Respecto al conjunto de condicionantes económicos, se ahondó sobre la existencia estructural de la restricción externa, y la existencia de variables económicas – como el bajo nivel de reservas internacionales del BCRA-, que Macri intentó abordar con la búsqueda de capitales internacionales, apostando a una activa política exterior que buscó reputación internacional (Alonso, 2020).

No obstante, esta estrategia generó un alto nivel de dependencia al desarrollo del escenario internacional, y, en efecto, aumentó los niveles de sensibilidad y vulnerabilidad del país en su inserción financiera internacional. En este sentido, más allá de las medidas iniciales que se llevaron a cabo para mejorar las condiciones macroeconómicas internas y, en efecto, hacia el capital internacional, lo cierto es que estos objetivos no se lograron y los desequilibrios en las cuentas externas argentina pujaron a obstruir los objetivos iniciales de Mauricio Macri.

Capítulo 2: La inserción financiera de Argentina bajo el gobierno de Cambiemos: análisis en torno a los condicionantes internacionales

El contexto internacional impactó directamente durante el gobierno de Mauricio Macri: Muy particularmente en lo que atañe a la cuestión del endeudamiento soberano. En este sentido, es importante tener en cuenta las tres principales vías por las cuales el devenir internacional impactó sobre el vínculo entre Argentina y los capitales extranjeros, que son: 1) Flujos internacionales de capital a través de inversiones, 2) Liquidez internacional, 3) Valor de las *commodities*.

Estas variables sistémicas han influido también en el vínculo de Argentina con los capitales externos al incidir directamente sobre el perfil financiero del país durante el período analizado. El perfil financiero, conviene agregar, fue en parte reflejado en las notas y/o consideraciones realizadas hacia el país por parte de las tres principales agencias calificadoras de riesgo.

Tal como se observó en el capítulo sobre los condicionantes domésticos, el retorno al mundo en general y al mercado internacional de capitales en particular aumentó el nivel de integración del país. No obstante, también generó un aumento en sus niveles de sensibilidad y vulnerabilidad, haciendo a Argentina más frágil a los cambios que se desarrollaron en el mundo durante el período estudiado. Esta situación se visibiliza al observar la evolución de la Tasa de la Reserva de Estados Unidos (FED), de las calificaciones crediticias obtenidas, y del impacto de los principales sucesos del escenario internacional durante el período estudiado.

Para abordar el análisis de los condicionantes internacionales, este capítulo está estructurado en cinco apartados. El primer apartado hace consideraciones en torno a las variaciones de las tasas de interés de la FED, mientras que el segundo ahonda sobre el desempeño del escenario internacional y los efectos que este tuvo sobre la liquidez internacional. Por otra parte, el tercer apartado ahonda sobre la evolución del precio de las principales *commodities* exportadas por Argentina durante el período estudiado, mientras que el cuarto lo hace sobre las calificaciones crediticias otorgadas a la República Argentina. Por último, el apartado final propone realizar una síntesis final del capítulo.

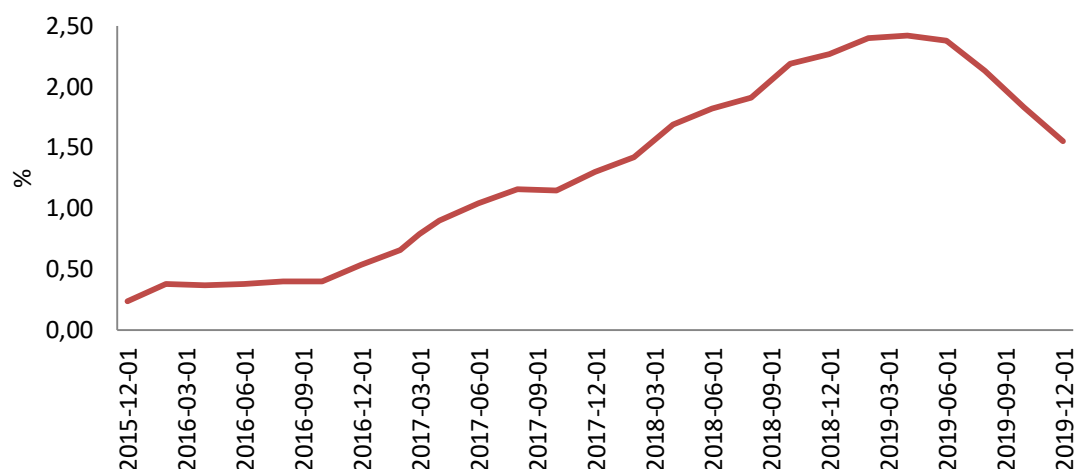
2.1. Consideraciones en torno a las variaciones de las tasas de interés de la FED

El accionar monetario de Estados Unidos genera efectos sobre el sistema financiero internacional. Esto debido a que “El aumento de las tasas de interés en Estados Unidos reduce el apetito de los inversores sobre los bonos y otros valores de las economías de mercados emergentes. Ante la escasez y el encarecimiento del dólar, los países con grandes necesidades de financiamiento externo (grandes déficits en cuenta corriente) tendrán más dificultad en obtener créditos del exterior” (Izquierdo, 2018, s/d).

En miras de mayor claridad narrativa, se menciona que, si la FED baja, se asume que los flujos de capital se trasladarían a países donde puedan encontrar mejores rendimientos. En rigor, los países emergentes, como Argentina, están entre quienes reciben flujos de capitales que llegan en búsqueda de una renta más atractiva que lo que pueden encontrar en los mercados anteriores. No obstante, si la FED sube, los flujos de capital, en consonancia con la lógica *flight to quality*, se retirarían de los mercados emergentes, ya que encontrarían mejores rendimientos en economías desarrolladas y con menor riesgo. Teniendo en cuenta lo antedicho, se entiende a la evolución de la tasa FED como condicionante internacional en el vínculo entre Argentina y los capitales internacionales.

Como se observa en el siguiente gráfico, la variación que la FED tuvo entre 2015 y 2019 coincide con los períodos de mayor o menor dificultades del país respecto a sus vínculos con los capitales externos, realidad que se vio acentuada por los altos niveles de endeudamiento mantenidos por el país en este período. En este sentido, mientras más alta sea la deuda externa, más vulnerable será el país a los cambios que se puedan producir en las condiciones de acceso a los flujos de capitales internacionales, tal como se mostró en el capítulo anterior. A continuación se propone observar la evolución de la FED entre 2015 y 2019.

Gráfico 6: Evolución de la Tasa de la Reserva Federal de EEUU (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de Estados Unidos (2020).

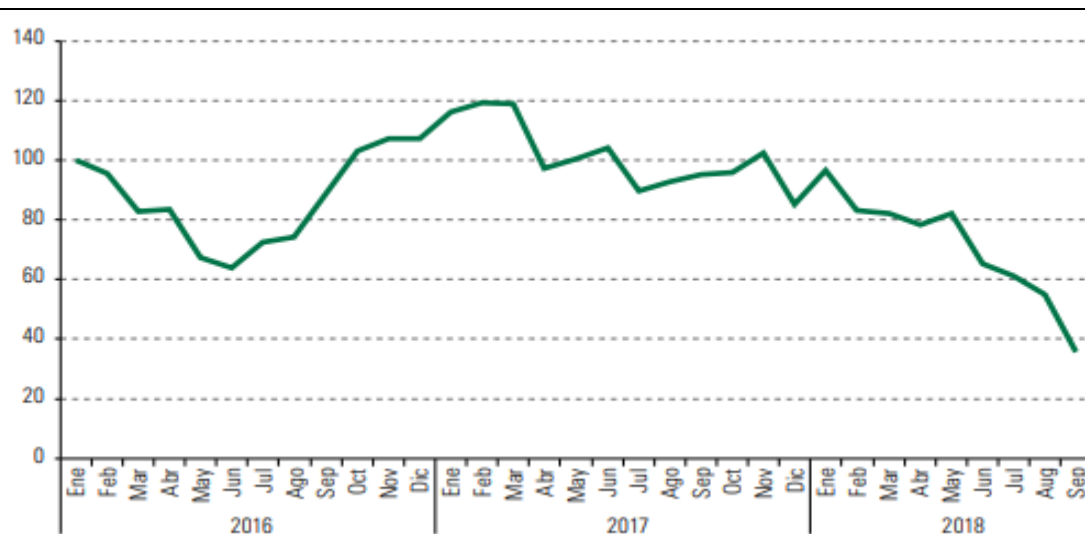
El gráfico 6 muestra cómo, entre diciembre de 2015 y mayo de 2019, la FED –si bien tuvo momentos de aplanamiento– mantuvo una tendencia absolutamente ascendente y no registró bajas hasta junio de 2019. Tal fenómeno implicó a la postre un encarecimiento del acceso al financiamiento externo para el país y, en efecto condicionó de forma negativa el vínculo argentino con los capitales internacionales a lo largo del período.

A pesar de que el inicio del período mostraba una tasa que se mantuvo estable, lo cierto es que ya hacia diciembre de 2016 la FED registró una suba de 25 puntos básicos a un rango de entre un 0,50 por ciento y un 0,75 por ciento. Éste fue el primero y único incremento en el costo del dinero en 2016 y el segundo en casi una década, en línea con las expectativas del mercado, todo lo cual anticipaba un período desfavorable para la liquidez internacional.

