UNIVERSITÉ DE STRASBOURG

École Doctorale
ED 101 Droit Science politique Histoire

ÉCOLE DOCTORALE Droit, Science politique et Histoire

Frontières, Acteurs et Représentations de l'Europe : fin XIXe-XXIe siècles (FARE)

THÈSE présentée par :

Nicolas CAPUTO

soutenue le : **22 juin 2012**

pour obtenir le grade de : **Docteur de l'université de Strasbourg**

Discipline/ Spécialité : Science Politique

Ressources économiques et pouvoir politique :

Intégration semi-périphérique au système financier mondial et son impact sur la coalition socio-politique au pouvoir en Argentine de 1989 à 2001

THÈSE dirigée par :

M. ROLLAND Denis	Professeur des universités, université de Strasbourg
M. NOVARO, Marcos	Docteur, université de Buenos Aires

RAPPORTEURS :

M. QUENAN Carlos	Professeur des universités, université de Paris III
Mme. CASTELLANI Ana	Docteur, université de San Martín

AUTRES MEMBRES DU JURY :

M. ARONSKIND Ricardo	Docteur, université General Sarmiento

La thèse, en cotutelle avec l'Université de Buenos Aires, a été rédigée en espagnol. Dans les annexes il y a un long résumé en français.

Índice

Índice de Gráficos **6**

Índice de Tablas **8**

Lista de siglas **10**

Lista de abreviaturas de monedas **13**

Agradecimientos **17**

Introducción **21**

La globalización y la formación del sistema financiero mundial 28

Sistema financiero mundial, relaciones de poder y procesos políticos 33

Las características del estudio 35

Capítulo 1 - La articulación de poder político y recursos económicos **41**

1. El concepto de poder 43

   a. Recursos, actores y estructura 43

   b. Poder político y recursos económicos 46

2. El análisis de las relaciones de poder 50

   a. Las posiciones clave 51

   b. Los procesos de políticas públicas 57

   c. Agenda política e ideología 63

Capítulo 2 - La síntesis histórica: condiciones necesarias para el acceso al crédito privado externo y formación de la coalición político-social gobernante **72**

1. Los cambios internacionales 78

2. Los cambios domésticos 84

   a. La "cuestión política": el ascenso de las ideas económicas liberales y el giro del PJ 85

   b. Los nuevos aliados 88

   c. La síntesis histórica: liderazgo político peronista y agenda económica liberal 101

3. La agenda para entrar al Brady: reformas estructurales y estabilización 103

   a. El "shock de confianza": nombramientos y políticas 104

b. La estabilización y el ascenso de la tecnocracia 113

Capítulo 3 - La sustitución de préstamos por títulos y las nuevas relaciones políticas de la integración semi-periférica 123

1. La negociación del Plan Brady 125

a. La pre-negociación 127

b. La negociación 132

c. El balance del Brady 141

2. Las relaciones políticas en la integración semi-periférica de la Argentina a partir de la política de emisión de títulos públicos 143

a. Estados semi-periféricos y mercados de títulos 144

b. Los inversores institucionales y minoristas 148

c. Las agencias de calificación de riesgo 156

d. Los bancos de inversión 160

3. Las nuevas relaciones políticas 164

a. El monitoreo y la confianza 165

b. La coordinación descentralizada 166

Capítulo 4 - Integración al sistema financiero mundial y consolidación de la coalición político-social gobernante 169

1. El rol estructural de la política de emisión de títulos públicos bajo la Convertibilidad 171

a. Plan de Convertibilidad y el balance de pagos 172

b. La economía política de la emisión de títulos públicos en el mercado internacional 179

c. La crisis mexicana de 1994 y la profundización de la estrategia económica 186

2. Los inversores locales y el mercado doméstico de capitales 191

a. La participación de los inversores locales 191

b. La propiedad de los inversores locales 195

c. Estado e inversores locales: la coordinación centralizada 206

3. La participación de los grupos económicos locales 208

a. La emisión de títulos privados: una nueva fuente de financiamiento de las grandes empresas locales 210

b. La deuda externa privada 215

Capítulo 5 - La exclusión de sistema financiero mundial y la disolución de la coalición político-social gobernante 220

1. La política de emisión de títulos públicos tras la crisis del Tequila 222

a. Vencimientos y estrategia post-crisis de emisión de títulos públicos 223

b. *Shocks* externos y cambio de estrategia 229

2. Debilitamiento de la coalición político-social gobernante y profundización de la dependencia de la percepción de los actores privados del sistema financiero mundial 240

a. Cambios en los grupos económicos locales 241

b. El veto a la "peronización" de la economía 246

3. La exclusión del sistema financiero mundial 254

a. La "prueba del mercado" 255

b. La última apuesta 264

Conclusión 275

Bibliografía 282

Anexo I – Definiciones de notas de las agencias de calificación de riesgo 305

Anexo II – Miembros del Consejo Empresario Argentino, 1989-2001 310

Anexo III – Long résumé en français 312

Índice de Gráficos

Gráfico 1.1 – Renovaciones de equipo económico en Argentina, 1989-2001 55

Gráfico 1.2 – Emisiones de títulos públicos argentinos en el mercado internacional, 1991-2001 (USD mil millones) 61

Gráfico 2.1 - Cotización de los títulos de la deuda externa de Argentina, Brasil, México y Venezuela en el mercado secundario, enero 1987-septiembre 1988 (USD centavos)..... 76

Gráfico 2.2 – Exposición de los principales bancos comerciales de Estados Unidos, 1982-1992 (% del capital) 80

Gráfico 2.3 – LIBOR a 6 meses, 1988-2001 (%)..... 84

Gráfico 2.4 – Índice de Reforma Económica en Argentina, Brasil, México, Venezuela y América Latina, 1989-2000..... 108

Gráfico 2.5 – Índice de Reforma Económica: privatizaciones en Argentina, Brasil, México, Venezuela y América Latina, 1985-1995..... 109

Gráfico 2.6 – Cotización de los títulos de la deuda externa argentina en el mercado secundario, enero 1989 – marzo 1990 (USD centavos)..... 112

Gráfico 3.1 – Deuda pública emitida en moneda extranjera en Argentina, 1994-2001 (% total doméstica; % total externa) 146

Gráfico 3.2 – Evolución de los activos financieros por tipo de inversor institucional de 1980 a 1994 (USD miles de millones)..... 150

Gráfico 3.3 – Margen de tasas de interés sobre títulos del Tesoro de Estados Unidos en las emisiones de títulos públicos en el mercado internacional y prima de riesgo soberano de Argentina, 1992-2001 (Puntos Básicos)..... 155

Gráfico 3.4 – Recomendaciones de bancos de inversión y asignación de cartera de bonos en América Latina, abril 2002 – enero 2008..... 162

Gráfico 4.1 – Estimación del balance de pagos de Argentina, 1992-2001 (USD millones) 173

Gráfico 4.2 – Estimación de la cuenta financiera del balance de pagos de Argentina, 1992-2001 (USD millones) 174

Gráfico 4.3 - Estimación de la cuenta financiera del sector público no financiero en el balance de pagos de Argentina, 1992-2001 (USD millones)..... 175

Gráfico 4.4 – Estimación de la cuenta financiera del gobierno nacional en el balance de pagos de Argentina, 1994-2001 (USD millones) 176

Gráfico 4.5 – Estimación de la cuenta financiera del balance de pagos y prima de riesgo soberano de Argentina, 1992-2001 (USD millones; Puntos Básicos) 177

Gráfico 4.6 – Calificación de S&P de los títulos públicos de Argentina, 1993-2001 (notas) 184

Gráfico 4.7 – Calificación de Moody's de los títulos públicos de Argentina, 1993-2001 (notas) 184

Gráfico 4.8 – Calificación de Fitch de los títulos públicos de Argentina, 1993-2001 (notas) 185

Gráfico 4.9 – Deuda externa bruta por sector públicos en Argentina, 1992-2001 (USD millones) 216

Gráfico 4.10 - Deuda externa bruta del Sector Privado no Financiero argentino, 1992-2001 (USD millones) 217

Gráfico 4.11 - Deuda externa bruta del Sector Financiero argentino sin BCRA, 1992-2001 (USD millones) 218

Gráfico 5.1 – Intereses de la deuda pública y resultado primario del Sector Público Argentino, 1982-2001 (% del gasto de la APN; % del PIB) 226

Gráfico 5.2 – Maduración promedio de las colocaciones de títulos públicos argentinos en todos los plazos y todos los mercados, 1991-2001 (años) 228

Gráfico 5.3 – Prima de riesgo soberano de Argentina, Brasil y México, 1995-2001 (Puntos Básicos) 230

Gráfico 5.4 – Recomendaciones de los bancos de inversión sobre títulos públicos de Argentina, Brasil y México, 1998-2002 (promedio acumulado) 231

Gráfico 5.5 – Emisiones de títulos públicos argentinos en el mercado internacional por moneda, 1991-2001 (USD millones) 232

Gráfico 5.6 – Emisiones de títulos públicos argentinos en el mercado internacional por moneda europea, 1993-1998 (USD millones) 236

Gráfico 5.7 – Cartera de residentes de títulos públicos argentinos colocados en el exterior, 1992-2001 (USD millones) 237

Gráfico 5.8 – Residencia de los acreedores de la deuda en títulos públicos argentinos, 1994-2001 (%) 238

Gráfico 5.9 – Deuda pública doméstica en Argentina, 1995-2001 (% sobre total deuda pública) 239

Gráfico 5.10 – Emisión de títulos públicos en el mercado local en Argentina por tipo de título y por moneda, 1996-2001 (%) 240

Gráfico 5.11 - Activos en el exterior del Sector Privado no Financiero en Argentina, 1991-2001 (USD millones) 245

Gráfico 5.12 – Los aportantes al Blindaje Financiero, en total y para 2001 (USD millones) 263

Índice de Tablas

Tabla 2.1 – Autoridades del CEA, 1991-2000 91

Tabla 2.2 – Equipo económico en Argentina, julio 1989 - diciembre 1989 109

Tabla 2.3 – Equipo económico en Argentina, diciembre 1989 - enero 1991 119

Tabla 2.4 – Equipo económico en Argentina, enero 1991 - julio 1996 117

Tabla 3.1 – Composición de la deuda pública argentina al 31 de enero de 1991 126

Tabla 3.2 – Plan Brady: oferta inicial del gobierno argentino y contraoferta del Comité de Bancos, enero-febrero 1992 135

Tabla 3.3 - Plan Brady: primera y segunda oferta del gobierno argentino, enero-marzo 1992 136

Tabla 3.4 – Plan Brady: acuerdo entre el Estado argentino y el Comité de Bancos, abril 1992 139

Tabla 3.5 – Rating crediticio: comparación de escalas para deuda de largo plazo de Moody's, Standard & Poor's y Fitch 164

Tabla 3.6 – Participación de los agentes colocadores de títulos públicos argentinos en el mercado internacional, 1991-2001 (% del monto total emitido) 163

Tabla 4.1 – Participación de los agentes de colocación de títulos públicos argentinos en el mercado internacional por tipo de moneda, 1991-2001 (%) 182

Tabla 4.2 – Equipo económico en Argentina, julio 1996 - diciembre 1999 190

Tabla 4.3 –AFJP por participación de mercado y principales accionistas en Argentina, 1994 197

Tabla 4.4 –AFJP por participación de mercado y principales accionistas en Argentina, 2001 198

Tabla 4.6 – Autoridades de ABRA, 1989-1997 199

Tabla 4.7 – Autoridades de ADEBA, 1989-1997 201

Tabla 4.8 – Administración de fondos de jubilaciones y pensiones por sector económico y nacionalidad del capital en Argentina, 1994-2001 (%) 206

Tabla 4.9 – Emisiones de títulos privados por sector en Argentina, 1989-2001 (%) 214

Tabla 4.10 – Participación de empresas privatizadas y del Consejo Empresario Argentino en las emisiones de títulos privados en Argentina, 1989-2001 (%) 214

Tabla 5.1 – Cantidad de operaciones, monto emitido y promedio de monto por operación en colocaciones de títulos públicos argentinos a todos los plazos y en todos los mercados, 1991-2001 (USD millones) 224

Tabla 5.2 - Agentes colocadores de títulos públicos argentinos en el mercado internacional, 1991-2001 (USD millones) 235

Tabla 5.3 – Equipo económico en Argentina, diciembre 1999 - marzo 2001..... 256

Tabla 5.4 – Equipo económico en Argentina, marzo 2001..... 265

Tabla 5.5 – Equipo económico en Argentina, marzo 2001 - diciembre 2001..... 267

Lista de siglas

ABA: Asociación de Bancos Argentinos

ABAPRA: Asociación de Bancos de Provincia de la República Argentina

ADEBA: Asociación de Bancos Argentinos

ABRA: Asociación de Bancos de la República Argentina

AFJP: Administradora de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

BBVA: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria

BIC: Bonos de Integración y Crecimiento

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BID: Banco Interamericano de Desarrollo

BOCE: Bonos de Consolidación Económica

BOCON: Bonos de Consolidación

BOCREX: Bonos de Crédito

BONEX: Bonos Externos

BPI: Banco de Pagos Internacionales

BSCH: Banco Santander Central Hispano

CEA: Consejo Empresario Argentino

CEI: Citicorp Equity Investment

CEMA: Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina

CSFB: Credit Suisse First Boston

CGT: Confederación General del Trabajo

CNV: Comisión Nacional de Valores

CTA: Central de Trabajadores Argentinos

EMBI+: Emerging Markets Bond Index Plus

ENTel: Empresa Nacional de Telecomunicaciones

FFIEC: Federal Financial Institutions Examination Council

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FLACSO: Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales

FM: Fundación Mediterránea

FMI: Fondo Monetario Internacional

FRB: Floating Rate Bonds

Frepaso: Frente por un País Solidario

FSyG: Fundación Sociedad y Gobierno

G-8: Grupo de los Ocho

GRA: Guaranteed Refinancing Agreement

IDEA: Instituto para el Desarrollo Empresarial de la Argentina

IIERAL: Instituto de Investigaciones Económicas de la Realidad Argentina y Latinoamericana

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censo

MAE: Mercado Abierto Electrónico

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

OEA: Organización de los Estados Americanos

ONCP: Oficina Nacional de Crédito Público de la República Argentina

ONU: Organización de las Naciones Unidas

PN: Promissory Notes

PNUD: Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo

PJ: Partido Justicialista

SAFJP: Superintendencia de AFJP

SEC: Securities and Exchange Commission

SIGEP: Sindicatura General de Empresas Públicas

SRA: Sociedad Rural Argentina

S&P: Stantard & Poor's

Ucedé: Unión de Centro Democrático

UCR: Unión Cívica Radical

UCEMA: Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina

UIA: Unión Industrial Argentina

YPF: Yacimientos Petrolíferos Fiscales

Lista de abreviaturas de monedas

ARA: Austral argentino

ARS: Peso argentino

ATS: Chelín austríaco

CAD: Dólar canadiense

CHF: Franco suizo

DEM: Marco alemán

ESP: Peseta española

EUR: Euro

FRF: Franco francés

GBP: Libra esterlina

JPY: Yen japonés

ITL: Lira italiana

NLG: Florín neerlandés

USD: Dólar estadounidense

A mis queridos viejos.

Agradecimientos

Tarea extremadamente solitaria, una tesis doctoral implica al mismo tiempo una labor colectiva. Por eso, quisiera agradecer a quienes formaron parte.

A Marcos Novaro y Denis Rolland, mis directores de tesis de la Universidad de Buenos Aires y de la Universidad de Estrasburgo respectivamente. La precisión de sus comentarios y la libertad que me han otorgado son una combinación particularmente provechosa para todo doctorando.

A Hilda Herzer, mi consejera de estudios en la Universidad de Buenos Aires, quien fue una guía en los pasos iniciales de esta aventura.

A Ezequiel Barbenza y Juan Ignacio Paradiso, por sus comentarios. A Juan, además, debo agradecerle su infinita paciencia en aquellas conversaciones iniciales.

A Jesús Monzón, profesor de archivología y bibliotecología de la Universidad de Buenos Aires y responsable del Fondo Documental CISEA-CESPA, una verdadera mina de oro para la investigación en ciencias sociales.

A Ana Laura Blanco y el personal de *Prensa Económica* quienes gentilmente me cedieron espacio y tiempo para revisar sus archivos. De modo similar, al personal de la Oficina Nacional de Crédito Público, quienes me permitieron acceder a los datos de emisiones de títulos públicos en el período, y al equipo del Archivo Oral de la Argentina Contemporánea del Instituto Gino Germani, y en especial a Gustavo Fontanals, gracias a quienes pude utilizar algunas de las tantas entrevistas allí disponibles.

A Arturo Valenzuela, Beatriz Ramacciotti y al resto del equipo del Centro de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Georgetown.

A quienes me brindaron su tiempo para realizarle entrevistas y, en ocasiones, debatir además los temas abordados en esta investigación. Particularmente quisiera mencionar a Federico Molina.

A mis padres, a quienes no sólo corresponde la dedicatoria sino también debo agradecer en todas las formas posibles. A mis hermanos, Paola y Lionel, quienes prestaron parte de su tiempo para tareas imprescindibles. A Flavia, por estar y acompañar cada día a pesar de ser testigo directo de cómo detrás de la prosa racional de una tesis doctoral se esconden los permanentes cambios de humor de quien la redacta.

Por supuesto, los errores que aquí se puedan encontrar son de exclusiva responsabilidad del autor.

A la confianza no se la compra: se la alquila, y nunca hay que dejar de pagar la renta.

Domingo Cavallo, ministro de Economía de la Nación, 1992.[1]

[1] Marcelo Zlotogwiazda, "La batalla por la quita", *Página/12*, 22/09/92, p. 6.

Introducción

En la primera semana de 1995, el secretario de Hacienda de México, Guillermo Ortiz Martínez, viajaba a Nueva York. Un mes antes, su país, que hasta entonces había sido un ejemplo de las reformas estructurales pro-mercado, se había sumergido en una profunda crisis tras la devaluación de su moneda. Ortiz Martínez buscaba obtener USD 8 mil millones en Inversión Extranjera Directa destinados a un ambicioso plan de privatizaciones, USD 5 mil millones en títulos públicos y préstamos y USD 1.000 millones en repatriación de fondos que mexicanos habían retirado de su país. Su agenda incluía reuniones con representantes de los administradores de grandes fondos de inversión como Fidelity Investment y Alliance Capital Management, de siete bancos de inversión (JP Morgan, Goldman Sachs, Salomon Brothers, Merrill Lynch, Bear Stearns, Morgan Stanley y Lazard Frerers), de las principales agencias de calificación de riesgo (Standard & Poor's, Moody's Investor y Duff & Phelps) y de una docena

de bancos comerciales estadounidenses. El diario *The Wall Street Journal* calificaba la visita como "el Vía Crucis de Ortiz por Wall Street".[2]

En Nueva York también se encontraba el ministro de Economía argentino, Domingo Cavallo. Su agenda era similar a la de su par mexicano. Su misión era diferenciar a la economía de su país.[3] En efecto, la Argentina era el otro ejemplo de reformas estructurales y su situación presentaba similitudes con México, entre las que se destacaban un déficit en el comercio de bienes y servicios y un financiamiento a través del ingreso de capitales. La diferenciación que buscaba Cavallo debía concretarse en la continuación del flujo de divisas hacia el país para mantener la estabilidad económica lograda en 1991. Si bien parte de esos recursos provendrían de los organismos multilaterales de crédito, otra sustancial debía ser aportada por el sector privado, tanto dentro como fuera del país.

Ortiz Martínez y Cavallo eran funcionarios de países que en esta investigación se clasifican como "semi-periféricos", aunque el término que usualmente se emplea sea "mercados emergentes".[4] Se prioriza la primera denominación por tres motivos. Primero, porque evita el aspecto teleológico que el concepto de "emergente" implica. Segundo, porque resulta útil para distinguirlo de los mercados "centrales" o "desarrollados" (la tríada formada por Estados Unidos, Europa y Japón), que constituyen el núcleo de los flujos financieros mundiales, y también de los "periféricos". Mientras estos últimos se encuentran excluidos de forma permanente del sistema financiero mundial y sólo acceden al crédito público externo bilateral o multilateral, los semi-periféricos tienen la capacidad de financiarse a través del crédito privado externo.[5] Finalmente, la denominación de "semi" expresa la característica central de estos mercados: su vínculo *in-out* con el sistema financiero mundial,

[2] Craig Torres, Thomas T. Vogel Jr. y Paul B. Carroll, "Ortiz se lanza a vender su plan", *La Nación*, Economía & Negocios, 06/01/95, p. 4.
[3] Marcelo Bonelli, "Nuestro hombre en Nueva York", *Clarín*, 06/01/95, p. 14.
[4] A partir de la elaboración teórica de Wallerstein (1974), en la perspectiva sistema-mundo se identifican tres zonas mayores de la economía mundial: el centro, la periferia y, entre ambas, la semi-periferia. En los posteriores intentos de operacionalización, una corriente se ha basado en el análisis del comercio mundial, una segunda ha privilegiado el nivel de ingreso y otra el estudio de las relaciones económicas, políticas y militares entre los países (Babones, 2005: 34). Entre los países latinoamericanos, Wallerstein (1974) identifica a Argentina, Brasil, México y Venezuela y, años más tarde, agregaría a Uruguay (Wallerstein, 1997). Para Chase-Dunn et al. (2000), los casos de la región eran Argentina, Brasil y México, mientras que para Babones (2005), Brasil, Chile, México y Uruguay.
[5] Por ejemplo, en 2004 en América Latina, para el caso de países semi-periféricos como Argentina, Brasil y México, la deuda multilateral representaba sobre el total, respectivamente, aproximadamente 15%, 20% y 22%. En los periféricos como Honduras arañaba el 70% y en Bolivia incluso superaba 90% (BID, 2007: 108).

como lo define el FMI (2001). Es decir, la accesibilidad al crédito privado externo es variable, con fases de inclusión y otras de exclusión.

La fase de inclusión de los noventa tuvo características diferentes a la etapa inmediatamente anterior, el período 1976-1981. Entonces, el crédito privado externo tomaba la forma de préstamos otorgados por bancos comerciales. Se había producido un aumento de la liquidez internacional a partir de las sucesivas crisis del petróleo entre 1973 y 1979.[6] La mitad de los USD 360 mil millones generados en la zona de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) fue colocada en el mercado del eurodólar. Desde allí, fue canalizada a los países industrializados (40%), en desarrollo (15%) e incluso a los organismos internacionales (5%) (Adda, 1996: 98-99). La circulación de ese excedente se produjo a través de grandes bancos comerciales globales. De ese modo, la capacidad prestable de dinero en el mercado mundial quedó liberada de regulaciones que la orientaran y controlaran (Schvarzer, 1998: 39).

Los países latinoamericanos pasaron a ser fuertes demandantes de crédito en un contexto de deterioro de los términos de intercambio y altas necesidades de financiamiento ante el agotamiento del modelo de industrialización por sustitución de importaciones (Aglietta y Moatti, 2000: 63).[7] Para los Estados, el acceso a los petrodólares había sido una vía para contornar las condicionalidades de los organismos multilaterales ya que los bancos comerciales se interesaban menos en el destino local de los recursos y asumían que los Estados siempre contarían con medios para pagar. El director ejecutivo del Citibank, Walter Wriston, afirmó entonces que los Estados no quebraban porque, por incierta que fuera su situación, "tienen" más de lo que "deben" (Rhodes, 2011: 133). Durante este período, la cuestión del riesgo de incumplimiento de las obligaciones por parte de los Estados no formaba parte de su vínculo con el sistema financiero mundial. Como sostenía Wriston, esto sencillamente no era una posibilidad imaginable.

[6] El aumento de la liquidez se debió también a los cambios de paridad entre las principales monedas generando un aumento de las reservas mundiales, que fue volcado a los circuitos financieros, y a la desaceleración de las economías centrales, liberando excedentes que esperaban nuevos oportunidad de beneficios (Schvarzer, 1998: 40).

[7] Hacia finales de la década del sesenta, el agotamiento era claro. La industrialización no había logrado romper con la dependencia financiera por la falta de expansión de las exportaciones de manufacturas. En ese sentido, el sistema de Bretton Woods había limitado esta estrategia al restringir el acceso al financiamiento externo, indispensable para financiar las importaciones de bienes de capital (Griffith-Jones y Sunkel, 1989: 23).

Esta perspectiva chocó con la realidad en 1982, cuando el gobierno mexicano anunció su incapacidad de cumplir los pagos de los servicios de una deuda externa que se elevaba a USD 80 mil millones (Rhodes, 2011: 82). Con el caso mexicano se iniciaba la llamada "bomba de la deuda", una amenaza sin precedentes para la estabilidad financiera mundial. Era una "bomba" porque la exposición de los grandes bancos estadounidenses a los mercados semi-periféricos, de los cuales América Latina representaba el 60%, alcanzaba el 214% del total de su capital (Palmer, 2000: 94). Aunque estaban involucrados centenares de bancos, el peso mayoritario caía sobre los más grandes. Sólo en el caso mexicano, si bien los acreedores eran entre 500 y 1.000 bancos (Rhodes, 2011: 84), la exposición con respecto al capital de los nueve principales bancos estadounidenses era de 44% (FFIEC, 1982). En palabras de William Rhodes, alto ejecutivo del Citibank,

> el temor en el mercado era que el incumplimiento mexicano acabara con algunos bancos venerables, incluyendo al Bank of America, Citibank, Chase Manufacturers Hanover, Chemical Bank (…) y bancos internacionales de Europa y Japón también. (…) Puede parecer un lugar común hoy, pero la incapacidad de un país importante para cumplir con los pagos de su deuda no tenía precedentes en aquel tiempo (Rhodes, 2011: 81-84).

Este tipo de ordenamiento funcionó hasta el Plan Brady, que sería el marco para la reestructuración de la deuda pública diseñado por el gobierno estadounidense que siguieron la amplia mayoría de las economías semi-periféricas a inicios de los noventa. Su elemento fundamental fue la sustitución de los préstamos bancarios por títulos. Por ello, los países semi-periféricos accedieron a una nueva modalidad de financiamiento, la emisión de títulos públicos a nivel internacional, hasta entonces reservada exclusivamente a los países centrales. Su consecuencia fue un cambio sustancial en las lógicas imperantes entre estos países y el sistema financiero mundial. En efecto, a diferencia del préstamo, cuyo acreedor es en general el mismo a lo largo del tiempo, el título, una vez emitido por el deudor y adquirido por un inversor, puede ser posteriormente comercializado en el mercado. Por ello, el Plan Brady produjo la formación de un nuevo mercado donde se comerciaban títulos de países semi-periféricos.

El nuevo mercado internacional de títulos de países semi-periféricos tenía diferencias cuantitativas y cualitativas con el de los países centrales. En primer lugar, su tamaño era marginal. En 2000, el nivel mundial de capitalización del mercado de títulos públicos se elevaba a USD 31,1 billones, de los cuales 95,3% correspondía a los mercados centrales y

sólo 4,7% a los semi-periféricos (Levich, 2001: 6). En segundo lugar, al ser permanentemente sujeto de transacciones en el nuevo mercado, el precio del título también fluctúa continuamente como resultado del juego de la oferta y la demanda entre inversores. Como resultado, a diferencia de los bancos comerciales cuyo análisis del riesgo es principalmente anterior al otorgamiento del préstamo –y que, como se deduce de la perspectiva de Wriston, este análisis era prácticamente inexistente en los créditos a Estados-,[8] los inversores, en la dinámica de la compra y venta de títulos, evalúan permanentemente el riesgo de incumplimiento de los servicios de la deuda y, por lo tanto, revalúan permanentemente el título. En el caso de los países con menor grado de desarrollo económico y político, los inversores consideran que éstos ofrecen menos certidumbres que los centrales en el pago de sus obligaciones. Por ello, a diferencia de los centrales, el riesgo de incumplimiento representa una incertidumbre suplementaria que afecta las decisiones de inversión sobre compra y venta en el mercado internacional de títulos de países semi-periféricos. A lo largo del tiempo, esta percepción de los inversores sobre el riesgo de cesación de pagos varía y con ella la accesibilidad de los países semi-periféricos al financiamiento internacional vía la emisión de títulos públicos. Esta diferencia cualitativa sustancial sobre el riesgo explica por qué los países semi-periféricos tienen una accesibilidad *in-out* o variable al sistema financiero mundial.

A inicios de 1995, Ortíz Martínez y Cavallo habían viajado a Nueva York para influir en esa percepción y mantener el acceso de sus respectivos países. En efecto, tras el acuerdo del Plan Brady con el Comité de Bancos, que reunía a los principales bancos acreedores, ambos países habían obtenido el acceso al mercado internacional de capitales, lo que les había permitido financiar el déficit del comercio de bienes y servicios (además de los ingresos por privatizaciones).

En el caso particular de Argentina, al momento del viaje de Cavallo, el mercado estadounidense, hasta entonces principal destinatario de las emisiones de títulos públicos, se encontraba cerrado. El país volvía a estar excluido del sistema financiero mundial, con los riesgos que implicaba para la estabilidad lograda.

[8] Luego de otorgados los préstamos a los Estados, los bancos comerciales también realizaban un análisis del riesgo crediticio para establecer el monto de reservas que debían constituir para protegerse frente a posibles incumplimientos. Para las regulaciones en Estados Unidos y Europa, ver Crespo y Portela Moreno (1989: 111).

