



Universidad Nacional de Rosario
Facultad de Ciencias Económicas y Estadística

LICENCIATURA EN ECONOMÍA
TRABAJO FINAL

“Análisis de la sostenibilidad del endeudamiento externo durante el
gobierno de Mauricio Macri (2015-2019)”

Barbero, Maria Delfina

(Legajo: B-6880/2)

Docente Tutor: Fernando Ventura

Diciembre de 2024

1- Índice

Contenido

1- Índice.....	1
2- Resumen / Abstract	2
3- Introducción	3
4- Marco teórico y aspectos metodológicos	3
a. Definición de deuda pública externa.....	4
b. La sostenibilidad de la deuda: indicadores y factores de incidencia.....	5
c. Modelo de endeudamiento externo para países emergentes según Frenkel.....	7
5- Análisis de la sostenibilidad del endeudamiento externo durante el gobierno de Mauricio Macri (2015-2019)	12
6- Conclusión.....	21
7- Referencias bibliográficas	23
8- Anexo	24

2- Resumen / Abstract

Este trabajo analiza la sostenibilidad de la deuda pública externa argentina durante el período 2015-2019, centrado en el mandato de Mauricio Macri. Durante este lapso, el país experimentó un aumento marcado de la deuda externa, pasando del 13,9% al 43,3% del PIB, acompañado de un contexto de creciente vulnerabilidad económica. Se estudian los principales indicadores tradicionales de sostenibilidad fiscal de la deuda y sus limitaciones, así como factores adicionales vinculados a la sostenibilidad financiera, en línea con enfoques alternativos propuestos por autores como Frenkel (2003) y Piekarz (2004).

Los resultados evidencian que el rápido aumento del endeudamiento, combinado con un bajo crecimiento económico, un flujo exportador insuficiente y una creciente dependencia del financiamiento externo, derivaron en una dinámica insostenible. La política de liberalización económica y acceso a los mercados internacionales inicial resultó en mayores costos financieros y vulnerabilidad frente a shocks externos, agravada por la devaluación del peso y el aumento de las tasas de interés internacionales.

Se concluye que el endeudamiento externo durante este periodo no solo resultó insostenible en términos fiscales y financieros, sino que también exacerbó los desequilibrios estructurales de la economía argentina. Este análisis resalta la necesidad de políticas económicas que vinculen el financiamiento externo con objetivos sostenibles de desarrollo económico y generación de divisas.

Palabras Clave: Sostenibilidad de la deuda, Endeudamiento externo, Déficit fiscal, Exportaciones, PIB, Prima de riesgo, Argentina 2015-2019.

Key words: *Debt sustainability, External debt, Fiscal deficit, Exports, GDP, Risk premium, Argentina 2015-2019.*

3- Introducción

La sostenibilidad de la deuda externa pública ha sido un desafío recurrente en la historia económica de Argentina, marcada por ciclos de endeudamiento, crisis y reestructuraciones. Durante el gobierno de Mauricio Macri (2015-2019), la política de financiamiento se basó en un marcado incremento del endeudamiento externo, que pasó del 13,9% al 43,3% del PIB en tan solo cuatro años. Este modelo, sustentado en una liberalización económica y una apertura al mercado de capitales internacionales, buscaba resolver desequilibrios estructurales pero terminó por exponer aún más las vulnerabilidades de la economía argentina.

El cambio de administración en diciembre de 2015 trajo consigo un cambio radical en la política de endeudamiento pública. Las necesidades financieras del Tesoro Nacional dejaron de atenderse principalmente con fuentes domésticas y comenzaron a cubrirse a través de un proceso acelerado de endeudamiento externo, predominantemente en moneda extranjera (BCRA, 2020).

El presente trabajo analiza la sostenibilidad del endeudamiento externo en este periodo, empleando indicadores tradicionales de sostenibilidad fiscal y conceptos complementarios como la sostenibilidad financiera. A través de un enfoque cuantitativo y cualitativo, se examinan las dinámicas macroeconómicas y el impacto de la política de endeudamiento en el balance comercial, la estabilidad cambiaria y la capacidad de pago del país.

El objetivo principal es evaluar si las decisiones adoptadas durante este periodo contribuyeron a una dinámica insostenible del endeudamiento externo, considerando los desafíos económicos y políticos vinculados. Este análisis no solo aporta a la comprensión del fenómeno del sobreendeudamiento, sino que también busca ofrecer herramientas críticas para evitar que estos ciclos se perpetúen en el futuro.

Asimismo, también se toma en consideración las falencias del concepto tradicional de sustentabilidad fiscal de la deuda, que llevan a que los indicadores estándar sean insuficientes para una evaluación acertada de la situación crediticia nacional. Estos no logran alertar a tiempo en los casos de insostenibilidad del endeudamiento y llevan a los hacedores de política a ir más allá de las posibilidades de las economías, especialmente en el caso de los países emergentes.

4- Marco teórico y aspectos metodológicos

La idea de este trabajo es estudiar la evolución de la deuda pública externa argentina durante el gobierno de Mauricio Macri (2015-2019). Este estudio se enfocará en las variables que conforman los indicadores de sostenibilidad fiscal de la deuda pública externa. Conjuntamente, se buscará determinar si los factores que afectan estos indicadores han llevado a que la deuda pública externa devenga insostenible durante el periodo analizado. Adicionalmente, se tomarán en consideración conceptos complementarios de sostenibilidad financiera de la deuda, de manera tal de obtener un panorama más completo y comprensivo de la materia, teniendo en cuenta el caso particular de Argentina.

Primeramente, se realiza una revisión exhaustiva de la bibliografía existente sobre la temática del endeudamiento público externo argentino, la sostenibilidad de la deuda y casos de estudio referidos a otras economías de características similares. Seguidamente se expone el marco teórico donde se definen conceptos clave relativos a la sostenibilidad de la deuda pública externa. A su vez, se mencionan los factores que inciden en esta variable, en este caso, la tasa de interés de la deuda, las perspectivas de crecimiento de la economía, las calificaciones del riesgo país en conjunto con el cambio en la tasa de interés internacional y el desenvolvimiento de la actividad económica del país durante el periodo analizado.

Posteriormente se recopilan los datos económicos relevantes para el análisis de la evolución de la sostenibilidad de la deuda pública externa argentina y la confección de los indicadores relativos a la misma. Estos datos se obtuvieron de fuentes gubernamentales, organismos internacionales, el Banco Central de la República Argentina, entre otras entidades. Con los datos obtenidos se procede a realizar un análisis cuantitativo de los mismos para evaluar la sostenibilidad de la deuda pública externa argentina durante el gobierno de Mauricio Macri (2015-2019). Asimismo, se aborda un análisis cualitativo de la coyuntura político-económica del periodo, las medidas de política económica implementadas y la gestión de la deuda pública externa *per se*.

En función de sendas vías de análisis, se busca evaluar si el proceso de endeudamiento profundizado durante el gobierno de Mauricio Macri (2015-2019) ha devenido insostenible. Posteriormente, se exponen las conclusiones obtenidas y la bibliografía y fuentes de datos consultadas para la realización de este trabajo.

a. Definición de deuda pública externa

El Fondo Monetario Internacional (2013) define a la deuda externa bruta como el “monto pendiente de reembolso en un determinado momento de los pasivos corrientes reales y no contingentes asumidos por residentes de una economía frente a no residentes con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos.” (p.7).

Particularmente, en el ámbito local, tomando la Ley 24.156 de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional se definen los siguientes conceptos:

Se entenderá por crédito público la capacidad que tiene el Estado de endeudarse con el objeto de captar medios de financiamiento para realizar inversiones reproductivas, para atender casos de evidente necesidad nacional, para reestructurar su organización o para refinanciar sus pasivos, incluyendo los intereses respectivos. (art. 56).

El endeudamiento que resulte de las operaciones de crédito público se denominará deuda pública y puede originarse en:

(a) La emisión y colocación de títulos, bonos u obligaciones de largo y mediano plazo, constitutivos de un empréstito. (b) La emisión y colocación de Letras del Tesoro cuyo vencimiento supere el ejercicio financiero. (c) La contratación de préstamos. (d) La contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el transcurso de más de UN (1) ejercicio financiero posterior al vigente; siempre y cuando los conceptos que se financien se hayan devengado anteriormente. (e) El otorgamiento de avales, fianzas y garantías, cuyo vencimiento supere el período del ejercicio financiero. (f) La consolidación, conversión y renegociación de otras deudas.

A estos fines podrá afectar recursos específicos, crear fideicomisos, otorgar garantías sobre activos o recursos públicos actuales o futuros, incluyendo todo tipo de tributos, tasas o contribuciones, cederlos o darlos en pago, gestionar garantías de terceras partes, contratar avales, fianzas, garantías reales o de cualquier otro modo mejorar las condiciones de cumplimiento de las obligaciones contraídas o a contraerse. (art. 57).

Seguidamente, se clasifica la deuda pública en interna y externa, siendo esta última el objeto principal de análisis de este trabajo. “Se entenderá por deuda [pública] externa, aquella contraída con otro Estado u organismo internacional o con cualquier otra persona física o jurídica sin residencia o domicilio en la República Argentina y cuyo pago puede ser exigible fuera de su territorio.” (Ley 24.156, art. 58). No obstante, también debe considerarse que “en aquellos casos en que se coloquen títulos, bonos, obligaciones de largo y mediano plazo o Letras

del Tesoro, (...) se considerará deuda externa a aquélla cuya jurisdicción o ley aplicable no sea la Ley Argentina.” (Decreto 1.344/07, reglamentario de la ley 24.156).

b. La sostenibilidad de la deuda: indicadores y factores de incidencia

Según Dalia Hakura (2020), Subjefa de División en el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI, “la deuda pública de un país se considera sostenible si el gobierno puede cumplir con todas las obligaciones de pago actuales y futuras sin asistencia excepcional o sin caer en incumplimiento.” (p.60). Se añade a esto la idea de Roberto Frenkel (2003), que expresa que la sostenibilidad de la deuda externa refiere a lograr el cumplimiento en tiempo y forma de los contratos suscriptos. Sin embargo, aclara que “(...) esto no garantiza el cumplimiento de esos contratos. La sostenibilidad es un juicio sobre hechos futuros inciertos, basado en información presente y conjeturas probables.” (p. 545). Por este motivo, en los procesos de estructuración de la deuda, se pretende que las condiciones de sostenibilidad contempladas sean razonables *a priori*, siempre tratándose de análisis *ex-ante* de los hechos.