En este sentido, esta suba fue la que dio inicio a una posterior suba constante de la FED desde 2017 y hasta mayo de 2019. En este contexto es importante observar cómo la llegada de Donald Trump a la presidencia de Estados Unidos complejizó el panorama para la inserción financiera del país, a partir de que generó la constante suba de la FED.

El año 2018 fue el más complicado para los mercados emergentes, y en efecto, para Argentina, debido a que la FED registró su año de mayor suba continuada (cuatro subas consecutivas), siguiendo al ritmo del escenario internacional. Esto complicó aún más la endeble salud de la economía argentina, ante la abrupta salida de capitales que se profundizó en los mercados emergentes, como sucedió en el caso latinoamericano, tal como se puede observar en el gráfico a continuación.

Gráfico 7: Flujos netos de capitales hacia América Latina¹⁰ (2016-2018)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2018)

Tal como muestra el gráfico 7, “en línea con las mayores tensiones financieras a nivel global, el acceso por parte de los países de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales de deuda se ha reducido considerablemente en 2018” (CEPAL, 2018). En este punto, resulta importante aclarar que la región latinoamericana no fue un caso aislado, sino que dicha salida de capitales afectó de sobremanera a otros mercados, como principalmente fue el caso de Turquía. De acuerdo a lo que sostiene García Ruiz (2019) en base a los informes del FMI (2018) y Caixa (2019^a), el endurecimiento de las condiciones de liquidez de la FED se hizo más fuerte con la apreciación del dólar que se dio desde el segundo trimestre del año. Dicha situación generó un aumento de la aversión al riesgo en mercados emergentes, todo lo cual se

¹⁰ El cálculo del indicador de flujos de capitales netos construido incluye a los siguientes países: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Paraguay, Perú y Uruguay (CEPAL, 2018).

tradujo en una caída brusca de las corrientes de capitales hacia estos países, e incluso se tornaron en salidas de capitales de dichos mercados.

Por ello, es posible señalar al 2018 como el año en que la evolución de la FED tuvo su mayor impacto sobre Argentina, en un contexto de fuerte dependencia a los capitales extranjeros y de desequilibrios macroeconómicos externos, lo que en primera instancia generó una agudización de la restricción externa argentina, que, como se mencionó anteriormente se abordó con la toma de un préstamo *stand-by* con el FMI.

Finalmente, como se observa en el gráfico 6, en 2019 la tasa se estabilizó en la primera parte del año y, desde junio, comenzó a registrar bajas que a partir de septiembre se profundizaron, hasta alcanzar el nivel más bajo en noviembre, punto que se mantuvo hacia el fin del mandato de Macri. En el marco de difícil panorama externo para la Argentina, este estancamiento y posterior baja de la FED se vio inicialmente como un alivio para las cuentas externas del país. De todos modos, si bien resultó una buena noticia que la FED bajara la tasa, el impacto de dicha medida en Argentina fue limitado. Esto se debió principalmente al contexto de incertidumbre en el plano local, que estuvo en 2019 vinculado a las elecciones presidenciales, y que, de algún modo contrarrestó esas mejoras marginales en los flujos globales (Yosovitch, 2019).

2.2. Desempeño del escenario internacional y sus efectos sobre la liquidez internacional

Tal como se mencionó anteriormente, al momento de la asunción de Mauricio Macri en la presidencia de Argentina el 10 de diciembre de 2015, el acceso al financiamiento voluntario para Argentina estaba interrumpido por el conflicto judicial con los *holdouts*. Como afirmó Guzmán (2018), la medida cautelar impuesta por el juez Griesa era costosa para Argentina, ya que impedía que el país tomara prestado de conformidad con cualquiera de las principales jurisdicciones financieras. A pesar de ello, el gobierno de Cambiemos pudo resolver la disputa con los *holdouts* y avanzar en su plan de reinsertar al país en los mercados financieros internacionales.

En este sentido, el escenario internacional en el que Argentina retornó a los mercados internacionales estuvo marcado por una breve volatilidad hasta febrero,

cuando comenzó a mostrar señales positivas, que, en efecto, mejoraban las condiciones para el acceso al crédito externo. Estas señales positivas se sustentaban a partir de una conjunción de variables positivas en el escenario internacional, que, según el informe del BCRA (2016), tenían que ver con:

1. Suba en los precios de los activos financieros de las economías emergentes.
2. El agregado de los índices bursátiles de emergentes pasó de registrar fuertes caídas en 2015 a computar un avance en lo que va del corriente año.
3. Las primas de riesgo soberano, que se habían ampliado en 2015, acumularon una reducción en los primeros meses del año.
4. Por su parte, las monedas, que sufrieron una depreciación fuerte en enero, se apreciaron desde entonces.
5. Mejora en las acciones y expectativas de política monetaria en las principales economías del mundo. En este sentido, conviene remarcar que, frente al moderado crecimiento económico y la persistencia de riesgos deflacionarios, los principales bancos centrales de los países avanzados intensificaron sus políticas monetarias expansivas o pospusieron avanzar con el sesgo contractivo.

Empero, al promediar 2016, aparecieron los primeros indicadores de una reversión de ese escenario internacional al reportarse fenómenos generadores de inestabilidad. Entre tales fenómenos, se destaca en primer término, la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea (UE) –proceso al que se conoce como el *Brexit*– mediante un referéndum consustanciado en junio de 2016. Esta circunstancia abrió un escenario de gran incertidumbre y tensión en el propio Reino Unido y en la UE. Si bien es cierto que las economías en vías de desarrollo como la argentina son más sensibles a China y a la evolución de la política monetaria de EE.UU que a Europa, lo cierto es que este hecho generó efectos inmediatos sobre el crecimiento global y sobre el mercado financiero, dando más fuerza al dólar, que, como se observó en el inicio de la tesina, en el caso argentino se asocia de forma directa con el problema de la restricción externa.

En este sentido, luego de conocerse el resultado del referéndum, las turbulencias se extendieron por los mercados financieros, lo que, además de la suba del dólar, generó una suba en la prima de riesgo y una apreciación del oro. En consonancia, el informe del Banco Central de Chile (2016) definió al *Brexit* como un hecho sorpresivo que materializó uno de los riesgos más temidos por el mercado, generando un aumento en la

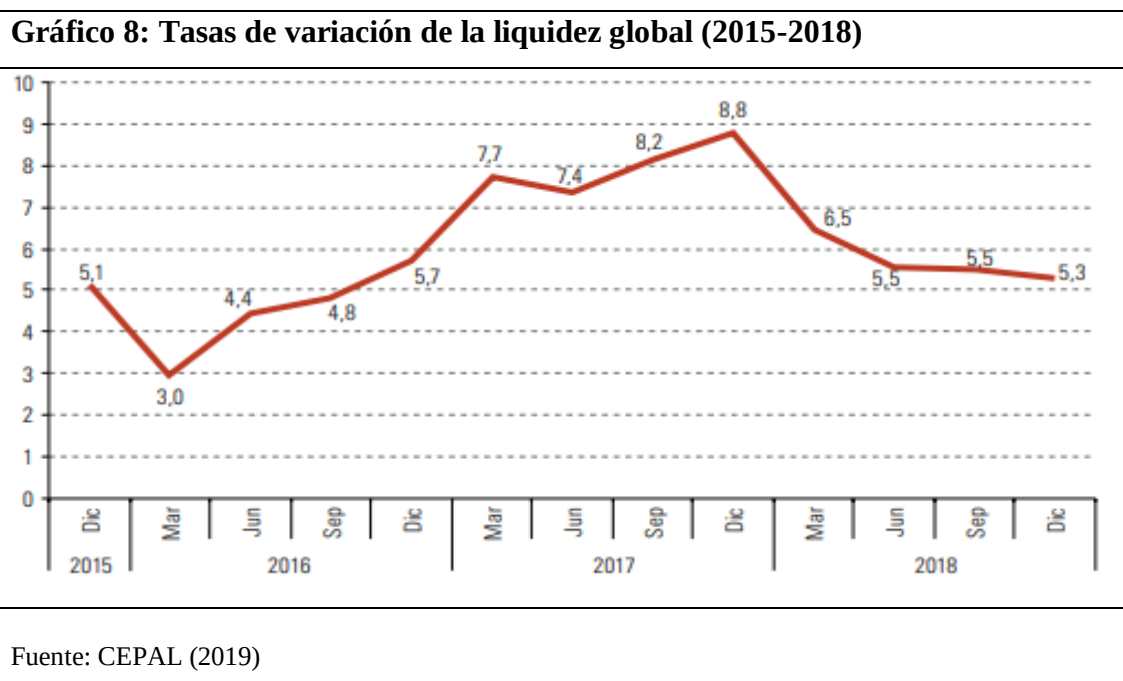
volatilidad. Si bien este hecho encontró a Argentina en un escenario previo de apreciación del dólar por la baja de tasas y el atraso cambiario, el *Brexit* definitivamente influyó en que el dólar estadounidense escalara por encima de la barrera de los 15 pesos luego de varias semanas de estar rondando los 14 pesos.

A pesar de la incertidumbre que abrió el *Brexit*, hacia octubre de ese año, el BCRA siguió destacando las perspectivas positivas que existían en el mundo, y, en efecto, sobre el flujo de capitales internacionales, al decir que “En el tercer trimestre del año siguió reduciéndose el costo de financiamiento externo tanto corporativo como soberano para la Argentina. La sobretasa exigida para instrumentos argentinos respecto de los de otros emergentes continuó cayendo tanto en términos absolutos como en relación al agregado de los emergentes” (BCRA, 2016, p.19). Como se mencionó previamente, estas condiciones se traducían en un escenario más permisivo respecto al acceso al crédito externo.