La ayuda privada para superar la etapa crítica transitoria producida por la crisis mexicana se concretó a través de la emisión de un título emitido por el gobierno nacional llamado Bono Argentino. La coordinación general de la operación en los mercados de capitales de este "empréstito patriótico", como también se lo denominó, fue realizada por el Citibank.[9] El banco era responsable de atraer inversores entre los cuales colocar el título. La operación fue dividida en mitades con un tramo local y otro internacional. En el local, fue gestionada por el Consejo Empresario Argentino (CEA), que reunía a los principales empresarios del país.[10] Los responsables fueron el grupo Pérez Companc para colocarlo en el sector privado no financiero y el Banco de Galicia, para el financiero. La operación se concretó el 4 de abril de 1995 por USD 1.000 millones. En el tramo internacional, la tarea de colocación del título en Estados Unidos fue realizada por Citibank y en Europa por Deutsche Bank. El 3 de mayo, 11 días antes de las elecciones presidenciales, los bancos internacionales depositaron los USD 1.000 millones restantes del tramo externo del Bono Argentino. Las entidades que aportaron en el tramo internacional fueron, con USD 48,4 millones cada uno, Banco de Boston, Deutsche Bank, Banca Nazionale del Lavoro, Banco Sudameris, JP Morgan, The Bank of Tokyo, Chemical Bank, Bank of America, The Bankers Trust, Chaste Investment Bank, Credit Suisse, Dresdner Bank, Swiss Bank Corporation, West Merchant Bank; con USD 25 millones, The Bank of Nova Scotia, ABN Amro Bank, Internationale Nederland Bank, Lloyds Bank, Santander Investment Bank; con USD 10 millones, Republic National Bank of New York.[11] Adalberto Barbosa, el director ejecutivo de la entidad que reunía a los bancos extranjeros, la Asociación de Bancos de la República Argentina (ABRA), explicaba que "si se tiene en cuenta el aspecto financiero, no les conviene para nada; la tasa es muy baja y no les significaría un importante negocio. Quienes determinen suscribir será sólo porque tienen una buena relación con la Argentina".[12]

El Bono Argentino expresó el apoyo de los sectores financieros internacionales y de los grupos empresarios locales al gobierno. Los USD 2 mil millones fueron un aporte sustancial en un momento crítico. La estabilidad de una economía dependiente del ingreso de divisas estaba fuertemente comprometida. Este apoyo era expresión de la estrategia que desde

[9] "El Citi sale a colocar 1.000 millones afuera", *Clarín*, 21/03/95, p. 21.
[10] "Claroscuros", *Mercado*, 09/95, p. 15.
[11] Solicitud de ABRA, *Clarín*, 03/05/95, p. 17.
[12] Matías Bonelli, "Dudas en el exterior por el Bono Argentino", *La Nación*, 25/03/95, p. 11.

inicios de 1989 el gobierno presidido por Carlos Menem había establecido en la formación de alianzas con los grupos económicos locales y los sectores financieros internacionales. Al asumir la presidencia de un Estado insolvente, Menem había apelado a los dos principales sectores con capacidad de reiniciar el flujo de divisas hacia el país, interrumpido desde la declaración mexicana de cesación de pagos en 1982. Esta estrategia derivaría en un proceso de formación de una coalición político-social gobernante que, en una segunda etapa, se consolidaría tras la estabilización de la economía en 1991. A partir de 1997, en una tercera fase, se iniciaría el proceso de disolución de la coalición que derivaría en una crisis general a finales del 2001.[13]

En esta investigación, el concepto de "coalición político-social gobernante" se utiliza de modo similar al de "bloque social" de Harnecker (1987), la reunión de fuerzas políticas y sociales diferentes en torno a un programa común. El bloque social se distingue de otros niveles de alianzas de plazos más cortos, como acciones comunes o pactos políticos, ya que se estructura en torno a intereses estratégicos.[14] La estrategia del gobierno de alianzas con grupos económicos locales y sectores financieros internacionales le permitiría, con la participación de tecnócratas de *think tanks* del liberalismo económico criollo, la estabilización económica y el acceso del Estado, tras 10 años de exclusión, al crédito privado externo mediante los acuerdos con los bancos acreedores en el marco del Plan Brady. La deuda, que hasta entonces había sido una restricción, amplió el margen de maniobra gubernamental. En efecto, como afirman Weller y Ziegler (2008), la política de endeudamiento puede funcionar como oportunidad o como restricción para el Estado. Si el crédito es tomado con tasas de interés bajas, los gobiernos tienen así una fuente estable de ingresos y entonces el endeudamiento incrementa la capacidad estatal. Sin embargo, si debe pagar una tasa elevada, entonces el endeudamiento pasa progresivamente a ser una restricción.

En toda alianza existe una tensión entre unidad y división, dado que al mismo tiempo que hay ciertos intereses que son comunes también existen otros que son contradictorios dada la diversidad entre sus miembros. Estas tensiones dan origen a una oscilación permanente

[13] Para una revisión de diferentes perspectivas sobre las causas económicas de la crisis del 2001, ver Mussa (2002), Bruno y Chudnovsky (2003), Calvo (2003), Damill et al. (2005), Miotti y Quenan (2006).

[14] La alianza es la unión temporal –a corto, mediano o largo plazo- que se establece entre grupos políticos y sectores sociales de diferentes orígenes para llevar adelante sus intereses comunes (Harnecker, 1987: 74).

entre dos extremos, fusión y ruptura (Harnecker, 1987: 76). La hipótesis de esta investigación es que a través de la integración semi-periférica de la Argentina, los actores privados del sistema financiero mundial influyeron en las relaciones de poder en la coalición político-social de gobierno en el país en sus etapas de formación, consolidación y disolución de 1989 al 2001. El rol de estos actores fue determinante en dos aspectos. Primero, por las dinámicas que rigieron a la economía argentina desde su estabilización en 1991 que implicaron una dependencia estructural al crédito privado externo. Segundo, estas relaciones estructurales delinearon restricciones y oportunidades en las relaciones de poder dentro de la coalición, afectando de este modo su composición. Ambos aspectos se observan en la etapa anterior al acuerdo del Plan Brady de 1992 con los bancos comerciales y en la posterior, donde las obligaciones del Estado argentino en préstamos fueron sustituidas por títulos, con la consiguiente emergencia de actores privados como inversores, bancos de inversión y agencias de calificación de riesgo. De este modo, el vínculo con el sistema financiero mundial determinó los límites estructurales –tanto de oportunidades como restricciones- de las relaciones de poder en la coalición político-social de gobierno. Esto llevó al fortalecimiento de ciertos sectores dentro de la coalición que impulsaron a su vez decisiones que profundizaron la dependencia de la estabilidad de la política de emisión de títulos públicos. De este modo, se produjo un proceso interactivo y dinámico entre dependencia estructural y decisiones de política económica.

La globalización y la formación del sistema financiero mundial

La integración al mundo a través del crédito privado externo luego del Plan Brady presentaba importantes diferencias con respecto al período de endeudamiento anterior. No sólo se había sustituido el instrumento que expresaba dicho vínculo –de préstamo a título- sino que entre ambas etapas se había producido la formación del sistema financiero mundial a través del proceso denominado “globalización”.

Tras la Segunda Guerra Mundial, las tasas de cambio entre las monedas eran fijas y los bancos centrales debían intervenir para mantener las monedas nacionales en una rango de 1% con respecto a la paridad con el dólar, mientras que las autoridades estadounidenses

debían a su vez mantener una paridad oficial de USD 35 por onza de oro (OCDE, 2004: 30).[15] El sistema financiero de la segunda posguerra era mayoritariamente un sistema de financiamiento público bilateral y multilateral de los desequilibrios de los pagos internacionales. A esta finanza oficial, mayoritaria, se sumaba un flujo modesto de capitales privados de inversiones directas y créditos comerciales, a menudo garantizados por los Estados de los países exportadores. En ausencia de un mercado internacional de capitales de talla significativa, el financiamiento externo para los países en déficit se limitaba a los préstamos del FMI y del Banco Mundial. Por ello, los déficit de la cuenta corriente del balance de pagos no podían tomar proporciones alarmantes ni acumularse durante varios años (Adda, 1996: 94-95).

Sin embargo, el balance de pagos de Estados Unidos, emisor de una moneda de uso internacional (moneda de reserva), se volvió deficitario y empezó a minar las bases del sistema de tipos de cambio fijos. Las divergencias en las variables macroeconómicas fundamentales llevaron a una fuga de capitales de Estados Unidos a Europa, ejerciendo presiones devaluatorias sobre el dólar. Para frenar esta salida, las autoridades introdujeron en 1963 un impuesto sobre los préstamos a los no residentes (*Interest Equalizing Tax*). La consecuencia fue un desplazamiento de la demanda de financiamiento en dólares del mercado estadounidense al del eurodólar, donde las filiales de los bancos estadounidenses podían seguir operando en libertad. Finalmente, en 1971, Estados Unidos abandonó el patrón oro y dejó flotar el dólar, con sucesivas devaluaciones.[16] La transición a los tipos de cambio flotantes y las crisis petroleras fueron dos impulsos mayores para la creciente autonomía de los factores financieros, cuyo principal vector hasta entonces era el mercado del eurodólar (Bourguinat, 1997: 22). Los tipos de cambio flotantes, determinados diariamente por el mercado, pasaron a una inestabilidad intrínseca y se redujo la capacidad de previsión.

Hacia finales de los setenta, los países centrales abandonaron progresivamente las restricciones al movimiento de capital, con la política antinflacionaria como nuevo objetivo prioritario. Como menciona la OCDE (2004),

[15] Es la tasa que estaba en vigor desde 1934 y sólo se volvió obligatoria para Estados Unidos en los cincuenta (Eichengreen y Sussman, 2000).
[16] La onza de oro pasó de USD 35 a USD 800 al final de la década (Lavergne, 2008).

> los principales actores privados del mercado financiero internacional, como los bancos y los inversores institucionales activos a nivel internacional y capaces de conducir las transacciones transnacionales, hicieron presión sobre sus autoridades respectivas para obtener la liberalización que precisaban y beneficiarse así de una cartera más rica en instrumentos financieros y técnicas de gestión de riesgos (2004: 35).

En la década siguiente, la liberalización de la cuenta capital se aceleró cuando los países avanzaron en la eliminación del régimen de control de los movimientos de capital, consecuencia de las nuevas fuerzas políticas en el poder en los países centrales, la creciente complejidad de los mercados financieros, de mayor volumen, interdependencia y con reacciones veloces ante nuevas circunstancias. Progresivamente, los países europeos fueron avanzando en una coordinación de sus políticas monetarias para conciliar así la libre circulación total de capitales con la estabilidad de los tipos de cambio. El Tratado de Maastricht en 1992 hizo de la libre circulación de capitales una de las libertades fundamentales de la Unión Europea prohibiendo restricciones a los movimiento de capital, incluso frente a terceros países (OCDE, 2004).

Este proceso tuvo consecuencias en el comercio, la inversión y las finanzas. En primer lugar, el promedio de los aranceles sobre las importaciones en los países industrializados pasó del 40% a finales de los cuarenta al 5% a finales de los ochenta. Sin embargo, esta visión del comercio internacional global debe ser morigerada. Los 3/5 de los intercambios se hacían entre países centrales, en su mayoría comercio intra-ramas al tener similares niveles de desarrollo y, por lo tanto, de estructura de la demanda. El comercio con otras regiones (América Latina, África y Oriente Medio) sólo alcanzaba 1/6 del comercio industrial mundial de productos manufacturados, en lugar del 1/5 de 1979 (Adda, 1996: 68-71).

En segundo lugar, desde los cincuenta fue aumentando la tasa de crecimiento de la Inversión Extranjera Directa (IED), alcanzando en los setenta la del comercio internacional. En 1985 los flujos se dispararon, pasando de un ritmo anual de USD 50 mil millones a USD 200 mil millones hacia finales de la década, particularmente en el área de servicios. Es decir, una progresión del orden del 17% anual de 1985 a 1992, contra sólo 5% del comercio internacional. Sin embargo, aquí también deben ponderarse estos datos. Más de 3/5 corresponden a inversiones cruzadas entre los países centrales. En 1992, las mayores 100 empresas transnacionales (ET) poseían USD 3,5 billones de activos, aproximadamente 1/6 del valor estimado del conjunto de activos en el mundo. Los 2/3 de este stock estaban en los

países de origen y 1/3 del comercio mundial de bienes y servicios correspondía a intercambios intra-firma entre filiales de las ET, producto de nuevas estrategias globales coordinadas desde la casa matriz donde cada filial es una unidad de producción especializada en la fabricación de un componente particular (UNCTAD, 1994). Es decir, las relaciones comerciales entre países centrales y el resto se fueron transformando progresivamente en operaciones internas de grandes empresas (Furtado, 1984: 50). El declive de los países exteriores al núcleo del sistema es claro: mientras que entre 1914 y 1938 representaban 2/3 del stock mundial de IED, en los sesenta bajaron a 1/3, en los ochenta a 1/4 y en los noventa a 1/5 (Adda, 1996).

En tercer lugar, la finanza internacional fue quizás el sector con mayores cambios en las últimas décadas, con la integración mundial de los mercados de capitales. El crecimiento de las transacciones financieras fue uno de los hechos más significativos de los ochenta. La expresión "globalización financiera" se refiere de hecho a las interconexiones entre los sistemas monetarios y los mercados financieros nacionales, resultado de la liberalización y desregulación, que permitió la formación de un sistema financiero mundial (Chesnais, 1996: 10). El dinamismo del sector financiero, superior al crecimiento del PIB o de los intercambios comerciales, es el factor que más ha incidido en la transformación de la economía global, con la transición de un régimen financiero administrado (o "reprimido") a uno de mercado. De 1980 a 1992, la tasa de crecimiento promedio anual de la formación bruta de capital fijo en los países de la OCDE fue del 2,3%, mientras que la del stock de activos financieros fue del 6,0% (Chesnais, 1996: 13). El ratio de las transacciones financieras sobre el PIB pasó de 15 a 1 en 1970, a 30 a 1 en 1980 y a 78 a 1 en 1990 (Guttman, 1996: 83).

Por primera vez aparecía un mercado global sin capacidad de control por parte de la voluntad pública nacional. Como menciona Thurow (1996), "la era de la regulación económica nacional ha quedado atrás y la era de la regulación económica mundial no ha llegado. Al menos durante un tiempo, el capitalismo se va a manejar con mucho menos regulación gubernamental" (1996: 144). Como señala Adda (1996), la globalización es sobre todo un proceso de contorno y, luego, desmantelamiento de las fronteras físicas y reglamentarias que obstaculizaban la acumulación de capital a escala mundial. No es sólo una continuidad de proceso –a través de mayores flujos de intercambio, inversión y crédito–

sino una mutación, donde la economía mundial crea una dinámica propia que escapa cada vez más a los controles estatales (Adda, 1996: 3-4).

El sistema financiero mundial había pasado a ser una red cada vez más densa de operaciones de compra-venta, de préstamos, de cobertura y de especulación, que había trascendido las fronteras nacionales y se había organizado en un mega-mercado por encima de los Estados, con leyes, precios y actores propios. Como afirma Bourguinat (1992), ya no se partía de lo nacional sino también a la inversa: las condiciones de funcionamiento del mercado de la finanza global actuaban sobre los volúmenes y precios a los cuales los Estados se financiaban (1992: 21-23). Es decir, no se trata solamente de un aumento de las relaciones entre las partes a través de la inversión, el comercio y el crédito sino de la constitución de un nuevo sistema económico, con dinámica propia y cada vez más independiente de los controles estatales.

La unificación del mercado financiero había sido viable porque existía un producto financiero que tenía una movilidad sin comparación con otras mercancías. Por un lado, los costos de transacción que acompañaban los movimientos de capitales eran cada vez más reducidos a medida que progresaban las técnicas de transmisión de la información como la utilización de satélites, la electrónica y la informática.[17] Por otro lado, en tanto sistema mundial, las Bolsas, los mercados de cambios y los mercados a término funcionaban prácticamente de modo continuado y sin interrupciones. Por estos dos aspectos, el sistema financiero mundial tendía a la unidad de tiempo y espacio donde la información era transmitida casi instantáneamente a todos y alimentaba permanentemente las anticipaciones de los agentes económicos. Al mismo tiempo, si bien el mercado era cada vez más sofisticado, detrás de novedosos instrumentos financieros, la base común era el capital, cada vez más ubicuo y en volúmenes negociados cada vez mayores. Así, la circulación del ahorro mundial era cada vez más simple (Bourguinat, 1992: 24-25).

Sin embargo, esta unificación del sistema financiero mundial no debía ser interpretada como la formación de un espacio-red uniforme o "aldea global", ya que perduraban las relaciones asimétricas de poder. Expresión de las múltiples diferencias entre las economías nacionales, las monedas no tenían las mismas prerrogativas: a inicios de los noventa, el sistema estaba

[17] El objetivo de la política de desregulación era reducir los costos de transacción que según la teoría ortodoxa debían tender a cero. Ver Coase (1998).

estructurado alrededor del dólar estadounidense ya que era la única moneda utilizable en todos lados (Bourguinat, 1992: 29).

Sistema financiero mundial, relaciones de poder y procesos políticos

Como resultado del proceso de formación del sistema financiero mundial se expandió la literatura orientada a estudiar sus consecuencias en las relaciones de poder y los procesos políticos. Pueden establecerse dos mayores clivajes sobre la literatura de la globalización.

El primero se refiere a que mientras algunos trabajos estudian a la globalización como un proceso exclusivamente económico, otros la analizan desde una perspectiva sociológica. En el primero caso, la literatura se ha orientado a analizar a la globalización como un proceso que afecta la producción, distribución, administración y finanzas (Cox, 1987; Jessop, 2002; y la literatura que se podría denominar "liberal-económica", como Eichengreen, 1996). Esto ha sido particularmente desarrollado, desde una perspectiva crítica, por los trabajos de académicos franceses sobre la "*mondalisation*", entre los que se destaca la compilación de Chesnais (1996). En el segundo caso, se ha analizado a la globalización como un proceso sociológico, donde se estudia a los mercados como construcciones sociales. En particular, Abolafia (1997), Granovetter (1985, 2001) y Sassen (2007) realizan un ejercicio de de-construcción para estudiar la miríada de actores, estrategias y lógicas que interactúan bajo el concepto amplio del mercado.

El segundo clivaje se refiere a la relación entre la formación del sistema económico mundial y los procesos políticos nacionales. Una tendencia dominante considera que la globalización implicó una reducción de la soberanía del Estado-nación, lo que se ha expresado en la menor discrecionalidad de los gobiernos en la definición de políticas públicas (Maxfield, 1998; Strange, 1998; Germain, 2003; Soederberg, 2001). Por ejemplo, Strange (1998) afirma que

> los gobiernos y los Estados tienen menos control sobre sus economías y sociedades que hace diez, veinte o treinta años. (…) La organización del crédito en la economía mundial ha sido revolucionada por las nuevas formas de comercialización de crédito, nuevos instrumentos de crédito y nuevas formas de negocios financieros, como los derivados. Los gobiernos no han tenido ningún control sobre estas innovaciones (1998: 180).

Probablemente la visión más extrema haya sido elaborada por Hardt y Negri (2002), quienes sostienen que "el Estado ha sido derrotado y las grandes empresas gobiernan hoy la Tierra" (2002: 283). El espacio político nacional se reduciría así ante la necesidad de seguir políticas

ortodoxas ante un capital con alta capacidad de movilidad. En cambio, otros trabajos han rechazado esta tendencia a observar una independencia absoluta del sistema económico mundial de los procesos políticos nacionales. Borón (2002) afirma que "estas corporaciones tienen un alcance global, pero su propiedad, por más dispersa que se halle, tiene una clara base nacional, y sus ganancias fluyen de todo el mundo hacia el país donde se encuentra su casa matriz" (2002: 168). Incluso, para Sorensen (2004),

> los Estados y otros actores no son objetos meramente pasivos expuestos al oleaje de la globalización; los Estados son actores activos y sus políticas son probablemente el factor más determinante del alcance y la dirección de la globalización, aunque algunos Estados tengan más capacidad de actuar que otros (2004: 23-24).

Entre ambas posiciones, en los análisis de la relación entre el sistema financiero mundial y los procesos políticos ha emergido una literatura desde la perspectiva de la denominada "nueva economía política", que realiza estudios cuantitativos entre variables políticas y financieras. Block y Vaaler (2004) analizan el impacto del ciclo electoral en las notas de las agencias de calificación de riesgo y las tasas de interés de los títulos en los países semi-periféricos. Cho (2007) estudia la relación en la confianza de los inversores en títulos y la tendencia partidaria de los gobiernos (izquierda o derecha). Vaaler et al. (2006) observan en su estudio empírico que las agencias de calificación de riesgo tienden a reducir las notas en un país donde un partido de izquierda está por reemplazar a un gobierno de derecha. De manera similar, Mosley (2003) afirma que, a diferencia de los países centrales, en los países semi-periféricos los gobiernos de izquierda tienen un riesgo país superior que los de derecha. También se ha observado que la presencia de un gobierno dividido (el Ejecutivo no tiene mayoría en el Legislativo) afecta el comportamiento de los inversores (Leblang y Satyanath, 2006). Finalmente, desde el Centro de Desarrollo de la OCDE se han producido diversos documentos en la relación entre recomendaciones de bancos de inversión y el ciclo electoral, como Nieto Parra y Santiso (2007).

El análisis del impacto de los actores privados del sistema financiero mundial en el proceso político argentino en el período 1989-2001 no ha sido objeto de estudio central. Algunos trabajos se han orientado a estudiar el rol de los bancos comerciales internacionales en su condición de acreedores de la deuda pública argentina en el período pre-Brady, su consiguiente influencia en el proceso de reformas estructurales y su participación en los consorcios controlantes de las nuevas firmas privatizadas (Azpiazu y Shorr, 2001; Azpiazu

2002). Otros han analizado el rol de la deuda pública como mecanismo a través del cual el Estado financió el proceso de fuga de capitales del sector privado no financiero en el marco de la estrategia denominada "valorización financiera" (Basualdo et al., 2005; Basualdo, 2006). Sin embargo, con la excepción de Schvarzer (1998, 2002) y Sevares (2002a; 2002b), la emergencia de los actores privados del sistema financiero mundial (inversores institucionales y minoristas, bancos de inversión, agencias de calificación de riesgo) no ha sido objeto central de estudio. Si estos actores han ocupado una posición secundaria en los estudios, el análisis de su impacto en el proceso político argentino ha gozado aún menos interés. Por ello el objetivo de la tesis es incorporar al estudio del proceso político el rol de los actores privados del sistema financiero mundial, es decir, inversores, bancos de inversión y calificadoras de riesgo. Esto da cuenta de una nueva perspectiva sobre la articulación entre recursos económicos y poder político en la Argentina de 1989 al 2001.

Las características del estudio

Elster (2007) sostiene que "la principal tarea de las ciencias sociales es explicar los fenómenos sociales" y que "toda explicación es causal" (2007: 8, 7). Para realizar esta tarea en ciencias sociales, Elster propone reemplazar la idea de ley general, más propia de las ciencias naturales que las humanidades, por la de mecanismo. Ello por dos motivos. Primero, porque sostiene que en ciencias sociales nunca se puede estar seguro de controlar todos los "terceros factores" relevantes al intentar establecer una relación de causalidad. Segundo, porque las explicaciones en términos de leyes generales son opacas. Si tienen mayor poder predictivo, en cambio no permiten conocer cómo una variable provoca otra. La búsqueda de la causalidad implica encontrar los mecanismos que operan entre una serie de eventos o situaciones. Es decir, cómo se relacionan entre sí. Para Elster, esto significa en general "abrir la caja negra" de los procesos sociales y políticos (2007: 32). No sólo el "por qué" sino también el "cómo".

En este trabajo se responde a la pregunta-problema de cómo el tipo particular de integración de la Argentina en el sistema financiero mundial impactó en las relaciones de poder de la coalición político-social gobernante. Dado que lo que se pretende conocer es el "cómo", la tesis se focaliza en los mecanismos por los cuales la integración impacta en la coalición. Como sostiene Gerring (2007), en la tarea de investigar los mecanismos causales,

los estudios transversales (*cross-case study*) no son particularmente iluminadores. En efecto, pueden demostrar correlaciones sin clarificar las razones de esas correlaciones. En cambio, los estudios de caso, continúa Gerring, permiten ingresar en la "caja de la causalidad" para localizar los mecanismos que operan en los procesos sociales (2007: 21). En este trabajo, el objetivo es observar los mecanismos causales a través de los cuales la integración semi-periférica impacta en la coalición. Por lo tanto, esta tesis se enmarca como un estudio de caso. Está delimitado espacial y temporalmente. Aquí se trata de la Argentina de 1989 al 2001. Más precisamente, el objeto de estudio es el sistema de alianzas entre el gobierno y actores sociales que conformaron una coalición político-social que gobernó el país en dicho período. Se observa entonces los mecanismos a través de los cuales el vínculo semi-periférico de la Argentina con el sistema financiero mundial impacta en las relaciones de poder dentro de dicha coalición en sus etapas históricas de formación, consolidación y disolución. De esta forma, este estudio de caso se focaliza en las variaciones dentro del propio caso en una perspectiva diacrónica.

Para observar dicho impacto, en primer lugar se utilizó la bibliografía existente sobre el concepto de poder. De este modo, se definió lo que constituye una relación de poder y se construye el marco teórico para observar la articulación entre recursos económicos y poder político. Se utiliza el debate que se originó en la década del cincuenta en la sociología y ciencia política en Estados Unidos para construir los métodos de observación de las relaciones de poder. La utilización de múltiples corrientes teóricas busca construir un modo de abordaje amplio para evitar las posibles deficiencias del análisis si se considerara una sola perspectiva. En segundo lugar, a partir de entrevistas semi-estructuradas con protagonistas, el análisis de los datos de emisiones de títulos públicos provistos por la Oficina Nacional de Crédito Público y de títulos privados a partir de las publicaciones de *Prensa Económica*, la bibliografía especializada sobre títulos y la revisión de un amplio cuerpo de artículos de prensa, se estudia la política de endeudamiento luego del Plan Brady. A pesar de que no ha sido objeto de estudio desde la ciencia política, a partir de 1993 y, sobre todo, con el agotamiento de los ingresos extraordinarios provenientes de las privatizaciones, la política de emisión de títulos públicos fue central para financiar al régimen de convertibilidad, como se desprende del análisis de la estimación del balance de pagos de Argentina de 1993 a 2001.

La investigación se compone cinco capítulos. El objetivo del primero es construir el marco teórico para observar las relaciones de poder en la coalición político-social gobernante. Para ello, en primer lugar, a partir de la bibliografía sobre poder, se define el concepto. Se distingue entre recursos de poder (por ejemplo: económicos, militares e ideológicos) y poder y se introduce la necesidad de considerar las estrategias de actores y el peso de la estructura económica en los análisis de las relaciones de poder. En segundo lugar, se desarrollan los modos de articulación de un tipo de recurso, el económico, y su articulación con el poder político, es decir, la influencia en el Estado. En tercer lugar, se presentan los métodos para observar la influencia de un agente económico sobre el Estado. A partir de las diferentes corrientes teóricas sobre poder, se presentan tres métodos. Primero, el estudio de quienes ocupan las posiciones clave en el Estado. Se analizan los funcionarios del ministerio de Economía y del Banco Central para observar sus redes de contacto y el uso del conocimiento experto. Un segundo método consiste en el análisis de la toma de decisiones en las políticas públicas. Se estudia principalmente la política de emisión de títulos públicos. Tercero, se observa la construcción de la agenda política y el rol de la ideología.

El objetivo del segundo capítulo es observar cómo la estrategia de apelar a los sectores con capacidad de movilizar recursos económicos hacia el país, decidida por el gobierno en 1989 ante la insolvencia del Estado, influye en la fase inestable de formación de la coalición político-social gobernante entre 1989 y 1991. Esta estrategia favoreció la emergencia de los actores, la política y la agenda que cumplían condiciones necesarias para el acuerdo del Plan Brady. En este sentido, se analiza el giro de la estrategia internacional sobre la crisis de la deuda en América Latina del gobierno de Estados Unidos durante los ochenta que lleva al Plan Brady. Ante el descalabro de sus economías, la dependencia de los Estados semi-periféricos del capital hacía inviable cualquier estrategia autónoma. La posibilidad insinuada en 1984 de una estrategia autónoma de los deudores, que se expresó en el Consenso de Cartagena, quedaba definitivamente enterrada. El mismo Plan Brady definió la agenda de política económica de los países deudores. El cumplimiento de esta agenda exigía antes que la implementación de la agenda pudiera ser viable políticamente. Para ello fueron necesario, el ascenso de las ideas económicas liberales, el giro producido en el Partido Justicialista (PJ) para hacerlo receptivo a esas ideas, la victoria de Menem y, finalmente, su estrategia de acercamiento a los sectores financieros internacionales, a los grandes grupos económicos

locales y a *think tanks* del liberalismo económico. Se analizan las características y vínculos entre el PJ, los grupos económicos locales, articulados en el Consejo Empresario Argentino (CEA), y los *think tanks* (FIEL, Fundación Mediterránea –FM- y CEMA). Posteriormente, además de la viabilidad política, era necesario implementar efectivamente la agenda de política económica que se resumía a las reformas estructurales y a la estabilización de la economía. El diseño del primero provino del acuerdo de 1989 con el FMI. En el segundo caso fue clave el rol jugado por la tecnocracia local. Se observa cómo, a pesar de la celeridad y amplitud de las reformas estructurales, fue el Plan de Convertibilidad lo que construyó credibilidad entre los bancos acreedores y grupos económicos locales al reducir la discrecionalidad del gobierno y, con ello, las posibilidades de cambios en las reformas pasadas y en la política futura.