Por otro lado, la insolvencia externa, según Brenta (2022), refiere a que “el país carece de la cantidad necesaria de moneda extranjera en reservas y crédito para cumplir sus pagos al exterior en las condiciones promedio del mercado” (p.25); es decir, la imposibilidad de hacer frente a los servicios de la deuda sin planes de ajuste mayúsculos o el uso de otras herramientas excepcionales.

Concretamente, si se habla de la exigibilidad de la deuda externa, ocurre que, al no estar denominada en moneda de curso legal del país, “el banco central no puede desempeñar el papel de prestador de última instancia y debe contar con suficientes reservas para cubrir dichas obligaciones de deuda o ser capaz de intercambiar su divisa nacional por la divisa particular que se requiere.” (Bhaduri et al, 2004, p.59).

Asimismo, en cuanto a los factores que inciden en la sostenibilidad fiscal de la deuda pública externa, siguiendo otro estudio del FMI (2013), se tiene que

Cuanto mayor sea el nivel de la deuda pública, más probable es que la política fiscal y la deuda pública sean insostenibles. Esto se debe a que, en igualdad de circunstancias, una deuda más alta requiere un superávit primario más elevado para mantenerla. Además, una mayor deuda generalmente se asocia con un menor crecimiento y tasas de interés más altas, por lo que se requiere un saldo primario aún mayor para atenderla. (p.4)

Esta última idea corresponde al concepto tradicional de sostenibilidad de la deuda, en cuanto al mismo, la bibliografía analizada marca la insuficiencia del mismo en cuanto a su capacidad evaluativa y de advertencia ante una situación de insostenibilidad, ya que no solo es relevante el estado actual y proyectado de la actividad económica local para determinar qué tan probable será lograr una generación genuina de los recursos necesarios para afrontar los pagos de la deuda externa. También, se ha de tener en cuenta la evolución de las tasas de interés internacionales de referencia; variaciones en las mismas generarán cambios en la prima de riesgo país, alterando tanto el costo del endeudamiento como la estabilidad económica local, en un círculo vicioso que se retroalimenta.

En esta línea, Julio A. Piekarz, en su artículo “La sustentabilidad financiera de la deuda pública” (2004), advierte que el consenso existente en cuanto al concepto tradicional de sustentabilidad de la deuda parte de la “igualación del valor presente de la deuda con el valor presente de los superávits primarios” (p.18). El desarrollo analítico de este supuesto permite arribar al siguiente corolario de política, en el que se vinculan el superávit primario con la relación entre la tasa de interés, de crecimiento económico y la relación deuda producto.

$$s = ((i - g) / (1 + g)) * (\text{Deuda Pública/PIB})$$

donde s corresponde al superávit primario en relación al producto, i a la tasa de interés y g a la tasa de crecimiento. La relación anterior supone que la tasa de interés y la tasa de crecimiento de la economía son constantes.

Piekarz (2004) expone las limitaciones del concepto tradicional de sustentabilidad, arguyendo que este mismo subestima las variables financieras. En concreto, argumenta que

La relación Deuda Pública/PIB, representativa del análisis estándar de la deuda, es un indicador muy incompleto de sustentabilidad, ya que se desentiende de los temas financieros, cruciales para evaluar la capacidad de pago en tiempo y forma de los intereses y amortizaciones de la deuda, referidos al acceso a los mercados y a la propensión de estos a renovar vencimientos y proveer financiamiento adicional para el déficit así como a los determinantes de la tasa de interés a la que eventualmente podrán efectuarse las nuevas colocaciones. (p.19).

Por este motivo, el autor introduce un concepto complementario al de sustentabilidad de la deuda; la idea de la sustentabilidad financiera de la deuda pública surge de la identificación de ciertas falencias en el concepto tradicional de sustentabilidad, al que él denomina sustentabilidad fiscal de la deuda. Estas deficiencias en el enfoque estándar se basan principalmente en la falta de consideración de determinantes críticos de la sustentabilidad de la deuda, tal como lo son el tamaño de los mercados monetario, financiero y de capitales local de los países emergentes emisores de la deuda. En particular, según Piekarz (2004), “la introducción del concepto complementario de “sustentabilidad financiera” resulta en un número de implicancias para la sustentabilidad de la deuda emergente, que modifican sustancialmente el enfoque tradicional.” (p.1)

Primeramente, el autor propone un cambio en los indicadores que evalúan la sustentabilidad y preanuncian default, incluyendo la relevancia del tamaño de los mercados locales. Segundo, aborda un cambio –reducción- en los niveles óptimos de deuda pública. Por último, Piekarz (2004) ahonda y propone cambios en las políticas recomendadas para aumentar la sustentabilidad de la deuda, “particularmente, la crítica necesidad de aquellas dirigidas a limitar las necesidades financieras brutas, así como la tasa de interés de los *roll-overs* de deuda, como medio de reducir la vulnerabilidad de las economías y también la demanda de asistencia dirigida a las instituciones financieras internacionales” (p.1).

Por otra parte, Brenta (2022) distingue los indicadores descriptivos de los normativos de la deuda externa. Los primeros, que hacen alusión al concepto tradicional de sustentabilidad, relacionan el monto adeudado con ciertos agregados macroeconómicos que guardan relación con la capacidad de pago de la deuda. Comúnmente se referencian el ratio deuda sobre PIB, la relación del volumen de la deuda sobre exportaciones, la relación deuda sobre ingresos fiscales. También se puede relacionar el stock de deuda externa con las reservas internacionales. Todos estos, “al compararlos con sus valores del pasado y con los umbrales internacionales, brindan un panorama general de la trayectoria de la deuda y de sus flancos más riesgosos.” “En cambio, los indicadores normativos, los de sustentabilidad, calculan la magnitud del ajuste fiscal que los gobiernos deberían implementar para que la deuda sea sostenible.” (p.31).

Finalmente, se complementa el marco conceptual con el modelo provisto en el artículo de Roberto Frenkel, “Deuda externa, crecimiento y sostenibilidad” (2003), en el que se aborda la dinámica de la deuda externa en países latinoamericanos, centrándose en su sostenibilidad en un contexto de globalización financiera. El autor utiliza un modelo analítico para explicar cómo factores como la prima de riesgo país, la tasa de interés y el balance comercial influyen en la relación Deuda Pública/PIB.

Frenkel destaca que un aumento en la prima de riesgo eleva el costo del financiamiento externo, lo que puede llevar a una dinámica insostenible de deuda si no hay un ajuste en el balance comercial. El análisis sugiere que la sostenibilidad depende crucialmente de la tasa de crecimiento de las exportaciones y de una relación inicial favorable entre deuda y exportaciones. El artículo también compara el impacto de shocks financieros en economías con diferentes niveles de apertura comercial, concluyendo que aquellas con mayor apertura soportan mejor los aumentos en la prima de riesgo.

c. Modelo de endeudamiento externo para países emergentes según Frenkel

Este trabajo toma como base el modelo propuesto por Frenkel en el artículo “Deuda externa, crecimiento y sostenibilidad” (2003), en el que realiza un análisis de las condiciones de sostenibilidad de la deuda.

Primeramente, se definen una serie de conceptos necesarios para el desarrollo del modelo. Por un lado, se tiene que el país en cuestión es un emisor de títulos de deuda en moneda extranjera. La cotización de estos bonos soberanos en dólares en el mercado secundario determina su rendimiento; conceptualmente, este puede ser descompuesto en la prima de riesgo país (k), adicionada al rendimiento de un bono soberano de Estados Unidos (r^*).

$$i = r^* + k$$

Seguidamente, se ahonda en los componentes del financiamiento externo, es decir, los ingresos de capital que ha recibido el país en concepto de deuda externa, representados por $D(t)$, y que resultan de la colocación de bonos de capital pagadero al vencimiento, de plazo L a la tasa de interés internacional r^* .

El modelo planteado por Frenkel (2003) supone que las reservas internacionales no varían y que la cuenta corriente es deficitaria. De esta forma, la necesidad de financiamiento (NF) queda dada por:

$$NF = -CC + \lambda D = -X + M + r^* D + \lambda D$$

donde el balance de la cuenta corriente (CC) es negativo, $\lambda = 1/L$ es la fracción de la deuda que vence en t . Se define además la cuenta corriente como $CC = X - M - r^* D$.

Al ser positivo el riesgo país ($k \geq 0$), los bonos se colocan por debajo de la par. Para obtener un monto de financiamiento NF se debe colocar un volumen Z de nueva deuda tal que:

$$Z e^{r^* L} = NF e^{(r^* + k)L} \quad \therefore Z = NF e^{kL}$$

La variación de la deuda queda representada de la siguiente manera:

$$dD = \frac{\partial D}{\partial t} = Z - \lambda D$$

Reemplazando el volumen de deuda (Z) en la expresión anterior y reagrupando se tiene:

$$dD = [e^{kL} r^* + \lambda(e^{kL} - 1)] D - e^{kL} X + e^{kL} M$$

Definiendo además;

$$\delta = e^{kL}, \quad \delta \geq 1 \quad \text{ya que } k \geq 0$$

$$\gamma = \delta r^* + \lambda(\delta - 1), \quad \gamma \geq r^* > 0 \quad \text{ya que } \delta \geq 1$$

donde:

- $\gamma = \delta r^* + \lambda(\delta - 1)$, representa el costo financiero de la deuda.

- $\delta = e^{kL}$, es un multiplicador que depende de la prima de riesgo país (k).