Al mes siguiente de que se publicase dicho informe se sumó la victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de Estados Unidos de 2016, la cual generó inquietud en los mercados internacionales debido a la fuerte campaña nacionalista y de rechazo al tradicional accionar exterior estadounidense que mantenía el entonces candidato Trump, en torno al slogan de campaña “*America First*”. En efecto, el interrogante tenía que ver con cuántas de todas las medidas anunciadas en la campaña electoral de Estados Unidos podían llevarse efectivamente a la práctica y cómo afectarían al resto del mundo. Como señalan Listrani y Zaccato (2018) en base a lo dicho por Ikenberry (2017), con la llegada de Trump a la Casa Blanca, surgieron importantes interrogantes respecto a su política exterior, no sólo por estar la nueva administración dispuesta a revertir las arquitecturas internacionales que se habían defendido durante la administración Obama, sino también por la nueva volatilidad en las relaciones como un sello distintivo de la nueva administración. De algún modo, dio inicio a un cambio de escenario mundial que marcó el resto del período estudiado.

A esto se adhiere el hecho que las positivas perspectivas de crecimiento mundial que existían para el 2016 fueron una variable que influyó en el hecho de que el Banco Central Europeo (BCE) comenzara a achicar su estímulo monetario. Si bien esta pérdida de liquidez del lado europeo fue una variable menor, es una variable que se conjugó con las anteriores para generar un escenario de menor liquidez internacional.

En este punto, cabe aclarar que, a pesar de estas variables que impactaron sobre la liquidez internacional, lo cierto es que, en términos comparativos, 2016 y 2017 fueron años más favorables que 2018 en lo que hace a dicho tema, tal como se observa en el gráfico a continuación.



Como se observa en el gráfico 8, en 2018, la liquidez global mostró una caída en su tasa de crecimiento, que pasó de un promedio del 8,8% en diciembre de 2017 al 5,3% en diciembre de 2018 (CEPAL, 2019).

En este sentido, las primeras señales de lo que podía suceder en 2018 se observaron a mediados de 2017, cuando se comenzó a considerar una posible fuente de riesgo externo respecto al futuro inmediato, que justamente tenía que ver con el canal financiero, como efectivamente sucedió. Este riesgo financiero se identificó a través de un escenario de cambio en la variable sistémica, relacionado con un “(...) posible cambio brusco en el apetito por riesgo (en especial, de activos de economías emergentes) en los mercados financieros que tenga un impacto significativo en la oferta de crédito externo y traiga aparejado presiones sobre el tipo de cambio y aumento en su volatilidad” (BCRA, 2017, p.5).

Estas posibles variantes podían afectar a países emergentes debido al alto nivel de endeudamiento externo que estas economías habían adquirido entre 2016 y 2017, el

cual había aumentado de 181.000 millones de dólares en 2016 a 607.000 millones de dólares en 2017, el nivel más alto en tres años (Barne y Wadhwa, 2018). A este panorama internacional de riesgo, debe sumarse las condiciones de fragilidad macroeconómica interna que caracterizaron el endeudamiento de Cambiemos durante 2016 y 2017, tal como se observó en el capítulo uno.

Efectivamente, 2018 fue el año donde los condicionantes internacionales incidieron como un elemento restrictivo sobre la relación entre Argentina y los capitales internacionales. En este punto, se observa que “Junto con las incertidumbres comerciales y, para países como Argentina, Brasil, Sudáfrica y Turquía, factores distintivos, han desalentado las entradas de capital, debilitado las monedas, deprimido los mercados de valores y presionado tipos de interés y diferenciales” (Obstfeld, 2018, s/d)¹¹. Esta situación se generó debido a la conjunción de cinco principales variables negativas, las cuales son analizadas en los informes de la CEPAL (2018) y (2019):

- 1) Fuerte alza de las tasas de interés, tal como se observó en el gráfico 6.
- 2) Fuerte suba en el precio del petróleo entre agosto y noviembre de 2019, mes en el que registró una caída en su precio.
- 3) Devaluaciones en países emergentes a partir de la apreciación del dólar.
- 4) Aumento de las tensiones comerciales entre EEUU y China, expresada en los aranceles impuestos por el gobierno de Donald Trump a productos como el acero y el aluminio, y en las represalias tomadas por el gobierno chino.
- 5) La crisis en Turquía y el aumento de las tensiones con Estados Unidos.

Estas variables aumentaron la aversión al riesgo y empujaron a los inversores hacia una mayor selectividad, lo que, en términos fácticos significó una reducción en el flujo internacional de capitales (CEPAL, 2019).

En este sentido, el escenario internacional desfavorable de 2018 es un fiel reflejo de los efectos asimétricos de la interdependencia, ya que “Si bien el mundo se volvió ciertamente más restrictivo para los mercados emergentes en general, lo cierto es que no todos respondieron del mismo modo y algunos dieron muestras de una mayor resiliencia política y económica. Tal es el caso de aquellos con equilibrios macroeconómicos más

¹¹ Traducción propia.

sólidos y estructuras exportadoras más sofisticadas. He aquí nuevamente la relevancia del factor externo” (Actis y Creus, 2018, s/d).

Esta situación dejó en evidencia la sensibilidad y vulnerabilidad que poseía Argentina a los cambios del mundo provocada por el alto nivel de endeudamiento externo argentino, los desequilibrios macroeconómicos nacionales y la eliminación de los dispositivos de protección de la economía argentina en el sector externo. Aun cuando la variable internacional logró estabilizarse, Argentina fue uno de los países que siguió experimentando efectos negativos en sus variables económicas. Esto debido a que “Cuando la vulnerabilidad externa es tan elevada, cualquier viento alcanza para tirar abajo al país y eso fue lo que sucedió el 24 de abril de 2018. Ese día, como resultado de una suba en la tasa de interés del bono a 10 años del Tesoro de Estados Unidos, se generó una salida de capitales financieros de los países emergentes. Este fenómeno afectó al conjunto de estos países pero, mientras la mayoría de los mismos se recuperaron rápidamente, Argentina sufrió su peor crisis cambiaria desde 2002” (Cappa et al., 2018, p.19).

En efecto, el escenario internacional en 2018 otorgó un escenario de menor permisibilidad para Argentina respecto a su estrategia hacia los capitales internacionales. En este escenario, el FMI fue la posibilidad que encontró el gobierno de Cambiemos para cubrir los vencimientos de deuda pautados en el programa financiero. En un contexto donde el peso argentino se había desplomado frente al adverso panorama internacional, el propio presidente de la Nación reconocía que "Somos uno de los países del mundo que más dependemos del financiamiento externo", y prometía que el préstamo del FMI " (...) nos va a permitir fortalecer este programa de crecimiento y desarrollo, dándonos un mayor respaldo para enfrentar este nuevo escenario global" (Macri, 2018).

No obstante, a pesar de que el acercamiento al FMI pretendía ser visto como una forma de mejorar la confianza internacional, lo cierto es que dos meses después del acuerdo, Argentina no logró revertir las expectativas negativas de los mercados respecto a su capacidad de reequilibrar su economía y honrar consiguientemente sus compromisos externos, todo lo cual quedó expresado en un deterioro incesante de las calificaciones crediticias obtenidas.

En este sentido, resulta importante remarcar que el período de tiempo observado hasta aquí fue atravesado por la incertidumbre y la volatilidad. Tal escenario crítico pareció verse “(...) agudizado en los últimos años, lo cual podría deberse en parte al deterioro del entorno económico externo; entre otros factores, los altos niveles de volatilidad observados en los mercados financieros mundiales en 2015 y 2018, el alza de las tasas de interés mundiales a medida que los bancos centrales de algunas economías avanzadas comenzaron a normalizar la política monetaria, y la caída de los precios de las materias primas a medida que se enfriaron algunas economías grandes” (Goncalves, David y Pienknagura, 2019, p.4).

Además, así como el escenario internacional impactó de forma directa sobre el vínculo entre Argentina y los capitales a partir de la retracción de liquidez internacional y a partir del comportamiento *flight to quality*, lo cierto es que también el mundo impactó de forma indirecta sobre este vínculo. Esto a partir del hecho de que en el caso argentino incidió de forma negativa sobre el acceso argentino a la OCDE, el cual, de acuerdo a lo expresado por Marcelo Scaglione en la entrevista realizada en el marco de la investigación: “estuvo a punto de concretarse en el marco del G20 realizado en Argentina, pero finalmente Estados Unidos decidió retroceder en la decisión y, luego, en un escenario internacional marcado por las fricciones comerciales entre China y Estados Unidos, temas como el del acceso de países a la OCDE (entre ellos Argentina) pasaron a un plano secundario” (Scaglione, 2020).

Luego del tumultuoso 2018, quedaban riesgos latentes en torno a posibles desequilibrios en el escenario internacional durante 2019 que pudiesen afectar al flujo de capitales internacionales. En este marco se anticipaba que “Dado lo incierto de la actual coyuntura, cualquier acontecimiento inesperado o cambio repentino de percepción podría desencadenar fuertes correcciones en los mercados financieros y una reasignación desordenada del capital. Una rápida subida de los tipos de interés y un fortalecimiento significativo del dólar podrían exacerbar las fragilidades internas y las dificultades financieras en algunos países, lo que aumentaría el riesgo de problemas de endeudamiento” (Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de Naciones Unidas, 2019, s/d).