El objetivo del tercer capítulo es observar las características de los actores privados del sistema financiero mundial que emergen tras el acuerdo del Plan Brady. Para ello se realiza una comparación entre los actores en la fase pre-Brady y la post-Brady. El acceso al crédito privado externo con el Plan Brady permitió al Estado financiarse a través de endeudamiento con la política de emisión de títulos públicos. El cambio de los préstamos bancarios a los títulos tuvo múltiples consecuencias políticas. Para observarlas, en primer lugar, en la fase pre-Brady, se analiza el proceso de negociaciones del Plan Brady entre el gobierno y el Comité de Bancos. Los ejecutivos de pocos bancos articulaban y representaba la posición del resto de los bancos acreedores. En segundo lugar, en la fase post-Brady, se estudian los actores privados que participan de la política de emisión de títulos públicos. Por un lado, el Plan Brady implicó, al ser los títulos susceptibles de ser comerciados, la creación del mercado de títulos de países semi-periféricos. Por otro lado, se sustituía el tipo de acreedor, con el reemplazo de los bancos comerciales por actores que reúnen ahorro para invertirlo en títulos o acciones que podían ser organizaciones (inversores institucionales) o individuos que, a su vez, podían ser grandes fortunas personales o pequeños ahorristas asesorados por sus bancos (inversores minoristas). Se observa las características y diferencias entre los tipos de inversores. Caracterizados por el cortoplacismo, siguen permanentemente el precio del título para sus decisiones de compra-venta. Debido a su gran multiplicidad y dispersión, los inversores no podían coordinar sus decisiones centralizadamente como los bancos comerciales habían hecho en un comité. Por ello, la coordinación era descentralizada a

través de sus decisiones particulares de inversión que conjuntamente se expresan en el precio del título. Al ser Argentina un país semi-periférico, la percepción de los inversores sobre el riesgo de cesación de pagos adquiere un rol central en el precio del título, que se expresa en la prima de riesgo soberano o "riesgo-país". Este indicador influye en la tasa de interés del título al ser emitido y, por lo tanto, el costo y la capacidad de endeudamiento del Estado. Si en la fase pre-Brady la evaluación del riesgo era realizada por los bancos comerciales, en la fase post-Brady es realizada por las agencias calificadoras de riesgo y los bancos de inversión, dos sectores concentrados que reúnen a pocos actores. Particularmente, los bancos de inversión ocupan una posición clave en el proceso de emisión de títulos públicos, al tener el doble rol de asesores de deudores y acreedores.

El objetivo del cuarto capítulo es observar cómo la integración semi-periférica al sistema financiero mundial consolida las relaciones de poder de la coalición político-social gobernante. En primer lugar, se observa la relación entre el régimen de convertibilidad y el balance de pagos, con el rol central adquirido por la política de emisión de títulos públicos del gobierno nacional con el final de los ingresos por privatizaciones en 1994. Esto otorgó un rol central a la percepción del riesgo por parte de los sectores financieros. Este proceso se refuerza tras la crisis del Tequila, que lleva a los tecnócratas del CEMA al control de las posiciones clave en el ministerio de Economía y el Banco Central. En segundo lugar, se observan dos procesos que profundizan la dependencia del Estado de los sectores financieros. Por un lado, la reforma previsional, que implica la emergencia de nuevos inversores locales demandantes de títulos públicos (los fondos privados de pensión), el desarrollo del mercado doméstico de capitales y un déficit en las cuentas públicas que incrementa las necesidades de endeudamiento. Por otro lado, los grandes grupos empresarios locales -gran parte de los cuales miembros del Consejo Empresario Argentino- logran tras el Plan Brady una nueva modalidad de financiamiento, la emisión de títulos privados. De este modo, los grupos económicos locales también se benefician de la integración al sistema financiero mundial.

Finalmente, el objetivo del quinto capítulo es observar cómo la progresiva exclusión del sistema financiero internacional impacta en el proceso de disolución de la coalición político-social gobernante. En primer lugar se analiza la política de emisión de títulos públicos tras la crisis mexicana de 1994, donde el peso creciente de los vencimientos lleva a una estrategia

de aumento de los plazos. Los *shocks* externos de finales de la década y el retiro de los grandes inversores institucionales implicaron un giro a una estrategia defensiva y, consiguientemente, el aumento de la participación de los inversores minoristas internacionales y los locales y de la colocación de títulos en el mercado doméstico de capitales. En segundo lugar, se analiza las diversas estrategias de salida de los grandes grupos económicos locales. Esto colocó al Estado como el único financista del régimen de convertibilidad, llevando a la profundización de la dependencia de la estabilidad económica de la percepción de los actores privados del sistema financiero mundial, con su consiguiente impacto en la agenda política. Se analiza la desintegración de la coalición formada con el distanciamiento entre el liderazgo peronista y quienes impulsaban la agenda del liberalismo económico local. En tercer lugar, se observa la etapa final de exclusión del sistema financiero mundial: las características del gobierno electo en 1999, el nuevo equipo económico, sus vínculos con sectores sociales y los márgenes existentes de política económica. Se analiza la progresiva exclusión del sistema financiero mundial y el aumento de la participación de los organismos multilaterales y los inversores locales en el crédito privado externo a través del denominado Blindaje. Tras su posterior fracaso, se observa la etapa de disolución: la sustitución de la alianza electoral de 1999 por una nueva alianza de gobierno con tecnócratas liberales y la fase final de la política de deuda.

Capítulo 1

La articulación de poder político y recursos económicos

El objetivo de este capítulo es establecer el marco teórico para analizar el impacto de la integración semi-periférica al sistema financiero mundial en las relaciones de poder de la coalición político-social gobernante en Argentina de 1989 al 2001. A partir de la bibliografía existente, en primer lugar, se discutirá la definición del concepto de poder y la articulación entre poder político y recursos económicos. En segundo lugar, se establecerán los métodos para observar las relaciones de poder. Este es un ejercicio arriesgado considerando los más de dos milenarios de reflexión sobre el poder desde Aristóteles. Habiendo sido uno de los temas que lo había fascinado durante toda su vida, John K. Galbraith (1983) afirmaba que "hay libros que directamente no se pueden leer y otros, numerosos estoy seguro, que me escaparon. Sepamos ser modestos en nuestras ambiciones cuando se trata de la literatura sobre el poder" (1983: 24). De modo similar, para Poulantzas (1986) "es, por supuesto, imposible llevar a cabo una crítica detallada de los múltiples conceptos de poder que se encuentran en la ciencia política" (1986: 145).

El concepto de poder presenta una doble faceta. Por un lado, su evidente centralidad, núcleo básico de cualquier elemento ligado a lo político. La política se refiere a la lucha por el poder. Dahl (1957) afirma que la ciencia política es el estudio empírico de los sistemas

políticos, que define como "cualquier patrón persistente de relaciones humanas que implica, en medida significativa, poder, gobierno o autoridad". Por ello, el poder es "la noción primitiva que subyace a todos estos conceptos" (1957: 202).[18] Cualquier análisis político que ignore este concepto deja de lado entonces la esencia de lo político y, por lo tanto, deviene desacertado o irrelevante. En palabras de Morgenthau (1965),

> sin este concepto, una teoría de la política (...) sería del todo imposible, ya que sin ella no podríamos distinguir entre los hechos políticos y no políticos, ni podríamos llevar al menos una medida de orden sistemático de la esfera política (1965: 4-5).

Por otro lado, este es un concepto difuso, de difícil definición y, por lo tanto, presenta serios obstáculos para su observación y medición.[19] Lukes (2005) se interroga sobre "cómo estudiar el poder en la teoría y cómo estudiarlo empíricamente. (…) Está claro que la respuesta a la segunda pregunta requiere una respuesta a la primera" (2005: 1). Sin embargo, advierte que "nuestra forma de pensar el poder es controvertida y puede tener consecuencias significativas" (2005: 62). Por lo tanto, si se quiere comprender las relaciones de poder en la coalición político-social gobernante en Argentina, el primer paso necesario es construir el marco teórico sobre el poder que permite una aproximación empírica. Como se entienda este concepto afecta necesariamente el posterior análisis. Lukes sostiene que el poder "es uno de esos conceptos que son intrínsecamente dependientes de su valoración". Es decir,

> [q]ue su definición y el uso que se hace del mismo, una vez definido, están íntimamente ligados a un determinado conjunto de valores asumidos (probablemente no reconocidos) que predeterminan el alcance de su aplicación empírica (...). Es más, el concepto de poder es, en consecuencia, lo que ha sido llamado un "concepto esencialmente controvertido" - uno de esos conceptos que "inevitablemente llevan a disputas interminables sobre su uso adecuado" (Gallie, 1955-1956: 169). De hecho, participar en esas controversias es en sí participar en política (2005: 30).

Por ello, el concepto de poder presenta el dilema de la doble imposibilidad de sortearlo y, al mismo tiempo, de asirlo con precisión. Teniendo en cuenta la advertencia de Galbraith, es necesario como punto de partida ordenar la literatura sobre el poder. Durante el siglo XX se ha hecho un esfuerzo en la definición y, en algunos casos, en la aproximación en los métodos

[18] En el mismo sentido, para Lasswell y Kaplan, el estudio del poder es el más fundamental en ciencia política ya que el proceso político es la elaboración, distribución y ejercicio del poder (1950: 75).

[19] Varios autores han intentado tener una aproximación cuantitativa del poder. Al respecto, los trabajos pioneros de Shapley y Shubik (1962), March (1955), Dahl (1957), Cartwright (1959) y Karlsson (1962). Para un análisis crítico, ver Riker (1964). Desde distintas agencias, analistas han intentado construir fórmulas para cuantificar el poder. En otros, se pueden mencionar los casos de la CIA con Cline (1977) o la Corporación RAND con Tellis et al. (2000).

de medición, particularmente en la sociología y la ciencia política estadounidenses. De las controversias entre las diversas aproximaciones y metodologías utilizadas ha resultado un fructífero debate sobre las diversas "dimensiones" del poder (*faces of power*) que servirá de guía útil.

1. El concepto de poder

a. Recursos, actores y estructura

La noción básica sobre el poder supone que *A* afecta *B* de alguna manera. Pero individuos y grupos, al vivir en sociedad, se afectan mutua y permanentemente. Por lo tanto, el concepto de poder se refiere a interacciones específicas. De otro modo, todo sería poder. En general se coincide en que esa "especificidad" se refiere a que *A* afecta a *B* de una manera favorable a los intereses de *A*.[20] Para Dahl (1957) el poder significa que *A* tiene poder sobre *B* en la medida que logra que *B* hiciera algo que no haría de otra manera. Para Russell (1938), el poder era la producción de los efectos planeados (1938: 25). Desde el marxismo, Poulantzas (1986) define al poder como "la capacidad de un clase social de realizar sus intereses objetivos específicos" (1986: 144).

A partir de esta noción básica, la literatura ha brindado múltiples conceptualizaciones sobre el poder, cuyo sendero se bifurca entre analizarlo como una posesión (capacidad, habilidad, es decir, "poder de") o como una relación asimétrica ("poder sobre"). Maruyama (1963) los distinguía como el concepto sustancial del poder (el poder es una cosa, una sustancia que personas o grupos poseen) y el relacional (en términos de interacción entre individuos o grupos) (1963: 269-272). Si se concibe al poder como relacional, lo que el individuo posee no es el poder en sí sino recursos que utiliza para ejercer poder. Dahl (2006) ha denominado esto los "recursos políticos". Se refiere a cualquier medio que una persona puede utilizar

[20] Si la noción primaria de poder implica que *A* ejerce poder sobre *B* cuando *A* afecta a *B* de una manera favorable a sus intereses, entonces también es necesario, brevemente, definir la noción de interés. Para no extender demasiado este punto, se toma la síntesis presentada por Lukes (2005). Para el pensamiento liberal, el interés se relaciona con una preferencia. Por ejemplo, una preferencia de política pública que se manifiesta por la participación política. En el pensamiento reformista también se asocia interés con preferencia aunque se observa también que todos no tienen el mismo peso en un sistema político. El pensamiento radical, finalmente, sostiene que aquello que los individuos prefieren puede ser producto de un sistema que trabaja contra sus intereses reales (2005: 37-38).

para influir en la conducta de otras personas (2006: 51). Por eso, es necesario en el análisis de las relaciones de poder distinguir entre poder y recursos. En palabras de Giddens (1984), "poder en sí mismo no es un recurso. Los recursos son el medio a través el cual se ejerce el poder" (1984: 16).

Esta distinción analítica entre recursos y poder no siempre está presente. Para Hobbes (1968), por ejemplo, cuantos más recursos poseía un individuo, más poder tenía (1968: 80). Lukes (2005) denomina esto la "falacia del vehículo". Es el error de "sociólogos y analistas militares, por ejemplo, de equiparar el poder con los recursos de poder, tales como riqueza o estatus o fuerzas militares y armas" (2005: 70). De modo similar, para Nye (2011) un error que debe evitarse en el análisis de las relaciones internacionales es "confundir poder con los recursos que un Estado posee" (2011: xiii). Si poder y recursos fueran lo mismo, el resultado de un conflicto sería predecible ya que sólo sería necesario contabilizar los recursos de cada parte y luego compararlos, es decir, la simple distribución de las condiciones iniciales del conflicto. Por ello, la acumulación de recursos de poder, por importante que sea, no es suficiente en la relación de poder. En este sentido, el concepto sustancial de poder cae en la falacia del vehículo. Por ello, en esta investigación se opta por la perspectiva relacional sobre el poder.

Diferentes autores han planteados su clasificación de los recursos de poder. Dahl (2006) incluye dinero, información, tiempo, alimentos, amenaza de fuerza, empleo, amistades, estatus social, derechos efectivos y voto, entre otros (2006: 51). Para Mann (1986), los recursos son lo económico, lo ideológico, lo militar y lo político. De modo similar, para O'Donnell (1984), los "recursos de dominación" son la coerción física, los económicos, la información (incluyendo conocimientos científico-tecnológicos) y la ideología. Algunos autores han planteado una ponderación de los recursos. Para Dahl (2006), el económico es el de mayores consecuencias ya que que "las desigualdades en el ingreso y la riqueza son susceptibles de producir otras desigualdades" (2006: 85). De modo similar, O'Donnell (1984) plantea que existe una correlación entre la distribución de los recursos: quienes posean la coerción física y los económicos probablemente controlen la información y la ideología.

Dos elementos deben considerarse en la mediación entre recursos y poder para evitar la "falacia del vehículo". Primero, las decisiones de los actores sobre cómo utilizan estos

recursos. Es decir, la elaboración de estrategias con sus correspondientes tácticas. En Nye (2011), la estrategia convierte los recursos de poder en resultados deseados (2011: xvii).[21] Como menciona Dahl (1961),

> uno de los más elementales principios de la vida política es que un recurso político es sólo una fuente *potencial* de influencia. Personas con la misma cantidad de recursos pueden ejercer distintos grados de influencia porque utilizan los recursos de diferentes modos (1961: 271).

Es decir, en la relación de poder, las estrategias de los actores son relevantes, no sólo la posesión de recursos.

En segundo lugar, los recursos y las decisiones de actores existen en una sociedad determinada. Por ello, debe considerarse, además de la interacción entre actores, el conjunto de estructuras vigentes en una sociedad. Por ejemplo, para Poulantzas (1986), el concepto de poder es una relación social particular caracterizada por el conflicto de clase y no puede ser aplicado a relaciones inter-individuales independientemente de su lugar en el proceso de producción (1986: 146). Se observa de este modo que en el análisis de las relaciones de poder, la ponderación entre las decisiones de los actores y la determinación estructural es una fuente de debate.[22] Bourdieu (1994), quien sostenía que los científicos sociales tendían a privilegiar una perspectiva sobre otra, planteaba la necesidad de un equilibrio. Para analizar los modos de reproducción del orden social, y, por lo tanto, el conjunto de relaciones sociales incluyendo las de poder que lo constituyen, sostenía que

> se debe rechazar tanto la visión "estructuralista", según la cual las estructuras, llevando en sí mismo el principio de su propia preservación, se reproducen con la colaboración exigida de agentes sometidos a sus restricciones, como la visión interaccionista o etnometodológica (o, más ampliamente, marginalista) según la cual el mundo social es el producto de actos de construcción que operan, a cada momento, los agentes, en una suerte de "creación continua" (1994: 3).

La relación entre la interacción de actores y la estructura es dialéctica. Por un lado, para Giddens (1984), la estructura no sólo restringe la acción de los agentes sino, además, provee

[21] La estrategia ha sido definida como "la función racionalmente organizadora y directora de la totalidad de las fuerzas (…) de entidades sociales (desde individuos a constelaciones de naciones o imperios)" (Charny, 1995: 22).

[22] Este punto fue sujeto de controversias entre Poulantzas y Miliband. Dicho debate partía de los procesos principales que explican la evolución social en Marx: el desarrollo de las fuerzas productivas y la lucha de clases. En el primer caso, lo determinante es la estructura. En el segundo, la interacción entre actores. Al respecto, ver Poulantzas (1969), Miliband (1970, 1973) y Laclau (1975).

de recursos que utilizan en su interacción con el otro. Es decir, brinda restricciones pero también oportunidades que influyen en la dinámica entre los actores. En su autonomía relativa, los actores deciden e interactúan. El resultado de este proceso, a su vez, impacta en la estructura. En Argentina, como se verá más adelante, las relaciones estructurales que emergen con la transición democrática en el vínculo entre la economía local y el mercado financiero internacional, cristalizado en torno a la problemática de la deuda externa, determinaron fuerte restricciones a las estrategias de los actores. Paralelamente, éstos últimos, a comienzos de los noventa, modificaron mediante su acción a las primeras, en un juego dialéctico que recorre todo el período estudiado.

b. Poder político y recursos económicos

Según Birnbaum (1975), el poder político es una dimensión de la organización de los sistemas sociales que con el tiempo y la mayor complejidad de las sociedades modernas se ha diferenciado dando nacimiento al aparato burocrático estatal (1975: 1-2). Desde esta perspectiva, el poder político es sinónimo de influencia sobre el Estado. Como se verá, esta noción ha sido compartida por las distintas corrientes de la literatura sobre el concepto de poder.

La ciencia política anglosajona en general ha descartado la cuestión estatal privilegiando en cambio estudios sobre comportamiento de votantes, partidos políticos y los procesos de políticas públicas.[23] Esta ausencia fue compensada a lo largo de los ochenta, en particular por la ya clásica publicación Evans et al. (1989).[24] En los análisis sobre el Estado se distingue, por un lado, los aspectos estrictamente políticos, que se refieren al poder desde el Estado sobre una población en determinado territorio[25] y, por el otro, los institucionales, es decir, las características del aparato burocrático-administrativo. Por ejemplo, Althusser (1971) afirmaba que uno de los puntos clave de la teoría marxista sobre el Estado era la distinción

[23] A finales de los setenta, Poggi (1978) afirmaba, sobre la ciencia política, que "en los últimos treinta años, me parece que ha ido a extremos increíbles con el fin de olvidar el Estado; y entre los politólogos en lo que esto no es cierto, la mayoría está probablemente vinculada a la(s) perspectiva(s) marxista(s)" (1978: xiii).

[24] A comienzos de la década del ochenta, Easton (1981) observaba con preocupación que el concepto clave de "sistema político" (instituciones y conductas) "es cuestionado hoy por la resurrección de un viejo concepto, el de Estado (…). El Estado, un concepto que muchos de nosotros pensábamos que había sido despachado hace un cuarto de siglo, ha retornado de su tumba para perseguirnos de nuevo" (1981: 303).

[25] Mann (2004) distingue dos significados de "poder estatal". Por un lado, "poder despótico" sobre la sociedad y, por otro, la capacidad de implementar de forma efectiva sus decisiones a través de la sociedad ("poder infraestructural") (2004: 180).

entre “poder estatal” y “aparato estatal” (1971: 141). Para Oszlak (1985), la construcción estatal supone a la vez la conformación de la instancia política que articula la dominación en la sociedad y la materialización de esa instancia en un conjunto interdependiente de instituciones que permiten su ejercicio (1985: 14). En ese sentido, el Estado supone una instancia donde se articulan los actores políticos y sociales y, al mismo tiempo, una estructura institucional con ciertas características.[26] Ambos aspectos influyen. En el caso estudiado, la coalición político-social que ocupa la cima del Estado a partir de 1989 lo hace sobre un aparato estatal con determinadas características institucionales –producto de relaciones de poder previas- que influyen en las relaciones de poder que se conforman en el período.

Al afectar a todos los miembros de una comunidad, es lógico que los individuos o grupos busquen influir en el proceso político para que las decisiones que se toman en el Estado sean favorables a sus intereses. Como se ha mencionado, existen diferentes recursos para construir y ejercer poder político. En el caso particular de los actores que poseen recursos económicos, ¿cómo influye en el proceso político? A fines analíticos se distingue aquí tres canales de influencia de los recursos económicos sobre el Estado: en los mecanismos de acceso al poder político, en los mecanismos de ejercicio del poder político y sobre el sistema político en su conjunto.

Una primera vía de influencia político de los agentes económicos reside en los mecanismos de acceso al poder político. En este caso, “típicos mecanismos son golpes, amenaza de golpe, manipulación de elecciones o elecciones limpias” (Mazzuca, 2007: 45). En el último caso, el mecanismo de influencia tradicionalmente señalado ha sido el financiamiento de las campañas electorales y el control de los medios privados de comunicación. Ambos elementos son clave en las posibilidades de un candidato de transmitir su imagen y mensaje al electorado.[27] Una segunda vía reside en los mecanismos de ejercicio del poder político. Un agente económico puede influir directamente sobre los asuntos de gobierno. En este caso,

[26] O’Donnell (2004) define al Estado como “un conjunto de instituciones y de relaciones sociales (la mayor parte de estas sancionadas por el sistema legal de ese estado) que normalmente penetra y controla el territorio y los habitantes que ese conjunto pretende delimitar geográficamente” (2004: 12).

[27] Casas y Zovatto afirman que “aunque sería necio sostener que la posesión de recursos económicos por parte de candidatos y partidos es capaz de determinar por sí misma los resultados electorales, es obvio que sí es capaz de crear significativas barreras al proceso electoral por ciertos grupos. El costo creciente de las elecciones no es, por sí mismo, un signo de patología democrática. La mala distribución de recursos económicos entre competidores electorales, en cambio, casi siempre lo es” (citado en PNUD, OEA, 2010: 119).

se trata de afectar las distintas etapas del proceso de políticas públicas a través del *lobby*, en el Poder Ejecutivo para la formulación (o veto) y la ejecución, en el parlamento para su aprobación o modificación. El *lobby* puede ser legal o no (corrupción). El caso más extremo de influencia de un actor social sobre los mecanismos de ejercicio del poder político es el nombramiento directo de funcionarios. Por ejemplo, en el análisis de Basualdo (2001), los grupos económicos dominantes en la Argentina de los noventa influyen en el proceso político a través de estas dos vías señaladas. Sobre la primera, cita a Verbitsky (1991) con las cifras del financiamiento de la campaña electoral presidencial del Partido Justicialista en 1989. Sobre la segunda, afirma que "el hecho decisivo" es

> el surgimiento de negocios comunes entre los sectores dominantes y el sistema político a costa de los intereses públicos. Se trata de la irrupción de los denominados "retornos", es decir, de la corrupción como factor orgánico en el sistema de poder, mediante el cual se articulan el capital oligopólico y el sistema político en detrimento del conjunto social (Basualdo, 2001: 25).

Una tercera vía de influencia de los actores con recursos económicos es sobre el sistema político en su conjunto. En este caso se parte de un proceso que ha sido extensamente estudiado: con la transición al capitalismo existe una división entre los dueños de los medios de producción y los de los medios de administración y violencia (Weber, 1978). Como señala Offe (1975), el Estado en el capitalismo tiene características específicas que lo distinguen de otras formas estatales en otros modos de producción. En primer lugar, está excluido de la organización directa de la producción capitalista y en la asignación del capital privado. Por lo tanto, el Estado afecta la acumulación de modo indirecto, con la redistribución posterior vía recaudación y gasto. En segundo lugar, debido a la primera característica, el Estado depende para su supervivencia de ingresos que se originan fuera de su control inmediato.[28] Tercero, dado que el capitalismo no puede autorregularse debido a las fallas de mercado, el Estado debe crear y sostener las condiciones necesarias para la acumulación. Por estos motivos, el

[28] El desarrollo de los tributos coincide con la separación entre autoridad política y control de los medios de producción. Para una revisión de la historia de los tributos, ver Brewer (1989). Según Braun (1975), la visión moderna del tributo no corresponde a la previa al siglo XVIII donde era un financiamiento de "emergencia" de las guerras, ya que los recursos provenían regularmente de las propiedades reales (1975: 244). Si bien el proceso extractivo estatal es antiguo, Von Stein (1958) señala que el impuesto es uno de los conceptos e instituciones más novedosos conocidos en la historia (1958: 30). Para Goldsheid (1958), la pérdida de las propiedades públicas y la creciente dependencia de los tributos coincide con el ascenso de los sectores populares al poder político, por lo que "cuando el hombre pobre conquistó el poder sobre un Estado pobre, fue el encuentro de los desposeídos" (1958: 205)

grado de autonomía estatal con respecto a los agentes económicos tiene límites estrictos: no puede destruir la base económica que genera sus recursos financieros.

De este modo, el Estado depende estructuralmente de la decisión de inversión privada, que afecta la generación de riqueza y, por lo tanto, los recursos que puede obtener el Estado. Para Block (1977), los capitalistas pueden vetar políticas públicas mediante sus decisiones de variar la tasa de inversión y, por lo tanto, afectando el financiamiento público. En el mismo sentido, Przeworski y Wallerstein (1988) sostienen que la propiedad privada de los recursos productivos limita el rango de resultados que pueden derivarse del proceso político. Esto se debe a que las decisiones políticas están limitadas en cualquier economía capitalista por el hecho de que las decisiones económicas fundamentales, las que afectan el empleo y la inversión, son una prerrogativa privada. Para Acuña (1995),

> [l]a característica central del capitalismo, a través de la institución de la propiedad privada o la apropiación privada del excedente productivo bajo la forma de ganancias, es que el grupo que cumple el papel de agente de acumulación -los capitalistas-, al controlar el excedente de lo producido puede decidir consumirlo, ahorrarlo, expatriarlo o invertirlo. Por un lado, el nivel de actividad económica depende de la proporción del excedente que sea invertida (niveles de producción y empleo, capacidad exportadora, precios, etc., son variables en gran medida determinadas por la tasa de inversión). Por el otro, las posibilidades distributivas entre los sectores/grupos sociales no capitalistas se ven definidas por los niveles de actividad económica (no sólo el trabajo y la remuneración de trabajadores y profesionales dependen de los niveles de producción, ventas y ganancias, sino también la propia captación de recursos por parte del Estado vía impuestos (1995: 4-5).

Es necesario distinguir dos aspectos sobre el poder de un actor con recursos económicos. En general se han considerado los aspectos cuantitativos, es decir, el tamaño del actor en la economía. Por ejemplo, Pareto (1963) definía a la elite como aquellos sectores con índices más elevados en una rama donde despliegan su actividad (1963: 1422-1423). En esta línea se inscriben varios estudios en la Argentina a partir del análisis del ranking del volumen de ventas de las empresas líderes. En algunos casos, se ha asociado directamente recursos económicos como sinónimo de poder político, cayendo de ese modo en la "falacia del vehículo". Este criterio basado exclusivamente en aspectos cuantitativos ha sido definido "fetichismo del número" por Schvarzer (1977: 319).

Es necesario agregar un segundo aspecto cualitativo al análisis sobre la relación entre recursos económicos y poder político. Para Furtado (1970) las etapas clave del proceso económico eran la creación, la apropiación y el uso del excedente. Si bien la apropiación

permite la acumulación de capital, la etapa clave, según Furtado, es la última, la utilización, que transforma el excedente en factor productivo (1970: 99-64). En esta etapa, prosigue Furtado (1984), es necesario distinguir, siguiendo la tradición marxista, el nivel de producción (redistribución de recursos que da origen a un excedente adicional y forma de apropiación de ese excedente) y el de circulación (utilización del excedente) (1984: 96). Siguiendo Furtado, Sabato y Schvarzer (1991) expresaban su desconcierto sobre "el hábito de pensar en términos de producción, algo muy natural cuando hablamos de economía". Distinguían tres fenómenos básicos en la economía:

> la producción de bienes y servicios, las formas que adquiere el proceso de crecimiento de dicha producción (a través de la aplicación de tecnología y la inversión productiva) y, finalmente, los mecanismos a través de los cuales se decide y concreta la distribución de los bienes económicos entre la población. (…) [B]uena parte del proceso económico argentino se origina en condiciones que alientan la captación de recursos en los circuitos de circulación, con preferencia sobre los circuitos de producción de riqueza. (…) El predominio histórico de los circuitos comerciales y financieros –a través del comercio exterior, del control de los mecanismos de distribución interna, como ha ocurrido una y otra vez, del manejo del dinero- ha impuesto una lógica diferente (1991: 257-258).

De este modo, el análisis no debería centrarse exclusivamente en los actores con mayor con mayor participación a nivel de la producción sino que además debería distinguirse un aspecto suplementario y cualitativo. En este trabajo se argumenta que más allá del peso en la producción que se derivaría del análisis de las empresas líderes en el volumen de ventas, ciertos actores, a través de una posición cualitativa que les permite influir decisivamente en el manejo del dinero, tienen una influencia determinante en variables clave que hacen al funcionamiento del Estado y de la economía en su conjunto.

2. El análisis de las relaciones de poder

Como se ha visto, el concepto mismo de poder es a su vez ineludible y controversial, lo que dificulta su observación. ¿Cómo entonces estudiar las relaciones de poder que emergen en el proceso político argentino y que derivan en la formación una coalición político-social gobernante?