Queda reexpresada la ecuación anterior de la variación de la deuda de la siguiente manera:

$$dD = \gamma D - \delta (X - M)$$

Realizando un desglose entre los dos componentes queda que:

1. El primer término (γD) representa el costo financiero total, que incluye intereses y vencimientos.
2. El segundo término $-\delta (X - M)$ indica el impacto del balance comercial.

Entonces, en el modelo descrito, la variación de la deuda externa está compuesta por un término financiero, que depende del stock de la misma deuda y un término que depende del balance comercial. El primer término representa el costo del financiamiento de la suma de los intereses devengados por la deuda existente más la refinanciación de los vencimientos de capital. El segundo término representa el costo de financiamiento para atender el déficit comercial. En cuanto al factor δ , es mayor cuanto mayor sea la prima de riesgo país k , y, por ende, mayor será también la tasa de interés que debe pagarse para obtener financiamiento (Frenkel, 2003).

Para obtener la tasa de crecimiento de la deuda, se divide la ecuación anterior por D , quedando:

$$\frac{dD}{D} = \hat{D} = \gamma - \delta \frac{X - M}{D}$$

Sea Y el producto e y su tasa de crecimiento, la tasa de variación de la relación deuda/producto es:

$$\frac{d(D/Y)}{(D/Y)} = \hat{D} - y = \gamma - y - \delta \left(\frac{X - M}{Y} \right) / \frac{D}{Y}$$

De esta forma las condiciones iniciales que influyen en la relación deuda/producto son el grado de apertura de la economía $\left(\frac{X_0 - M_0}{Y_0} \right)$ y la relación deuda/exportaciones $\left(\frac{D_0}{X_0} \right)$. La primera de estas condiciones es un mero factor de escala que no influye en las características de la trayectoria de la relación deuda/producto. Entonces, en esencia, la trayectoria depende de la relación inicial deuda/exportaciones (Frenkel, 2003).

Entonces, los efectos de alteraciones en los parámetros, como un aumento de la prima de riesgo país k , tienden a elevar la relación deuda/producto por el lado financiero, ya que los parámetros δ y γ aumentan. Más aún, por el lado de la economía real, el efecto recesivo del aumento de la tasa de interés por incrementarse la prima de riesgo tiende a reducir la tasa de crecimiento del producto y , consecuentemente, a elevar la relación deuda/producto. Sin embargo, la reducción de la tasa de crecimiento de la economía induce una caída en el ritmo de crecimiento de las importaciones; si la tasa de crecimiento de las exportaciones resulta inalterada, el déficit comercial tendería a reducirse y como efecto subyacente disminuiría la relación deuda/producto (Frenkel, 2003).

Además, debe ser $\gamma > y$ en la medida que aumentos del riesgo país k llevan a aumentos de γ y reducciones en la tasa de crecimiento del producto y . La tasa de crecimiento de la relación deuda/producto se haría positiva por este efecto. Sin embargo, la reducción de la tasa de crecimiento induce una caída de la tasa de crecimiento de las importaciones m y consecuentemente $x > m$ (Frenkel, 2003). (p.551)

Por otra parte, una devaluación, por ejemplo, a través del aumento del precio relativo de los bienes transables, aumenta el grado de apertura de la economía y, consecuentemente, multiplica por este factor toda la curva de la relación deuda/producto. Pero la relación deuda/exportaciones permanece inalterada por la devaluación y por lo tanto ésta no modifica la forma y características de la trayectoria de la relación deuda/producto. La devaluación sólo incide en la forma de esta curva por sus efectos reales, a través de sus efectos sobre las tasas de las exportaciones e importaciones (Frenkel, 2003).

Entonces, Frenkel (2003) plantea las siguientes condiciones de sostenibilidad; primeramente, debe darse que la relación deuda/PIB no crezca indefinidamente. Esto se traduce en que debe existir un límite superior, un máximo, en la relación deuda/producto. Según el modelo, la condición de sostenibilidad básica es:

$$\frac{\partial(D/Y)}{\partial t} = 0$$

Esto implica que la relación deuda/PIB alcanza un máximo cuando se cumple:

$$\gamma < y + \delta \frac{X - M}{Y}$$

Donde:

- γ es el costo financiero, que incluye la prima de riesgo y la tasa de interés.
- y es la tasa de crecimiento del PIB.
- δ es el multiplicador, que aumenta con la prima de riesgo.
- X/Y y M/Y son las exportaciones e importaciones como proporción del producto, respectivamente. Asimismo, expresadas de esta manera $\frac{X-M}{Y}$ representan la apertura comercial.

Esta idea es fundamental en el modelo ya que garantiza que la deuda externa no siga una trayectoria explosiva.

Seguidamente, Frenkel (2003) demuestra que para que exista un máximo en la relación deuda/PIB, debe cumplirse la siguiente desigualdad que indica que la tasa de crecimiento de las exportaciones¹ debe superar el costo financiero del endeudamiento:

$$x > \gamma$$

Si esta condición se cumple, la economía podrá sostener la deuda externa gracias a un crecimiento suficiente de sus exportaciones. “Si $x > \gamma$, existe un máximo siempre y la deuda es sostenible, cualesquiera sean los valores de las tasas de crecimiento del producto y las importaciones” (p. 552).

No obstante, si no ocurre lo anterior y $x < \gamma$, la existencia de un máximo depende de la relación inicial deuda/exportaciones, es decir que la deuda externa es sostenible si solo si la siguiente condición se cumple:

$$\delta \frac{x - m}{(x - \gamma)(m - \gamma)} > \frac{D_0}{X_0}$$

¹ x: tasa de crecimiento de las exportaciones, depende del tipo de cambio (e).

donde m es la tasa de crecimiento de las importaciones, y $(\frac{D_0}{X_0})$ es la relación inicial deuda/exportaciones.

La condición anterior indica que, a pesar del menor crecimiento de las exportaciones, el superávit comercial es suficiente para hacer frente a los mayores costos de financiamiento o bien la relación inicial deuda/exportaciones es suficientemente baja como para compensar el déficit comercial o los altos costos financieros.

Frenkel (2003) añade una condición adicional para asegurar la sostenibilidad de la deuda externa, el requisito de que la economía mantenga una tasa de crecimiento positiva, es decir, $y > 0$. En cuanto a esto, el autor expone que

puede ocurrir, por ejemplo, que la deuda resulte sostenible de acuerdo al criterio de no explosividad, pero que esa condición se verifique en un contexto de contracción del producto. Si la trayectoria no explosiva está basada en una prolongada contracción del producto y las importaciones, los contratos se harán incumplibles en algún momento. (p.556)

En definitiva, el modelo muestra cómo la sostenibilidad de la deuda externa depende de factores como la prima de riesgo, el balance comercial y la actividad económica, subrayando que un aumento en la prima de riesgo sin un crecimiento proporcional de exportaciones o del producto puede hacer insostenible la relación deuda/producto (Frenkel, 2003).

d. Sustentabilidad fiscal y financiera de la deuda

Al marco analítico-conceptual presentado previamente se incorpora el estudio de Piekarz (2004), que aborda los determinantes del riesgo país y las limitaciones del enfoque tradicional de sostenibilidad fiscal de la deuda, basado exclusivamente en la relación Deuda Pública/PIB. Piekarz (2004) identifica de una serie de trabajos econométricos que las variables fiscales, como el superávit primario, tienen poca significancia estadística en la evaluación del riesgo país por parte de las calificadoras de riesgo, y que el acceso a financiamiento depende de variables financieras clave, como las tasas de interés y el riesgo de refinanciamiento.

En este contexto, Piekarz (2004) explora las similitudes entre los conceptos de riesgo país y sustentabilidad de la deuda. Define el riesgo país como "la capacidad y voluntad del soberano para cumplir con sus compromisos financieros en tiempo y forma", mientras que la deuda sustentable se refiere a aquella que "puede sostenerse en su estado" (p. 17). Este último concepto alude a un escenario con baja o nula probabilidad de incumplimiento. Si bien ambos conceptos están estrechamente vinculados, ya que refieren a la probabilidad de *default*, se presentan algunas diferencias.

Por un lado, las agencias calificadoras de riesgo consideran un conjunto amplio de variables para evaluar el riesgo país. Aunque estas variables son numerosas incluso después de ser ponderadas en los estudios econométricos, el enfoque tradicional de sostenibilidad se basa únicamente en tres factores: el superávit primario, la tasa de crecimiento económico y la relación entre deuda pública y PIB (Piekarz, 2004).

De acuerdo con los estudios analizados, el autor destaca que, si bien el superávit primario es la variable central en el concepto de sustentabilidad de la deuda, las variables fiscales rara vez resultan estadísticamente significativas en los análisis econométricos sobre el riesgo país realizados por las agencias calificadoras. Esto implica que las mejoras en las cuentas públicas, como el incremento u obtención del superávit primario, no necesariamente reducen de manera

inmediata el riesgo país. Tal situación puede dificultar el acceso a los mercados financieros para obtener nuevo financiamiento o refinanciar vencimientos de deuda (Piekarz, 2004).

En esta línea, Piekarz (2004) advierte que el aumento de la deuda exige plazos de renovación más largos para refinanciar los vencimientos anuales; esto, con una curva normal de rendimientos, implica tasas de interés superiores y crecientes. Asimismo, argumenta que las proyecciones del enfoque tradicional de sustentabilidad omiten incluir una prima por el riesgo de volatilidad de los mercados internacionales en los flujos hacia los mercados emergentes.

El autor también cuestiona un supuesto central del enfoque tradicional: la constancia de la tasa de interés. Según Piekarz (2004), se obvia “que la tasa de interés está determinada por el riesgo país, el cual está significativamente influido por el nivel de la deuda y su dinámica” (p. 19). Tanto la literatura como la práctica confirman una relación estable entre la calificación de riesgo país de un soberano y la tasa de interés de sus emisiones internacionales de deuda.