El año 2019 inició con un contexto global más calmo luego de que bajaran las tensiones comerciales entre China y EEUU y los mandatarios de ambos países aceptaran

acceder a una tregua en el G20 de ese año. De todos modos, dicho acercamiento pareció agotarse hacia el mes de agosto cuando sucedió una nueva suba de aranceles por parte de Estados Unidos, la devaluación de la moneda china (el yuan) y el recrudecimiento del conflicto entre Donald Trump y Xi Jinping. Esto volvió a generar altos niveles de incertidumbre para el resto del mundo. Estas circunstancias incitaron a la continuidad y profundización, inclusive, de la restricción de la liquidez internacional. Estos efectos de la tensión internacional por el enfrentamiento comercial entre los EEUU y China se conjugaron con otra variable importante en Argentina durante el mes de agosto, que tuvo que ver con la definición de las elecciones primarias, abiertas, simultáneas y obligatorias el 12 de agosto.

A pesar de estas fricciones, durante 2019 las tasas de interés internacionales de referencia tuvieron una tendencia a la baja, lo cual resultó positivo en lo que refiere a los flujos de capitales hacia América Latina y el Caribe. Los prestatarios gozaron de condiciones de financiamiento más accesibles, ya que las reducciones en las tasas de interés hechas por la Reserva Federal de Estados Unidos y el BCE permitieron que emitieran bonos denominados en moneda extranjera a tasas cada vez más bajas. No obstante, esto no se tradujo en una mejora de las condiciones para Argentina. En este sentido, puede advertirse que en 2019 se mantuvo un elevado riesgo país y las calificaciones crediticias continuaron desfavorables, ambos a observar en el apartado 2.4.

Por lo antedicho, se puede observar cómo el desempeño del escenario internacional influyó sobre la disponibilidad de capital entre 2015 y 2019. Si bien se identificó una primera inicial con señales positivas, lo cierto es que desde 2017 este escenario comenzó a complicarse. Por ello, desde 2018 la variable sistémica fue una complicación para Argentina, que acentuó los problemas que el país experimentaba en el plano interno y, en efecto, condicionó de forma negativa el vínculo entre el país y los capitales internacionales.

2.3. Evolución del precio de las principales *commodities* exportadas por Argentina

La evolución del precio de las *commodities* resulta fundamental en el análisis propuesto en la presente tesina debido a que la economía argentina posee una alta dependencia a este tipo de exportación. Esto a partir del hecho que “La cadena agroindustrial es un aportante neto de moneda extranjera por sus bajas importaciones, de manera tal que ayuda a proveer divisas (...)” (Bolsa de Comercio de Rosario (BCR), 2017, p.5). En este sentido, se destaca que la soja, el maíz y el trigo son las principales fuentes de divisas. A modo de ejemplo, se puede observar que, en 2017, dos de cada tres dólares que ingresaron en el país fueron generados por este tipo de exportación, o sus derivados, tal como se indica la tabla 4.

Tabla 4: Relevancia de los productos agropecuarios y sus derivados en las exportaciones argentinas en 2017

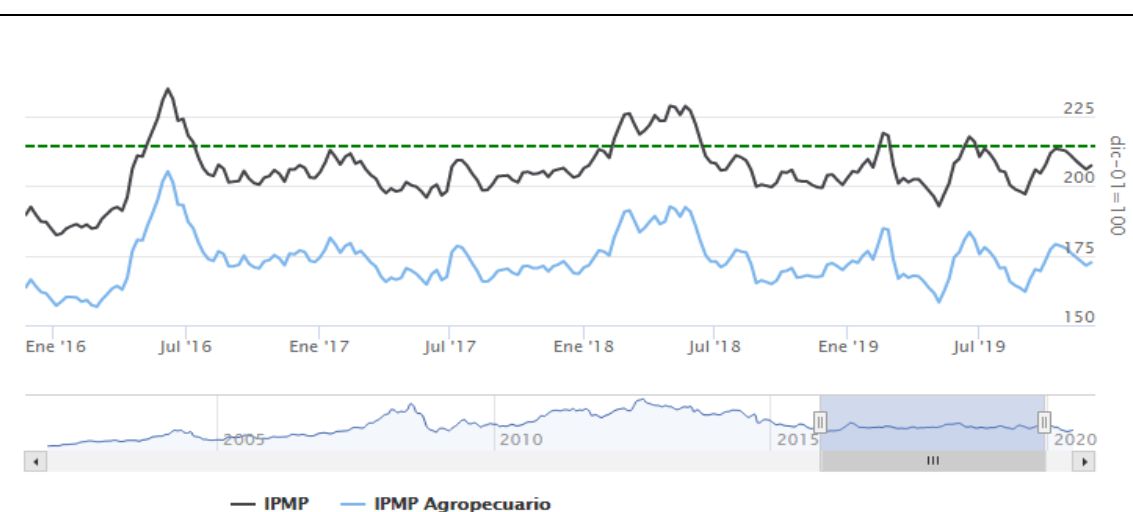
Producto	Millones de dólares
Exportaciones Nacionales totales	58.428
Productos primarios	14.815
Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA)	22.513
Total Exportaciones productos primarios y MOA	37.328
Porcentaje exportado de productos primarios y MOA respecto al total de exportaciones nacionales	63,9%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC (2018).

Que gran parte de los dólares que ingresasen al país dependieran de un tipo de exportación hace al frente externo argentino vulnerable a los movimientos de los precios internacionales que se generen sobre las mismas. En este marco, puede subrayarse que el período observado estuvo compuesto por subas y bajas constantes en torno al precio de las *commodities*, tal como se puede observar en dos índices, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), el cual contiene al Índice de Precios de las Materias Primas Agropecuario (IPMP Agropecuario). Estos indicadores son elaborados por el BCRA, y reflejan la evolución de los precios internacionales de los principales productos

primarios que exporta Argentina. A continuación, se muestra un gráfico que da cuenta de su evolución.

Gráfico 9: Evolución del IPMP y del IPMP agropecuario (2015-2019)



Fuente: BCRA (2020).

Como se observa en el gráfico 9, el inicio del 2016 estuvo marcado por una caída en el precio internacional de las *commodities*; tendencia que comenzó a revertirse a partir de marzo, pero que en julio nuevamente volvió a registrar una baja en el marco de los efectos post *Brexit*. Esta baja se mantuvo, con altibajos, hasta el fin de 2016. Aun así, dichos precios siguieron manteniéndose por encima de los mínimos que se registraron al cierre de 2015 (BCRA, 2016).

Durante 2017, el IPMP tuvo una evolución estable sin grandes altibajos (0,09% de variación interanual). Esto significó una fuente de estabilidad de divisas en lo que refiere a las exportaciones de productos primarios. En los primeros cinco meses de 2018, los precios internacionales de las materias primas reportaron incrementos leves, aunque, a fines de mayo comenzaron a exhibir una caída. A dicha baja se sumó el hecho de que, en 2018, la producción agrícola argentina atravesó una sequía histórica, afectando de este modo el ingreso de divisas por este sector. Sobre dicho evento climático, la BCR (2018) estimó que dicha sequía significaba perder un ingreso de divisas por exportaciones equivalente a 8.000 millones de dólares.

Si bien, como se observa en el gráfico 9, en el segundo semestre de 2018, los términos del intercambio (cociente entre los precios de las exportaciones y de las

importaciones argentinas) se equilibraron, las condiciones negativas del primer semestre se conjugaron con el ya mencionado conjunto de variables negativas nacionales y del plano sistémico que debilitaron la posición argentina. En 2019, nuevamente los precios de las *commodities* volvieron a bajar, lo que, volvió a deteriorar la posición argentina.

Por lo visto hasta aquí, puede advertirse que la variación del precio de los *commodities* también operó como condicionante pro cíclico en la vinculación argentina con los capitales externos. Durante un período inicial, el aumento de los valores de los *commodities* se tradujo en una mayor permisibilidad internacional del país. Ahora bien, la caída de estos valores, consustanciada desde 2018, operó como una fuente de vulnerabilidad. Esto se asocia a la dependencia existente a las exportaciones de los productos agrícolas, y en efecto, a las fluctuaciones sobre los tipos de cambios y los precios internacionales de las *commodities*.

2.4. Las calificaciones crediticias otorgadas a la República Argentina

En este apartado, se consideran las calificaciones que agencias calificadoras de riesgo y otros actores financieros brindaron a Argentina entre 2015 y 2019. Las calificaciones observadas son dos, a saber: el rating crediticio y el riesgo país. La variable “rating crediticia” es elaborado por las agencias calificadoras de riesgo Moody's, Standard&Poor's (S&P) y Fitch. El riesgo país es elaborado por la empresa de servicios financieros J.P. Morgan Chase. Este cálculo lo realiza por intermedio de su Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI). En el caso del país, tal índice lleva el nombre de EMBI Argentina.

En el apartado siguiente proponemos hacer un análisis de cómo las calificaciones crediticias y el riesgo soberano acentuaron aún más la situación de vulnerabilidad que generaron las variables analizadas en los apartados anteriores.

2.4.1. Ratings obtenidos según las principales agencias calificadoras de riesgo

El rating, grados de inversión, es decir, cuán rentable y estable es invertir en un mercado, o, dicho de otro modo, el riesgo que conlleva invertir allí. Cuanto mayor sea el riesgo, peor calificación recibirá. Las tres principales agencias calificadoras de riesgo

utilizan un sistema alfabético que determina la calificación de crédito. No obstante, cada una utiliza una escala propia, las cuales se ponen a disposición en la tabla 5.