El objetivo de esta segunda parte del capítulo es precisamente construir los métodos de observación. Como se mencionó, las distintas "dimensiones del poder" provienen

principalmente de los debates en la sociología y ciencia política en Estados Unidos a partir de los cincuenta. Se establecerán a partir de las mismas tres niveles: quienes ocupan las posiciones clave, los proceso de toma de decisiones en el Estado y, finalmente, la determinación de las preferencias de los actores, es decir, la conformación de la agenda política y la ideología.

a. Las posiciones clave

A comienzos de la década del cincuenta, la sociología estadounidense abordó el tema del poder y las elites dominantes. Precisamente esta primera dimensión ha sido denominada como corriente "elitista". Se ha considerado como trabajos principales a Mills (1956) y Hunter (1953).

Para Mills (1956), los poderosos son "aquellos que pueden realizar su voluntad, incluso si otros resisten". Según esta definición, "nadie, entonces, puede ser realmente poderoso al menos que tenga acceso al comando de las principales instituciones" (1956: 9). Los poderosos no eran simplemente los que tenían más recursos, como dinero o prestigio, sino aquellos que ocupaban los puestos clave en las organizaciones rectoras de la sociedad estadounidense. No se trata sólo de la acumulación de recursos de poder sino, además, de la posición estructural en los centros de decisión. En efecto, "tales instituciones son las bases necesarias de poder, de riqueza y de prestigio, y, al mismo tiempo, los principales medios para ejercer el poder" (1956: 9). Esto era así porque "sólo dentro y a través de éstas el poder puede ser más o menos continuo e importante" (1956: 9). Sólo las bases de poder institucionalizadas garantizan un ejercicio que se reproduce en el tiempo. Para Mills, en los cincuenta el poder en Estados Unidos residía en los grupos económicos, bajo el dominio de dos o tres grandes corporaciones, políticos, en el Poder Ejecutivo Nacional, y militares, principal gasto gubernamental (1956: 7). Los tres grupos estaban interrelacionados dibujando así un "triángulo de poder" que conformaba un directorio articulado. El grado de interrelación era tal que las posiciones clave eran crecientemente intercambiables.

A partir de esta definición, Mills estudiaba a las personas que ocupaban las posiciones clave en la sociedad estadounidense y cuyas decisiones afectaban a muchos, lo que denominaba "la elite poderosa" (*power elite*). Más precisamente,

> la elite del poder está compuesta de hombres cuyas posiciones les permiten superar los contextos ordinarios de hombres y mujeres comunes: están en posiciones de tomar decisiones con consecuencias importantes. Que tomen esas decisiones o no es menos importante que el hecho de que ocupan tales posiciones centrales (…) porque están al mando de las principales jerarquías y organizaciones de la sociedad moderna (…). Ocupan los puestos de mando estratégicos de la estructura social (1956: 4-5).

Partiendo de una visión similar, una gran cantidad de académicos trataron por diferentes vías de demostrar la existencia de elites que dominaban en comunidades locales de Estados Unidos. Hunter (1953), en su trabajo sobre el poder en la ciudad de Atlanta, arribó a la conclusión que "los principales líderes están en un acuerdo sustancia la mayoría del tiempo en los grandes asuntos" y que "los hombres con poder real controlaban los gastos de las agencias públicas y privadas" en los sectores de salud y programas sociales (1953: 246-249). Desde Hunter en adelante, varios académicos buscaron a través los más diversos métodos analizar las relaciones de poder en comunidades locales y observar la existencia o no de una estratificación social jerárquica.[29]

A grandes rasgos son dos los métodos ampliamente utilizados por la corriente elitista: el "posicional" y el "reputacional". El primero, utilizado por Mills, se basa en la selección de individuos identificados como los más poderosos e influyentes a partir de su estatus oficial en las estructuras económicas, políticas y sociales formalmente institucionalizadas en una comunidad. La tarea consiste en observar qué individuos ocupan los puestos clave en las empresas industriales, bancarias y de negocio (Schulze y Blumberg, 1957: 291). El segundo método, el "reputacional", utilizado por Hunter y más difundido entre los elitistas, se divide en varias etapas. Dick (1960) lo sintetizó de la siguiente manera: "su principal característica consiste esencialmente en pedir a un grupo de 'nominar' o 'votar' por las personas que consideran como las más influyentes en la comunidad" (1960: 395). En primer lugar, se obtiene un listado de nombres de líderes de la comunidad, por lo general a la cabeza de organizaciones formales (hasta aquí llegaba Mills). Esta lista de nombres es presentada a un panel especial de líderes de la comunidad para que voten por los más influyentes. Los más

[29] Para demostrar el peso de Hunter en la sociología estadounidense del período, se puede mencionar a modo de ejemplo los trabajos de Pellegrin y Coates (1956), Miller (1958a, 1958b) y Dick (1960). Pellegrin y Coates (1956) explícitamente utilizan el análisis de Hunter para su investigación al escribir que "los mecanismos de control por parte de las minorías se revelan claramente en la trabajo de Floyd Hunter, *Community Power Structure*. Hunter examinó los roles en los asuntos de la comunidad y en la formulación de políticas públicas de diversos grupos de líderes del mundo de los negocios, las finanzas y la industria" (1956: 413). De modo similar, Miller (1958a) afirma que su trabajo "aplica los métodos básicos de Hunter" (1958a: 10).

votados son seleccionados y, a su vez, se les pregunta que elijan a las personas que consideran más influyentes en la comunidad, obteniendo así la lista de los individuos clave en la estructura de poder, es decir, la elite (1960: 395).[30]

Varios trabajos en Argentina han utilizado estos métodos. El ejemplo más claro lo constituye De Imaz (1964) quien, como Mills, empleó el método posicional. De Imaz realizó un estudio de las relaciones de poder en la Argentina durante el siglo XX a partir del análisis del perfil de los individuos en los puestos clave de las instituciones juzgadas rectoras: política (presidentes, gobernadores, ministros, líderes partidarios, legisladores), económica (terratenientes, empresarios), social (iglesia y sindicatos) y militares. Ostiguy (1990) emplea un método similar para analizar a los grupos industriales en la Argentina de los ochenta. Para el autor,

> el único criterio posible, para circunscribir el grupo o refutar su existencia, es el de examinar la lista de los nombres y de las empresas que esas personas dirigen o a las que pertenecen y confrontarla con la de los que estuvieron presentes en las sucesivas reuniones de lo que los medios bautizaron como los CI [capitanes de la industria] (1990: 23-24).

Sabato (1991) utiliza también el método posicional al presentar "historias de vida" de hombres a quienes se incluía dentro de la clase dominante (1991: 181). Vuelve a emplear el método para analizar las "posiciones en cargos de gobierno de cuatro representantes de los grupos privilegiados" entre 1955 y 1983 (1991: 250). En modo similar, Ramírez (2007) también emplea el método posicional al afirmar que

> las "élites de poder" de las sociedades avanzadas están constituidas por dos componentes distintos. Por un lado, individuos que controlan las mayores empresas del sector privado de la economía y, por otro, aquellos que controlan las posiciones clave dentro del sistema estatal (2007: 40).

El análisis de los funcionarios que protagonizaron las reformas de las economías latinoamericanas derivó en los noventa en el estudio de lo que se ha denominado los *tecnopols* y el uso del conocimiento experto como recurso de poder.[31]

[30] Por ejemplo, PNUD (2004a) emplea el método "reputacional" para aproximarse a la medición del poder. En primer lugar se identificaron líderes latinoamericanos (políticos, empresarios, sindicalistas, periodistas, de organizaciones sociales). En segundo lugar, se entrevistó a estos líderes sobre cuáles eran las organizaciones más poderosas (empresa/grupos financieros, Estado, Fuerzas Armadas, sindicatos/partidos políticos) en sus respectivos países (2004a: 78).

[31] Por "técnicos-políticos", ver Domínguez (1997) y Centeno y Silva (1998).

Un primer método de observación que se utiliza en este trabajo es precisamente el posicional, es decir, el estudio de los individuos que ocuparon puestos clave en el Estado y en sector privado. Al focalizarse en la política pública de emisión de títulos públicos, el estudio en el Estado no se centra a nivel de gabinete de ministros sino de los funcionarios que formaron los equipos del ministerio de Economía ("equipos económicos") y los directorios del Banco Central de la República Argentina (BCRA) entre 1989 y 2001. En el caso del sector privado, se analizó a nivel de corporaciones empresarias, priorizando el Consejo Empresario Argentino (CEA).

Para el análisis de los equipos económicos se excluyeron las secretarías más "móviles", es decir, las más propensas a cambiar de ministerio. Por ejemplo, la secretaría de Transportes entre 1989-1991 estuvo en el ministerio de Obras y Servicios Públicos, en 1991-1999 en el de Economía y Obras y Servicios Públicos y en 1999-2001, en Infraestructura y Vivienda.[32] Las secretarías más estables dentro del ministerio de Economía tienen las funciones de coordinación, hacienda, industria, comercio, agricultura, ingresos públicos, minería, programación económica y finanzas. En el caso del BCRA, no se incluyeron los nuevos cargos surgidos a partir de la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central de 1992.[33] Las razones son dos. Por un lado, el análisis de las secretarías menos estables implica alejarse de la política pública estudiada. Por otro lado, al estudiarse las mismas instancias administrativas se facilita la comparación entre los sucesivos períodos de tiempo.

Se utilizará el análisis de los funcionarios públicos de dos modos. En primer lugar, el tiempo en el cargo. Esto es interpretado como un indicador de estabilidad de gabinete y, por lo tanto, de la coalición político-social gobernante.[34] Según el BID (2005), entre 1988 y 2000 la Argentina fue uno de los países con mayor estabilidad de gabinete de ministros en América Latina, sólo superado por Uruguay, Costa Rica y Chile (2005: 63). Como se observa en el Gráfico 1.1, a nivel del equipo económico hubo en Argentina una relativa estabilidad, con la

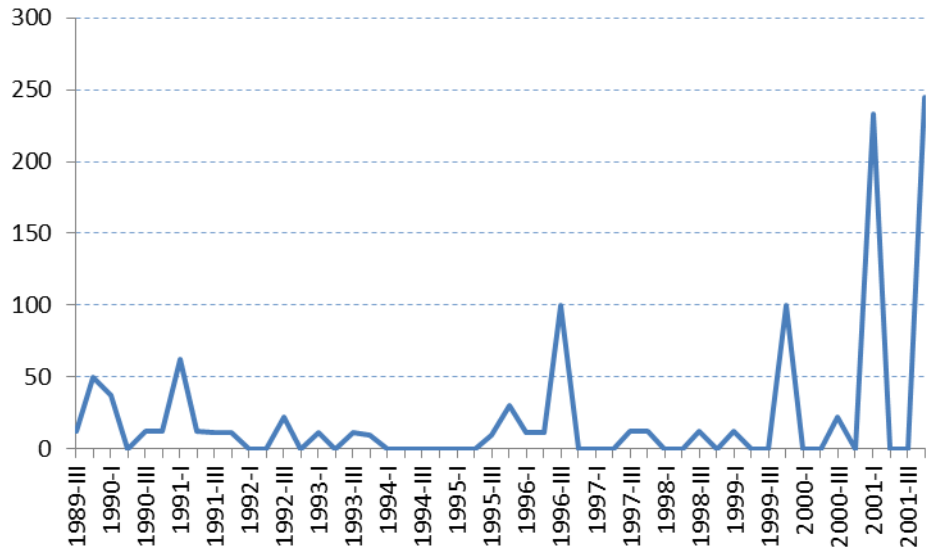
[32] En la Argentina el número de ministerios es fijado por ley. Sin embargo, las reorganizaciones ministeriales típicamente incluyen redistribuciones de jurisdicciones al nivel de secretarías y subsecretarías (Oszlak, 2003). Para contornar los límites legales, los presidentes argentinos crean en ocasiones secretarías con rango ministerial.

[33] Por ejemplo, la creación de la superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (con cargos de presidente y vicepresidente) es resultado de dicha reforma (Ley 24.144).

[34] En ciencia política existe toda una literatura sobre análisis de gabinetes, en particular en el análisis de los regímenes parlamentarios. Para una revisión, ver Huber y Martínez-Gallardo (2008).

excepción de períodos críticos (1989-1999 y 2001) o de cambios institucionales (de ministro en 1996, de gobierno en 1999).

Gráfico 1.1 – Renovaciones de equipo económico en Argentina, 1989-2001



Nota: Cada observación expresa la cantidad de cambios de funcionarios en el equipo económico a lo largo de un trimestre.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Dalbosco (2003) y del Boletín Oficial.

En segundo lugar, se analizarán mediante una prosopografía los perfiles de los funcionarios nombrados.[35] En particular el estudio se centrará en la formación académica y la carrera profesional. El análisis de los equipos económicos servirá para observar la utilización de dos recursos de poder: las redes de contacto y el conocimiento experto.[36] No se trata de observar las características de los individuos en sí sino como indicador de las redes sociales de las cuales forman parte. Se observará el reclutamiento del funcionario, entendido como un indicador de las alianzas políticas y sociales que implican las designaciones. Por ejemplo, las redes de contactos en el exterior fue un recurso de poder pues muchas negociaciones de equipos económicos con los organismos multilaterales, el sector privado o el gobierno de

[35] La prosopografía fue ampliamente utilizada en ciencia política, como Johnson (1973), Charlot (1973) y Domhoff (1967).
[36] Camou (2006) define al experto como al individuo "dotado de un dominio técnico sobre un campo del saber, y capaz de orientarlo a la solución de problemas concretos de elaboración de políticas" (2006: 142).

Estados Unidos, se trataba de reencuentros entre antiguos compañeros universitarios.[37] Otro recurso de poder fue el conocimiento experto.[38]

En la Argentina, el estudio del ascenso a los cargos clave de los tecnócratas, en contraposición a funcionarios vinculados con partidos políticos o grupos económicos, generó una amplia literatura.[39] Si bien el gobierno de Alfonsín se inició con un ministro ligado al partido político gobernante (Bernardo Grinspun) y el de Menem, de uno proveniente de uno de los mayores grupos económicos del país (Miguel Roig y Néstor Rapanelli, ejecutivos del grupo Bunge y Born), en ambos casos fueron reemplazados por funcionarios cuyo recurso de poder era el conocimiento experto (Juan Sourrouille en el caso de Alfonsín, Domingo Cavallo y Roque Fernández en el de Menem). Se verá entonces que en algunos casos, las redes estaban más orientadas a partidos políticos mientras que, en otros, los principales vínculos eran con otros actores sociales. En el proceso político de los noventa, la lógica detrás de los nombramientos en posiciones de gestión económica estatal fue, a medida que aumentó la dependencia de la emisión de títulos públicos, cada vez más orientada a ser una señal positiva para reforzar la credibilidad de los inversores locales y externos. Por ejemplo, el titular del Banco de Boston, Manuel Sacerdote, sostenía que "yo creo que en Economía tiene que haber gente confiable. Gente que merezca la confianza de los operadores económicos".[40]

Con todo, existen límites a las conclusiones que pueden extraerse a partir de este método de observación. El análisis de quienes ocupan posiciones clave en el Estado puede no ser un

[37] Un ejemplo fue Cavallo quien había conocido en Harvard a quienes sería sus contrapartes estadounidenses en los noventa. Sobre la importancia de las relaciones previas, Cavallo (2001) afirmaba que "ayuda muchísimo al establecimiento de una relación de confianza. Por ejemplo, a Larry Summers también lo conocí en aquel entonces. Él era estudiante no graduado, lo mismo que Jeffrey Sachs (…). Cuando a Summers lo nombraron primero en el Banco Mundial y luego en el Tesoro de los Estados Unidos, me resultó muy fácil el diálogo" (2001: 86).

[38] En particular desde Galbraith (1967), en Estados Unidos, desde los sesenta, se observa el uso del conocimiento como recurso de poder, ante el ascenso de una tecnocracia especializada en gestión al frente de las grandes empresas privadas. Su recurso de poder, el conocimiento experto, se había vuelto necesario ante las exigencias derivadas de las demandas técnicas y de dimensión (ver Schvarzer, 1998: 192-197).

[39] Para una presentación de la literatura en Argentina sobre el rol político de los economistas expertos, ver Heredia (2007: 13). Para una revisión de la literatura en América Latina, Camou (1998: 104; 2006). Un puntapié inicial en la región fue, hacia finales de la década del ochenta, el trabajo de Valdés (2005) a partir del estudio del rol en la dictadura militar chilena de los economistas formados en la Escuela de Chicago. Camou (2006) identifica seis "espacios institucionales básicos desde los cuales los expertos producen saberes acerca de la economía y las políticas económicas (…): las universidades, los organismos multilaterales, los tanques de pensamiento, la consultoría profesional (sector empresas), los partidos políticos y el aparato tecno-burocrático del Estado" (2006: 149)

[40] Gustavo Sencio, "Puntos de vista", *Negocios*, 05/98, p. 37.

indicador suficiente para estudiar las relaciones de poder en un momento determinado. Para De Imaz (1964), los cambios de los funcionarios pueden reflejar el cambio social pero no necesariamente es así, con lo que la composición de la élite política puede ser un reflejo "retrasado" de las relaciones de poder (1964: 41-42). Como afirma Bottomore (1993), limitarse a esta dimensión puede ser engañoso ya aquellos que tienen el poder formal de gobierno pueden ser sujetos del poder de otros individuos o grupos fuera del Estado (1993: 22).[41] Ante estas limitaciones, se incorporará al análisis otros métodos de observación.

b. Los procesos de políticas públicas

La reacción a la sociología elitista provino de la ciencia política pluralista. El objeto de estudio fue el mismo, es decir, las relaciones de poder en las comunidades locales. La diferencia residió en el método empleado, con el que derivaron conclusiones opuestas (Hindess, 1996: 3). En lugar de estudiar a quienes ocupaban las posiciones clave en la sociedad, los pluralistas analizaron los procesos de toma de decisiones. El uso del método "decisional" en los estudios del poder partió del trabajo de Lasswell y Kaplan (1950).

Desde la perspectiva pluralista se observaba un equilibrio de poder en la sociedad que era resultado de la competencia entre diversas élites que no actuaban solidariamente entre ellas y de ese modo no podían conformar un directorio cohesionado. Si bien se admitía la existencia de élites a partir de la posesión de distintos recursos de poder distribuidos de modo desigual en las sociedades, se rechazaba que estos recursos se hubieran acumulado en un mismo grupo que conformaba una élite unificada. La presencia de elites no era contradictoria con la democracia mientras fuesen "abiertas" y reclutadas por mérito, dando lugar a un pluralismo de elites.[42] En palabras de Aron (1950), "la diferencia fundamental entre una sociedad del tipo soviética y una occidental es que la primera tiene una élite unificada y la segunda una élite dividida" (1950: 10).

[41] Para una crítica de este método desde una óptica marxista, ver Poulantzas (1974). Según Poulantzas es un error observar en la identidad de los funcionarios un indicador útil. Esta es una cuestión aleatoria y secundaria. Por el contrario, puede ocultar la hegemonía de una clase, pues el grupo social hegemónico tiende a ser distinto del gubernamental. Para Poulantzas, los funcionarios públicos, como los managers en las empresas privadas, constituyen una categoría social distinta. Su funcionamiento no está determinado por su origen de clase sino que poseen una unidad interna específica dada por su rol en el aparato estatal y, consiguientemente, por el objetivo primordial del Estado de reproducir la división social del trabajo (1974: 197-203).

[42] Se puede encontrar esta perspectiva en la noción de democracia de Schumpeter (1950) y Downs (1957) donde distintas minorías competían por el voto de la mayoría.

Dahl (1961) afirmaba, al estudiar el caso de New Haven, que si bien existía una desigual distribución de recursos de poder, a diferencia del pasado, en los sistemas políticos modernos había dejado de ser acumulativa, es decir, su posesión se había fragmentado. Para Dahl,

> en un siglo, un sistema político dominado por un grupo coherente de líderes había dado paso a un sistema dominado por muchos grupos diferentes de líderes, cada uno teniendo acceso a una combinación diferente de recursos políticos. Era, en definitiva, un sistema pluralista (1961: 85-86).[43]

El método decisional se basa en observar cuánto poder concentran actores relevantes en temas relevantes, definidos como aquellos que afectan un gran número de individuos.[44] Si los elitistas analizan quienes ocupan las posiciones que consideraban clave, los pluralistas estudian los procesos de las políticas públicas que juzgan relevantes. El foco del análisis cambia entonces de quién ocupa qué posición a quién gana y quién pierde con determinadas políticas públicas. Los temas relevantes generan conflictos de intereses que son revelados en la arena política por los actores y donde la distribución de poder genera una resultante, la política pública. Según los pluralistas, para estudiar una relación de poder es necesaria la existencia de un conflicto entre preferencias asumidas y exhibidas en acciones que por lo tanto son observables en conductas humanas. El poder sólo puede ser observado luego de "un cuidadoso examen de un serie de decisiones concretas" (Dahl, 1958: 466). Dahl criticaba al elitismo afirmando que era "un hecho notable y sorprendente que ni el profesor Mills ni el profesor Hunter han intentado seriamente examinar una serie de casos concretos para poner a prueba sus hipótesis principales" (1958: 466).

El estudio de los procesos de toma de decisión de políticas públicas cuenta con una amplia literatura. Pueden distinguirse dos grandes cuerpos teóricos sobre los procesos de políticas públicas. Por un lado, la perspectiva funcionalista ha modelado el proceso en un ciclo dividido en las etapas de formación de agenda, formulación y legitimación, implementación,

[43] La posición de Dahl (2006) ha cambiado con el crecimiento de la desigualdad de ingresos en Estados Unidos desde los setenta. Sostenía que "las ventajas acumuladas en poder, influencia y autoridad de los estratos más privilegiados pueden llegar a ser tan grandes que a pesar de que los estadounidenses menos privilegiados componen la mayoría de los ciudadanos, simplemente no pueden, o tal vez no quieren, hacer el esfuerzo que requiere superar las fuerzas de la desigualdad desplegadas contra ellos" (2006: 85-86).

[44] La definición genérica de lo que constituye un tema político "relevante" fue criticada. Si bien reconocen los avances ofrecidos por los pluralistas, Bachrach y Baratz (1962) afirman que "el modelo no provee de un criterio objetivo para distinguir entre asuntos 'relevantes' e 'irrelevantes' que surgen en la arena política" (1962: 948).

evaluación.[45] Esta visión secuencial ha sido criticada. Por ejemplo, Stone (1988) sostiene que falla en analizar la lucha de ideas. Para Aguilar Villanueva (1996), "la noción de *policy process* es propiamente de un dispositivo analítico, intelectualmente construido, para fines de modelación, ordenamiento, explicación y prescripción de una política. Como tal pertenece al orden lógico más que al cronológico" (1996: 15). Por otro lado, una segunda línea iniciada por Lowi (1972) afirma que es el tipo de política pública (distributiva, regulatoria o redistributiva) lo que determina el juego político y las relaciones entre individuos, grupos y Estado. Según Lowi, la perspectiva pluralista sólo se realizaba cuando las políticas distributivas eran evitadas y las regulatorias sólo incentivaban la formación de grupos de interés y mayor participación popular.

En las últimas décadas, lo que se ha denominado "economía política" (*political economy*) ha buscado incorporar al estudio de las políticas públicas la dinámica propia de la política.[46] Según Atkinson (1996), un impulso a esta visión provino desde la Nueva Izquierda que pretendía modificar el análisis económico al introducir conceptos como poder, capitalismo monopólico y distribución del ingreso (1996: 703). Un segundo impulso, determinante, fue cuando Douglass North obtuvo el premio Nobel de economía por su teoría económica institucionalista en 1993. La economía política se difundió ampliamente durante los noventa luego de las críticas a los modelos tecnocráticos de reforma estructural. El objetivo fue incorporar al análisis de los procesos económicos las lógicas propias de lo político. El BID (2005) lo sintetizaba al afirmar que "la viabilidad de las propuestas de políticas se puede determinar con mayor frecuencia por su legitimidad que por su corrección técnica" (2005: 259).

La economía política contemporánea estudia dos dinámicas. Por un lado, se analiza el rol de las instituciones (el funcionamiento de las legislaturas, de la burocracia y la formación de

[45] Algunos agregan, además, terminación. Puede mencionarse dentro de esta línea a Ranney (1968), Jones (1970), Sharkansky (1970), Anderson (1975), May y Wildavsky (1978) y Brewer y deLeon (1983). En cada etapa existe una literatura especializada.

[46] Alt y Alesina (1996) afirman que "la 'economía política' se refiere a la investigación que trata de responder simultáneamente dos preguntas centrales: ¿cómo las instituciones evolucionan en respuesta a los incentivos individuales, estrategias y decisiones, y cómo las instituciones afectan el desempeño de los sistemas políticos y económicos? Se utiliza un enfoque económico (…) para explicar el origen y mantenimiento de los procesos políticos y las instituciones y la formulación e implementación de políticas públicas. Al mismo tiempo, centrándose en cómo las instituciones políticas y económicas limitan, direccionan y reflejan el comportamiento individual, se hace hincapié en el contexto político en el que los fenómenos del mercado se producen y en los intentos de explicar los resultados colectivos, como la producción y la asignación de recursos y las políticas públicas" (1996: 645).

gobiernos en sistemas parlamentarios) en cuestiones tales como las transacciones, la elección colectiva y la acción colectiva.[47] Por otro lado, se estudia el ciclo de políticas públicas.[48] Se observa la relación entre variables políticas (ciclos electorales, dinámica inter-partidarias o ideología del partido de gobierno) y económicas (crecimiento, inflación, cuentas públicas o niveles de reformas pro-mercado), en muchos casos mediante la formalización matemática. En la Argentina existe una profusa literatura de economía política en distintas áreas de políticas públicas. En primer lugar, abundan los análisis que combinan factores políticos y económicos que impactan en la dinámica de ciertas políticas. Por ejemplo, en el caso de la política fiscal pueden mencionarse a Tommasi (1996), Baldrich (2003) y Jones et al. (2000). Una segunda línea de trabajos, en lugar de centrarse en decisiones específicas de política fiscal o monetaria, estudió el proceso de reforma estructural, como, por ejemplo, Acuña y Smith (1996), Torre (1997) y Repetto (2002).

El segundo método que se utiliza en este trabajo para observar las relaciones de poder es el análisis de las políticas públicas. Más particularmente, se hará una economía política de una política en especial, la emisión de títulos públicos. Su elección se deriva en que cristaliza las relaciones entre los actores que conforman la coalición político-social gobernante. En efecto, como se desarrolla posteriormente, tras los acuerdos en el marco del Plan Brady en 1992 y la sustitución de la deuda de préstamos en títulos, la política de emisión de títulos públicos fue clave para el financiamiento del Estado y del régimen de convertibilidad.

En 1988, la Argentina entró en cesación de pagos de su deuda pública. Según datos de la Oficina Nacional de Crédito Público (ONCP), luego de dos emisiones en 1991 por un total de USD 500 millones y una en 1992 por USD 250 millones, el Estado accedió nuevamente al mercado internacional de capitales en 1993 colocando USD 2.121 millones. Ese año el Estado argentino colocaría el primer bono Global latinoamericano por USD 1.000 millones.[49]

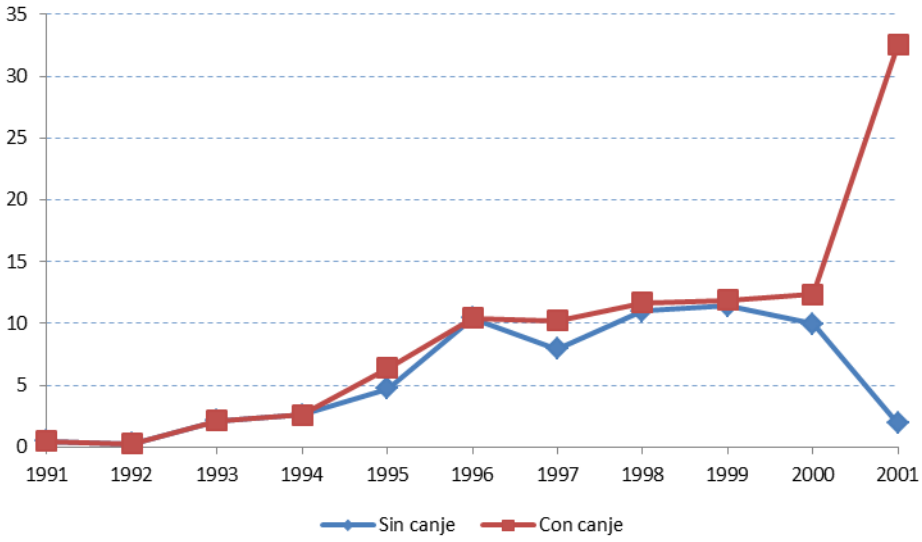
[47] Ello incluye cuestiones tales como los ciclos electorales, la teoría del votante medio (Black, 1958), la competencia entre partidos (Downs, 1957), la teoría sobre la formación de coaliciones (Riker, 1962), los costos de transacción (Coase, 1998), la coordinación de juegos (Schelling, 1960), la relación entre mayorías y externalidades (Buchanan y Tullock, 1962) y las ventajas de la información burocrática (Niskanen, 1971).

[48] La novedad, según Alt y Alesina (1996), reside que en lugar de tratar la elección de la política pública como exógena, se la incorpora al análisis considerándola un resultado de las interacciones entre los ciudadanos-votantes y los decisores de políticas públicas en un contexto institucional con ciertas características (1996: 647).

[49] "Global" porque "se ofrece en varias ciudades del mundo" (Iglesias Illia, 2007: 155). El bono "RA USD 8,375% 03" fue colocado por Merrill Lynch, Salomon Brothers y el Banco Río a 10 años, a una tasa del 8,38% (2,8% encima de los bonos del Tesoro estadounidense de aquel momento).