Más aún, el enfoque estándar supone acceso continuo a los mercados financieros, internos o externos, para financiar tanto los intereses no cubiertos por el superávit primario, como las amortizaciones de capital. Sin embargo, Piekarz (2004) advierte que el riesgo de *roll-over* o renovación de deuda puede aumentar, incluso si se mantiene constante la relación Deuda/PIB.

En cuanto a esto, se observa un punto en común entre los hallazgos de Frenkel (2003) y Piekarz (2004). Este último señala que “según surge de los estudios econométricos de las calificaciones de riesgo país, este aumenta —la calificación se deteriora— antes con el aumento de la relación Deuda externa/Exportaciones, que con la relación Deuda Pública/PIB” (p. 19). En otras palabras, un aumento continuo de la deuda debido a la refinanciación parcial de los intereses podría derivar en un incremento de la tasa de interés de financiamiento para un soberano, incluso si la relación Deuda Pública/PIB se mantiene constante. Esto se debe a que dicha relación no resulta significativa en los estudios econométricos mencionados.

Para subsanar estas falencias del enfoque tradicional, Piekarz (2004) argumenta que la sustentabilidad fiscal de la deuda —entendida como el análisis basado en la relación Deuda Pública/PIB, y a la relación subyacente entre ese ratio, la tasa de interés, la tasa de crecimiento y el superávit primario— debe complementarse con un análisis de las variables financieras. Estas variables determinan la capacidad de un país para obtener, en cualquier momento, los recursos necesarios para cubrir el déficit fiscal y atender los vencimientos de capital, así como la tasa de interés a la que esos recursos pueden ser adquiridos. Piekarz (2004) introduce el concepto de “sustentabilidad financiera” de la deuda, planteándolo como un complemento al análisis de “sustentabilidad fiscal”.

Concretamente, el análisis de sustentabilidad fiscal evalúa si el soberano puede mantener un superávit primario consistente con su nivel de deuda. En cambio, la sustentabilidad financiera examina dos aspectos fundamentales: si las necesidades brutas de financiamiento (NBF), que incluyen el déficit fiscal y el refinanciamiento de capitales, son consistentes con la disponibilidad de recursos financieros accesibles; y, por otra parte, si la dinámica de la deuda y las NBF no generarán tasas de interés tan elevadas para la nueva deuda que terminen afectando incluso la sustentabilidad fiscal.

Finalmente, y ya para dejar paso al desarrollo del trabajo, se señala que la deuda pública se considera sustentable si los intereses y las amortizaciones pueden ser atendidos mediante: (a) el superávit primario, (b) la colocación de deuda en los mercados internacionales, o (c) la colocación de deuda en los mercados domésticos. En el corto plazo, una crisis de financiamiento puede ser gestionada con mecanismos como (d) el financiamiento del Banco Central al Tesoro y/o (e) el acceso a asistencia de organismos internacionales. Sin embargo, estos mecanismos

solo posponen un default y no convierten un nivel de deuda determinado en financieramente sustentable (Piekarz, 2004).

A continuación, se vinculan las ideas expuestas con un análisis de la sostenibilidad de la deuda externa durante el gobierno de Mauricio Macri (2015-2019), poniendo el foco en los ejes clave que integran los conceptos de sustentabilidad fiscal y financiera, el manejo de los mercados de deuda, y la dinámica de las tasas de interés y el riesgo país.

5- Análisis de la sostenibilidad del endeudamiento externo durante el gobierno de Mauricio Macri (2015-2019)

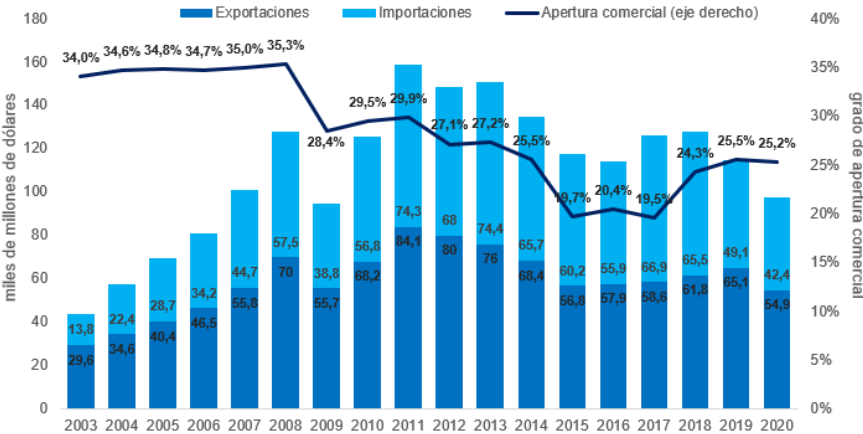
El gobierno de Mauricio Macri (2015-2019) cambió marcadamente la estrategia de financiamiento del Estado argentino, con una fuerte dependencia de los mercados internacionales para cubrir los déficits fiscales y una escalada en el volumen de la deuda externa emitida. Este análisis aborda la sostenibilidad del endeudamiento externo en función de indicadores cuantitativos, decisiones políticas y restricciones económicas observadas durante el periodo. El modelo de sostenibilidad de la deuda desarrollado por Frenkel (2003) se aplica al caso argentino para poder analizar cómo estas políticas contribuyeron a la crisis de deuda de fines del mandato de Mauricio Macri. Asimismo, se complementa el análisis con las ideas presentadas por Piekarz (2004) relativas a la sustentabilidad financiera de la deuda pública, concepto que va más allá del enfoque estándar de sustentabilidad fiscal.

Primeramente y de acuerdo con la bibliografía consultada se realiza un repaso del concepto de tradicional de sostenibilidad de la deuda externa:

- Sostenibilidad implica que un país puede cumplir con sus obligaciones de deuda sin generar crisis financieras ni recurrir a medidas extremas. Depende de la relación Deuda Pública/PIB, y a la relación subyacente entre ese ratio, la tasa de interés, la tasa de crecimiento y el superávit primario.

Durante el periodo analizado, el país entró en un proceso de reapertura de la economía, sin embargo, nunca se logró una apertura comercial similar a los de los países desarrollados. Se trata de un proceso gradual y transformador de la estructura productiva y, en este sentido, la economía argentina venía transitando el camino opuesto durante la década anterior.

Gráfico 1. Argentina. Evolución de las exportaciones e importaciones de bienes (en miles de millones de dólares) y del grado de apertura comercial (en porcentaje), 2003-2020.

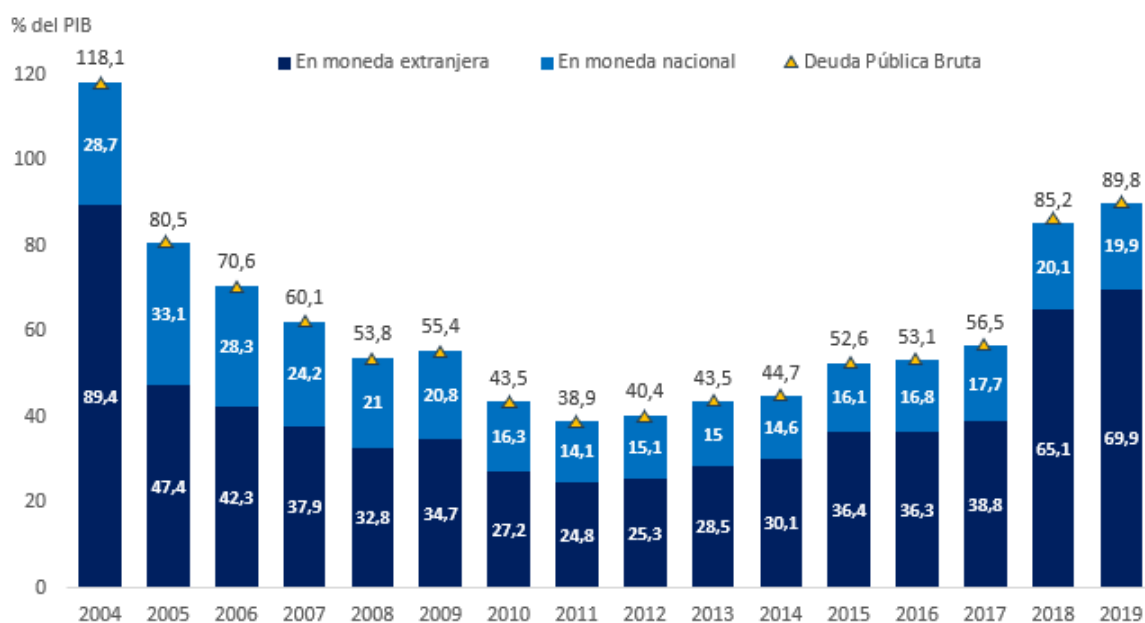


Fuente: elaboración propia con datos provistos por la Organización Mundial del Comercio y el Banco Mundial.

En esta línea, de acuerdo con datos provistos por la OMC y el Banco Mundial, la apertura comercial pasó de un 19,7% en 2015 a 25,6% en 2019 (Gráfico 1). No obstante, estos valores seguían siendo sustancialmente menores a los que se promediaron durante la primera década del siglo XXI. Por este motivo, dada cierta relación deuda/producto, que puede ser similar a la de un país emergente comparable, el coeficiente exportaciones/producto —y consecuentemente, importaciones/producto— sea significativamente menor para el caso argentino. Esto implica también que la relación deuda/exportaciones sea mayor.²

Con el cambio de gobierno, la deuda adquirió un ritmo vertiginoso, en particular la denominada en moneda extranjera (Gráfico 2). El endeudamiento fue de tal magnitud y tan veloz que llevó a un rápido crecimiento del stock de deuda luego de tan sólo dos años de gobierno. Argentina resultó el principal colocador de títulos soberanos en los mercados internacionales entre enero de 2016 y abril de 2018, superando a países cuya población y PIB son sustancialmente superiores (BCRA, 2020).

Gráfico 2. Argentina. Deuda Pública Bruta nacional por moneda (en porcentaje del PIB), 2004-2020.



Fuente: elaboración propia con datos provistos por el Ministerio de Economía e INDEC.