Tabla 5: Ranking de calificaciones de deuda soberana de largo plazo según Standard & Poor's, Moody's y Fitch

Calidad	Standard & Poors	Moody's	Fitch
Grados de inversion	AAA	Aaa	AAA
	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	
	AA-	Aa3	AA
	A+	A1	AA-
	A	A2	A+
	A-	A3	A
	BBB+	Baa1	A-
	BBB	Baa2	BBB+
	BBB-	Baa3	BBB
Grados especulativos			BBB-
	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
	CCC	Caa	CCC+
	CC		CCC
	C	Ca	CCC-
	SD		CC
	D	C	C
			RD
			D
			DD
			DDD

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Standard & Poor's, Moody's y Fitch (2020).

Dicho esto, se procede a observar cómo estas calificaciones desarrollaron sus evaluaciones en el caso argentino durante la gestión de Cambiemos.

Tabla 6: Calificaciones crediticias recibidas por la República Argentina (2015-2019)

Año	Standard & Poors	Moody's	Fitch
2015	No hay datos	Caa1	RD
2016	B-	B3	B RD
2017	B-	B2 B3	B
2018	B	No hay datos	B
2019	SD CCC- B-	Caa2 B2	RD CC RD CCC B

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Standard & Poor's, Moody's y Fitch (2020).

Las calificaciones recibidas por el país en el inicio del período hacia noviembre de 2015 se ubicaron en Caa1 (riesgo sustancial). No obstante, esta calificación cambió a partir de la victoria de Mauricio Macri en el ballottage de ese año. En lo que respecta a Moody's, es dable señalar que sus notas pasaron de “estable” a “positiva” –lo que mejoró la posición argentina frente a los mercados-, argumentando que la llegada de Macri daba más posibilidades de que se implementen políticas crediticias positivas, entre las cuales se incluye la resolución de la disputa con los acreedores *holdouts*.

A pesar de que se aseguraba que la resolución de la disputa con los *holdouts* impulsaría una mejora en la calificación del país, lo cierto es que luego de haber

superado dicha situación, esta calificación no mostró mejoras sustanciales. En este sentido, 2016 fue un año donde, como se observa en la tabla 6, en las calificaciones brindadas por las tres agencias, Argentina se mantuvo en una posición “estable”. Lo mismo sucedió en 2017, año que, como se mencionó en el capítulo anterior, estuvo atravesado por elecciones parlamentarias en Argentina. Más allá de que los rating recibidos por estas tres agencias registraron mejoras en momentos particulares, en líneas generales se mantuvieron estables en relación a lo visto en 2016.

Cabe observar que S&P coincidió con las calificaciones de Moody's, lo cual quedó en evidencia en el informe del 30 de octubre, de forma posterior a la victoria de Cambiemos en las elecciones parlamentarias: “La perspectiva estable incorpora nuestra expectativa de que el gobierno tendrá una mayor capacidad política para continuar con su agenda económica, lo que resultará en una política económica más predecible y en gradualmente más efectividad institucional y de gobernabilidad. Nuestra perspectiva estable también incorpora nuestra expectativa de un crecimiento económico moderado y sostenido alrededor del 3% para los próximos tres años y una mayor inversión”¹² (Standard & Poor's, 2017, s/d). Este informe promovió la profundización del rumbo económico tomado por Cambiemos, al decir que “Una política monetaria más efectiva que resulte en una inflación más baja, una reducción de las vulnerabilidades externas o una consolidación fiscal mayor a la esperada podría mejorar el actualmente débil perfil financiero de Argentina, lo que podría llevar a una calificación más alta en los próximos dos años.”¹³ (Standard & Poor's, 2017, s/d).

A pesar que el gobierno de Macri apostó por la senda que le propusieron las calificadoras, en 2018 se encontró con un escenario internacional desfavorable, tal como se mencionó oportunamente. A partir de este momento, las agencias calificadoras de riesgo revisaron significativamente sus notas, acentuando el carácter pro cíclico de sus informes. En este marco, Standard & Poors (2018) redujo la calificación de la deuda del país. Concretamente, la nota pasó de B+ a B en una decisión que fue fundamentada en un empeoramiento del perfil de deuda soberana, más inflación y menores previsiones de crecimiento. Así lo afirmó el comunicado de S&P: “Ha habido una erosión del perfil de deuda de Argentina, de la trayectoria de crecimiento económico y de la dinámica de inflación tras los reveses en la implementación de su desafiante programa de ajuste

¹² Traducción propia.

¹³ Traducción propia.

económica” (Standard & Poor’s, 2018, s/d). A partir de entonces, las calificaciones que recibió Argentina repararon de modo creciente la conjunción de la debilidad fiscal que presentaba por los desequilibrios externos y el cada vez más vulnerable perfil de deuda externa, del cual se habló en el capítulo anterior.

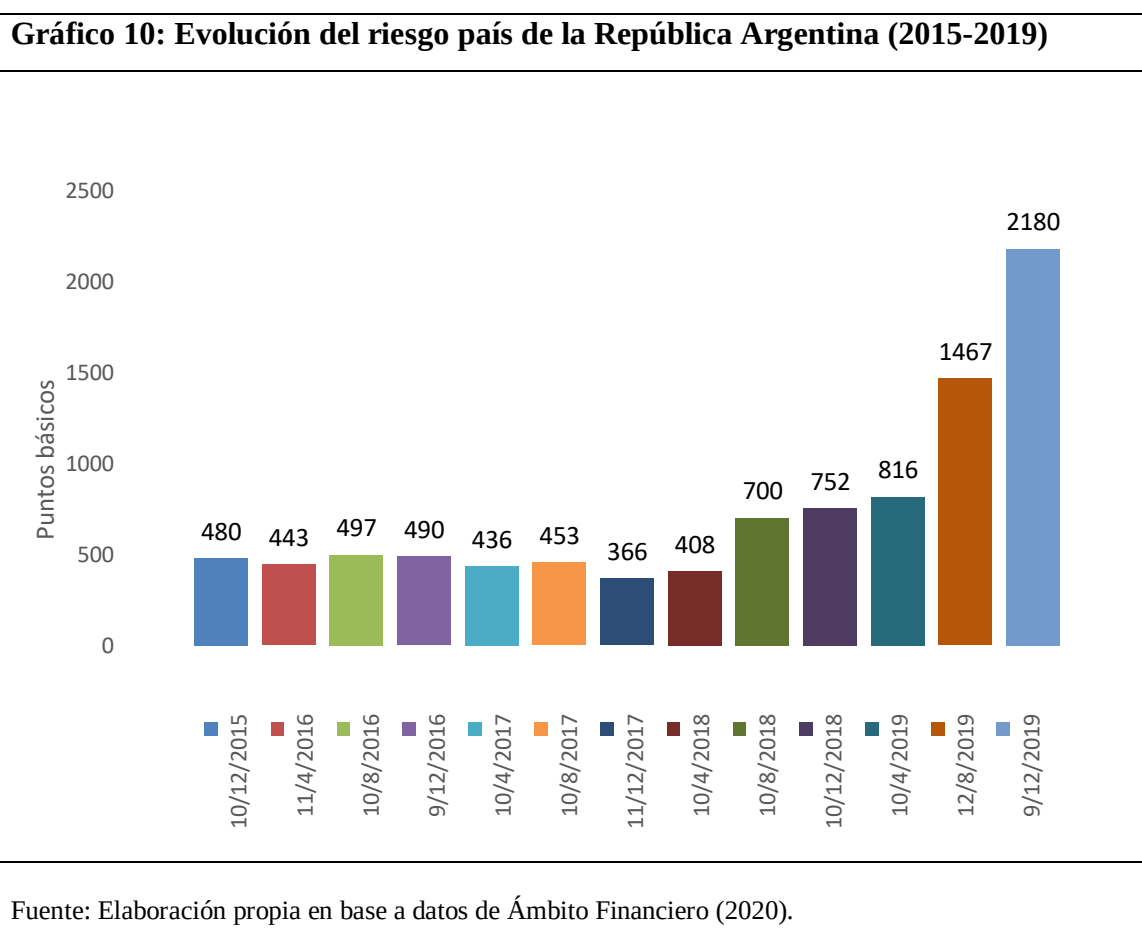
Finalmente, y tal como se observó en la tabla 6, 2019 representó el peor año en lo que refiere a las calificaciones recibidas por las agencias. Hacia fines de ese año, las calificaciones alcanzaron el *rating* RD en Fitch y SD en S&P, lo que se presentó como un marco con pocas perspectivas de recuperación, y se afirmó que: "La rebaja de las calificaciones de Argentina refleja una elevada incertidumbre política después de las elecciones primarias del 11 de agosto, un endurecimiento severo de las condiciones financieras y un deterioro esperado en el entorno macroeconómico que aumenta la probabilidad de un incumplimiento soberano o una reestructuración de algún tipo" (Standard & Poors, 2019, s/d).

Las razones esbozadas por S&P se encontraron en sintonía con lo dicho por Fitch, donde aseguraron que un conjunto de variables negativas daban como resultado un severo deterioro del perfil financiero argentino. Como muestras de tal deterioro, la agencia acentuó la incidencia de una serie de fenómenos, los cuales combinados, agravaron la vulnerabilidad del país: la turbulencia del mercado financiero mundial, la posterior depreciación del peso argentino y la suba de las tasas de interés; todo esto sumado a la variable política que el caso argentino introdujo en medio de elecciones presidenciales (Fitch, 2019). Así como en 2017 la variable política fue favorable a las calificaciones recibidas por Argentina, en 2019 ocurrió lo contrario, ya que debido a las tensiones políticas internas y la decisión por quién debería ser el próximo presidente también jugaron un rol importante en las calificaciones recibidas principalmente a partir de agosto de 2019.