Desde entonces y hasta junio de 2001,[50] la política de emisión de títulos públicos fue un mecanismo fundamental de financiamiento del Estado, que cobró particular importancia al agotarse en 1994 los ingresos extraordinarios generados por el proceso de privatizaciones (ver Gráfico 1.2).[51] El monto total colocado en 173 operaciones en el exterior por el Estado argentino en el período 1991-2001, excluyendo los canjes, asciende a USD 62.926 millones al momento de la emisión (valor nominal). Este monto ya debería de por sí atraer la atención. Sin embargo, allí no reside el elemento central de la política de emisión de títulos públicos, sino en su rol en el mantenimiento de la convertibilidad y en las relaciones políticas entre los distintos actores involucrados es el objeto de atención de esta tesis.

Gráfico 1.2 – Emisiones de títulos públicos argentinos en el mercado internacional, 1991-2001 (USD mil millones)



Nota: Los montos de las emisiones son en valor nominal. Las estimaciones se realizaron sobre el valor en dólares de los montos colocados al momento de la emisión.
Fuente: Elaboración propia sobre datos de la Oficina Nacional de Crédito Público.

[50] En junio de 2001 fue la última emisión de un título público en el mercado internacional bajo el modelo de la convertibilidad ("New Global 12%/31", por USD 8.521 millones, a 30 años, colocados por JP Morgan y Credit Suisse First Boston).
[51] Para Claudio Loser, director del departamento de Hemisferio Occidental del FMI entre 1994 y 2002, en la primera mitad de los noventa "había mucho dinero de privatización que sustituía de alguna manera la necesidad de endeudarse". Loser, Claudio, entrevista realizada en el marco del Archivo de Historia Oral de la Argentina Contemporánea, Programa de Historia Política, Instituto Gino Germani, Facultad de Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires (en adelante, AHO), 18/12/07.

Siguiendo la literatura sobre políticas públicas mencionada, se analiza el proceso de la política de emisión en su diseño e implementación. Se observa la dinámica dentro del Estado, en particular las diferentes estrategias de los equipos económicos. Paralelamente se estudia la interacción con los diferentes tipos de grupos financieros internacionales –como bancos de inversión, inversores y agencias de calificación de riesgo- y los organismos multilaterales de crédito, el FMI en particular. Se estudia los agentes de colocación, las monedas de emisión de la deuda en el mercado internacional y en el doméstico, y el rol de las percepciones de los tres tipos de grupos financieros. De este modo, este segundo método de observación se agrega al anterior para estudiar las relaciones de poder en la coalición político-social gobernante.

El método decisional también tiene limitaciones. Para Lukes (2005: 16), los conceptos y métodos de la corriente pluralista hacen que sus conclusiones se adapten al sistema formal de toma de decisión vigente. Si analizan una estructura elitista, llegarán a conclusiones elitistas; si una estructura pluralista, conclusiones pluralistas. Es decir, "tomaron y reprodujeron el sesgo del sistema que estaban estudiando" (2005: 38). Para Lukes, si Dahl supone que el sistema político de New Haven es plural y abierto esto se debe a que estudia los asuntos que ya han penetrado exitosamente en la arena política. En cambio, los pluralistas no toman en cuenta la posibilidad de que algunos asuntos sean previamente excluidos y no puedan entonces formar parte del proceso de políticas públicas. No se contempla la existencia de temas vetados previamente de la agenda política. Para Lukes, "la diversidad y apertura que Dahl observa puede ser muy engañosa si el poder se ejerce en el sistema para limitar la toma de decisiones a asuntos aceptables" (2005: 39).[52] Es precisamente en esta dirección que se orientan las corrientes teóricas sobre el poder que se estudian a continuación.

[52] Dahl (2006) ha incorporado estas críticas en sus trabajos recientes. Por ejemplo, hace pocos años afirmaba que uno de los requisitos del ideal democrático eran el control sobre la agenda en el sentido que todos los miembros deben tener las mismas oportunidades efectivas de decidir qué temas son importantes (2006: 10).

c. Agenda política e ideología

Una crítica a la teoría pluralista provino de lo que se ha denominado corriente "neo-elitista".[53] Las diferencias entre elitistas y pluralistas residían en el método pero ambos estudiaban lo observable. En los elitistas, las características de las personas que ocupan las posiciones clave. En los pluralistas, las conductas de los actores en los procesos de políticas públicas. Los neo-elitistas critican esta limitación a lo observable. De este modo, argumentan, sólo se analiza la dimensión pública del poder y se margina otra, la privada, donde se decide qué temas saldrán a la luz y cuáles no (Hindess, 1996: 4).

Para la corriente neo-elitista debe considerarse la posibilidad de que un actor tenga su capacidad de decisión limitada a asuntos no conflictivos y evite participar en los que generan tensión. Hay acciones que no suceden porque los actores prefieren evitar los potenciales costos que perciben. Éstas han sido denominadas como "no-decisiones". Bachrach y Baratz (1970) afirmaban que

> [p]or supuesto se ejerce poder cuando *A* participa en la toma de decisiones que afectan a *B*. El poder se ejerce también cuando *A* dedica sus energías a crear y reforzar los valores sociales y políticos y las prácticas institucionales que limitan el alcance del proceso político a la consideración pública de sólo aquellos asuntos que son relativamente inocuos para *A* (1970: 7).

Para los autores, "en la medida en que una persona o grupo, consciente o inconscientemente, crea o refuerza las barreras a la difusión pública de conflictos sobre políticas, ese grupo o persona tiene poder" (1970: 8). Por ello, el poder es ejercido "al limitar el alcance de la toma de decisiones a asuntos relativamente 'seguros'" (1970: 6). Por lo tanto, para los neo-elitistas el estudio del poder debe tener una doble perspectiva que incluya los procesos de decisión y, también, la construcción de la agenda y el análisis de las no-decisiones.[54] Para Bachrach y Baratz una decisión es "la elección entre modos alternativos de acción" (1970: 39). Una no-decisión "resulta de la supresión o frustración de

[53] A pesar de que esta ha sido la denominación, teóricos de esta corriente como Bachrach y Baratz (1962) compartían las críticas de los politólogos pluralistas a los sociólogos elitistas. Sin embargo, así los denomina Merelman (1968: 451) y, posteriormente, el resto de la literatura.

[54] Aguilar Villanueva define a la agenda de gobierno como "el conjunto de problemas, demandas, cuestiones, asuntos, que los gobernantes han seleccionado y ordenado como objetos de su acción y, más propiamente, como objetos sobre los que han decidido que deben actuar o han considerado que tienen que actuar" (1996: 29). Esto implica también una elección sobre los objetos sobre los cuales no van a actuar (decisión por omisión).

un desafío latente o manifiesto a los valores o intereses de quien toma las decisiones" (1970: 44). Por eso,

> las demandas de cambio en la asignación existente de beneficios y privilegios en la comunidad pueden ser sofocadas incluso antes de que sean expresadas, u ocultadas, o eliminadas antes de que puedan tener acceso a la importante arena de la toma de decisiones, o, si todas estas cosas fallan, mutiladas o destruidas en la etapa de implementación del proceso de políticas públicas (1970: 44).

Para Lukes (2005), esta dimensión representa un avance sustancial con respecto al pluralismo ya que "incorpora en el análisis de las relaciones de poder la cuestión del control de la agenda de políticas y las vías en que asuntos potenciales son excluidos del proceso político" (2005: 25). Esta perspectiva, que se aleja de lo directamente observable, ha sido profundizada con las teorías sobre los mecanismos de dominación social, en particular la cuestión de la ideología. Como menciona Lukes, "el poder es más efectivo cuando es menos observable" (2005: 1). Se mencionan brevemente cuatro teorías sobre la ideología: la radical, la marxista, la crítica y la desarrollada por Foucault.

La teoría radical ha sido elaborada por Lukes (2005). El autor, a diferencia de los pluralistas, afirma que no es necesario observar el ejercicio del poder (conflicto abierto) para que exista. Esto es así porque el proceso político no se limita a la interacción entre los individuos sino que la estructura social también tiene influencia en las relaciones de poder. En este sentido, sostiene que las preferencias de los individuos no expresan necesariamente sus intereses. En efecto, la estructuración de las relaciones de poder en una sociedad puede llevar a que ciertos grupos adopten preferencias independientemente de sus intereses "reales". Por lo tanto, no es suficiente analizar la dimensión pública del poder sino que debe incorporarse la construcción de la subjetividad del sujeto y sus consecuencias en la determinación de las preferencias.

El marxismo ha desarrollado sus análisis sobre la ideología incipientemente en los escritos de Marx y Engels en *La ideología alemana* (1845), y, sobre todo, en el concepto de hegemonía de Gramsci. En general, en Marx y Engels el poder político tenía un rol menor en los procesos sociales, mayormente determinados por la estructura económica, el desarrollo de las fuerzas productivas y de las relaciones sociales. Poulantzas (1973) se lamentaba de que "no se hizo un estudio marxista de ciencia política referente al concepto de 'poder'. El único existente que yo conozco es el de Sartre en la Crítica de la razón dialéctica" (1973: 79). Sin

embargo, la cuestión de poder político ha crecientemente formado parte de la literatura marxista del siglo XX.[55] El punto de partida era la noción de que las ideas de la clase dominante son las que imperan en una sociedad y crean así el consenso para el sistema de dominación vigente, la hegemonía (Gramsci, 2003: 151). La clase capitalista, sin ocupar directamente el Estado, controla los sistemas materiales y mentales de producción, logrando de este modo un peso dominante en los asuntos públicos. Siguiendo la perspectiva de Gramsci, Althusser (1971) sostenía que el marxismo debía incorporar a su visión tradicional del Estado, además del aparato estatal en sí (estructuras burocráticas relacionadas con la función represiva), los aparatos ideológicos estatales existentes en las diversas instituciones de la sociedad.[56] Estos aparatos son indispensables para garantizar la dominación social y para lograr la reproducción de las relaciones sociales de producción (1971:144).

La Teoría Crítica ha combinado elementos psicoanalíticos y marxistas. Dos autores que ejemplifican esta corriente han sido Marcuse y Habermas. Para Marcuse (1972), el avance de la sociedad industrial ha hecho de la idea de libertad un poderoso instrumento de dominación. Los individuos creen que toman decisiones libremente y así perpetúan un sistema de relaciones de poder que favorece a los sectores dominantes. Esto se debe a que estas decisiones son realizadas en un sistema de dominación que oculta a los individuos sus intereses reales creando falsas necesidades. Los individuos son libres para elegir a partir de ideas y pensamientos impuestos por otros (1972: 12-21). Las instituciones que forman deseos y percepciones son la familia y los medios de comunicación. El individuo en la sociedad industrial es heterónomo y el espacio de autonomía en la vida social se reduce progresivamente (1972: 19). En Habermas (1984), la racionalidad es una construcción social producto de la "intersubjetividad", es decir, la interacción entre los individuos. La intrusión del poder en las relaciones intersubjetivas afecta la comunicación y comprensión entre los individuos. Una de las consecuencias es el surgimiento de la esfera pública donde los

[55] El propio Marx en *El 18 Brumario de Luis Bonaparte* (1851-1852) escapaba a esa visión remarcando la mayor autonomía estatal con respecto a las clases dominantes, al menos en una primera instancia, gracias a la formación de una organización específica, la burocracia. Engels preguntaba, en una carta a Conrad Schmidt en 1890, "¿por qué luchamos por la dictadura política del proletariado si el poder político es económicamente impotente?" (Marx y Engels, 1951: 135).

[56] Es decir, las iglesias y sistema religioso, el sistema educativo (escuelas públicas y privadas), la familia, el sistema político (incluyendo a los partidos), los sindicatos, los medios de comunicación, la cultura (literatura, artes, deporte) y el sistema legal, que pertenece, aclara Althusser (1971), tanto al aparato represivo estatal como al sistema de los aparatos ideológicos (1971: 143).

individuos privados, por medio de la crítica permanente, alteran las condiciones de legitimación de la dominación política (1984: 341).

Finalmente, la obra de Foucault, que ha atravesado diversas etapas, ha sido de tal originalidad que ha sido considerada como una nueva fase en el pensamiento sobre el poder, separada de las nociones tradicionales fundadas por Maquiavelo y Hobbes ya que escapa a las preocupaciones clásicas del pensamiento sobre el poder político, como soberanía y legitimidad.[57] Para Foucault, el poder es un aspecto de la vida social que no se limita a la esfera de lo estrictamente político ni a los conflictos. Está presente en todas las prácticas sociales que constituyen la vida cotidiana en las sociedades modernas. En su estudio de la prisión, Foucault (2005) presenta su visión del "panóptico", un tipo ideal de diagrama del poder en el cual "la perfección del poder tienda a volver inútil la actualidad de su ejercicio" (2005: 204). Foucault (1991) posteriormente tomó distancia de sus primeros escritos sobre el poder. En su etapa final centró su trabajo en torno al neologismo de "gubernamentalidad".[58]

Estas corrientes teóricas han sido criticadas por las dificultades de su observación, presentando un serio desafío a su análisis científico. Por ejemplo, ¿cómo observar una no-decisión? ¿Cómo diferenciar los asuntos que son conflictivos y los que no? ¿Cómo dar cuenta de los mecanismos sociales que afectan la determinación de las preferencias de los individuos? La corriente neo-elitista ha sido criticada desde el pluralismo que interrogaba sobre cómo era posible estudiar lo que no sucedía. Ante estas críticas, Bachrach y Baratz (1963) primero afirmaron que "concedemos que nuestra perspectiva es menos viable que la de Lasswell y Kaplan, Dahl y otros de esa 'escuela'" (1963: 641). Posteriormente, que si "no hay conflicto, abierto o encubierto, la presunción debe ser que hay un consenso sobre la asignación prevaleciente de los valores, en cuyo caso la toma de no-decisiones es imposible" (Bachrach y Baratz, 1970: 49). Lukes (2005) criticó esta concesión sosteniendo que no todo consenso significa ausencia de relaciones de poder. En un sentido más amplio, sostiene que es un error "pasar de una dificultad metodológica a una afirmación sustantiva. No se sigue

[57] Foucault (1980) afirmaba que la teoría política debía decapitar la cabeza del Rey (1980: 21).

[58] El concepto de "gubernamentalidad" varía en Foucault. En un primer momento tiene un sentido amplio ya que se refiere "al modo en que gobiernas tu esposa, tus hijos así como el modo en que gobiernas una institución" (Foucault, 1987: 19). Posteriormente fue más específico, más relacionada con la concepción tradicional del poder político.

que sólo porque es difícil o incluso imposible de mostrar cómo el poder se ejerce en una situación dada se concluya que no esto no ha sucedido" (2005: 41). En decir, no se puede sostener que si no es medible, no existe.

Desde dos perspectivas, esta es una dimensión útil en esta investigación. Primero, porque está en el centro de la interacción ente las decisiones de política económica y las percepciones de inversores, bancos de inversión y calificadoras de riesgo. La estrategia de emisión de señales desde el Estado hacia los agentes económicos se enmarca en la necesidad de construir confianza y credibilidad en un contexto que se caracteriza por la incertidumbre y la volatilidad. Una idea central era que había que reducir la "discrecionalidad" del gobierno para generar mayor credibilidad.[59] El debate ha girado en torno a si los gobiernos deben formular sus políticas considerando las condiciones económicas presentes (política discrecional) o en función de reglas prestablecidas (por ejemplo, una tasa constante de crecimiento monetario). La idea central es preservar las "buenas" políticas públicas de las pujas políticas y distributivas entre los diferentes grupos. El ascenso de la cuestión de la credibilidad ha impactado en el proceso de formación de agenda, con el retiro de ciertos temas, sobre todo en el área económica. En esta investigación, la salida de la convertibilidad y la reestructuración no voluntaria de la deuda pública. Esta estrategia de construcción de credibilidad se enmarcó en las dos ideas centrales de período, las de irreversibilidad e imposibilidad. Por un lado, como se verá, se instaló la idea de irreversibilidad de las reformas estructurales y del régimen de convertibilidad. Por otro lado, ligado a esto, otra idea central fue la imposibilidad de formular políticas alternativas. En concreto, la imposibilidad de iniciar una negociación política de la deuda pública más allá de los canjes voluntarios. Ambas prometían que el pasado no sería modificado y que el futuro mantendría la misma senda.

Cuanto más avanzaba el tiempo, más ausente estaban estos asuntos de la agenda. Éstos fueron progresivamente excluidos hasta llegar a la elección presidencial en 1999 donde los principales candidatos acordaban sobre estos dos puntos centrales. Por ejemplo, antes de la elección, sus referentes económicos (Machinea, Lenicov y Sturzenegger) avalaron el régimen de convertibilidad ante los funcionarios del FMI. En palabras de Loser,

[59] Kydland y Prescott (1977) han inaugurado toda una literatura al respecto cuando afirmaban que el problema central de una política pública es su credibilidad y que, por ello, las reglas preestablecidas son preferibles ya que la discrecionalidad puede llevar a "inconsistencias temporales".

> en ese momento era palabra santa. No se podía hablar. En el año '99 antes de las elecciones, el equipo de Machinea hablaba de posibles alternativas. A medida que se acercaban las elecciones y que las posibilidades de éxito que tenían aumentaban, se reducía el interés en el cambio de régimen (AHO, 18/12/07).

Desde el gobierno argentino la posición de retirar la discusión en torno a la convertibilidad era manifiesta. Loser afirmaba que

> el gobierno argentino consideraba que era un tabú hablar del sistema cambiario: 'esto está fuera de discusión'. (…) Todos estábamos convencidos a través del tiempo que la salida iba a ser costosa. (…) El problema era pasar del punto A al punto B, que nos tenía a todos aterrorizados debido a la dolarización de hecho de la economía. El hecho de que los activos y pasivos se habían ido o al dólar o estaba fijados con el dólar hacían que todo tipo de movimiento de salida de la convertibilidad iba a tener un costo inmediato altísimo, una transferencia de recursos brutal entre deudores y acreedores, entre los que tenían dólares y los que no tenían dólares (AHO, 18/12/07).

Esta exclusión no fue sólo suscitada desde el Estado. Como afirma Aguilar Villanueva (1996), "si bien la agenda es del gobierno, los problemas que la componen se originan y configura en el sistema político" (1996: 31).[60] Desde los agentes económicos locales y externos también se reforzó el discurso la irreversibilidad de la política económica y la imposibilidad de alternativas.

Como se desarrollará, en ambos casos había factores objetivos y subjetivos que explicaban la instalación de las ideas de irreversibilidad e imposibilidad. En el caso de la irreversibilidad, los costos crecientes de la salida del régimen de convertibilidad. En el caso de la imposibilidad, los costos crecientes de negociación debido a la sustitución institucional de la deuda pública mediante los acuerdos del Plan Brady que transformaron préstamos bancarios en títulos. Esta sustitución atomizó la propiedad de la deuda pública de unos pocos bancos comerciales a una multitud de inversores institucionales y minoristas de distinto tipo. Esto implicó una fuerte reducción en los márgenes de negociación política que ya no podía operar como en el pasado entre el equipo económico y el comité de bancos acreedores.

Pero además de los factores objetivos, influyeron cuestiones ideológicas. Por un lado, a nivel internacional, el ascenso de una visión de la economía desde los setenta, con la crisis fiscal del Estado de Bienestar, que se consolidó como ideología dominante (Consenso de Washington) con el final de la Guerra Fría y la ausencia consiguiente de alternativas. Por

[60] Por ello, Cobb y Elder (1984) distinguen la agenda "pública" de la "gubernamental".

ejemplo, durante la década del ochenta en el FMI, bajo el influjo del gobierno de Reagan, hubo un cambio de personal a favor de las nuevas perspectivas económicas predominantes, donde la estructura organizativa facilitó la cohesión ideológica. Como afirman Aglietta y Moatti (2000),

> [l]a cohesión del Fondo se deriva entonces de su organización peculiar que permite una fuerte ósmosis en los administradores y los servicios. Resulta también de una clásica organización jerárquica según el principio de *staff and line*. Los departamentos operativos se estructuran geográficamente y los departamentos funcionales y transversales ejercen una actividad de apoyo técnico y control. En particular, cada publicación, pero también cada material transmitido al concejo, aun debiendo permanecer en la esfera interna del FMI, exige una doble aprobación del jefe del departamento de donde se origina y del jefe del departamento especializado en el control del "políticamente correcto" de la institución (el departamento de elaboración y control de las políticas). Así, la burocracia del Fondo Monetario, al igual que la jerarquía del Vaticano, practica sistemáticamente el "*Nihil Obstat, Imprimatur*". De esta manera, una verdadera cultura empresarial, un "espíritu de familia" del FMI se mantiene. Esta homogeneidad ideológica se ve reforzada por un modo de contratación uniforme, es decir compuesto mayoritariamente de economistas de formación anglosajona. De ello, se desprende que a la cohesión interna se agrega una cohesión ideológica sobre las cuestiones monetarias internacionales (2000: 73).

Estos economistas, en su rol de intelectuales (productores de ideología), en muchos casos también ocuparon posiciones clave en organismos multilaterales de crédito, *think tanks*, Estado e instituciones financieras internacionales, en un proceso de "circulación de élites" y, con ellos, de ideas que influyeron en la formulación de políticas públicas. Ministros, banqueros centrales, negociadores de deuda desde el sector público eran también estrategas de inversores en títulos o consultores de organismos multilaterales.[61] En ese sentido fueron recursos de poder las redes de contacto (los individuos que tenía acceso a centros de decisión en el mundo) y el conocimiento experto. Este último, porque en la gran mayoría de los casos era coincidente con la ideología dominante y porque, relacionado con esto, dotaban de mayor "credibilidad" al Estado. Paralelamente, la creciente complejidad de los mercados financieros, con nuevos productos e innovaciones, exigió un mayor conocimiento experto que lógicamente era un activo atractivo en el sector público y en el privado. El uso del conocimiento experto como recurso de poder dio relevancia a los *think tanks* como actores clave en los procesos de reforma estructural. En el período estudiado, son tres institutos que serán protagonistas desde las posiciones de gestión económica estatal: la Fundación Mediterránea, el Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina

[61] Para una lista de los principales economistas que ocuparon puestos en el sector público y en el privado, ver Santiso (2003: 118).

(CEMA) y la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL). Desde ya, no fueron los únicos centros que promovieron ideas económicas en el país, pero sin dudas sí protagonistas centrales del período, como se verá.

A estas tendencias internacionales se agregan los cambios ideológicos domésticos. Como el final de la Guerra Fría a nivel internacional, la problematización de la hiperinflación de 1989 fue definida de un modo que posibilitó la conformación de una agenda que impulsó la radical transformación de la economía, el Estado y la sociedad.[62] Es decir, el discurso dominante identificó ciertas cuestiones y excluyó otras en los factores explicativos del proceso hiperinflacionario. Concretamente, se asignó la causalidad al déficit público, generado en parte por empresas públicas calificadas de ineficientes, pero se excluyó el peso de la deuda pública en ese déficit. Así, el modo que se explicó la crisis de 1989 impactó lógicamente en las soluciones propuestas. Del mismo modo, la crisis del Tequila, en lugar de formar una postura crítica del régimen de convertibilidad, fue considerada una demostración de su éxito y, por lo tanto, de la necesidad de profundizar el camino. Este consenso de ideas fue expresado por de Pablo (1991), quien opinaba que "el mérito del presidente Menem y quienes lo acompañan, entonces, no es el de haber vencido un debate intelectual frente a los regulomaníacos, sino el de haber percibido que no hay alternativa a actuar de modo distinto". En efecto, "sin que haya existido ningún tipo de coordinación, los economistas estamos hoy mostrando un explicable consenso: 'todos' estamos por la privatización, por la desregulación, por la apertura de la economía, por la 'vuelta a las fuentes' del crecimiento" (1991: 2).

La posición dominante que adquirió el liberalismo económico criollo, con el fuerte impulso recibido a nivel internacional y a nivel local con la crisis hiperinflacionaria de 1989, formaba parte de un largo proceso disputa en el mundo de las ideas en Argentina. Shumway (1993) estudió precisamente esta puja que se inicia con la misma Revolución de Mayo y se reproduce a lo largo de su historia "porque la Argentina nunca se puso de acuerdo respecto a sus ficciones orientadoras". Esta división, que "Sarmiento codificó en sus inflexibles

[62] Como señala Roque Fernández, ministro de Economía (1996-1999), "en la convertibilidad, había un elemento importantísimo, que Cavallo lo explotó maravillosamente, que era, saliendo de la hiperinflación, darle tranquilidad a la gente (…). Conseguimos, en ese momento, tener un impacto contundente sobre las expectativas de inflación" (AHO, 24/10/97). Una abundante bibliografía toma la situación de crisis como explicación de la tolerancia popular a las políticas de ajuste estructural. Una síntesis en Navarro (1995).

polaridades de Civilización y Barbarie", en el siglo XX continuó en el debate entre "liberales y nacionalistas, elitistas y populistas" (1993: 319). En las ideas económicas esta disputa puso de un lado al liberalismo, que impulsaba la apertura y una posición pro-mercado, frente al nacionalismo, que priorizaba el proteccionismo y un mayor estatismo.[63] Más allá de si este era realmente el clivaje ideológico en la economía en el país, esto fue así percibido por los propios protagonistas. Por ejemplo, por un lado, Ferrer defendía una estrategia de desarrollo de acuerdo con el proceso de sustitución de importaciones.[64] Por el otro lado, protagonistas de los noventa como Cavallo y Fernández eran muy críticos de esta perspectiva y sostenían, ciertamente con diferencias entre ellos como se verá más adelante, un proyecto liberal autóctono.[65] En los capítulos posteriores se observará cómo fue en Argentina el ascenso del liberalismo económico a finales de los ochenta y, posteriormente, su apogeo en los noventa sin excluir por ello sus fuertes disidencias internas.

De este modo, el análisis de las relaciones de poder tendrá tres perspectivas. En primer lugar, el análisis de quienes ocupan las posiciones clave en el Estado y el sector privado. En segundo lugar, el estudio de políticas públicas, principalmente la política de emisión de títulos públicos. Finalmente, se observará la exclusión de temas de la agenda y la disputa ideológica en el período. Este último, por las limitaciones en la observación que se ha señalado, a partir de un análisis probablemente menos riguroso que los anteriores. De todos modos, se ha privilegiado, a pesar de ello, su inclusión.

[63] Esta disputa ideológica en Argentina ha sido estudiada en profundidad por Heredia (2007: 136-149), quien denomina a estas tendencias de "liberal" y "nacionalista".

[64] Según Ferrer (1983), "para ser coherentes, los defensores de la viabilidad del desarrollo nacional deben afirmar la suficiencia de los recursos propios para superar la crisis y crecer. Los otros, ya lo sabemos, son los predicadores de la impotencia argentina y de la inexorable necesidad del capital extranjero y del mercado internacional como pilares de la acumulación y el crecimiento" (1983: 8).

[65] Cavallo afirmaba que "a finales de los sesenta y setenta, un conjunto de economistas fueron a formarse al extranjero. Tenían una perspectiva muy diferente a la de, por ejemplo, Aldo Ferrer. Nos habíamos dado cuenta que las teorías y estrategias que sostenían la sustitución de importaciones como modo de desarrollo del país ya estaban en decadencia. (…) Todos los economistas de FIEL, del CEMA, de la Fundación Mediterránea e incluso los que trabajaban en el Di Tella estaban de acuerdo" (citado en Heredia, 2007: 137).

Capítulo 2

La síntesis histórica: condiciones necesarias para el acceso al crédito privado externo y formación de la coalición político-social gobernante

El 8 de julio de 1989, Carlos Menem, del Partido Justicialista (PJ), asumía la presidencia del país. Sin acceso al crédito privado externo desde la crisis mexicana de 1982, el Estado estaba ahogado financieramente. La hiperinflación de 1989, con la disolución de la moneda local, el austral, simbolizaba el grado de deterioro de las capacidades estatales (Sidicaro, 2010: 159).

A finales de la década, tras el fracaso de la estrategia antiinflacionaria del Plan Austral, la situación fiscal se había deteriorado, con creciente endeudamiento, a mayores tasas y menores plazos y caída de las reservas internacionales. Según el Banco Mundial, en el período 1980-1988, el único gasto del Estado argentino que se había incrementado, y por 45%, había sido el correspondiente al pago de los intereses del servicio de la deuda. Todos los demás (inversiones, infraestructura, salarios, servicios, sectores sociales) habían caído en una magnitud entre 10 y 30%.[66] El Estado había perdido históricas fuentes de financiamiento, como el sistema de seguridad social (superávit hasta los setenta, fuertemente deficitario en los ochenta), los impuestos sobre el comercio exterior y otros

[66] "Difícil perspectiva para la Argentina", *Clarín*, 07/07/88, p. 15.

que, si en los cincuenta representaban el 15% del PIB, en los ochenta, el 1% (Gerchunoff y Canovas, 1995: 484).

Durante la década del ochenta, con las transiciones a la democracia en la región, las fuerzas políticas emergentes asumieron el mando de Estados insolventes. Solomon (1989) menciona cinco explicaciones de esta insolvencia: 1) un sobreendeudamiento antes de 1982; 2) el alza de las tasas de interés a comienzos de los ochenta por la Reserva Federal y la caída de los precios de exportación, provocando un aumento de la carga del servicio real de la deuda; 3) la caída de los préstamos bancarios y no bancarios con la retracción de los bancos privados, que los organismos multilaterales de crédito no pudieron suplantar; 4) la fuga de capitales; 5) las políticas macroeconómicas de los países deudores.