Durante los primeros meses del mandato macrista, la prioridad fue eliminar el control de cambios y resolver los conflictos con los fondos buitres. Para esto, el gobierno recurrió a una fuerte emisión de deuda pública externa, aprovechando remanentes de deuda autorizados para el periodo fiscal 2015. Entre las medidas destacadas se incluye la colocación de cuatro series del Bono de la Nación Argentina (BONAR regido por la ley nacional), por 14.755 millones de dólares, equivalente al 26% de las exportaciones de ese año (Brenta, 2022).

El producido de esta emisión de títulos se destinó, por un lado, a cubrir la deuda de los importadores que no habían obtenido acceso a divisas para atender sus pagos (1.046,1 millones de dólares). Con las otras tres series del BONAR, el Tesoro canjeó las letras intransferibles en poder del Banco Central, entregadas en 2006, 2010 y 2015 a cambio de reservas para pagar la

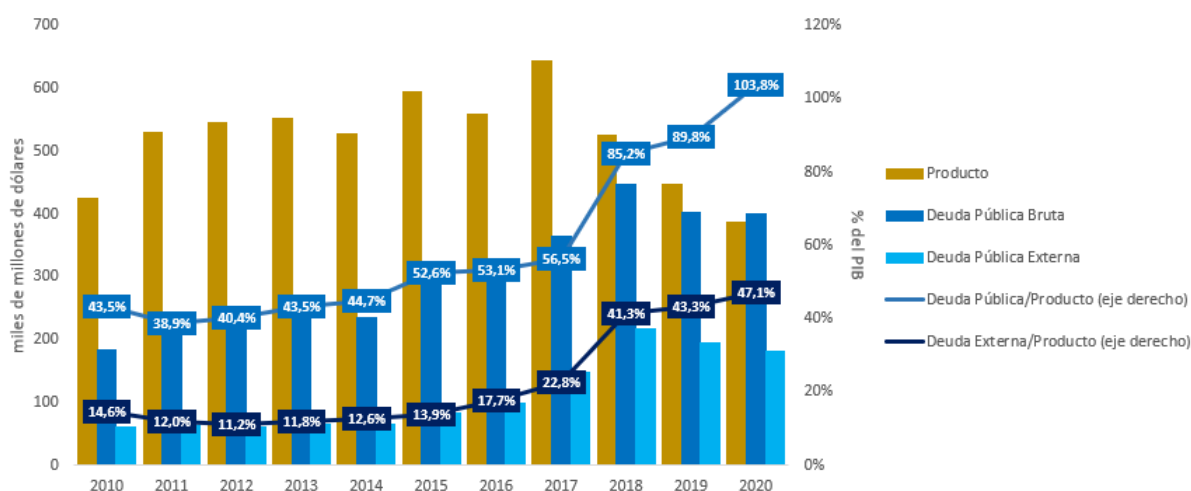
² Los valores para Argentina en el periodo 2015-2019 se presentan en una tabla en el Anexo.

deuda con el FMI y otros organismos multilaterales (Brenta, 2022). Si bien estas emisiones de BONAR no aumentaron el stock de deuda del Tesoro, porque sustituyeron un instrumento por otro, incrementaron su costo y la exposición a los acreedores privados. Estos bonos se emitieron a tasas de interés de 6%, 7,75% y 7,875%, muy superiores a la que pagaban las letras³. De esta forma, según Brenta (2022), el endeudamiento contraído en esta primera etapa permitió financiar la liberalización del mercado de cambios y sentar las bases para un modelo de apertura económica.

La liberación del mercado de cambios llevó a una depreciación inicial del peso argentino, que luego fue revirtiéndose a medida que la tasa de interés real positiva atraía flujos de capitales externos. Esta apreciación derivó en una acentuación del déficit de la cuenta corriente, debido al aumento en las importaciones impulsado por la apertura comercial y un tipo de cambio sobrevaluado.

Inicialmente, la entrada de capitales alivió el financiamiento, pero al deteriorarse el flujo de exportaciones netas, el peso de los intereses de la deuda en dólares se hizo insostenible, al no tener manera de afrontarlos sin una generación genuina de divisas por caída de la actividad económica ni de un saldo exportador neto.

Gráfico 3. Argentina. Evolución de la Deuda Pública Externa, Deuda Pública Bruta (en miles de millones de dólares) y de sus respectivos ratios contra PIB (eje derecho). 2010-2020.



Fuente: elaboración propia con datos provistos por el Ministerio de Economía y el Banco Mundial.

De acuerdo con datos del Ministerio de Economía, la relación deuda externa/producto de Argentina tuvo un crecimiento exponencial, pasando de 13,9% en 2015 a niveles de 43,3% para fines del mandato presidencial de Macri. Concretamente, durante el periodo la caída del producto medido en dólares fue del 25% de 2015 a 2019 y la Deuda Pública Externa aumentó un 97% (Gráfico 3).

La relación exportaciones/producto, por su parte, se ubicó en 14,5% en 2019, mejorando contra un 9,55% de fines del gobierno anterior. No obstante, esto no bastó para compensar el aumento de la deuda, ya que la relación deuda/exportaciones se duplicó, al pasar de 1,46 en 2015 a 2,98

³ un máximo de Libor menos un punto, como la Libor fue menor al 1% entre septiembre de 2012 y noviembre de 2015, las letras prácticamente no pagaron intereses durante ese periodo.

terminado el gobierno de Macri en 2019, reflejando una carga insostenible en términos de generación de divisas ya que prácticamente se requerían 3 años de exportaciones para afrontar el stock de deuda correspondiente al 2019.

El gobierno de Macri restableció el acceso a los mercados internacionales de deuda tras la resolución del litigio con los fondos buitres en 2016. Este acceso permitió la emisión de bonos a largo plazo, como el bono Centenario a 100 años y la emisión de bonos bajo ley extranjera (Globales) a distintos plazos y con tasas promedio entre 6.875% y 7.625% anuales en dólares. Estas emisiones en moneda extranjera complementaron los empréstitos emitidos en moneda local, constituyendo una parte clave de la estrategia de financiamiento para cubrir el déficit fiscal y las necesidades de refinanciación inmediatas (Brenta, 2022).

En 2016, se realizaron ampliaciones del BONAR, emitido por el gobierno anterior, para refinanciar deudas del Estado argentino con empresas, y para dar en garantía de préstamos de bancos obtenidos por operaciones REPO, en 2017. De acuerdo con Brenta (2022), la colocación en junio del BIRAD 2117 a cien años de plazo por 2.750 millones de dólares fue la más controvertida. A una tasa de 7,125% anual pagadera semestralmente, bajo la ley del estado de Nueva York, este título fue adquirido por fondos de inversión que litigaron contra Argentina y un fondo cofundado por el Ministro de Economía de ese entonces, Luis Caputo, del cual se habría desvinculado posteriormente. Desvinculación que no bastó para evitar las críticas de parte sectores de la oposición.

Durante la gestión macrista, el equipo económico emitió aproximadamente 56.000 millones de dólares de deuda externa, que se sumó al stock preexistente. Esto contribuyó al incremento de la Deuda Pública total, que pasó de representar el 53% del PIB en 2015 al 90% del PIB en 2019. La acumulación de deuda especialmente en plazos cortos y medianos generó presiones sobre las necesidades brutas de financiamiento. En cuanto a esto, a pesar de que Argentina logró captar recursos, las emisiones se realizaron inicialmente con tasas de interés altas debido al elevado riesgo país.

En este contexto, la dependencia de la deuda externa expuso a Argentina a la volatilidad de los mercados internacionales. En 2018, el cierre de estos mercados y el aumento innecesario de la carga financiera limitaron la capacidad de maniobra frente a la crisis y obligó al gobierno a acudir al FMI, profundizando la vulnerabilidad del país ante shocks externos.

Gráfico 4. Evolución del Riesgo País EMBI+ Argentina, en puntos básicos. 2015-2019.



Fuente: elaboración propia con datos provistos por J.P. Morgan.

En cuanto a esto, la tasa de interés de Estados Unidos del periodo fue en promedio del 2%, aumentando marcadamente desde los niveles que promediaron durante la década, previo a la

gestión del presidente republicano Trump. El riesgo país (EMBI+, calculado por JP Morgan) en Argentina se ubicó en un promedio de 4,79 p.b. durante los tres primeros años del mandato de Macri (2016-2018), sin embargo, a partir de 2019, este indicador aumentó de manera significativa a medida que en el país se acentuaba la crisis y el desorden macroeconómico, llevando a que el mercado empezara a percibir mayores probabilidades de default (Gráfico 4). A continuación, se muestra el promedio por trimestre.

Tabla 1. Evolución del Riesgo País EMBI+ Argentina, en puntos básicos. Año 2019.

2019	1er Trimestre	2do Trimestre	3er Trimestre	4to Trimestre
1.314	711	884	1.491	2.152

Fuente: elaboración propia con datos provistos por J.P. Morgan.

Con estos datos y el marco analítico propuesto por Frenkel (2003), se arribó a los siguientes resultados, considerando que la vida promedio de la Deuda Pública del periodo era de 7,3 años:

Por un lado, se calculó la tasa efectiva de interés de la deuda argentina en base al riesgo país y la tasa de interés internacional. Partiendo de

$$i = r * + k$$

con r^* en torno al 2% y k la prima de riesgo (EMBI+), que promedio unos 1.300 puntos básicos durante el periodo. En 2019, esta tasa alcanzó un 15,1%, lo que refleja el alto costo del endeudamiento en ese año.

Teniendo en cuenta la dinámica de la relación deuda/PIB:

$$\frac{d(D/Y)}{(D/Y)} = \gamma - y - \delta \left(\frac{X - M}{Y} \right)$$

Donde γ , la tasa efectiva de interés depende de (i), y es la tasa de crecimiento del PIB y δ el multiplicador que depende de la prima de riesgo país (k). La variación anual, según el modelo, muestra cómo la combinación de altas tasas de interés y años de bajo crecimiento del PIB o incluso recesión influyeron en el aumento de la relación Deuda/PIB. Concretamente, en 2015, el ratio deuda-producto se incrementó en 1 punto porcentual, mientras que en 2019 esta relación aumentó 7.45 puntos porcentuales. Entonces, la relación Deuda Externa/Producto creció debido al deterioro económico interno provocado por la recesión, reduciendo el denominador del ratio deuda-producto. A esto mismo se le añade que la devaluación del peso infló la proporción de deuda en dólares.