2.4.2. La evolución del riesgo país argentino

Otro de los principales indicadores que se observan a la hora de ver la salud financiera de un país es el riesgo país. En lo que hace a su definición se considera que “el riesgo país (*Country Risk*) es la sobretasa de interés que paga cada país para financiarse en el mercado internacional. Su elemento básico mide la probabilidad (el riesgo) de que un Estado logre o no pagar los vencimientos de sus obligaciones (deuda externa, bonos, letras del tesoro) cuando corresponde” (Gonzalez, 2018, s/d).

En este sentido, en lo que hace al presente estudio, se observa al riesgo país como otro indicador que, a través de una medición por puntos, muestra los niveles de confianza que un país da a los capitales internacionales y al mismo tiempo, cuán caro le sale en determinado momento el financiamiento externo al país. Su evolución está vinculada meramente a la evolución de variables económicas como la sostenibilidad de la deuda externa, indicadores macroeconómicos y la estabilidad de las variables políticas, por lo que si se deteriora alguna de estas variables el precio de los bonos bajaría y, de forma inversa, el riesgo país subiría, lo que inicia un ciclo vicioso de salida de capitales extranjeros del país. En lo que hace a su desempeño en Argentina, se propone el siguiente gráfico que muestra cómo se desarrolló el mismo entre 2015 y 2019.



Conforme puede observarse en el gráfico 10, al iniciar la administración Macri, el riesgo país estaba en 480 puntos básicos (p.b.). Cabe recordar que en los primeros meses de 2016 se procedió con el pago a los *holdouts* y la recomposición del vínculo con los capitales internacionales, lo que generó una tendencia a la baja sobre el riesgo

país, el cual alcanzó los 443 p.b. Para fines de 2017, el riesgo país descendió sensiblemente hasta los 366 p.b, como respuesta a los indicadores macroeconómicos que, como se vio anteriormente, daban solidez a la estrategia de búsqueda de reputación financiera (Alonso, 2020) a las que apostó Macri. En este panorama, las elecciones intermedias de octubre también tuvieron un rol primordial. En efecto, en un contexto como el que se mantuvo hasta 2017, el riesgo país fue un factor que se conjugó con otros ya mencionados y generó un panorama permisivo para el acceso a los capitales internacionales.

No obstante, como se evidenció en apartados anteriores, 2018 y 2019 no fueron los mejores años para Argentina y su vínculo con los capitales externos. En 2018 el riesgo país volvió a ser noticia y escaló a 752 p.b. De este modo, dicha suba marcó un quiebre en la recomposición del vínculo con los capitales. Luego, dio inicio al deterioro que se generó a partir de condicionantes domésticos que pujaron, como así también al contexto internacional poco favorable que se generó desde enero de 2017 con la llegada de Trump y que se agudizó en 2018. Este deterioro estuvo vinculado a hechos ocurridos en el escenario nacional, como por ejemplo cuando entró en vigencia el impuesto a la renta financiera para inversores extranjeros. Evidentemente, esa situación complicó a la Argentina para colocar deuda en el exterior. Por ello, se considera que, para ese entonces, los mercados de capitales nuevamente se cerraron para Argentina. En ese marco cobró relevancia la ya mencionada asistencia financiera del FMI para que el gobierno pudiera cumplir con los vencimientos de deuda pública en moneda extranjera, quedando en evidencia la situación de vulnerabilidad que el alto nivel de endeudamiento externo generaba.

En sintonía con lo sucedido en 2018, el 2019 –último año de la gestión Cambiemos- también fue un año que registró un alza promedio del riesgo país; agosto fue el mes clave que generó la mayor suba del riesgo país. Dicha fecha corresponde con el mes en que se celebraron las PASO y a partir de donde el riesgo país registró una considerable suba, alcanzando los 1467 p.b. el 12 de agosto, día posterior a las elecciones. Una vez que el 27 de octubre se consolidó la victoria de Alberto Fernández como nuevo presidente de Argentina, el riesgo país volvió a dar un nuevo salto al día siguiente, alcanzando los 2262 puntos; esto a partir de las dudas que generaba a nivel internacional el cambio de gobierno.

Es importante observar que la gestión de Mauricio Macri culminó su último día de mandato con un riesgo país de 2180 puntos, lo que implicó una suba estimada del 454% entre 2015 y 2019. Estas cifras evidenciaron cómo, a pesar de que la gestión Cambiemos inició su período con la apuesta a la recomposición del vínculo argentino con los capitales internacionales, finalizó su mandato con un alto riesgo país, lo que de algún modo evidenció un perfil financiero deteriorado.

2.5. A modo de cierre

A lo largo de este capítulo, se abordó el análisis de la inserción financiera argentina del gobierno de Macri a partir del escrutinio de los condicionantes internacionales. En primer lugar, se pudo observar cómo el desempeño del escenario internacional influyó sobre la disponibilidad de capitales entre 2015 y 2019, quedando en evidencia que, desde 2018, dicha variable generó restricciones para los objetivos de Cambiemos.

Lo mismo sucedió respecto a la variación del precio de los *commodities*, la cual produjo un efecto pro cíclico en la vinculación de Argentina con los capitales externos, ya que, la caída de estos valores, consustanciada desde 2018, operó como otra fuente de vulnerabilidad. Esto debido a la dependencia de las exportaciones de los productos agrícolas, y en efecto, a las fluctuaciones sobre los tipos de cambios y los precios internacionales de las *commodities*.

Por último, se observó la relación que existió entre el desarrollo de las variables antes mencionadas y la evolución del perfil financiero del país. En este sentido, se evidenció que la gestión de Macri culminó su mandato con un riesgo país de 2180 puntos, lo que implicó una suba estimada del 454% entre 2015 y 2019. Una evolución que evidenció la falta de resultados en este sentido. Esto fue prueba de la existencia de complicaciones en los objetivos de Cambiemos, debido a que, como se dijo anteriormente, el riesgo país y el rating son indicadores que muestran la confianza que un país genera a los mercados.

Así como en el capítulo uno se concluyó que la estrategia de Macri respecto a los capitales generó un alto nivel de dependencia al desarrollo del escenario

internacional, podemos confirmar que haber aumentado dicho nivel de dependencia, se tradujo, principalmente a partir de 2018 –año en que se redujó la permisibilidad internacional-, en un aumento de los niveles de sensibilidad y vulnerabilidad en la inserción financiera del país.

Conclusiones finales

En el desarrollo de esta tesina nos propusimos analizar el vínculo entre la República Argentina y los capitales internacionales entre 2015 y 2019, con aproximaciones desde los condicionantes domésticos e internacionales. Este estudio centró su atención en la influencia que dichos condicionantes ejercieron sobre la articulación del país con los flujos de capital, y cómo a lo largo del período aumentaron o disminuyeron la sensibilidad y vulnerabilidad argentina en su inserción financiera internacional.

En primer lugar, relevamos las principales corrientes teóricas que dieron sustento a esta investigación. Como se indicó en la introducción, nos asistimos de aportes del institucionalismo liberal, que nos permitieron ahondar sobre el escenario internacional interdependiente en el que se desarrollaron los vínculos entre Argentina y los capitales internacionales durante el período 2015-2019. Al mismo tiempo, ahondamos sobre los desarrollos teóricos en relación a los condicionantes domésticos e internacionales, que nos dieron el sustento teórico para observar las variables que influyeron en la política exterior del gobierno de Cambiemos. Del mismo modo, se procedió a analizar los niveles de sensibilidad y vulnerabilidad que los condicionantes domésticos e internacionales generaron en la inserción financiera de Argentina.

En correspondencia con los objetivos específicos, en el primer capítulo se ahondó sobre cómo la composición de la alianza Cambiemos y el dilema entre el gradualismo y *shock* fueron un condicionante que por momentos habilitó la mejora del vínculo entre Argentina y los capitales externos, y por otros restringió dicho objetivo. Del mismo modo, las cuentas nacionales ejercieron presión. De este modo, se concretaron dos de los objetivos específicos, a saber: Analizar el rol que las variables políticas y los diferentes modos de acción gubernamental tuvieron sobre las acciones del Gobierno nacional hacia el capital externo, e identificar la incidencia del desempeño de las cuentas nacionales en el acceso al financiamiento internacional. Lo mismo en el capítulo dos, donde se escrutaron los efectos de las calificaciones crediticias y de riesgo otorgadas a la República Argentina sobre el acceso al financiamiento internacional, y, además, se indagó sobre la incidencia de la liquidez internacional y de la tasa de interés

internacional de referencia en el acceso al financiamiento internacional de la República Argentina.

En este marco, observamos que el gobierno de Mauricio Macri inició su administración con la promesa de reinsertar a Argentina en el mundo, lo que en gran medida significaba una recomposición del vínculo con los capitales internacionales. De todos modos, al final del mandato este vínculo no se encontró en las condiciones deseadas, lo cual se evidenció en el préstamo tomado del FMI en 2018 y en las calificaciones crediticias recibidas por el país hacia el final del período.