Después de haber atendido los compromisos más urgentes de deuda en 1987 usando reservas, en abril de 1988 el Estado declaró la moratoria, que se extendió incluso a los organismos multilaterales de crédito. Se expresaba así las consecuencias del sobrendeudamiento producido en el período 1976-1982. Tras el golpe de Estado en 1976 en un contexto de grave crisis, el ministro de Economía Martínez de Hoz inició una estrategia reiterada en el liberalismo económico autóctono tanto en sus instrumentos, que combinaban liberalización de las relaciones económicas con el mundo con regulación de un tipo de cambio retrasado, como en la orientación, porque se apostaba al equilibrio del balance de pagos a través de la cuenta capital y financiera. Con la gran masa de dinero disponible en el mundo en ese momento, las posibilidades ofrecidas por la política oficial generaron un flujo de capitales líquidos hacia el país. Sin embargo, el alza de las tasas internacionales y la caída de los precios de exportación provocaron una salida de divisas y obligaron gobierno a utilizar las reservas para sostener el tipo de cambio. En los últimos 15 meses de la gestión de Martínez de Hoz, el sector público perdió reservas por USD 6.190 millones y, simultáneamente, tomó créditos externos para hacer ingresar las divisas que los agentes posteriormente volvían a girar al exterior, elevando la deuda pública externa a USD 13 mil millones. El sector privado también incrementó sus obligaciones externas en USD 3.343 millones. Así, cuando Martínez de Hoz se retiró del cargo, el monto de la deuda externa neta se había multiplicado por tres, de USD 8.500 millones en diciembre de 1979 a USD 25.300 millones en marzo de 1981, pasando de 14 al 42% del producto bruto nacional (Schvarzer, 1998: 33-48).

A inicios de los ochenta, los grandes grupos privados que se habían endeudado fuertemente corrían el riesgo de quiebras masivas. Ante esta posibilidad, en 1982 el gobierno de facto inició una serie de operaciones para subsidiar el aprovisionamiento de divisas de los deudores privados que financió con nueva deuda pública, produciendo una masiva socialización de la deuda externa privada muy por debajo de la compensación de los privados al Estado (González Fraga, 1989: 54-55; Rodríguez, 1989: 85). Como recuerda William Rhodes, alto ejecutivo del Citibank, uno de los bancos que más préstamos había otorgado en la región, la política oficial

> permitió que más de 200 empresas argentinas transfirieran la mayor parte de sus USD 17 mil millones en deuda privada al gobierno federal, convirtiendo la deuda privada en deuda pública. Previamente, 90% de los préstamos del Citibank habían sido otorgados al sector privado. Esas deudas pasaron al Estado (Rhodes, 2011: 122).

La participación de la deuda pública sobre el stock de deuda externa total pasó del 53% en 1980 al 73% en 1983 (Cline, 1995). Simultáneamente, se había producido un fuerte proceso de fuga de capitales. Por cada dólar ingresado en concepto de préstamos, 59 centavos habían sido reexportados, cifra superior a la de otros países semi-periféricos como Corea del Sur (8 cts.), Brasil (15 cts.), Filipinas (16 cts.) o México (52 cts.) (Bourguinat, 1992: 672).

A comienzos de 1989, el flujo de divisas estaba cortado, sin financiamiento multilateral, importantes atrasos, reducido crédito comercial de corto plazo y sin crédito de largo plazo. A este cuadro se sumaban las perspectivas. Para el período 1988-1994, el servicio total del pago de la deuda, principal e intereses, exigía un promedio de USD 8.300 millones anuales u 11% del PIB (de la Balze, 1989: 18-22). Tres semanas ante de las elecciones presidenciales, el presidente Alfonsín caracterizaba a la Argentina como "un país hipotecado por su deuda externa y con un Estado exhausto".[67] La concentración en el sector público hacía que la deuda externa no era sólo un problema de balance de pagos sino también un problema fiscal que impactaba en la inflación (Aguirre, 1989).[68] Como sostenía el secretario general de la ONU Pérez de Cuéllar,

> las obligaciones considerables del servicio de la deuda han dado lugar también a problemas fiscales internos graves. Por ejemplo, en algunos países altamente endeudados, los gobiernos han debido generar recursos equivalentes al 5% o el 6% del PIB para hacer frente

[67] "El mensaje del presidente de la Nación", *La Nación*, 22/04/89, p. 1.
[68] La situación era más grave para los casos de Argentina y Brasil donde, a diferencia de México, había una escasa participación del Estado en la actividad exportadora (Bekerman, 1990: 529).

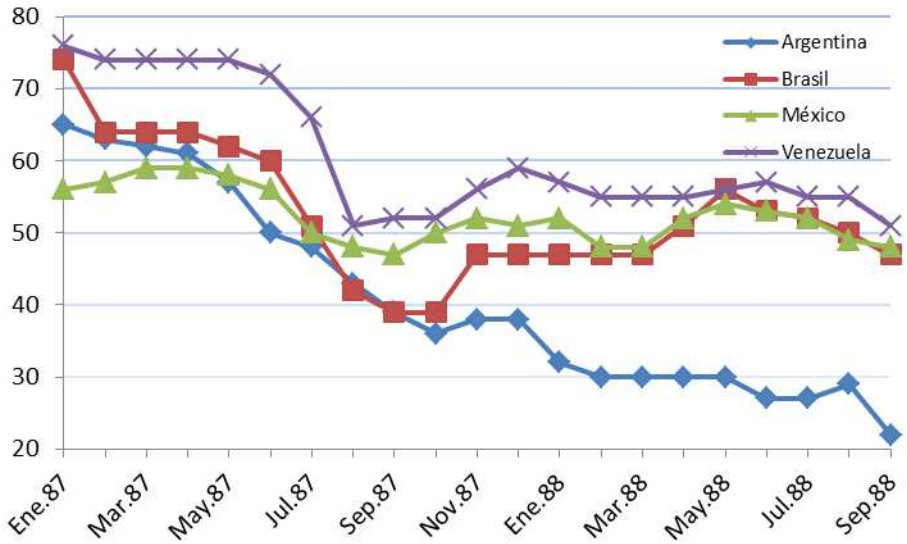
> al servicio de la deuda externa. Dado que en la mayoría de los países deudores el gobierno ha asumido la mayor parte de la deuda externa, en los casos en que no se trataba originalmente de préstamos del gobierno, la carga de los pagos de intereses al extranjero es en primera instancia una carga sobre el presupuesto estatal. El margen existente en la práctica para el aumento de los ingresos fiscales en el corto plazo es a veces muy limitado y los gobiernos han debido recurrir en consecuencia cada vez más a los préstamos internos, a la expansión monetaria y al aumento de los precios de los productos del sector público, con consecuencia adversas para la tasa de inflación (ONU, 1988: 12).

La percepción de los grupos financieros internacionales sobre la solvencia del Estado argentino fue cada vez más negativa, incluso en comparación con los otros grandes deudores de la región. Si bien la mayoría de la deuda eran préstamos bancarios y no títulos, con el consiguiente escaso desarrollo de los mercados secundarios, un indicador de esta percepción negativa era la cotización de los títulos de la deuda externa.[69] Como se observa en el Gráfico 2.1, el caso argentino se diferenció del resto de los latinoamericanos a partir del último trimestre de 1987, período que corresponde con el inicio del declive del alfonsinismo tras la derrota en las elecciones legislativas de septiembre y el deterioro en el frente económico. En agosto de 1989, por cada dólar de valor nominal, los papeles cotizaban a USD 17-18 centavos. Si bien era superior al piso de mayo (13/14 cts.), en América Latina sólo se encontraban por debajo Ecuador (15/16 cts.) y Perú (4/6 cts.).[70]

[69] En 1988, Juan Sorrouille, ministro de Economía 1985-1989, afirmaba que "es cierto que los mercados secundarios no son del todo perfectos y su tamaño es relativamente reducido, pero convengamos que reflejan válidamente la percepción de la real capacidad de pago de los países deudores". "Sourrouille reclamó en el FMI un necesario alivio financiero", *La Nación*, 15/04/88, p. 7.

[70] "Ligera alza en la cotización de la deuda externa argentina", *La Nación*, 12/08/89, p. 7.

Gráfico 2.1 – Cotización de los títulos de la deuda externa de Argentina, Brasil, México y Venezuela en el mercado secundario, enero 1987-septiembre 1988 (USD centavos)



Nota: Valor a fin de mes en porcentaje.
Fuente: Elaboración propia sobre datos en Frediani (1989:57).

El representante en el país del Citibank, Ricardo Handley, había expresado en 1988 que "lo importante es que la Argentina vuelva a los mercados (…). Yo diría que volver es difícil en tanto y en cuanto no podamos reunir todas las condiciones necesarias".[71] Cuatro años más tarde, en 1992, el gobierno argentino lograba acordar una reestructuración de la deuda, reuniendo así "todas las condiciones necesarias" para acceder al crédito privado externo. Como explica el negociador de la deuda argentina, Daniel Marx,

> los cambios son producto de varias cosas, no sólo del cambio presidencial. Concretamente, entre el '88 y el '91 ocurrió, primero, un cambio muy grande en la estrategia de Estados Unidos que después se materializó en un cambio en la estrategia por el lado de los otros países y los organismos internacionales, pasando del Plan Baker al Plan Brady. Segundo, hubo una serie de incógnitas que se despejaron que tenía que ver parte la cuestión política pero en parte también con lo que hace a los programas de estabilización macroeconómica. Tercero, adaptándose a todo ello, la estrategia [argentina] se ajusta.[72]

Las condiciones necesarias para acceder al crédito privado externo eran un cambio de estrategia internacional y, a nivel local, el despeje de las incógnitas sobre la "cuestión política" y los programas económicos domésticos. El proceso a través del cual la Argentina

[71] "Diálogos", *Ámbito Financiero*, 10/06/88, p. 14.
[72] Entrevista con el autor, 21/12/07.

cumplirá con las condiciones domésticas para ingresar al sistema financiero mundial incide en el proceso de formación de la nueva coalición político-social que se constituye en el período.

Por ello, en la primera sección del capítulo se observa el giro internacional de deuda, que expresa, a su vez, la relación de poder entre bancos acreedores y deudores. Primero, el giro se produjo sólo después que los bancos reunieran el capital para protegerse con las pérdidas potenciales de los préstamos. Segundo, la posibilidad insinuada en 1984 de una estrategia autónoma de los deudores, que se expresó en el Consenso de Cartagena, quedaba definitivamente enterrada.[73] Ante el descalabro de sus economías, que derivaría en muchos casos en procesos hiperinflacionarios, la dependencia aguda el Estado del capital hacía inviable cualquier estrategia autónoma: el acceso al mercado internacional pasaría necesariamente por un acuerdo en el marco del Plan Brady. Todos los grandes deudores semi-periféricos reestructuraron sus pasivos en el marco de este plan. Tercero, ese mismo plan sería definitorio en la agenda de política económica de los países deudores. Este tercer punto implicaba, a su vez, cambios locales. En palabras de Marx,

> la cuestión política era un factor interno importante del punto de vista de cuanto apoyo político tenía el Presidente para alguna estrategia de deuda y lo que podía llevar adelante, especialmente si significaba un cambio de dirección y rumbo. Esto tenía que ver con las otras políticas, es decir, la situación monetaria, fiscal, inflación, estabilización en general y programas o no de desregulación y, en el caso argentino, de privatizaciones.[74]

Por lo tanto, esto significaba dos grandes aspectos. En primer lugar, la "cuestión política", es decir, que la implementación de la política económica exigida tuviera viabilidad política. Por un lado, ello fue posible gracias al nuevo clima ideológico dominante a fines de los ochenta favorable a las ideas del liberalismo económico local, que Menem, gracias a los rasgos del PJ, pudo abrazar. Por otro lado, para reconstruir poder político, Menem se asoció a las principales corporaciones. En la política económica, esto se tradujo en una alianza con

[73] Esta estrategia no prosperó debido las diferencias en las estructuras de vencimiento de cada país y, sobre todo, a la acción de los gobiernos centrales y de los bancos acreedores. Como recuerda Mario Brodersohn, secretario de Hacienda (1985-1989), "si los tres grandes deudores de América Latina no pagaban la deuda era una caída en el valor patrimonial de los grandes bancos internacionales fenomenal. Entonces eso llevó a que los gobiernos de Alemania, Japón, Estados Unidos, Francia, se interesasen para evitar la crisis del sistema bancario. Una forma de evitar esa acción conjunta era crear un club de acreedores. Y se crearon los clubes de acreedores en cada uno de los países, en Argentina, Brasil, México. Y trataron, esos acreedores, de evitar que se forme un club de deudores. Y fueron exitosos. No se formó ningún club de deudores" (Brodersohn, AHO, 13/10/05).

[74] Entrevista con el autor, 21/12/07.

grupos económicos locales, sectores financieros internacionales y la llegada a posiciones clave en el Estado de los tecnócratas de *think tanks* ligados al liberalismo económico local. La segunda gran cuestión era implementar la agenda de políticas que el ingreso del Brady requería, es decir, reformas estructurales y estabilización de la economía. Si el diseño del primero provino de los organismos multilaterales de crédito, en el segundo caso fue clave el rol jugado por la tecnocracia local.

1. Los cambios internacionales

El giro en la estrategia internacional de la deuda fue clave para posibilitar un acuerdo entre el Estado y los bancos acreedores. El aspecto más importante y revelador de las relaciones de poder imperantes fue que los tiempos del proceso dependieron de la estrategia de los bancos. En efecto, lo que lo que se denominó la "década perdida" fue para los acreedores el tiempo necesario para protegerse con potenciales pérdidas por sus préstamos.

A inicios de la década, las condiciones económicas mundiales eran muy desfavorables, con altas tasas de interés y bajos precios de los *commodities*. Se asumió en los centros mundiales de decisión que una eventual recuperación internacional, es decir el regreso a un contexto "normal", facilitaría el acceso de los deudores al crédito privado externo. Las proyecciones del FMI estimaban para el período 1983-1987 una reducción del ratio deuda sobre exportaciones (Cline, 1995). La conclusión era que la crisis residía en un problema de liquidez, que requería préstamos transitorios, y no de solvencia, que implicaba una reestructuración.

Como se mencionó, el nivel de exposición de los bancos acreedores era tan elevado que una reestructuración era inviable ya que implicaba grandes pérdidas en sus balances, poniendo en riesgo al sistema financiero mundial. Por eso, como explica Machinea, presidente del BCRA (1986-1989),

> el gobierno de Estados Unidos estaba muy comprometido con el tema de la deuda por la sencilla razón que los bancos estaban involucrados. La caída de algún banco podía poner en

> peligro el sistema financiero en Estados Unidos. Algunos bancos estaban demasiado expuestos con América Latina.[75]

Entre el diagnóstico del FMI y la situación de los bancos, la estrategia internacional inicial, liderada por el gobierno de Estados Unidos, se basó en la tesis de la iliquidez. El FMI, la Reserva Federal y el departamento del Tesoro de Estados Unidos diseñaron los programas de refinanciamiento de emergencia, exigiendo a su vez la participación de los bancos comerciales y determinadas políticas domésticas a los países deudores (Cline, 1995). En 1985 era evidente que crédito privado externo no regresaba. Ante este escenario, el nuevo secretario del Tesoro estadounidense, James Baker, cambió la estrategia internacional.

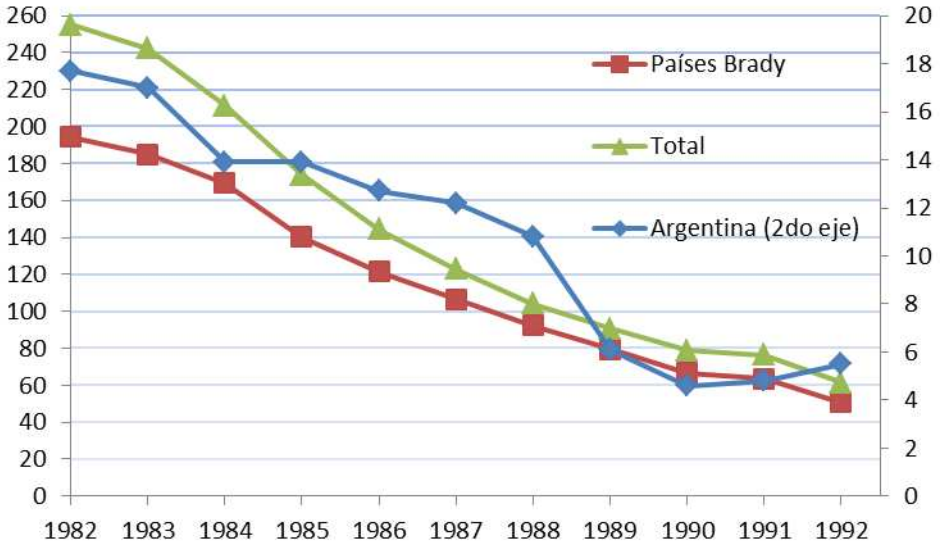
La segunda fase, de 1986 a 1988, se ordenó en torno al Plan Baker, en el cual en tres años los bancos acreedores otorgarían préstamos por USD 20 mil millones y los organismos multilaterales por USD 10 mil millones a las 17 economías más endeudas (Cline, 1995). En contrapartida, los deudores debían cumplir con un programa de reformas con mejora de la situación fiscal, liberalización de importación e inversión extranjera directa y privatizaciones de empresas públicas. Por eso el Plan Baker implicaba un cambio en las condicionalidades, más allá del ajuste ortodoxo de corto plazo para equilibrar el balance de pagos, y fijaba metas de más largo plazo de reforma estructural, dejando atrás la tesis de la iliquidez y pasando a la de insolvencia. Sin embargo, varios factores impidieron el éxito del plan. Los dos principales mencionados son la falta de acompañamiento de los bancos comerciales, que no cubrieron con sus préstamos los montos originales (Banco Mundial, 1992; Bouzas y Keifman, 1990), y la incapacidad de los gobiernos deudores en cumplir las metas y reformas fijadas, lo que se tradujo en falta de acuerdos con el FMI (Cline, 1995).

Durante los años 1982-1988, los bancos acreedores implementaron su propia estrategia. La crisis mexicana de 1982 había sido particularmente grave para el sistema financiero mundial pues los bancos acreedores tenían un escaso nivel de capitalización. Por eso, durante los ochenta, los bancos acumularon capital para "crear reservas en sus balances y fortalecer su posición patrimonial para hacer frente a posibles incumplimientos" (de la Balze, 1989: 15). En 1987, cuando, ante el colapso del Plan Cruzado, el presidente brasileño José Sarney declaró la moratoria, el Citibank anunció que pasaba USD 3 mil millones a reservas. La estrategia del banco apuntaba a demostrar a las autoridades brasileñas que no podían

[75] Entrevista con el autor, 17/12/08.

amenazar con el no pago a pesar de los montos elevados de la deuda. Varios bancos acreedores estadounidenses e ingleses, con situaciones regulatorias similares, siguieron la estrategia del Citibank.[76] Paralelamente, los bancos siguieron percibiendo pagos en efectivo de intereses y comisiones que en promedio duplicaron sus nuevos préstamos a la región (de la Balze, 1989: 15). Así, los bancos redujeron su exposición como proporción de su capital (ver Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2 – Exposición de los principales bancos comerciales de Estados Unidos, 1982-1992 (% del capital)



Nota: Los "países Brady" son los 17 que participaron de los acuerdos del Plan Brady, es decir, Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Costa de Marfil, Ecuador, Filipinas, Jamaica, Marruecos, México, Nigeria, Perú, Uruguay, Venezuela y Yugoslavia. El "Total" son 33 países, es decir, además de los 17 que formaron parte del Plan Brady, India, Indonesia, Pakistán, Sudán, Zaire, Zambia, Argelia, Egipto, Corea del Sur, Malasia, Siria, Tailandia, Turquía, Hungría, Polonia y Rumania.
Fuente: Elaboración propia sobre datos del FFIEC (1982).

La estrategia de los acreedores tuvo tres consecuencias definitorias del Plan Brady. Primero, al tener las reservas necesarias, muchos bancos comenzaron a vender sus préstamos a

[76] En Estados Unidos, las reservas quedaban a criterio de la institución privada, salvo que el país fuese declarado *value impaired* (valor dudoso), lo que los obligaba a establecer reservas cuyo porcentual era fijado por las autoridades. Cuando el 2 de junio de 1989, Argentina era declarada de "valor dudoso", los bancos debieron castigar 20% de sus créditos financieros con atrasos. En cambio, en Francia y en Alemania el Banco Central recomendaba el establecimiento de reservas, 50% en el caso alemán, por lo que no precisaron seguir la acción del Citibank de 1987 (Crespo y Portela Moreno, 1989: 111).

cambio de efectivo, favoreciendo el surgimiento de los mercados secundarios, cuyo volumen comercializado pasaba de USD 1.500 millones en 1983 a USD 40 mil millones en 1988, permitiendo a los bancos diversificar el riesgo de sus inversiones (Redrado, 1989: 157). En segundo lugar, el impacto en los mercados secundarios llevó a que, en promedio, la cotización de la deuda de los "países Brady" pasara de USD 67 centavos a comienzos de 1987 a USD 50 centavos a mediados de ese año y a USD 32 centavos a finales de 1989 (FMI, 1990). Para el secretario adjunto para Asuntos Internacionales del Departamento del Tesoro, David Mulford, quien tendría un rol protagónico en el diseño del Plan Brady, un requisito indispensable para dar salida a la crisis fue el reconocimiento por parte de los acreedores que el valor real de la deuda era inferior a su valor nominal (Cline, 1995: 217). Tercero, este proceso, a su vez, dificultaba la capacidad de los gobiernos centrales para forzar la participación de los bancos en los paquetes de financiamiento adicional. La política de reservas contra crédito implementada por los bancos acreedores había disminuido la amenaza sistémica sobre el mercado financiero mundial, que los había reunido, y las diferencias entre las entidades cobraban importancia.[77] Este último punto haría necesario la inclusión del menú de opciones, elemento central en el Plan Brady.

El giro definitivo sobre la deuda se inició en 1988 con el triunfo en las elecciones presidenciales en Estados Unidos del candidato republicano George Bush. Dos hombres que provenían del mundo financiero diseñaron lo que sería una profunda revisión de la estrategia sobre la deuda. Nicholas Brady, nombrado secretario del Tesoro por Reagan en septiembre de 1988, fue ratificado por Bush.[78] Sin experiencia en temas de deuda en los países semi-periféricos, Brady convocó a Mulford, quien había sido asesorado en la colocación de los petrodólares a la Agencia Monetaria de Arabia Saudita (SAMA) entre 1974 y 1983 y había participado en la elaboración del Plan Baker, y le solicitó la redacción de una nueva propuesta.[79] El equipo del Tesoro preparó un documento que fue revisado por una

[77] En el caso de alemanes y franceses, las reservas contra crédito de cobro dudoso eran deducibles del impuesto a la renta. En cambio, para estadounidenses, ingleses e italianos no lo eran hasta que se tomaba la pérdida contable, sea asumiendo la reducción del valor de la deuda o a través de su venta en el mercado secundario (Crespo y Portela Moreno, 1989: 110). Por eso estaban más interesados, dentro de la lógica misma del Plan Brady, de borrar deuda vieja de sus balances y pasarla a nueva, en títulos.

[78] Brady entró en 1954 a trabajar en el banco de inversión Dillon Read. Brady alcanzó la cima de la entidad en 1973, llevándolo en los ochenta a ser el segundo banco colocador de títulos con mayor rentabilidad en Estados Unidos detrás de Morgan Stanley. Louis S. Richman, "La méthode Brady", *Fortune*, juillet-août 1989, p. 68.

[79] Mulford fue entre 1974 y 1984 jefe de la división de Finanza Internacional del banco de inversión White, Weld & Co., comprado por Merrill Lynch en 1978, y asesor en inversiones de la SAMA, banco central saudí que

comisión compuesta por Brady, Baker, el presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan, el secretario de Estado George Shultz y otros funcionarios de diversas áreas. El documento señalaba que la deuda y los intereses impagos se acumulaban, los bancos ya estaban en una estrategia de salida mientras el FMI y el Banco Mundial otorgaban más créditos. Esta tendencia no implicaba mejoras para los deudores y, paralelamente, había una transferencia del riesgo de los bancos a los organismos multilaterales (Cline, 1995: 218). No era ajeno el hecho que los funcionarios estadounidenses descubrían con el Caracazo en enero de 1989 las consecuencias sociales de la crisis de la deuda en América Latina, que amenazaban la estabilidad política en las nuevas democracias. En marzo de 1989, la comisión presentaba públicamente la nueva estrategia.

La propuesta, que rápidamente adoptó el nombre de Plan Brady, abandonaba la política de préstamos condicionados y se centraba en reducción voluntaria y de mercado de deuda, en dar garantías del sector público para convencer a los bancos y en mayor tolerancia con los atrasos en los pagos de intereses. Era de "mercado" porque la reducción se basaba en la cotización de los títulos de deuda en los mercados secundarios y "voluntaria" porque daba a los bancos la opción entre otorgar préstamos adicionales o aceptar una reducción de deuda (Krugman, 1989). El diseño del Plan se adaptaba a las necesidades de los acreedores. Rhodes, por entonces vicepresidente del Citibank, había comunicado a Mulford la importancia de que la reestructuración fuera voluntaria y de mercado, ya que de otro modo habría presentaciones judiciales de los bancos y, además, "no induciría a la cooperación de la comunidad financiera internacional" (Kurgman et al., 1994: 734).

Los organismos multilaterales, el FMI y el Banco Mundial, tenían un doble rol en el Plan Brady. Por un lado, debían financiar la creación de un fondo de USD 24 mil millones para reducir la deuda y garantizar los pagos de intereses por parte de los deudores a partir de la emisión de los nuevos títulos.[80] Por otro lado, el respaldo se orientaba a que los deudores asumieran programas de reducción de deuda y, sobre todo, reformas estructurales de sus

---

había administrado los petrodólares (Arabia Saudita es el primer productor mundial de petróleo). Por ello Mulford estuvo en el corazón de las decisiones sobre la colocación durante los setenta de los petrodólares y, a fines de los ochenta, participaba en el diseño del plan de reestructuración de esa misma deuda. Información disponible en el sitio web de la Embajada de Estados Unidos en India (http://newdelhi.usembassy.gov/bio.html); Louis S. Richman, "La méthode Brady", *Fortune*, juillet-août 1989, p. 69.

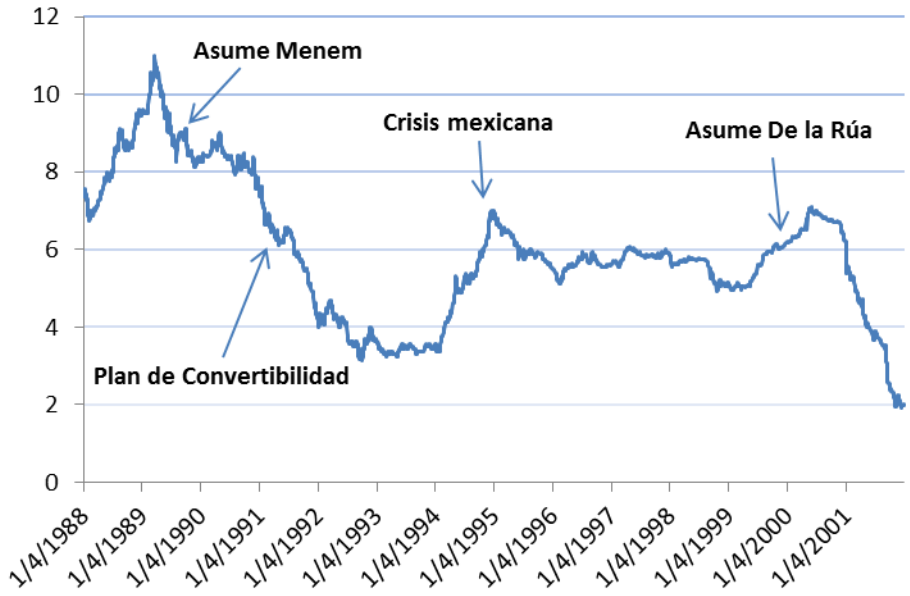
[80] Luis Muñoz, "El FMI y el Banco Mundial aportarían U$S 24.000 millones para el plan Brady", *Ámbito Financiero*, 28/03/89, p. 4.

economías aprobadas por el FMI. De este modo, se establecía en los países deudores una agenda de política económica que debía ser adoptada si se deseaba ingresar al Brady. En palabras del mismo Brady, "las instituciones financieras internacionales necesitarán continuar jugando los papeles centrales. El corazón de sus esfuerzos será el promover buenas políticas en los países deudores a través del asesoramiento y del apoyo financiero" (citado en Conesa, 1989: 95).

En julio de 1989 México fue el primer país en realizar una reestructuración siguiendo la propuesta de Brady. Hacia mayo de 1994, 18 países habían realizado acuerdos por un total de USD 190 mil millones en préstamos bancarios de largo plazo (Cline, 1995). Si bien varió en los países en función de las particularidades nacionales, en reglas generales el menú de opciones incluía un bono *discount* (reducción de 30-35% del valor del principal, intereses a tasa LIBO más 13/16, maduración de 30 años y bonos cupón cero del Tesoro de Estados Unidos como colateral), un bono *par* para los bancos de países donde la regulación y estructura tributaria hacia preferible mantener el valor nominal y reducir los intereses (en general a tasa fija de 6%, con maduración y colateral similar al *discount*) u opciones alternativas y menos utilizadas de recompra o nuevos préstamos (Cline 1995: 232).