A continuación, se realizará un análisis de las condiciones de sostenibilidad propuestas por Frenkel (2003) aplicadas al caso argentino durante el periodo 2015-2019, arribándose a los siguientes resultados:

Tabla 2. Modelo de sostenibilidad de la deuda externa aplicado al caso argentino.

Variables	r^*	k	γ	δ	X/Y	M/Y	y	$y + \delta * (X/Y - M/Y)$	¿es mayor a γ ?
2016	0,02	0,05	0,07	1,41	10%	10%	-6%	-5,75%	no, D insostenible
2017	0,02	0,04	0,06	1,35	9%	10%	15%	13,70%	sí, D sostenible
2018	0,03	0,05	0,08	1,49	12%	12%	-18%	-19,51%	no, D insostenible
2019	0,02	0,13	0,15	2,61	15%	11%	-15%	-5,36%	no, D insostenible

Fuente: elaboración propia en base al modelo de Frenkel (2003).

Puede observarse entonces como el único año que el modelo predice sostenibilidad en la deuda externa se condice con un crecimiento del producto —un 15% medido en dólares 2017—⁴, aludiendo al criterio complementario de la tasa de crecimiento positiva.

Asimismo, también actuó como agravante de la dinámica de la deuda el creciente déficit comercial, acentuado durante el bienio 2017-2018 cuando la apreciación cambiaria era sustancial. Este incremento del saldo deficitario de la cuenta corriente tuvo que ser financiado con un mayor ingreso de capitales. Finalmente, el vencimiento de grandes volúmenes de deuda obligó a la emisión de nueva deuda en condiciones menos favorables, luego de los aumentos de la tasa de interés. Se creó de esta forma una dependencia de los mercados internacionales y, más tarde, del Fondo Monetario Internacional.

Entonces, según el modelo de Frenkel (2003), durante la presidencia de Macri se llegó a una situación donde el crecimiento de la deuda superaba la capacidad del país de generar ingresos suficientes para sostenerla. De esta forma, bajo los parámetros analizados, se tiene que la deuda de Argentina se hace insostenible para primas de riesgo superiores a 500 puntos básicos, como fue el caso durante el periodo 2015-2019, exceptuando el 2017, donde el riesgo país promedió los 400 puntos básicos.

Asimismo, también se resumen los indicadores tradicionales comentados a lo largo del trabajo.

Tabla 3. Argentina. Indicadores de sostenibilidad de la Deuda Bruta. 2015-2019.

INDICADORES		2015	2016	2017	2018	2019
Como % del PIB	Deuda Bruta de la Administración Central	52,6%	53,1%	56,5%	85,2%	89,8%
	Deuda Externa de la Administración Central	13,9%	17,7%	22,8%	41,3%	43,3%
	Intereses Totales Pagados	2,0%	2,3%	2,9%	3,5%	4,2%
	Servicios Totales Pagados	10,0%	11,0%	15,9%	17,1%	19,8%
Como % de Reservas	Deuda en Moneda Extranjera	582,4%	464,0%	395,6%	381,4%	556,1%
	Deuda Externa de la Administración Central	248,7%	237,3%	235,5%	244,9%	348,1%
Como % de Exportaciones	Deuda en Moneda Extranjera	212,6%	252,0%	293,6%	325,3%	311,4%
	Deuda Externa de la Administración Central	90,8%	128,9%	174,8%	208,9%	194,9%
Como % de los Recursos Tributarios	Intereses Totales Pagados	7,9%	8,9%	11,9%	15,2%	18,2%
	Servicios Totales Pagados	38,9%	43,8%	65,8%	74,4%	85,1%

Fuente: elaboración propia con datos provistos por el Ministerio de Economía – Secretaría de Finanzas.

Analizando la capacidad de pago de la deuda, se tiene que deuda en moneda extranjera como porcentaje de las reservas internacionales disminuyó de 582,4% en 2015 a 381,4% en 2018, gracias a la mejora inicial en la acumulación de reservas netas del BCRA, que pasaron de ser negativas a llegar a tocar los 40.000 millones de dólares. No obstante, este indicador repuntó hacia fines del mandato de Macri a 556,1%, luego de que se perdieran reservas para evitar devaluaciones bruscas y hacer frente a la crisis.

La deuda en moneda extranjera como porcentaje de las exportaciones creció marcadamente de 212,6% en 2015 a 325,3% en 2018, indicando que una parte considerable de los ingresos por

⁴ El Producto Interno Bruto argentino fue de 643.628 millones de dólares en 2017, contra 557.532 millones en 2016. Por un lado, este crecimiento fue gracias a la reactivación económica pero también cabe hacer mención al efecto de la apreciación cambiaria en la medición.

exportaciones se destinó al servicio de la deuda, limitando la disponibilidad de divisas para otros sectores, perjudicando desarrollo productivo del país.

Por último, los intereses pagados como porcentaje de los recursos tributarios aumentaron de 7,9% en 2015 a 18,2% en 2019, mientras que los servicios totales subieron de 38,9% a 85,1%. Se puede realizar un paralelismo con la crisis de deuda de 2002-2003, cuando la carga de intereses marcaba una dinámica insostenible, representando más del 22,4% de los recursos tributarios en 2001. Se dejó en evidencia que la mayor carga fiscal debió ser afectada al cumplimiento de la deuda, reduciendo los recursos para otras prioridades presupuestarias.

Seguidamente, en base a la bibliografía reseñada y la historia reciente, se complementa el análisis anterior utilizando el enfoque de Piekarz (2004).

En un primer momento, el equipo económico del gobierno de Mauricio Macri buscó consolidar la situación fiscal mediante una reducción gradual del déficit primario, con el objetivo de mejorar los indicadores tradicionales de sustentabilidad fiscal de la deuda. Sin embargo, esta estrategia se vio debilitada por una creciente dependencia del financiamiento externo y por el deterioro de las condiciones internacionales y locales. Factores como el aumento de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos y el incremento del riesgo país provocaron, en 2018, el cierre de los mercados internacionales y una crisis de financiamiento. Esto evidencia que un país soberano puede carecer de sustentabilidad financiera, incluso si en teoría avanza hacia una mayor estabilidad fiscal, como ocurrió en Argentina.

A pesar de los esfuerzos realizados, el ajuste del gasto público resultó insuficiente para contrarrestar el peso de los intereses crecientes. Este hecho, combinado con la profundización de la recesión económica, derivó en un aumento del ratio Deuda Pública/PIB. Además, en 2019, el contexto desfavorable se agravó debido a una serie de factores: la continuidad en el aumento de las tasas de interés de la Reserva Federal, una severa sequía que afectó gravemente la producción agrícola — pilar fundamental de la matriz exportadora argentina⁵— y la consecuente disminución del ingreso de divisas. Simultáneamente, el desinterés del mercado por la deuda local, exacerbado por la pérdida de confianza en el gobierno y el desorden macroeconómico en un año electoral, imposibilitó la renovación de intereses con nueva deuda.

Desde el inicio de su gestión, el gobierno de Macri recurrió a los mercados internacionales para financiar el déficit fiscal. Si bien logró emitir deuda a largo plazo y tasas fijas, permitiendo así extender los plazos y satisfacer las necesidades iniciales de financiamiento, esta estrategia introdujo rigideces que, a mediano plazo, comprometieron la sostenibilidad de la deuda. Tal como señaló Piekarz (2004), los soberanos que emiten deuda a tasas elevadas en contextos de alto riesgo país quedan atrapados en condiciones desfavorables, incluso si las condiciones externas o la calificación crediticia mejoran posteriormente.

De esta forma, la emisión de deuda a tasas altas introduce rigideces que dificultan el manejo de la carga financiera en el tiempo. Los bonos emitidos bajo condiciones de riesgo país elevado, como el BONAR con una tasa del 8.75% anual⁶, obligaron al país a soportar altos costos financieros a pesar de que las condiciones de mercado habrían permitido un alivio parcial si se

⁵ De acuerdo con un estudio del Ministerio de Desarrollo Productivo (2021), los productos primarios y manufacturas de origen agropecuario (MOA) concentraron entre un 60% y un 70% del total del valor exportado nacional durante el periodo analizado.

⁶ Los vencimientos programados (1.700 millones de dólares en 2019, de los cuales 350 millones correspondían a intereses) reflejaron el impacto directo de estas emisiones en el presupuesto, poniendo de manifiesto la presión constante que este tipo de títulos ejercían sobre la liquidez del Tesoro.

hubiese emitido deuda más flexible. En definitiva, implicó mantener una carga financiera elevada que podría haberse aliviado mediante un manejo más eficiente del endeudamiento. La emisión de los Globales a tasas más bajas no alcanzó para lograr una gestión de la deuda beneficiosa que evite una dinámica insostenible.

Además, estas rigideces aumentaron las necesidades brutas de financiamiento (NBF), ya que no solo debían cubrirse los intereses y amortizaciones de la deuda, sino también el déficit fiscal recurrente. Se intensificó de esta manera la dependencia de los mercados internacionales y, al cerrarse estos, se comprometió la sustentabilidad financiera. Aunque las reservas internacionales permitieron afrontar algunos vencimientos en dólares, el gobierno enfrentó serias dificultades para cumplir con sus obligaciones en moneda local. Esto lo llevó a recurrir a una creciente emisión monetaria para atender compromisos, lo que agravó aún más las presiones inflacionarias y devaluatorias.