Esto sucedió a partir de la conjunción de condicionantes domésticos e internacionales. Dichos condicionantes alternaron a lo largo del período el nivel de influencia que cada uno tuvo sobre el vínculo entre Argentina y los capitales internacionales. Del mismo modo, por momentos éstos fueron una variable restrictiva y por otros fueron una variable permisiva que facilitó la mejora de dicho vínculo. El reflejo de los condicionantes como una variable permisiva se observó durante 2016 y 2017, mientras que, a partir de 2018 -cuando se conjugaron condiciones nacionales e internacionales negativas- dichos condicionantes fueron variables restrictivas que afectaron de forma negativa el desempeño del escenario nacional en el resto del período analizado.

Esta situación evidencia cómo la estrategia del gobierno de Macri para reinsertar a Argentina en el mundo y recomponer el vínculo con los capitales internacionales, aumentó los niveles de sensibilidad y vulnerabilidad en la inserción financiera internacional del país. Aun cuando la variable internacional logró estabilizarse, Argentina siguió experimentando efectos negativos en sus variables económicas.

Teniendo en cuenta lo previo, el recorrido por la presente tesina permitió contrastar positivamente la hipótesis de trabajo que afirma que *si bien la administración de Mauricio Macri asumió la presidencia con el objetivo de reinsertar a Argentina en el mundo y atraer inversiones en un marco de buenas relaciones con los capitales, lo cierto es que el conjunto de condicionantes domésticos e internacionales presentes durante este período pujaron a obstruir este objetivo inicial, lo que, a la postre, aumentó la sensibilidad y la vulnerabilidad del país.*

En este sentido, y teniendo en cuenta lo que se pudo observar en los capítulos anteriores que consignan los resultados de esta investigación, se observa que las vacilaciones de Argentina en su relación con el mercado de capitales externo responden a la no existencia de una estrategia de inserción consensuada y a largo plazo, lo que impide que el país continúe un rumbo sostenido de crecimiento. Por lo dicho, se considera fundamental pensar en una estrategia consensuada, que en lo que atañe específicamente a esta investigación, refiere a la necesidad de definir reglas de juego claras en torno al marco de comportamientos necesarios para que los capitales internacionales puedan ser funcionales al desarrollo nacional.

Para ello, los decisores nacionales pueden tomar nota de las experiencias en otros casos no tan lejanos -en términos geográficos- para acercarse a poseer un mercado de capitales que funcione de base al crecimiento sostenido, con obra pública estratégica, con los incentivos adecuados a cada sector productivo y con un estado saludable de sus cuentas nacionales. Esto, enmarcado en una estrategia de política exterior que vaya de acuerdo a dicha estrategia y que tenga márgenes de adaptabilidad frente a la coyuntura internacional.

Referencias bibliográficas

Libros, capítulos de libros y artículos de publicaciones científicas

- Actis, E. (2012). Los condicionantes domésticos en los diseños de política exterior: la internacionalización. *Brazilian Journal of International Relations*, 1(3).
- Actis, E., Busso, A., Calderón, Emilse., Zelicovich, Julieta. (2017) “De la permisibilidad internacional a la restricción. Un análisis de la incidencia de los condicionantes sistémicos sobre la política exterior del kirchnerismo (2003-2015), 125, enero-junio, disponible en www.cerir.com.ar
- Banco Interamericano de Desarrollo. (16 de Febrero de 2018). *Banco Interamericano de Desarrollo*. Obtenido de Ideas que cuentan: [https://blogs.iadb.org/ideas-que-cuentan/es/cuales-son-los-antidotos-para-las-paradas-subitas/#:~:text=El%20concepto%20de%20paradas%20s%C3%BAbitas,producci%C3%B3n%20\(es%20decir%2C%20para%20financiar](https://blogs.iadb.org/ideas-que-cuentan/es/cuales-son-los-antidotos-para-las-paradas-subitas/#:~:text=El%20concepto%20de%20paradas%20s%C3%BAbitas,producci%C3%B3n%20(es%20decir%2C%20para%20financiar)
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2018). *Inversión Extranjera como motor de desarrollo para América Latina y el Caribe*. Obtenido de <http://www.iadb.org>
- Barberis, J. (2014). La Restricción Externa en la Argentina, ¿tropezar con la misma piedra? *Entrelíneas de la Política Económica*, 4-25.
- Barne, D., & Wadhwa, D. (18 de Diciembre de 2018). *Banco Mundial*. Obtenido de <https://www.bancomundial.org/es/news/feature/2018/12/21/year-in-review-2018-in-14-charts>
- Blanco Listrani, T., & Zaccato, C. (2018). Tendiendo puentes en aguas tumultosas: la política exterior del gobierno de Mauricio Macri (2015-2019). *Perspectiva Revista Ciencias Sociales*, 167-188.
- Bolsa de Comercio de Rosario. (2017). *Comercialización de granos*. Rosario.
- Bolsa de Comercio de Rosario. (Mayo de 2018). *Bolsa de Comercio Rosario*. Obtenido de Informativos semanales:
https://www.bcr.com.ar/Pages/Publicaciones/informativosemanal_noticias.aspx?pIdNoticia=1092

- Brenta, N. (2019). *Historia de la deuda externa argentina*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Busso, A. (2019). El vínculo entre los condicionantes domésticos y la política exterior. Reflexiones sobre el caso argentino. *Ciclos*, 3-32.
- Calle, F. (22 de Marzo de 2018). *Macri, Trump y la relación con los Estados Unidos*. Obtenido de <http://www.calibar.com.ar/wp-content/uploads/2018/03/Calibar-numero-32-22-marzo-2018.pdf>
- Canelo, P., & Castellani, A. (2017). Perfil sociológico de los miembros del gabinete inicial del presidente Mauricio Macri. *Instituto de Altos Estudios Sociales*, 4-35.
- Cantamutto, F., & Schorr, M. (2016). Ensayo sobre la dependencia de la economía argentina. *Realidad Económica*, 118-141.
- Cantamutto, F., Costantino, A., & Schorr, M. (2018). El gobierno de Cambiemos en la Argentina: una propuesta de caracterización desde la economía política. *e-l@tina. Revista electrónica de estudios latinoamericanos*, 20-44.
- Cappa, A., Harracá, M., & Wahren, P. (2018). A tres años de Macri: balances y perspectivas de la economía argentina. *Celag*, 1-25.
- Carrió, T. (1 de Diciembre de 2017). Claves para entender los esfuerzos de la Argentina por ingresar a la OCDE. *Apertura Negocios*.
- Centro de Investigaciones Económicas. (2019). Para entender la economía del Uruguay. Montevideo : CINVE.
- David, A., Goncalves, C., & Pienknagura, S. (2019). *Flujos de capitales hacia América Latina después del superciclo de materias primas*. Fondo Monetario Internacional.
- Di Mauro, J. (2019). *Gobernar en minoría. El karma de la gestión Cambiemos*. Buenos Aires: Corregidor.

Fernandez Alonso, J. (2020), "La gestión de la deuda soberana durante la administración de Mauricio Macri (2015-2019)", en Lucca, Juan Bautista & Iglesias, Esteban, *La Argentina de Cambiemos* (Vol.2), Rosario: UNR Editora. (En prensa).

Fitch Ratings. (21 de Agosto de 2019). Obtenido de

<https://www.fitchratings.com/research/es/sovereigns/fitch-downgrades-argentina-to-ccc-21-08-2019>

Freytes, C., & Niedzwiecki, S. (2018). Argentina 2017: La dinámica intertemporal de la reestructuración económica. *Revista de Ciencia Política*, 126-146.

García Ruiz, M. (2019). Mercados financieros internacionales en 2018: ¿ Buen aniversario? *Revista Cubana de Economía Internacional*, 19-31.

Gené, M., & Vommaro, G. (2017). Argentina: el año de Cambiemos. *Revista de Ciencia Política*, 248-251.

Guzmán, M. (2018). Análisis de la resolución del default de Argentina de 2001. *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, 49-104.

Izquierdo, A. (22 de Agosto de 2018). *¿Qué tan vulnerables son las economías de América Latina y el Caribe ante una parada súbita de los flujos de capital?* Obtenido de Ideas que cuentan: <https://blogs.iadb.org/ideas-que-cuentan/es/que-tan-vulnerables-son-las-economias-de-america-latina-y-el-caribe-ante-una-parada-subita-de-los-flujos-de-capital/>

Jaguaribe, H. (1979). Autonomía periférica y Hegemonía céntrica. *Estudios Internacionales*, 91-30.

Keohane, R., & Nye, J. (1989). *Power and Interdependence: World Politics in Transition*. New York: HarperCollins.

Krasner, S. (1982). Structural causes and regimen consequences: regimes as intervening variable. En S. Krasner, *International Regimes* (págs. 185-206). New York.