Finalmente, los cambios económicos terminaron de dar las condiciones externas necesarias para la viabilidad del Plan Brady. La recesión económica en Estados Unidos a inicios de la década del noventa provocó una baja en las tasa de interés por parte de la Reserva Federal (ver Gráfico 2.3). Se sumó además una fuga de capitales en Asia debido a grandes déficit en las cuentas corrientes. Ambos favorecerían la acumulación, como a finales de los setenta, de una masa disponible de dinero en el mundo lista para ser colocada en mercados que dieran mayores beneficios. Según el financista George Soros, "en un determinado momento en 1993, más de la mitad de la entrada de capital a los fondos mutuales de Estados Unidos fueron a mercados emergentes" (Soros, 1999: 57). En el caso específico argentino, a esta disponibilidad de dinero de inversores internacionales había que agregar que la carencia de divisas del sector público coincidía con una elevada posición de reservas líquidas en manos del sector privado local en su mayor parte invertida en el exterior a través del proceso de fuga de capitales en los ochenta (Aguirre, 1989: 167).

Gráfico 2.3 – LIBOR a 6 meses, 1988-2001 (%)



Fuente: Elaboración propia sobre datos de Mortgage-X.com.

2. Los cambios domésticos

Para ingresar al Plan Brady, los países deudores debían poner en orden sus economías locales. Rhodes, vicepresidente del Citibank, expresaba en 1988 que "habrá que proceder con dureza para que la Argentina cumpla con sus deberes".[81]

La implementación de la agenda económica del Brady fue resultado de dos procesos en el país. Primero, el ascenso de las ideas económicas liberales y, paralelamente, el giro estratégico producido en el PJ. Segundo, y ligado a lo anterior, la victoria de Menem y su estrategia de acercamiento a nuevos aliados en un proceso progresivo de formación de una coalición político-social. En ese sentido, se analizan las características y vínculos entre el PJ, los grupos económicos locales y los *think tanks* ligados al liberalismo económico criollo, que proveerían de funcionarios en el área de política económica.

[81] *La Nación*, 04/02/88, p. 7.

a. La "cuestión política": el ascenso de las ideas económicas liberales y el giro del PJ

Si bien, como se mencionó, era un proceso global, el ascenso de las ideas económicas liberales se consolidó en el país a fines de los ochenta, en un doble sentido. Primero, en cuanto a su contenido, sobre la necesidad de apertura de la economía y, sobre todo, reducción del rol del Estado, señalado como principal responsable de la crisis de hiperinflacionaria de 1989. Segundo, en la forma en que las políticas debían implementarse, que se tradujo en la estrategia del "shock de confianza".

El desorden económico favorecía la opinión que asignaba la responsabilidad de la crisis al déficit fiscal, y a la ineficiencia de las empresas públicas en particular. En ese sentido, las privatizaciones eran la imagen invertida de las nacionalizaciones de posguerra. "Entonces, la mayor parte de la sociedad veía en las nacionalizaciones un instrumento para la solución de la mayoría de los problemas económicos y de política pública (…). Hoy, con las privatizaciones, ese argumento se repite" (Gerchunoff y Canovas, 1995: 483). La crisis había favorecido la divulgación de las ideas liberales en el país realizada por comunicadores sociales y el partido político de ideología liberal económica, la Unión de Centro Democrático (Ucedé). Las ideas de privatizaciones y reducción del aparato del Estado tenían el apoyo de la mayoría de la sociedad, 60% según las encuestas de entonces (Novaro, 2009: 314). Álvaro Alsogaray, líder de la Ucedé, percibía el avance de las ideas privatizadoras. Afirmaba que

> [e]n el seno de la sociedad argentina se ha operado ya, principalmente a lo largo de los últimos cinco años, una marca evolución intelectual y un cambio profundo de mentalidad, en el sentido de abjurar de la asfixiante dependencia del Estado para inclinarse hacia grados cada vez mayores de libertad. Esta transformación es especialmente notable en el campo económico. Hasta hace muy poco prevalecían en él ideas estatistas e intervencionistas, asociadas a un Estado sobredimensionado, todopoderoso y omnipotente, supuestamente capaz de regular la vida diaria de todos los habitantes del país. Hoy existe un marcado rechazo hacia la burocracia, la tecnocracia y las organizaciones y empresas estatales que constituían los instrumentos de acción de aquel Estado (Alsogaray, 1989: 69).

Ante la crisis imperante, era necesario llevar adelante una política económica que atrajera, en palabras de Alsogaray, los capitales "que no están en el país". Para eso, era necesario tener una estrategia específica que inspirara la confianza necesaria orientada a los inversores externos (atracción de capitales) y locales (repatriación de capitales).

Como observa Novaro (2009), el clima ideológico anti-estatista coincidía con una demanda de orden tras el caos hiperinflacionario, lo que favorecía el liderazgo político de Menem de

concentración de poder en el Estado (2009: 314-139). Esto daría viabilidad al proceso de implementación de política pública enmarcada en la estrategia del "shock de confianza".[82] Para Alsogaray,

> la confianza es, pues, indispensable, tanto para atraer capitales como para evitar su expatriación. Creo decididamente que la solución al problema del capital, que reside en la restauración de la confianza, debe buscarse a través de un "shock" y no de una política "gradualista". (…) Lo que se trata es de remover de raíz a un sistema económico y social, con sus correlaciones jurídicas y políticas, que fue implantado hace cuarenta años. (…) No puede sostenerse. No puede ser "emparchado o remendado"'. Debe ser "erradicado", y en su reemplazo hay que implantar un nuevo sistema que, para nosotros, no puede ser otro que el sistema liberal (1989: 34, 75-76).

El memorándum de entendimiento entre el gobierno de Menem y el FMI de 1989 expresaba la conciencia sobre la oportunidad que había brindado la crisis hiperinflacionaria al favorecer las ideas liberales y la estrategia de *shock*. Se afirmaba que

> el gobierno ha puesto en marcha un riguroso programa de reformas estructurales y de política macroeconómica que cuenta con un alto grado de respaldo social en la Argentina. Dicho respaldo surge de los estragos causados por la hiperinflación que asoló recientemente el país y se basa en la convicción generalizada de que el origen del problema fue la falta de disciplina fiscal. También cuenta con amplio respaldo la opinión de que la psicología y el comportamiento inflacionario, que se encuentran tan enraizados en la sociedad argentina, no pueden revertirse de forma gradual sino que requieren un ataque frontal.[83]

A pesar del discurso nacionalista de campaña de Menem, estas ideas también habían penetrado en el peronismo. Sus asesores económicos coincidían en la necesidad de un programa basado en énfasis a las exportaciones, apertura, privatizaciones y desregulación. La diferencia principal residía en que unos eran más gradualistas (Curia, Frigeri, Lavagna), otros, partidarios de la idea del "shock de confianza" (Cavallo, Di Tella) (Camou, 1998).[84] Menem sostenía que "a las privatizaciones, tampoco hay que tenerles miedo. Aquellas empresas que no corresponda manejar al Estado por ser irrelevantes a su política, deben ser privatizadas" (Menem, 1988: 74). Del mismo modo, a inicios de 1989, mientras la CGT planteaba la moratoria de la deuda externa, Menem sostenía que esa posición era

[82] "La muerte del dinero fue también la de la deliberación, y fortaleció una disposición social ya por tradición bastante extendida a asociar la eficacia con el gobierno de turno y, los partidos, el Congreso y demás ámbitos de negociación, con las dilaciones y la ineficacia. Esto no significó, sin embargo, el apoyo a una salida autoritaria. La persistencia de la legitimidad democrática, que daba base a la autoridad del presidente, hizo la diferencia entre esta crisis y otras anteriores que había vivido el país" (Novaro, 2009: 329).

[83] "Texto completo del memorándum de entendimiento con el FMI", *Ámbito Financiero*, 13/10/89, p. 1.

[84] La expresión "shock de confianza" se incorpora al Capítulo III de la Plataforma Electoral del PJ (Camou, 1998: 94).

"desactualizada".[85] En ese sentido, al presentar en marzo de 1989 Brady su plan, el asesor económico y futuro canciller de Menem, Guido Di Tella, se preguntaba si "Brady no será peronista".[86] En septiembre 1988, Menem inició un acercamiento a los sectores del capital, en especial la cúpula del Citibank, donde dejó en claro que "ustedes quieren cobrar y nosotros queremos pagar".[87]

Menem abrazó las ideas económicas liberales en una estrategia de acercamiento a los sectores del capital locales e internacionales. Su necesidad de convencer sobre su autenticidad explicaría, junto al ahogo financiero estatal, su inclinación posterior por una política de shock y no gradualista. Que pudiera hacerlo en un movimiento de base sindical como el peronismo fue gracias a las características propias del PJ y a los cambios en las relaciones de poder internas operadas durante los ochenta. Como menciona Levitsky (2003) el PJ era un partido de masas, con una fuerte inserción en los sectores populares urbanos de la provincia de Buenos Aires.[88] Al mismo tiempo, su baja institucionalidad formal se expresaba en la ausencia de una fuerte burocracia central y de reglas y procedimientos formales efectivos. La combinación de ambas características les permitía a los líderes del PJ mantener los vínculos con sus bases mientras, paralelamente, modificaban sus estrategias en función de los cambios sociales. Mientras la mayoría de los partidos laboristas, socialistas o socialdemócratas tuvieron serias dificultades a fines de los ochenta a adaptarse al ascenso de las ideas económicas liberales, el liderazgo peronista pudo hacerlo más fácilmente, superando los desafíos a nivel programático y de alianzas (Levitsky, 2003: 5). En el primer caso, adoptando las ideas económicas liberales; en el segundo, estableciendo una nueva alianza político-social, mientras que la CGT pasaba a una posición subalterna en la dirección del gobierno peronista.

El giro adoptado por Menem fue viable también por los cambios producidos internamente en el PJ durante los ochenta, en la puja que opuso a los líderes gremiales que habían dominado la elección de 1983, Lorenzo Miguel y Herminio Iglesias, a los dirigentes políticos que se encuadraron en lo que se denominó la "renovación peronista". Como menciona

[85] Emilio J. Corbière, "La moratoria no deja dormir al peronismo", *El Heraldo de Buenos Aires*, 13/01/89, p. 4.
[86] "Opiniones cada vez menos optimistas", *Ámbito Financiero*, 21/03/89, p. 15.
[87] Ricardo West Ocampo, "¿Ante un adiós definitivo?", *Diario Popular*, 25/09/88, p. 6; "Penoso", *Ámbito Financiero*, 26/09/88, p. 5.
[88] Auyero (2001) estudia en profundidad la dinámica entre el PJ y sus bases sociales en el conurbano bonaerense.

Carlos Corach, ministro del Interior 1995-1999, la tarea de la Renovación "fue el trasvasamiento de la conducción del partido de las cúpulas sindicales a los cuadros políticos" (Corach, 2011: 116), que lograría concretarse en las elecciones de 1985 y 1987. "Es entonces cuando se cierra el período de la Renovación" (2011: 113). Menem, que hasta entonces había acompañado a la Renovación, reunió a los sectores derrotados, incluidos a los dirigentes gremiales que progresivamente se sumaron a su candidatura, y prevaleció finalmente en la interna presidencial de 1988 (Novaro, 2009: 264-268). Si Menem había derrotado a la Renovación, ésta había colocado a los dirigentes gremiales en la posición subalterna que tendrían durante los noventa.

b. Los nuevos aliados

Si la etapa inicial de Alfonsín se había caracterizado por un enfrentamiento con los distintos grupos de presión, Menem, en cambio, había decidido pactar con ellos. Según Cavallo (2001), "Menem había dicho que él quería un empresario en Economía, un sindicalista en Trabajo, alguien conectado con la Iglesia católica en Educación; es decir, había insinuado que su gabinete iba a ser una suerte de conjunto corporativo" (2001: 133). A esta lógica se pueden sumar los indultos para la resolución de la cuestión militar y el nombramiento de un hombre cercano a Estados Unidos como el mismo Cavallo para el cargo ministro de Relaciones Exteriores. En ese sentido, "tener buenas relaciones con los Estados Unidos era clave para poder salir de la situación en la que habíamos caído" (2001: 138). Por eso, en julio de 1989 Menem nombraba como ministro de Economía a Miguel Roig, ejecutivo de uno de los grupos económicos más importante y conocidos del país, Bunge y Born.[89] El resto de los cargos del gabinete, específicamente políticos y sociales, fue para miembros del PJ. Estas tareas eran útiles para los fines propiamente electorales del PJ y vitales para permitir la continuidad en el tiempo de la emergente coalición dentro de un régimen democrático (Schvarzer, 1994).

A los fines de comprender mejor las características de la coalición político-social que se iba construyendo y que daría viabilidad a la agenda económica exigida, se procede al análisis de los actores locales que la conformaron. Por un lado, los grandes grupos económicos locales,

[89] "Bunge y Born es el nombre más conocido con el que se reconoce a uno de los grupos empresarios más grandes del país. Ampliamente diversificado, con raíces en la actividad agropecuaria, comercial-exportadora e industrial, se ubica en la privilegiada docena de mayores grupos del país" (Schvarzer, 1989: 9).

que se consideran presentes en el Consejo Empresario Argentino (CEA). El nombramiento de ejecutivos de Bunge y Born en la conducción del ministerio de Economía en 1989 era parte de una estrategia de alianza con los grupos articulados en el CEA que perduraría más allá de su presencia directa en el Estado. Por eso, finalmente, se analiza los vínculos de éstos con quienes se harían cargo de la política económica a partir de 1991, los principales *think tank* liberales del país.

Las corporaciones empresarias: G-8 y CEA

En el período analizado fueron dos las instancias en las que se articularon las posiciones de los diferentes sectores económicos de país, el Grupo de los Ocho (G-8) y el Consejo Empresario Argentino (CEA). Ambos han sido percibidos como representantes del empresariado local. Sin embargo, la organización y la composición de las dos entidades fueron diferentes, lo que impactó en la coherencia e ideología de ambas. Mientras el G-8 era el ámbito de reunión de las corporaciones empresarias representativas de los distintos sectores de la economía en todos sus tamaños (industria, campo, comercio, construcción, bancos), el CEA reunían personas que ocupaban posiciones de dirección en grandes empresas del país. Como afirmara Alfonso Martínez, su director ejecutivo (1997-2002), en el CEA "no se buscaba representatividad".[90]

El G-8 estaba integrado por los presidentes de las cámaras empresarias: la Unión Industrial Argentina (UIA), la Cámara Argentina de Comercio, la Cámara Argentina de la Construcción (CAC), la Unión Argentina de la Construcción (UAC), la Sociedad Rural Argentina (SRA), la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, la Asociación de Bancos Argentinos (ADEBA) y la Asociación de Bancos de la República Argentina (ABRA). Era, por lo tanto, una entidad donde se reunían los representantes de los diferentes sectores económicos, incluyendo en cada uno de ellos empresas grandes, medianas y pequeñas. El titular de la Bolsa de Comercio, Julio Macchi, afirmaba sobre el G-8 que "el poder no nos viene por representar a los grupos poderosos, sino porque representamos a todo el espectro de empresas pequeñas, medianas y grandes de casi todos los sectores".[91]

[90] Entrevista con el autor, 26/08/10.
[91] "El verdadero poder de los 8", *Mercado*, 09/97, p. 35.

El G-8 apoyó las principales decisiones de política económica del período. Por ejemplo, en 1995, el G-8 presentó un documento donde expresaba su "más decidido apoyo a la política de transformación puesta en marcha por el presidente Menem y ejecutada por el ministro Cavallo".[92] Este frente común se fue erosionando a finales de la década, con el inicio de la recesión en 1998. En 1999, el presidente de la UIA afirmaba que "esta es la crisis productiva más grave desde la posguerra" y la SRA convocaba a un paro agropecuario. Las críticas, con todo, no llegarían a pedir el final del régimen de convertibilidad.[93]

Si bien la crítica más general apareció recién a finales de la década, se expresaron disidencias internas a lo largo del período, en particular en la cuestión de las condiciones de financiamiento del sector privado. Es allí donde la coherencia del G-8 es afectada por la presencia de firmas de tamaños diversos. Por un lado, cuando empezó el debate sobre la reforma del sistema previsional, que derivaría en la conformación del mercado local de capitales, ADEBA, ABRA, la Bolsa de Comercio y la Cámara Argentina de Comercio la apoyaron rápidamente. En cambio, los sectores más vinculados con la producción (la UIA, la SRA y las dos cámaras de la construcción) mantuvieron una posición ambivalente. Estas disidencias derivaron en que el G-8 no expresara ningún comunicado formal al respecto.[94] Por el otro lado, donde más fuertemente se expresaron las disidencias fue sobre las altas tasas de interés local. De hecho, el G-8 se disolvía en la práctica en 1999, cuando la UIA, la CAC y otra entidad del agro, las Confederaciones Rurales Argentinas (CRA), crearon el Grupo Productivo con un discurso centrado particularmente en denunciar a un estructura de crédito que beneficiaba al Estado y a las grandes empresas privadas pero excluía a las Pymes.[95] Las dificultades de tener una posición común llevaban a que, en palabras de un titular de la UIA, Claudio Sebastiani, "nos une simplemente un hecho, como la reforma laboral. La UIA, la Rural, ADEBA o la Cámara de Comercio son más fuertes individualmente

[92] "El Grupo de los Ocho respaldó el plan y a sus responsables", *El Cronista*, 18/08/95, p. 9.
[93] En 1999, la UIA sostenía que "en el corto plazo es posible sostener la convertibilidad, pero hacen falta medidas para mejorar la competitividad por parte de todos los sectores". Marcelo Bonelli, "La distancia es el olvido", *Clarín*, 26/03/99, p. 13; "El peor momento", La *Nación*, Economía & Negocios, 30/05/99, p. 4.
[94] Rubén Correa, "Avanza la idea de dar más plazo para optar", *La Nación*, 24/05/94, p. 14; Fernando Lascano, "Encargo especial", *La Nación*, 21/05/94, p. 15.
[95] "Virtual fractura de las entidades del Grupo de los 8", *Clarín*, 04/09/99, p. 13.

que el grupo en su conjunto".[96] Quien analizara entonces a los sectores empresarios a partir del G-8 podía concluir que carecían de una posición coherente sobre la política económica.

Sin embargo, estas diferencias internas no se expresaron en el CEA. A diferencia del G-8, el CEA no era un espacio de representación sino que era un ámbito informal de reunión de individuos que eran propietarios o gerentes de grandes empresas. Es decir, cuyo "atributo era que tenían una posición destacada o de responsabilidad dentro del ámbito empresario".[97] Por ello, como explica Enrique Rute Aguirre (presidente CEA, 1993-1997), el CEA se distinguía del resto de las corporaciones patronales argentinas porque "sus miembros tienen ocupaciones que abarcan toda la gama de los factores económicos argentinos" (ver Tabla 2.1).[98]

Tabla 2.1 – Autoridades del CEA, 1991-2000

	1991	1993	1996	1997	2000
Presidente	Armando Braun	E. Ruete Aguirre (Roberts)	E. Ruete Aguirre (Roberts)	Santiago Soldati (Com. del Plata)	Manuel Sacerdote (Boston)
Vicepte. 1ero	E. Ruete Aguire (Roberts)	Santiago Soldati (Com. del Plata)	Eduardo Casabal (Pérez Companc)	Norberto Morita (Bemberg)	Luis Castro (Unilever)
Vicepte. 2do	Alcides L. Aufranc (Acindar)	Eduardo Casabal (Pérez Companc)	Santiago Soldati (Com. del Plata)	Manuel Sacerdote (Boston)	Juan Masjoan (Telecom)
Secretario	Víctor Savanti (IBM Argentina)	Luis Flynn (Cargill)	Juan Munro (Massalín)	Luis Baumele (Quickfood)	Oscar Vignart (Dow Chemical)
Tesorero	Federico Zorraquín (Garovaglio)	Armando Braun	Norberto Morita (Bemberg)	Otero Monsegur (Francés)	Eduardo Elsztain (IRSA)
Vocal	Juan Munro (Massalín)	Juan Munro (Massalín)	Manuel Sacerdote (Boston)	Luis Castro (Unilever)	Hugo D'Alessandro (VASA)
Vocal	Norberto Morita (Bemberg)	Norberto Morita (Bemberg)	Federico Zorraquín (Garovaglio)	Federico Zorraquín (Garovaglio)	Agostino Rocca (Techint)
Director ejecutivo	Martín Lagos	Martín Lagos	Martín Lagos	Alfonso Martínez	Alfonso Martínez

Nota: En los Anexos se encuentra la lista completa de miembros del CEA de 1989 al 2000.
Fuente: Elaboración propia sobre FIEL, CEA (1991); CEA (1996, 2000); "Consejo Empresario", *La Nación*, 20/04/91, p. 16; "Los treinta cubiertos", *La Nación*, Economía & Negocios, 12/05/93, p. 1; "Los que dieron el sí", *Somos*, 17/05/93, p. 61; Fernando Flores, "Ruete Aguirre al frente del CEA", *El Cronista*, 16/04/93, p. 15; "Soldati será el nuevo referente", *La Nación*, Economía & Negocios, 26/01/97, p. 3; "Soldati presidirá el Consejo Empresario", *Clarín*, 09/04/97, p. 27; Eduardo De Simone, "Desempleo, tema del Consejo Empresario", *La Nación*, 11/04/97, p. 13.

[96] "El verdadero poder de los 8", *Mercado*, 09/97, p. 35.
[97] Alfonso Martínez, entrevista con el autor, 26/08/10.
[98] Facundo Landívar, "'La Argentina de los pantalones largos es la que supera los personalismos'", *La Nación*, 25/07/93, p. 6.

Creado a instancias de Adalbert Krieger Vasena, ministro de Economía en 1967, primero como parte del Instituto para el Desarrollo de Empresarios de la Argentina (IDEA)[99] y luego autónomo desde 1970, los fundadores del CEA habían sido Jorge Born (Bunge y Born), Luis Gotelli (Banco de Italia), Francisco Soldati (Comercial del Plata), Oberdan Sallustro (Fiat) y Eduardo Grüneisen (Astra).[100] Desde sus inicios la cantidad de miembros rondó alrededor de la treintena. La estabilidad se debía a los candidatos debían ser propuestos por el comité de nominación y aceptados por el resto de los miembros (Ostiguy, 1990: 93). Posteriormente, producto de las transformaciones en los noventa, la cifra se elevó a 40. Sin embargo, con la excepción de YPF y de Telecom, las privatizadas tendrían poca presencia directa en el CEA. Como afirmaba Ruete Aguirre, "es bastante difícil la instrumentación, porque muchos de los accionistas de las empresas privatizadas ya están en el Consejo. A nosotros nos interesa contar con quien toma las decisiones".[101] Dado que a comienzos de la década, las principales firmas argentinas eran de propiedad familiar y las que cotizaban en Bolsa tenían un accionista mayoritario que controlaba al menos 60% del capital, a lo largo del período los miembros del CEA son en su mayoría propietarios.[102] Sólo a finales del período se observa el ingreso de gerentes (ver Anexos).

Quienes formaban parte del CEA provenían en general de empresas vinculadas al exterior sea como exportadores de bienes primarios o industriales, como representantes de capitales extranjeros o de grandes empresas vinculados al mercado internacional de capitales.[103] Por eso, la gran mayoría de los miembros del CEA estaban integrados comercial y financieramente a la economía internacional.

[99] IDEA se autodefine como "la organización con mayor prestigio en el ámbito empresarial con base en Argentina (…). Nuclea a las 400 empresas líderes de la Argentina" (www.ideared.org/contenido/127/que-es-idea).
[100] "¿Quién representa a los empresarios?", *Mercado*, 09/95, p. 30.
[101] "'Con Menem hay una coincidencia total'", *Panorama*, 07/93, p. 10.
[102] En 1993, de las 100 empresas de mayor venta en Argentina, 43 grupos económicos locales tenían presencia en 62: 46 eran de su propiedad y tenían participación mayoritaria o minoritaria en 16 más. De éstos 43, 26 eran de propiedad familiar y 17 tenían accionista mayoritario. Por ello, "todas las firmas del universo estudiado operan como cerradas o personales" (Schvarzer, 1998: 198).
[103] Entre otros, pueden mencionarse los casos de Grimoldi, Bunge y Born, Bemberg, Techint, Estada, Arcor, Bagó, Pérez Companc (Kosacoff, 1999: 64).

A diferencia del G-8, el CEA no hacía una defensa gremial del interés particular de alguna rama particular de la economía.[104] Como explicaba en 1993 Ruete Aguirre,

> [e]l Consejo vela por lo que está convencido de que es conveniente para el país, y utiliza su capacidad para influir, sin ninguna duda. (…) Nosotros no hemos querido tener apariciones públicas salvo cuando la importancia de los temas en debate requiere un pronunciamiento del Consejo. Eso ocurre a razón de uno por año, como mucho. Nosotros no representamos intereses sectoriales. Ninguno de los consejeros representa a la empresa que preside. Nuestro interés es el general del país. (…) Se podría hablar de que el Consejo, a través de su tarea de 25 años, tiene una filosofía. El hecho de que formen parte de él compañías extranjeras habla, por ejemplo, de una posición en favor de la inversión externa. También sostiene una cantidad de posiciones que hoy, afortunadamente, ya no son más discutidas, respecto de privatizaciones, apertura, desregulación, autarquía del Banco Central, etc. Nosotros hacíamos una defensa de todo esto y tratábamos de influir sobre los distintos gobiernos, civiles o militares, para que fueran llevadas a la práctica. Pero no defendemos empresas.[105]

Para Manuel Sacerdote, presidente del CEA (1999-2002), la distinción era que

> [e]l Consejo Empresario no interviene en cuestiones gremiales empresarias. Hace estudios, totalmente independientes y en contacto con el mundo académico, y una vez concluidos los presenta a las autoridades para su consideración. El G-8, por su parte, representa intereses empresarios, por lo que tiene una inmediatez mayor de los pedidos que hace. El Consejo no hace pedidos, sino propuestas. (…) No peticiona, como sí lo hace específicamente el G-8. Es un poquito distinto.[106]

La mayor homogeneidad en la composición de CEA explicaba su coherencia ideológica, en lugar de la reunión de intereses sectoriales que representaba el G-8. La búsqueda de una visión común era precisamente el motivo de reunión del CEA. En los estudios que patrocinaba, se presentaba que

> el Consejo Empresario Argentino fue creado en 1967 con el fin expreso de realizar estudios que tiendan al esclarecimiento de los problemas económicos y sociales del país y contribuir a una mejor y más fructífera relación entre los poderes públicos y el sector privado (FIEL, CEA, 1991: 311).

Esta línea ideológica se enmarcaba en el liberalismo económico local.[107] En el período analizado, una vez realizadas las reformas estructurales, núcleo de las coincidencias básicas, las demandas restantes serían flexibilización del mercado laboral, desregulación del sistema

[104] En palabras de Alfonso Martínez, "explícitamente no había una acción gremial". Entrevista con el autor, 28/08/10.
[105] "'Con Menem hay una coincidencia total'", *Panorama*, 07/93, p. 10.
[106] Luis Cortina, "Asignatura pendiente", *La Nación*, Economía & Negocios, 03/08/97, p. 7.
[107] Los dos grupos que abandonaron el CEA, la familia Blaquier (Ledesma) y Techint, explicaron su retirada por su oposición al "ultraliberalismo económico" del CEA. "¿Quién representa a los empresarios?", *Mercado*, 09/95, p. 30.

de seguridad social y reforma del Estado.[108] A diferencia del G-8, el CEA no presentó ninguna crítica sobre las altas tasas de interés local en el período e impulsó activamente la reforma previsional. En 1993, Ruete Aguirre afirmaba incluso que "nosotros le sugerimos [a Menem] la reforma previsional que el gobierno adoptó".[109]

La producción de ideas afines al liberalismo económico era el motivo oficial de reunión de los miembros del CEA. A diferencia del gremialismo del G-8, en este caso, como explicaba Alfonso Martínez, "su único contacto con la sociedad era a raíz de los aportes de que se hacían".[110] Como el CEA "no tenía estructura propia ni era un centro de investigación", la elaboración era externa y se buscaba a quienes "se consideraba que conocían el tema. No se opinaba sobre los resultados, el trabajo se presentaba a libro cerrado", aún si "las opiniones no eran compartidas por algunos miembros".[111] Por eso

> era un trabajo importante la tarea de recabar información sobre las personas que conocían el tema, quienes era los más idóneos, juntarse para explicar la propuesta y escuchar cómo se le ocurriría presentarlo, porque una vez que se decidía confiar en una persona en la elaboración del trabajo, se terminaba ahí.[112]

La producción de ideas del CEA provenía de aquellos cuya cualidad residía en que eran los "más idóneos", los que "conocían". Por ello, la formulación de la ideología, la agenda e, incluso, las políticas públicas, pasó a ser, en un proceso de división del trabajo, tarea de quienes conjugaron como recursos de poder, además de sus redes de contactos, el uso del conocimiento experto.

Los think tanks: FIEL, Fundación Mediterránea y CEMA

Tradicionalmente, los ideólogos y tomadores de decisión en el Estado vinculados con el liberalismo económico local habían sido hombres que se caracterizaban sobre todo por sus redes de contacto. Tras el golpe de Estado de 1955, sus cuatro representantes ideológicos fueron Adalbert Krieger Vasena,[113] Álvaro Alsogaray,[114] Roberto Alemann[115] y José A.

[108] Ver FIEL (1990); FIEL, CEA (1991); CEA (1995, 1996, 2000).
[109] Facundo Landívar, "'La Argentina de los pantalones largos es la que supera los personalismos'", *La Nación*, 25/07/93, p. 6.
[110] Alfonso Martínez, entrevista con el autor, 26/08/10.
[111] Alfonso Martínez, entrevista con el autor, 26/08/10.
[112] Alfonso Martínez, entrevista con el autor, 26/08/10.
[113] Krieger Vasena fue ministro de Economía (1957-1958, 1967-1969), vicepresidente del Banco Mundial (1975-1978), director de la Bolsa de Comercio y, desde 1979, representante del banco CSFB en el país. Alfredo Zaiat,

Martínez de Hoz.[116] Según Sabato y Schvarzer (1991), "los cuatro nombrados son miembros de familias tradicionales de larga actuación en el país y han cumplido roles decisivos en la evolución nacional en las últimas décadas" (1991: 249).