La imposibilidad de acceder a mercados voluntarios de deuda en 2018, junto con una salida masiva de capitales y un deterioro marcado del riesgo país, llevaron al gobierno a recurrir al Fondo Monetario Internacional. Se firmó un acuerdo *stand-by* por 56,3 mil millones de dólares, el mayor de la historia del FMI, y fue desembolsado en plazos acelerados para estabilizar las reservas internacionales. No obstante, las condiciones del acuerdo incluyeron ajustes fiscales que profundizaron la recesión y redujeron la capacidad del país de generar divisas, perpetuando un ciclo de insostenibilidad de la deuda (Brenta, 2022). El *staff report* del FMI de julio de 2018 ya advertía la fragilidad del esquema al calificar la deuda como "sostenible, pero no con alta probabilidad". La combinación de ajuste fiscal, inflación acelerándose, devaluación y alza en tasas internacionales erosionaron aún más las bases macroeconómicas.

Entre junio y julio de 2018, el primer desembolso del acuerdo incrementó las reservas de 48,5 a 63,3 mil millones de dólares; sin embargo, la salida de capitales continuó. Este ciclo reflejó los límites del modelo adoptado dejando al gobierno con menor margen de maniobra frente a shocks externos. Así se dejaron ver los riesgos inherentes al modelo adoptado, agravados por la depreciación del peso, el aumento de tasas internacionales y la caída del PIB. Aunque el primer desembolso del acuerdo incrementó las reservas, la salida de capitales no cesó, llevando a un ciclo vicioso de ajustes y pérdida de credibilidad económica (Brenta, 2022).

Como se comentó anteriormente, el final de 2019, la deuda pública externa (por criterio de residencia) del Gobierno había aumentado un 97% respecto a 2015, y la totalidad de la deuda pública representaba el 89,4% del PIB, superando el umbral crítico para economías emergentes y duplicando el nivel de tolerancia a la deuda según estándares internacionales, de acuerdo con Brenta (2022). El 70% de la deuda estaba denominada en moneda extranjera, exponiendo al país a riesgos cambiarios provenientes de los flujos de capitales externos. Por otro lado, la concentración de vencimientos en el corto plazo y las altas tasas de interés reflejan una estrategia de financiamiento que priorizó resolver problemas inmediatos sin considerar la liquidez futura (Brenta, 2022).

La falta de liquidez se evidenció particularmente en 2018, cuando el gobierno recurrió al FMI para evitar el default. A pesar de un desembolso inicial cuantioso, los indicadores de sostenibilidad siguieron deteriorándose debido a la devaluación del peso, la contracción económica y la salida de capitales. Como plantean Bhaduri et al. (2003), la sostenibilidad de la deuda depende no solo de la capacidad de pago a largo plazo, sino también de la posibilidad de cumplir con los vencimientos en tiempo y forma. En el caso argentino, la combinación de una estructura de deuda en moneda extranjera y una recesión prolongada imposibilitó cumplir con ambos criterios (Brenta, 2022).

Como fue comentado al inicio de esta sección, la política de liberalización económica implementada desde 2015, que incluyó la eliminación del control cambiario y la apertura de la cuenta capital, facilitó la entrada de flujos de capital especulativo. Según Brenta (2022), estas medidas impulsaron una sobrevaluación del peso, incentivaron déficits de cuenta corriente y profundizaron la dependencia de capitales externos. Además, señala Bhaduri et al. (2004), este tipo de flujos, aunque inicialmente aparentan beneficiosos, son extremadamente volátiles y pueden revertirse rápidamente, exacerbando la vulnerabilidad financiera de las economías.

La reversión de los flujos de capital especulativos en 2018, a causa del alza en las tasas de interés internacionales y una fuerte salida de capitales, desencadenó una crisis de balanza de pagos. El Banco Central respondió vendiendo reservas y elevando abruptamente las tasas de interés, que pasaron de 27,25% a 40% en cuatro jornadas. No obstante, estas acciones no lograron frenar la devaluación del peso ni restaurar la confianza de los inversores. Bhaduri et al. (2004) describe este dilema en donde la entrada inicial de capitales aumenta las reservas, pero su reversión puede provocar un colapso cambiario y financiero, como ocurrió en Argentina durante el periodo analizado.

Asimismo, también Brenta (2022) destaca que el aumento del endeudamiento público durante el gobierno de Cambiemos se utilizó para financiar políticas que no generaron una capacidad productiva o de exportación sostenible, sino que facilitaron una redistribución regresiva de ingresos y reforzaron la dependencia del financiamiento externo. A partir de 2018, la imposibilidad de acceder a los mercados voluntarios de deuda llevó a un acuerdo con el FMI por 56.300 millones de dólares, un monto equivalente a casi un año de exportaciones. Sin embargo, este financiamiento, lejos de resolver el problema, exacerbó el ciclo de insostenibilidad debido a las condiciones de ajuste fiscal impuestas, que dificultaron el crecimiento económico y la generación de divisas.

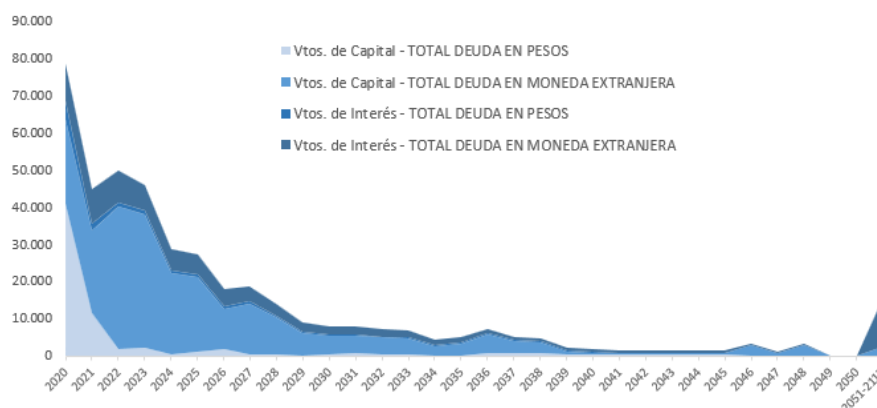
En esta línea, y desde la perspectiva planteada por Reinhart y Rogoff (2009), el nivel de deuda en relación al PIB no solo influye en la sostenibilidad fiscal, sino que también tiene implicancias directas sobre el crecimiento económico. Los autores identifican umbrales críticos a partir de los cuales la deuda pública tiende a afectar negativamente el crecimiento, siendo este límite más bajo para economías emergentes. En el caso argentino, la relación deuda/PIB de 89,4% alcanzada en 2019 no solo superó los umbrales recomendados para economías en desarrollo (alrededor del 60%), sino que también coincidió con un periodo de contracción económica.

Este vínculo resalta cómo niveles elevados de deuda exacerbaban la vulnerabilidad de países como Argentina, al limitar su capacidad de generar recursos para cumplir con sus compromisos financieros y reducir los ingresos fiscales disponibles para inversiones productivas que impulsen el crecimiento. La experiencia sugiere la necesidad de evitar dinámicas explosivas de deuda con políticas prudentes que busquen mitigar estos efectos negativos, diversificando las fuentes de financiamiento y fortaleciendo la capacidad exportadora (Reinhart & Rogoff, 2009).

Finalmente, considerando que el análisis de sostenibilidad de la deuda tiene utilidad predictiva —o bien preventiva—, para evitar desenlaces como el comentado a lo largo del trabajo, se devela el perfil de vencimiento que dejaba el gobierno saliente en 2019, donde se destaca una concentración de vencimientos de capital e intereses en los primeros años, particularmente en 2020 y 2022 (Gráfico 5). Concretamente, en 2020 vencían 78.862 millones de dólares, cifra que superaba ampliamente el promedio de las exportaciones del periodo. Esta situación ya indicaba una carga abultada para hacer frente en el corto plazo, carga que representó un desafío para la sostenibilidad fiscal y la liquidez de la Argentina en los años venideros, considerando la reimposición del cepo cambiario y la falta de perspectivas de crecimiento. En definitiva, esto

marcó una señal de alerta adicional con respecto a la insostenibilidad de la deuda externa contraída durante el periodo analizado.

Gráfico 5. Argentina. Perfil anual de vencimientos de Capital e Intereses de la Deuda Bruta de la Administración Central. En millones de dólares al tipo de cambio 31-12-2019.



Fuente: elaboración propia con datos provistos por el Ministerio de Economía – Secretaría de Finanzas.

6- Conclusión

El análisis realizado evidencia que la estrategia de endeudamiento externo adoptada durante el gobierno de Mauricio Macri (2015-2019) resultó insostenible en múltiples dimensiones. Si bien el acceso a los mercados internacionales permitió inicialmente financiar el déficit fiscal y estabilizar las reservas internacionales, el aumento marcado de la deuda, combinado con una política económica desacoplada de la realidad productiva y exportadora del país, generó un ciclo de fragilidad macroeconómica.

Como se detalló previamente, la política de endeudamiento externo implementada durante el gobierno de Mauricio Macri (2015-2019) generó una dinámica insostenible, este corolario se explica principalmente por el desbalance en las variables fundamentales identificadas en el modelo de Frenkel (2003): el rápido aumento de la deuda total, el escaso crecimiento de las exportaciones y el estancamiento o caída del Producto Interno Bruto.

Los principales indicadores revisados muestran un aumento exponencial de la relación Deuda Pública Externa/PIB, que pasó del 13,9% al 43,3% en cuatro años, acompañado de un crecimiento insuficiente de las exportaciones y una contracción del PIB medido en dólares del 25%. Así se generó un círculo vicioso donde el peso de los intereses de deuda sobre el producto y los recursos tributarios crecieron de forma alarmante, más que duplicándose desde que inició el mandato macrista, alcanzando el 4,2% y el 18,2%, respectivamente, para 2019.

La falta de generación de divisas genuinas, junto con la dependencia de los mercados internacionales, agravó las necesidades brutas de financiamiento y expuso al país a riesgos cambiarios y de refinanciación. Este proceso culminó en una crisis de deuda que no solo puso de manifiesto los límites del modelo adoptado, sino que también exacerbó las vulnerabilidades estructurales de la economía argentina, obligando al país a recurrir al mayor acuerdo *stand-by* de la historia del FMI.