- Kröll, H. G. (2000). El método de los estudios de caso. Escuchar, observar y comprender: sobre la investigación cualitativa en la investigación social. México. Porrúa/COLMEX/FLACSO.
- Lafer, C. (2002). *La identidad internacional de Brasil*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.
- Listrani Blanco, T., & Zaccato, C. (2018). Tendiendo puentes en aguas tumultuosas: la política exterior del gobierno de Mauricio Macri. *Perspectivas revista de Ciencias Sociales*, 167-188.
- Mancilla, A., Oglietti, G., Pérez Olivia, N., & Wahren, P. (2019). *Macri, anatomía de una deuda inútil*. Buenos Aires: Celag.
- Manning, B. (1977) "The Congress, the Executive and Intermestic Affairs: Three Proposals", *Foreign Affairs*, vol. 55, núm. 2, pp. 306-324.
- Manzanelli, P., & Barrera, M. A. (2018). Deuda externa y corrida cambiaria. Un análisis del gobierno de Cambiemos en perspectiva histórica. *Cuadernos de Economía Crítica*, 17-44.
- Molina, F. (2016). Determinantes del Dólar Medio Electrónico durante el cepo cambiario argentino (2013-2015). Victoria, Buenos Aires, Argentina.
- Nemiña, P., & Val, M. E. (2020). La reestructuración de la deuda argentina ante la pandemia global. *Análisis Carolina*, 1-12.
- Obstfeld, M. (8 de Octubre de 2018). *Insights & Analysis on Economics & Finance*. Obtenido de IMFBlog: <https://blogs.imf.org/2018/10/08/global-growth-plateaus-as-economic-risks-materialize/>
- Putnam, R. (1988). Diplomacy and Domestic Politics: The Logic of Two-Level Games, en *International Organization*, 42, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 427-460.
- Rodríguez, A., San Martín, N., & Urionabarrenetxea, S. (2008). Crisis financieras y globalización: un análisis de sus factores determinantes. *Problemas del Desarrollo*, 178-179.

- Rosenau, J. (1967) (Ed.) *Domestic Sources of Foreign Policy*, The Free Press-Collier-Macmillan Limited, New York-Londres.
- Rosso, F. (2019). La enigmática supervivencia política de Mauricio Macri. *Nueva Sociedad*, 4-12.
- Russell, R. (1994). *Variables internas y política exterior*. Buenos Aires.
- Standard & Poors. (2017). *Argentina Long-Term Ratings Raised To 'B+' On Expected Economic Improvement; Outlook Is Stable*. Buenos Aires.
- Standard & Poors. (2018). *Argentina Long-Term Ratings Lowered To 'B'; Outlook Is Stable*. Buenos Aires.
- Standard & Poors. (2019). *S&P Global Ratings baja calificaciones soberanas de Argentina a 'SD' por extensión de vencimiento de deuda de corto plazo; baja calificación de largo plazo de emisión a 'CCC-'*. Buenos Aires.
- Sturzenegger, F. (2016). La gestión de la política monetaria. *II Media Jornada de Administración Pública en la Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.*, (págs. 1-5). Buenos Aires.
- Tokatlian, J. G., & Pardo, R. (1990). La teoría de la interdependencia: ¿un paradigma alterantivo al realismo? *Estudios Internacionales*, 339-382.
- Val, M. E. (2017). El accionar de los “fondos buitres”: una caracterización a partir del conflicto con la República Argentina. *Relaciones Internacionales*, 164-79.
- Vengoa, H. (1994). Los factores externos en la política internacional contemporánea: material para discusión. *Colombia Internacional*, 28-45.
- Vommaro, G. (2017). La centroderecha y el "cambio cultural" argentino. *Nueva Sociedad*, 5-13.
- Zelicovich, J. (2018). Claves y tensiones de la estrategia argentina de política comercial externa en la búsqueda de "inserción inteligente al mundo" (2015-2018). *Latin American Journal of Trade Policy*, 49-66.

Documentos oficiales

Banco Central de Chile. (2016). *BCentral*. Obtenido de

https://www.bcentral.cl/documents/33528/133297/bcch_archivo_167603_es.pdf/dd222e08-c683-1f33-b4ef-07467feda80c?t=1573278268357

Banco Central de la República Argentina. (2017). *Informe de Estabilidad Financiera Segundo Semestre 2017*. Buenos Aires.

Casa Rosada. (29 de Febrero de 2016). *Casa Rosada Presidencia*. Obtenido de <https://www.casarosada.gob.ar/slider-principal/35643-el-ministro-prat-gay-anuncio-un-acuerdo-con-acreedores>

Casa Rosada. (26 de Diciembre de 2016). *Casa Rosada Presidencia*. Obtenido de <https://www.casarosada.gob.ar/informacion/conferencias>

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2018). Repositorio Cepal. Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe. Obtenido de:

https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/44326/141/S1801219_es.pdf

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2019). Repositorio Cepal. Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe. Obtenido de:

https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/44674/221/S1900414_es.pdf

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2020). *Indec*. Obtenido de <https://www.indec.gob.ar>

Ley Nacional N° 27.429: Consenso Fiscal. 2 de enero de 2018. Disponible en el portal de información legislativa:

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=305349>

Ley Nacional N° 26.017: Disposiciones adicionales sobre Deuda Pública. 11 de febrero de 2005. Disponible en el portal de información legislativa:

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=103619>

Ley Nacional N° 27.440: Financiamiento Productivo. 11 de mayo de 2018. Disponible en el portal de información legislativa:

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=310084>

Ley Nacional N° 27.430: Impuesto a rentas financieras. 29 de diciembre de 2017. Disponible en el portal de información legislativa:

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=305262>

Ley Nacional N° 27.249: Modificaciones sobre Deuda Pública. 31 de marzo de 2016. Disponible en el portal de información legislativa:

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=259940>

Ley Nacional N° 26.984: Pago Soberano. Reestructuración de Deuda. Disponible en el portal de información legislativa:

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/230000234999/234982/norma.htm>

Ley Nacional N° 27.431: Presupuesto nacional para el año 2018. 2 de enero de 2018. Disponible en el portal de información legislativa:

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=305347>

Ley Nacional N° 27.426: Reforma previsional. 28 de diciembre de 2017. Disponible en el portal de información legislativa:

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=305214>

Ley Nacional N° 27.430: Reforma tributaria. 29 de diciembre de 2017. Disponible en el portal de información legislativa:

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=305262>

Ley Nacional N° 27.428: Régimen federal de responsabilidad fiscal y buenas prácticas de gobierno. 2 de enero de 2018. Disponible en el portal de información legislativa:

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=305351>

Macri, M. (8 de Mayo de 2018). Palabras del presidente Mauricio Macri desde Casa Rosada. Buenos Aires, Argentina.

Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Nación. (2020). *Argentina.gob.ar*. Obtenido de

<https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/presentaciongraficadeudapublica>

Ministerio de Hacienda de la Nación . (2019). *Balance de gestión 2015-2019*. Buenos Aires.

Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto de la República Argentina. (Diciembre de 2019). *Cancillería*. Obtenido de

https://www.cancilleria.gob.ar/userfiles/prensa/insercion_inteligente_2016-2019_1.pdf

Naciones Unidas. (21 de Enero de 2019). *Department of Economic and Social Affairs*. Obtenido de Situación y perspectivas de la economía mundial en 2019: Resumen ejecutivo:

<https://www.un.org/development/desa/dpad/publication/situacion-y-perspectivas-de-la-economia-mundial-en-2019-resumen-ejecutivo/>

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. (Julio de 2017). *Estudio Económico Multidimensional de Argentina*. Obtenido de OCDE:

<http://www.oecd.org/economy/surveys/Argentina-2017-OECD-economic-survey-powerpoint-ESP.pdf>

Resolución General AFIP N° 3210/2011: Moneda Extranjera. Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias. Creación. 31 de octubre de 2011. Disponible en la biblioteca electrónica:

http://biblioteca.afip.gob.ar/dcp/REAG01003210_2011_10_28

Artículos periodísticos

Actis, E., & Creus, N. (29 de Octubre de 2018). El mundo, una cuenta pendiente. El Estadista.

Ámbito. (2020). Obtenido de <https://www.ambito.com/contenidos/riesgo-pais-historico.html>

Ámbito Financiero. (4 de Mayo de 2018). Caputo: "En 2018 no tomaremos más deuda en el mercado internacional".

Etchevarne, A. (15 de Diciembre de 2017). ¿Shock o gradualismo? Cómo hacer política económica con la oposición en la calle. *Infobae*.

Gonzalez, A. (13 de Agosto de 2018). Qué es el riesgo país, cómo se mide y por qué aumenta. *Perfil*.

Graziano, W. (16 de Diciembre de 2019). Gradualismo versus "Plan de shock". *Ámbito Financiero*.

Infobae. (29 de Junio de 2018). El mercado está esperando a ver si vamos a cumplir. *Infobae*.

Litvinoff, N. (26 de Junio de 2018). Fuga de capitales: ¿qué es y cómo nos afecta? *La Nación*.

Natanson, J. (2018). Mauricio Macri en su ratonera. El fin de la utopía gradualista. *Nueva Sociedad*.

Neffa, G. (23 de Diciembre de 2016). El “vuelo a la calidad” (pero en sentido inverso). *El Economista*.

Portela, P. (2 de Agosto de 2019). La falacia del gradualismo. *Perfil*.

Redacción, Cono Sur. (8 de Mayo de 2018). Macri anuncia que Argentina busca "apoyo financiero" del FMI para tratar de frenar el desplome del peso. *BBC*.

Smink, V. (10 de Diciembre de 2019). Asunción de Alberto Fernández: el problema que ha causado las últimas crisis económicas en Argentina. *BBC*.

Yosovitch, J. (25 de Junio de 2019). Por qué una baja de tasas de la Fed sería bueno para el dólar en Argentina. *El cronista*.

Zaiat, A. (17 de Septiembre de 2011). Restricción externa. *Página 12*.

Entrevistas

Entrevista a Jaime Durán Barba, Rosario, comunicación telefónica, 8 de junio de 2020.

Entrevista a Marcelo Scaglione, Rosario, comunicación vía videconferencia, 9 de junio de 2020.