Siguiendo el modelo de Frenkel (2003), el período evaluado evidenció un incumplimiento sistemático de las condiciones de sostenibilidad: el crecimiento de las exportaciones no superó el costo financiero del endeudamiento ($x < \gamma$) y el PIB mostró tasas negativas ($y < 0$). Estas deficiencias estructurales fueron amplificadas por el contexto de alta volatilidad internacional,

el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos y una estrategia local que priorizó el endeudamiento para atender el déficit fiscal, relegando la obtención de financiamiento para inversión y así fortalecer el aparato productivo nacional.

Por su parte, la perspectiva de Piekarz (2004) destaca cómo la falta de un enfoque integral que contemple la sostenibilidad financiera agravó las necesidades brutas de financiamiento, lo que llevó a un incremento del riesgo país y limitó el margen de maniobra frente a shocks externos. Con el análisis del caso del endeudamiento externo durante el gobierno de Macri se destacan los riesgos de emitir deuda en condiciones desfavorables y de depender excesivamente de mercados internacionales. La falta de refinanciamientos convenientes, combinadas con un contexto externo adverso y un manejo inadecuado de los compromisos en moneda local, llevó a una crisis de sostenibilidad financiera que culminó con la incapacidad de refinanciar los compromisos vigentes y en la intensificación de los problemas estructurales del país.

En definitiva, el análisis realizado permite concluir que el proceso de endeudamiento externo durante el gobierno de Macri respondió a una estrategia que no consideró la capacidad estructural del país para sostener una deuda creciente. El rápido aumento del stock de deuda, combinado con un desempeño económico desfavorable y un flujo exportador insuficiente, expuso a la economía argentina a una situación de insostenibilidad fiscal y financiera, que se agravó con el contexto internacional de mayores tasas. La experiencia resalta la necesidad de adoptar políticas públicas que promuevan un equilibrio entre financiamiento externo, desarrollo económico y generación genuina de divisas, evitando repetir ciclos de endeudamiento que, como en este caso, terminan en crisis económicas y sociales.

Esta ingrata experiencia deja lecciones para el diseño de políticas públicas a futuro. Entonces, se vuelve esencial vincular el financiamiento externo con estrategias claras de desarrollo económico que incluyan un fortalecimiento de la capacidad productiva y exportadora, en conjunto con un manejo prudente de las reservas internacionales. Además, la política fiscal debe considerar la sostenibilidad financiera y no limitarse al análisis tradicional basado en la relación Deuda Pública/PIB, como se sugiere a lo largo del trabajo.

Así también, debe recalcarse el problema de origen de la deuda en este caso, el desequilibrio fiscal. Durante el período analizado, gran parte del endeudamiento externo fue destinado a cubrir gastos corrientes y un déficit fiscal persistente, en lugar de financiar inversiones de capital que pudieran fortalecer la estructura productiva. Este enfoque no solo incrementó las necesidades brutas de financiamiento, sino que también limitó la capacidad del país para aprovechar los recursos captados a través de la deuda externa. En este sentido, reducir el déficit fiscal permitiría liberar recursos para cubrir servicios públicos esenciales e inversiones estratégicas, evitando la dependencia de los mercados internacionales y promoviendo una dinámica de endeudamiento orientada al desarrollo económico y social de largo plazo.

En resumen, el endeudamiento externo durante 2015-2019 deja en evidencia los riesgos asociados a la dependencia excesiva del endeudamiento externo como herramienta de financiamiento. La experiencia y la bibliografía reseñada refuerzan la necesidad de políticas económicas que prioricen un balance sostenible entre deuda, crecimiento y desarrollo productivo, junto con un manejo prudente de las reservas internacionales y un fortalecimiento de la capacidad exportadora del país. Evitar la repetición de estos ciclos requiere no solo un marco institucional sólido, sino también un enfoque estratégico que vincule el financiamiento externo con objetivos claros de desarrollo económico y social.

Por último, considerando el alcance limitado del presente trabajo, futuras investigaciones podrían ampliar el estudio de la sostenibilidad de la deuda externa del período 2015-2019 incorporando modelos más complejos, enfoques comparativos con economías similares y una revisión histórica más exhaustiva.

7- Referencias bibliográficas

- Auditoría General de la Nación. (2023). *Deuda pública acuerdo con el FMI: Impacto sobre la solvencia y la sostenibilidad. Informe especializado*. Buenos Aires.
- Banco Central de la República Argentina. (2020). *Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019*. Buenos Aires.
- Bhaduri, A., Cansino, M., & Anaya, A. (2004). Sobre la viabilidad de la deuda externa. *Investigación económica*, 63(250), 59-85. Recuperado el 26 de octubre de 2023, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0185-16672004000400059&lng=es&tlng=es.
- Brenta, N. (2022). *Historia de la Deuda Externa Argentina, De la Dictadura hasta nuestros días*. Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina: Capital Intelectual.
- Centro de Estudios para la Producción, Ministerio de Desarrollo Productivo. (2021). *El comercio exterior de Argentina: Una radiografía de las exportaciones de bienes en el siglo XXI*.
- Fondo Monetario Internacional. (2013). Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries. Policy Papers. Recuperado de <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>
- Frenkel, R. (2003). Deuda externa, crecimiento y sostenibilidad. *Desarrollo Económico – Revista de Ciencias Sociales (Buenos Aires)*, 42(168), 545-562.
- Hakura, D. (2020). Fondo Monetario Internacional. ¿Qué es la sostenibilidad de la deuda? Finanzas & Desarrollo. Recuperado de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2020/09/pdf/que-es-sostenibilidad-deuda-esencial.pdf>
- Ministerio de Economía, Finanzas. (2023). Visualización gráfica de la deuda. Deuda bruta por acreedor y residencia. Recuperado de <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/graficos-deuda/deuda-bruta-por-creedor-y-residencia>
- Piekarz, J. A. (2004). La sustentabilidad financiera de la deuda pública. Asociación Argentina de Economía Política.
- Poder Legislativo de Argentina. (1992). *Ley 24.156. Ley de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional*.
- Poder Legislativo de Argentina. (2007). *Ley 24.156. Ley de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional. Decreto 1344/2007*.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. *Princeton University Press*.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). Growth in a time of debt. *American Economic Review: Papers & Proceedings*

8- Anexo

	Apertura comercial (X+M)/PIB	exportaciones	Variación de las exportaciones	importaciones	Variación de las importaciones	Saldo Bza. Comercial	Producto	Variación del producto	exportaciones/producto	importaciones/producto	Deuda Pública Externa	deuda/exportaciones	Deuda Externa/producto	Deuda Pública Bruta	Deuda Pública/producto	Riesgo País EMBI+ Argentina	Tasa de interés internacional, T-bill
2003	34,0%	29,6		13,8		15,8	127,6		23,20%	10,82%						5557	4,00
2004	34,6%	34,6	17%	22,4	62%	12,2	164,7	29,06%	21,01%	13,60%	112,791	3,26	68,5%	194,461	118,1%	5219	4,26
2005	34,8%	40,4	17%	28,7	28%	11,7	198,7	20,70%	20,33%	14,44%	63,198	1,56	31,8%	159,983	80,5%	2687	4,28
2006	34,7%	46,5	15%	34,2	19%	12,3	232,6	17,02%	20,00%	14,71%	56,046	1,21	24,1%	164,185	70,6%	343	4,79
2007	35,0%	55,8	20%	44,7	31%	11,1	287,5	23,64%	19,41%	15,55%	62,682	1,12	21,8%	172,806	60,1%	392	4,63
2008	35,3%	70	25%	57,5	29%	12,5	361,6	25,75%	19,36%	15,90%	60,380	0,86	16,7%	194,518	53,8%	860	3,65
2009	28,4%	55,7	-20%	38,8	-33%	16,9	333,0	-7,91%	16,73%	11,65%	55,607	1,00	16,7%	184,469	55,4%	1196	3,24
2010	29,5%	68,2	22%	56,8	46%	11,4	423,6	27,22%	16,10%	13,41%	61,850	0,91	14,6%	184,278	43,5%	689	3,19
2011	29,9%	84,1	23%	74,3	31%	9,8	530,2	25,15%	15,86%	14,01%	63,619	0,76	12,0%	206,231	38,9%	687	2,76
2012	27,1%	80	-5%	68	-8%	12	546,0	2,98%	14,65%	12,45%	61,150	0,76	11,2%	220,577	40,4%	989	1,79
2013	27,2%	76	-5%	74,4	9%	1,6	552,0	1,11%	13,77%	13,48%	65,139	0,86	11,8%	240,131	43,5%	1066	2,35
2014	25,5%	68,4	-10%	65,7	-12%	2,7	526,3	-4,66%	13,00%	12,48%	66,316	0,97	12,6%	235,265	44,7%	786	2,53
2015	19,7%	56,8	-17%	60,2	-8%	-3,4	594,7	13,00%	9,55%	10,12%	82,670	1,46	13,9%	312,838	52,6%	590	2,13
2016	20,4%	57,9	2%	55,9	-7%	2	557,5	-6,26%	10,39%	10,03%	98,683	1,70	17,7%	296,049	53,1%	476	1,83
2017	19,5%	58,6	1%	66,9	20%	-8,3	643,6	15,44%	9,10%	10,39%	146,747	2,50	22,8%	363,650	56,5%	411	2,33
2018	24,3%	61,8	5%	65,5	-2%	-3,7	524,8	-18,46%	11,78%	12,48%	216,751	3,51	41,3%	447,147	85,2%	549	2,91
2019	25,5%	65,1	5%	49,1	-25%	16	447,8	-14,68%	14,54%	10,97%	193,878	2,98	43,3%	402,084	89,8%	1314	2,14
2020	25,2%	54,9	-16%	42,4	-14%	12,5	385,7	-13,85%	14,23%	10,99%	181,298	3,30	47,0%	400,399	103,8%	2233	0,89

Valores expresados en miles de millones de dólares.