Como señalan Dezalay y Garth (2002), el ascenso de las ideas económicas liberales coincide con la llegada de tecnócratas a las posiciones de decisión. El conocimiento experto en economía, formalizado matemáticamente, se volvía más complejo e inaccesible para la inmensa mayoría de la población (2002: 19-24). A diferencia de sus predecesores, los nuevos intelectuales del liberalismo económico local se caracterizaban, además de sus redes de contactos, por su conocimiento experto.[117]

La cuestión de los *think tank* en Argentina ha sido ampliamente estudiada.[118] El aporte del que se realiza aquí es observar los diferentes vínculos de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), la Fundación Mediterránea (FM) y el Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (CEMA) con los miembros del CEA y realizar un análisis comparativo.[119] Siguiendo a Ramírez (2007), el mismo se centrará en tres aspectos: socios patrocinadores, la composición de sus directorios y los estudios solicitados.[120]

"La privatización de SEGBA ya quemó los tapones", *Página/12*, 13/07/91, p. 11; "Murió ayer el ex ministro Krieger Vasena", *La Nación*, 16/06/00, p. 14; "Adiós a un economista del poder", *Clarín*, 17/06/00, p. 22.

[114] Alsogaray fue ministro de Industria (1956) y de Economía (1959-1961, 1962), embajador en Estados Unidos (1966). Fernando Lascano, "A los 91 años murió Álvaro Alsogaray", *La Nación*, 02/04/05, p. 9.

[115] Alemann fue ministro de Economía (1961, 1981-1982), embajador en Estados Unidos (1962-1963). Posteriormente sería representante en país del grupo financiero suizo UBS. Su hermano Juan fue secretario de Hacienda de Martínez de Hoz en dos oportunidades (1963, 1976-1981) (Sabato y Schvarzer, 1991: 251; Veigel, 2009: 92).

[116] Martínez de Hoz fue ministro de Economía (1963, 1976-1983). Posteriormente, junto a Krieger Vasena y Mulford, formaba parte del directorio del Banco General de Negocios, propiedad de los hermanos Rohm y entidad ligada al CSFB. "Pagaron 440 millones por los supermercados Norte", *Clarín*, 03/12/96, p. 16; "Adiós a un economista del poder", *Clarín*, 17/06/00, p. 22; Convocación, reunión anual, *The Argentina Fund*, Nueva York, 19/06/1998.

[117] Heredia (2004) distingue "dos tipos de liberales: los tradicionales, representantes exclusivos hasta entonces de la filosofía de mercado, y los tecnocráticos, que luego de hacer su primera experiencia durante el gobierno de la dictadura, se consolidaron como los portavoces más dinámicos y eficientes del discurso antiestatista con la llegada de la democracia" (2004: 316).

[118] Desde el pionero trabajo de Thompson (1994). entre otros, pueden mencionarse a Braun et al. (2000), Ramírez (2000, 2007), Heredia (2004, 2007), Uña et al. (2004), Garcé y Uña (2006).

[119] En el período analizado estos fueron los *think tank* con mayor articulación entre Estado, empresariado local y sectores financieros. Por ello se excluye del análisis, por ejemplo, a la Fundación Gobierno y Sociedad (FGyS) presidida por Miguel A. Broda, fundador de la primera calificadora de riesgo del país, Duff and Phelps Sociedad, posteriormente absorbida por la agencia Fitch. En relación al CEA, Borda era, como lo presentara Ruete Aguirre, "nuestro asesor". En el consejo de la FGyS están Carlos Bulgheroni (Bridas), Sergio Einaudi (Siderar), Eduardo Elsztain (IRSA), Juan Carlos Masojoan (Telecom) y Aldo Roggio (Roggio). Simón y Palamidessi (2007: 175); Rubén Chorny, "Primero la economía, después los hombres", *Mercado*, 11/93, p. 16; información

Los miembros de FIEL, salvo brevemente en marzo de 2001, no ocuparon puestos de decisión en el Estado durante el período analizado. Sin embargo, tenían los vínculos más estrechos con el CEA de un modo que no sería exagerado afirmar que expresaban sus ideas. FIEL había sido fundada en 1964 por la Cámara Argentina de Comercio, la UIA, la Bolsa de Comercio y la SRA con el objetivo de producir ideas económicas alternativas al estructuralismo de la CEPAL, dominante en esos tiempos.[121] Si bien en sus comienzos FIEL funcionó gracias a los aportes de la Fundación Ford,[122] la base de socios patrocinadores se amplió. En 1991, entre las 156 empresas patrocinadoras, estaban las principales corporaciones (ADEBA, ABRA, Bolsa de Comercio, Cámara Argentina de Comercio, SRA), aproximadamente la mitad de los miembros del CEA y bancos extranjeros (FIEL, CEA, 1991).

FIEL fue un espejo de las diferencias observadas entre el G-8 y el CEA. A comienzos de los noventa, la UIA se desvinculó de FIEL en desacuerdo con su ortodoxia liberal. La iniciativa había sido de los industriales metalúrgicos, quienes en 1991 habían colocado a Israel Mahler en la presidencia de la entidad.[123] El presidente de FIEL, Arnaldo Musich, defendió la posición de la entidad en favor de la apertura y desafiaba a "los partidarios de mantener el país cerrado" a "demostrar que tienen los medios necesarios para que el modelo que preconizan sea capaz de generar crecimiento y progreso. De lo contrario, no tendrán adeptos".[124] Mientras la UIA se desafiliaba, el CEA tomaba a FIEL para elaborar sus temas anuales, como pueden observarse en los trabajos FIEL (1990), FIEL, CEA (1991), CEA (1995, 1996), que fueron todos motivo oficial de reunión con Menem.[125] Paralelamente, si se observa el consejo directivo de FIEL en 1991, la mayoría se trata de individuos vinculados al CEA y, los que no, a sectores financieros: Víctor Savanti (IBM/CEA), Juan Munro (Massalín/CEA), Roque Maccarone (Banco Río), Federico Zorraquín (Garovaglio y Zorraquín/CEA), Guillermo Alchourón (SRA), Marcelo Heredia, Mario Vázquez, Alcides López

---

disponible en el sitio web del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (www.consejo.org.ar/Cv05/broda_miguelangel.htm).

[120] No se encontró información sobre la composición del directorio de la FM.

[121] FIEL pretendía ser la "CEPAL del sector privado" o la "CEPAL liberal" (Heredia, 2004: 337).

[122] "FIEL logra más patrocinantes", *Ámbito Financiero*, 25/09/91, p. 13.

[123] "La UIA se desvinculó de FIEL", *La Nación*, 19/06/91, p. 16; "Acusaciones industriales contra FIEL", *La Nación*, 08/07/90, p. 1.

[124] Arnaldo T. Musich, "FIEL papel", *La Nación*, 15/07/90, p. 31.

[125] "Apoyo empresario al programa económico", *La Nación*, 17/04/90, p. 1; "Apoyo del Consejo Empresario Argentino a la desregulación", *La Nación*, 05/11/91, p. 11; "El Consejo Empresario quiere la desregulación total de la salud", *El Cronista*, 29/08/95, p. 4; Silvia Pisani, "Piden empresarios la eliminación de 130.000 empleos en el sector público", *La Nación*, Economía & Negocios, 23/11/95, p. 2.

Aufranc (Acindar/CEA), Manuel Sacerdote (Banco de Boston/CEA), Adalbert Krieger Vasena (CSFB), Luis Otero Monsegur (Banco Francés), Fernando de Santibañes (Banco de Crédito Argentino), Santiago Soldati (Comercial del Plata/CEA), José E. Estenssoro (Sol Petróleo/CEA) (FIEL, CEA 1991: 312).

En cambio, las otros dos *think tank* tenían vínculos con fracciones del CEA, más cercano a los grandes grupos industriales locales en la FM, más ligado a sectores agroexportadores y financieros en el CEMA. Estas diferencias se expresarían las propuestas para la estabilización de la economía local a inicios de los noventa.

La FM había sido creada a fines de los setenta en el marco de un movimiento gremial de industriales del interior, particularmente de la provincia de Córdoba. Sus fundadores eran Fulvio Pagani, Piero Astori y José Ignacio Castro Garayzábal (Ramírez, 2007). El primero era un empresario oriundo del interior cordobés que había creado una empresa, Arcor, que en los ochenta era una multinacional; el segundo era un comerciante de materiales de construcción que se había transformado en un gran industrial del rubro; el tercero era ejecutivo de Renault y productor agropecuario. Los tres se habían nucleado en la Asociación de Industriales de Córdoba, antecedente de la Unión Industrial de Córdoba. Para promover sus intereses, y en oposición a FIEL que percibían asociada al centralismo de Buenos Aires, crearon un centro de estudios económicos con una fuerte impronta federal.[126] El proceso derivaría en la FM, que fue conducida alternativamente hasta 1991 entre Pagani y Astori. Dentro de ella se creaba el Instituto de Investigaciones Económicas de la Realidad Argentina y Latinoamericana (IIERAL) donde confluyeron economistas provenientes de la Universidad Nacional de Córdoba, liderados por Domingo Cavallo.[127]

Luego del paso de Cavallo en el BCRA en 1982, donde llevó adelante las operaciones de estatización de la deuda privada de aproximadamente 200 grupos empresarios locales, se creó la filial de Buenos Aires a la que se incorporaron grandes industriales como Bagley, Bagó, Bridas, Ledesma y Massuh, entre otros (Heredia, 2004). Las principales empresas patrocinadoras conformaron durante los ochenta los denominados “capitanes de la

[126] “La hora de los ‘Mingo-boys’”, *Prensa Económica*, 04/91, p. 6; Roberto Reyna y Gustavo Bastos, “¿Adónde va la Fundación Mediterránea?”, *Mercado Córdoba*, 01/95, p. 45.
[127] Daniel Santoro, “El semillero del nuevo plan”, *Clarín*, 01/02/91, p. 11; “Fundación Mediterránea”, *Somos*, 04/02/91, p. 6.

industria" (CI), es decir, "un grupo de grandes industriales, entre los más importantes del país, de capital nacional, que mantiene una interrelación directa como grupo (…) con el Estado" (Ostiguy, 1990: 11).[128] Eran "capitanes" porque la propiedad se había mantenido concentrada y no se había atomizado entre accionistas minoritarios. Eran industriales que en su mayoría se habían originado en los cincuenta y sesenta, consolidado en los setenta e internacionalizado en los ochenta (cuestión que se intensificaría en los noventa).[129] En comparación con los sectores agroexportadores y financieros, sus actividades se sostenían más en el proceso productivo local, lo que se traducía en posiciones políticas diferentes, en particular en su relación con el peronismo. Bridas y Pérez Companc habían financiado la precandidatura presidencial de Cafiero en 1983 (Corach, 2011: 105) y, en 1988, los CI tenían una creciente vinculación con Menem (Novaro, 2009: 293). Cavallo, a diferencia de economistas de FIEL o el CEMA, se había vinculado al PJ antes de la elección de Menem, como diputado nacional en 1987. Al mismo tiempo, los CI, luego de haberse expandido en negocios con el Estado, al haber internacionalizado sus operaciones, eran relativamente menos dependientes del proteccionismo estatal que otros sectores en la UIA.[130] Coherente con esto, Cavallo (1984) proponía un proyecto que escapara al debate entre "los partidarios de la *agroexportación* con quienes pregonan la *sustitución de importaciones*" (1984: 23). Finalmente, no se observan estudios realizados por la FM para el CEA en el período, revelando las distancias a diferencias de los otros dos *think tanks*.

[128] Los patrocinadores de la FM eran Aceitera General Deheza, Arcor, Agrometal, Arnaldo Echart, Estructuras Astor, Bagley, el grupo Bridas, Bodegas y Viñedos Peñaflor, Cerámica Cruz del Eje, Cive, Compañía Naviera Pérez Companc, Corporación Centenera Argentina, Editorial Juan Romero (diario El Litoral), Establecimiento Las Marías, Fate, Gatic, Georgalos, Industrias Metalúrgicas Pescarmona SA, Ingeñería y Refinería San Martín del Tabacal, Juan Minetti, Bagó, Ledesma, Mastellone, La Industrial Alimenticia, Massuh, Palmar, Tres Ases, Venturi Hnros., José Cartellone Construcciones Civiles SA y Tubos Trans Electric. Entre estos, eran a su vez parte de los "capitanes de la industria": Bagley, Bagó, Bridas, Cartellone, Ledesma, grupo Mandanes (Fate), Massuh, Pérez Companc, Pescarmona. Ostiguy (1990: 36-39); Virginia Pérez Aráoz, "La Fundación Mediterránea 're-fundará' el ministerio", *La Prensa*, 31/01/91, p. 8.

[129] Por ejemplo, el grupo Arcor, creado en 1951, es una corporación empresaria argentina multinacional especializada en alimentos. Inició su expansión internacional en 1976 en Sudamérica. Es la mayor productora de caramelos y la primera empresa en exportar dulces de Argentina, Brasil, Paraguay, Chile y Perú. Cuenta con 41 plantas de elaboración de productos, 30 de las cuales están en Argentina y el resto en Brasil, Chile, México y Perú. Es la mayor productora mundial de caramelos, exportando a 117 países (Pagani et al., 2003). Son similares las historias de Pérez Companc, Pescarmona y Bridas. Natascha Esquivel, "De compras, fuera de la región", *Mercado*, 10/00, pp. 60-64; "Los herederos", *Mercado*, 12/99, p. 32.

[130] El proceso de internacionalización de grandes industriales locales es analizado por Bisang et al. (1992). En la fase de agroexportación con industrialización (1880-1929), había sido liderada por grupos empresarios ligados a la exportación, en la fase de sustitución de importaciones (1930-1978), por las empresas públicas y las filias de las firmas transnacionales, a partir de 1979 es liderada por grupos empresarios de capital nacional (1992: 351).

El CEMA se ha caracterizado por sus vínculos con grandes grupos ligados a la agroexportación y las finanzas. Paralelamente, ha desarrollado más que los dos casos anteriores una institucionalización académica a través de la creación de una universidad, fuente de financiamiento a través de las matrículas que permitió una menor dependencia del empresariado local. La entidad fue creada en 1978 como centro de investigación y docencia por iniciativa de un empresario bodeguero, Domingo Catena, y su asesor financiero, Pedro Pou, economista egresado de la Universidad de Chicago (Argento y Gerschenson, 1999: 252). La creación del CEMA se orientó expresamente con el objetivo de impulsar las ideas económicas liberales y, al mismo tiempo, una profundización, más que en las otros dos casos, de la estrategia de crear un centro de conocimiento experto. Según Catena, "los estudios económicos en la Argentina tenían entonces una marcada orientación dirigista. Pero, sobre todo, a mí y a Pedro Pou nos parecía que eran teorías muy superficiales".[131] Catena articuló el apoyo empresario creando la Fundación País, a la que se sumaron Bunge y Born, el Banco de Boston y otras 10 empresas. Mario Hirsch, entonces cabeza de Bunge y Born, designó a dos de sus principales ejecutivos, Miguel Roig y Orlando Ferreres, para que se integraran al proyecto. Para Catena, el apoyo de Hirsch fue clave porque "su influencia hizo que unas 15 empresas de las más importantes del país pusieran una cuota que, si mal no recuerdo, rondaba los USD 30 mil mensuales".[132] Pou trajo a economistas principalmente procedentes de la Universidad de Chicago, como Roque Fernández y Carlos Rodríguez quienes fueron los principales académicos de la institución durante los ochenta.[133] Si se observa la "Series Documentos de Trabajo" del CEMA, Fernández y Rodríguez realizaron 56% de las publicaciones entre 1979 y 1990.[134] El centro fue expandiéndose con el cobro de matrículas y las donaciones de las empresas asociadas a la Fundación País. En 1992, se constituyó el Instituto Universitario de Macroeconomía Argentina que se transformaría en 1997 en la Universidad del CEMA (UCEMA).[135] El paso de sus economistas por el Estado ayudó a su expansión: si en 1993 tenían 70 alumnos, al crearse UCEMA la cifra se había multiplicado por 10. Las matrículas se transformaban así en

[131] Luis Cortina, "Un mecenas de bajo perfil para el equipo económico", *La Nación*, Economía & Negocios, 16/02/97, p. 1.
[132] Luis Cortina, "Un mecenas de bajo perfil para el equipo económico", *La Nación*, Economía & Negocios, 16/02/97, p. 1.
[133] Luis Cortina, "La cuna fue Chicago", *La Nación*, Economía & Negocios, 16/02/97, p. 1.
[134] http://www.ucema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.php.
[135] "Informe final: evaluación externa, Universidad del CEMA", CONEAU.

una de las principales fuentes de financiamiento. Como afirma Carlos Rodríguez, rector de UCEMA,

> la Mediterránea fue hecha para estar en el gobierno, es una institución que no vive de su trabajo sino de donaciones. Nosotros vivimos de nuestro trabajo y estamos para formar gente. Que después llegue o no al gobierno es otra cuestión.[136]

En 1997, las únicas cinco empresas patrocinadoras eran Catena, Bunge y Born, Banco de Boston, Cargill (subsidiaria de la multinacional exportadora agroindustrial) y Banco de Crédito Argentino.[137] En ese último caso, el vínculo nuevamente había sido la Universidad de Chicago: el presidente del banco, Fernando de Santibañes, había conocido allí a Carlos Rodríguez y, por esa vía, había sido, según este último, "uno de los fundadores del CEMA".[138] Eran miembros del Consejo Superior desde 1978 sus economistas (Lagos, Fernández, Rodríguez, Pou) y sus financistas (de Santibañes, Ferreres, Catena y Manuel Sacerdote, representante del Banco de Boston en el país).[139] Vinculado principalmente con la agroexportación y las finanzas, la relación del CEMA con el CEA se expresaba a través de Lagos (director ejecutivo del CEA hasta 1997), Bunge y Born y Sacerdote (presidente del CEA 1999-2002). La escasa presencia de sectores industriales era notoria, lo que se traducía en una orientación más liberal que los dos *think tank* anteriores. Pou explicaba que "los que nos patrocinaban eran o bancos o empresas del sector agropecuario, agroindustriales, digamos. Que digamos que creían en estas ideas", una diferencia incluso con FIEL porque "las empresas que financiaban FIEL eran empresas del sector protegido, entonces FIEL sí tenía problemas" (citado en Heredia, 2004: 244). Así, en 1988, Carlos Rodríguez explicaba que "el sector industrial no es más el motor en ninguna economía del mundo. En los países civilizados lo fundamental está en el sector servicios".[140] Roque Fernández manifestaba su oposición a "la corporación de la UIA y todo ese tipo de empresarios" que "siempre han sostenido que la economía tiene que ser cerrada, que hay que tener protección con respecto al resto del mundo". Para Fernández "esos son los que yo pienso son los principales responsables del atraso argentino" (AHO, 19/12/07). Ligado a la posición anti-industrialista

[136] Silvia Naishat, "Crece la universidad que fundó Roque", *Clarín*, 06/06/97, p. 27.
[137] Luis Cortina, "La cuna fue Chicago", *La Nación*, Economía & Negocios, 16/02/97, p. 1.
[138] Silvia Naishat, "Crece la universidad que fundó Roque", Clarín, 06/06/97, p. 27; Gabriela Mochkofsky, "Un diablo para Cavallo y un ángel para Santibañes", *La Nación*, 07/07/01, p. 12.
[139] Información disponible en el sitio web de UCEMA (http://www.ucema.edu.ar/institucional/autoridades); Silvia Naishat, "Crece la universidad que fundó Roque", *Clarín*, 06/06/97, p. 27.
[140] *Clarín*, 16/10/88, p. 18.

se sumaba una línea radicalizada de apertura de la economía. Uno de sus economistas, Jorge Ávila, proponía a fines de los noventa "integrarnos al NAFTA" porque "significa, en lo esencial, volver al libre comercio, que es un valor cultural, político y económico del que jamás debimos apartarnos".[141] Algunos miembros del CEMA habían colaborado en los documentos previos del CEA dirigidos por FIEL y, en CEA (2000), durante la presidencia de Sacerdote, se invertían los roles, demostrando la cercanía ideológica con las dos instituciones.[142]

Se observa de este modo las diferenciadas del CEA con la tecnocracia. FIEL era el *think tank* más cercano. CEMA tenía relaciones con las fracciones de agroexportación y finanzas, que a su vez habían ocupado puestos de dirección en el CEA. La FM, relacionada con grandes grupos industriales, tenía los vínculos más débiles con el CEA. Si bien Pagani era parte de la entidad, no estaría entre las autoridades.

c. La síntesis histórica: liderazgo político peronista y agenda económica liberal

La alianza entre el PJ y los grandes grupos económicos locales constituyó a ojos de varios de sus protagonistas una suerte de "síntesis histórica". Como explicaba Aquiles Almansi, economista del CEMA, director del BCRA (1996-2000) y gerente de entidades financieras,[143] "en Argentina, en los años noventa, se generó la impresión en mucha gente de que realmente había habido un cambio fundamental en la historia argentina". Se creía que

> había habido un cambio fundamental en el peronismo. Mucha gente no peronista interpretó eso como un cambio histórico, una especie de síntesis de la historia argentina del siglo XX. Se crearon las condiciones aparentemente para hacer otro tipo de política económica que la que se hizo durante la mayor parte del siglo.[144]

Desde una perspectiva similar, la Fundación Mediterránea, durante la campaña presidencial de 1995, presentaba al gobierno como "el reencuentro entre Menem, que expresa el nacionalismo popular, y Cavallo, que representa el liberalismo".[145]

---

[141] Jorge Ávila, "El NAFTA es el club al que debemos entrar", *Clarín*, 21/01/01, p. 15.
[142] En FIEL (1990) participaron Aquiles Almansi y Jorge Ávila. CEA (2000) fue redactado por Jorge Ávila con la colaboración de economistas de FIEL como Oscar Libonatti.
[143] Compañía Financiera Unión (1978-1981), Merrill Lynch (1987-1991), Banque Nationale de Paris (1992-1996), INVESCO (2000-2001), Citibank (2001-2002). Información disponible en www.geocities.com/aalmansi/aquiles_almansi.html.
[144] Entrevista con el autor, 17/12/08.
[145] Silvia Naishtat, "La historia, según Cavallo", *Clarín*, 12/04/95, p. 24.

Desde los sectores del liberalismo económico se interpretó que con esta síntesis se lograba finalmente el poder político para llevar adelante su agenda, tras haber fracasado en dos ocasiones anteriores por falta de un liderazgo político que realizara en profundidad las reformas y que, a su vez, se comprometiera con esa agenda a lo largo del tiempo. En 1989 se iniciaba desde esa perspectiva el tercer intento histórico, tras el primero de 1967 a 1969 con Krieger Vasena (impulsor del CEA) y el segundo, 1976-1981, con Martínez de Hoz (primer presidente del CEA). Desde un documento elaborado por FIEL y patrocinado por el CEA se sostenía que

> en 1967 se registró un primer intento de reforma dirigido a reducir la protección arancelaria en el marco de un plan cuyo objetivo central era el logro de estabilización. (…) Con todo, la reforma arancelaria no fue lo suficientemente profunda como para revertir los efectos negativos de la estrategia sustitutiva. En ausencia de medidas que acompañaran los cambios iniciales, el programa se agotó y, paulatinamente, se abandonaron sus instrumentos. (…) En 1976 se intentó una nueva reforma con efectos más extendidos que la del '67. Su objetivo central era liberalizar la economía a partir del sistema vigente, de gran intervención estatal. A diferencia de la anterior, esta nueva reforma tuvo objetivos más ambiciosos e introdujo cambios sustanciales (…). En 1981 se abandonó el esfuerzo reformista. (…) Ninguno de estos intentos logró sus fines, y su abandono fue seguido por mayores desequilibrios que tuvieron por respuesta mayores controles y regulaciones por parte del Estado. (…) Hoy la sociedad argentina muestra un amplio consenso en torno a la necesidad de realizar una reforma económica amplia" (FIEL, 1990: 12-13).

Este tercer intento histórico debía, a diferencia de los anteriores, realizar profundas reformas que debían mantenerse a lo largo del tiempo y evitar así el problema de la inconsistencia temporal, condición fundamental para la estrategia de generación de credibilidad en los dueños de la inversión en el exterior y en el país. En el mismo sentido, Martín Lagos, director ejecutivo del CEA, expresaba que

> en los países donde las reformas fracasaron o se pagaron altos costos, en buena medida se debió a la falta de decisión política, como en la Argentina en los períodos que van de1967 a 1970 y del '76 al '80. En esas oportunidades muchos de los problemas se debieron a la falta de continuidad de las reformas. La decisión política da credibilidad al proceso.[146]

De ese modo, si ser peronista había sido el defecto de Menem, ahora era su virtud. El resultado era que

> si la hiperinflación ofreció la justificación y el contexto adecuados para concentrar el poder en el presidente e iniciar el curso reformista, sólo el peronismo podía hacer lo propio en

[146] Fernando Flores, "Lagos opina que el costo del ajuste será mucho mayor si falta decisión política", *El Cronista*, 02/01/90, p. 3.

> relación con los recursos imprescindibles para su sostenimiento, y con el fin de asegurar el éxito de la gestión (Novaro, 2009: 330).

Así, un fuerte liderazgo presidencial era vital para dar credibilidad a la política económica, clave para convencer a los principales agentes de inversión, grupos locales y bancos acreedores. En ese sentido,

> [l]os costos y beneficios de las reformas dependen, entre otros factores, de que los agentes económicos perciban en forma inmediata (o no) que los cambios propuestos son viables y sostenibles a lo largo del tiempo. La inconsistencia entre los anuncios de las autoridades y las acciones de los agentes económicos, da lugar a lo que se conoce como el *problema de la credibilidad*. (…) La literatura económica asigna especial relevancia a la capacidad o incapacidad del sector público para emitir señales que convenzan al sector privado de que las medidas anunciadas no serán abandonadas con el paso del tiempo. Este conjunto de señales, que se denominan genéricamente como "señales de cambio de régimen", tienen el propósito de convencer a la población de que se están en presencia de una "ruptura" respecto del esquema vigente de reglas (FIEL, CEA, 1991: 11).

El primer paso para dar esa credibilidad sería la estrategia del "shock de confianza", que se imponía así a la tesis del gradualismo. Nuevamente, FIEL, patrocinado por el CEA, sostenía que

> [l]a crisis económica argentina impone ciertas restricciones al proceso de reforma. En particular, el problema de la credibilidad obliga a descartar una estrategia gradualista en la mayor parte de las medidas. Resulta crucial que la comunidad perciba la reforma como un verdadero cambio de régimen, como un proceso coherente, interrelacionado e irreversible, en el cual todas las medidas sean ejecutadas en el orden y la complementariedad requeridos. En otros términos, se requiere un "shock" en la acción, más allá del gradualismo de algunas medidas. Aun en las medidas gradualistas, como la apertura de la economía, deben asegurarse tiempos y metas menores que los que regirían en circunstancias en que la credibilidad estuviera menos debilitada (FIEL, 1990: 157).

3. La agenda para entrar al Brady: reformas estructurales y estabilización

En agosto de 1989, en el coloquio anual de IDEA, ámbito que había originado el CEA, los diferentes sectores presentes –banca acreedora, economistas, funcionarios- coincidieron que la viabilidad de un plan sobre la deuda externa tenía como condición necesaria resolver antes la cuestión interna, es decir, construir un orden económico estable que permitiera llevar adelante un plan económico creíble para la comunidad inversora. Krieger Vasena sostenía que era central la "estabilidad" y que eran necesarias "señales claras". Para Daniel Marx el primer objetivo era la "credibilidad" de la banca acreedora. Para Ricardo Handley la

solución pasaba primero por hacer "un ajuste nosotros, como argentinos".[147] El mismo mes, David Mulford visitaba el país y comunicaba que "si la Argentina implementa las políticas correctas, sería entonces una candidata al apoyo del llamado 'Plan Brady'".[148]

El primer paso necesario para aspirar al Brady era poder presentar plan de mediano plazo de pago de la deuda que sirviera de base para los futuros acuerdos con los acreedores. Esto exigía como precondición un plan económico creíble y consistente y requería, a su vez, el apoyo de los organismos multilaterales, de los bancos acreedores y una acción para repatriar los capitales de los grandes grupos económicos locales fugados durante los ochenta (de la Balze, 1993: 29).[149]

La estrategia del gobierno se orientó entonces a emitir todas las señales posibles hacia los sectores del capital para que su giro fuera creíble y así, tener su confianza. Menem debía dejar atrás los fracasos de los planes económicos anteriores y su propio pasado estatista (Novaro, 2009: 335), lo que explicaría los principales nombramientos en el área económica. Sin embargo, los dos grandes requerimientos de política económica para ingresar al Brady, las reformas estructurales y la estabilización, eran de naturaleza diferente. En el primer caso, se solicitaba el cumplimiento de una hoja de ruta de políticas públicas donde el desafío era implementar lo diseñado por el FMI. En el segundo caso, la condición era un objetivo y no una política, por lo que el diseño de la estabilización provendría de los tecnócratas locales.

a. El "shock de confianza": nombramientos y políticas

La primera clara señal del gobierno peronista fue los nombramientos en las áreas económicas, donde en primera instancia Menem reproducía la lógica corporativa que mencionaba Cavallo a nivel del gabinete nacional. En este caso, daba la conducción del equipo económico a uno de los grupos empresarios más grandes del país, Bunge y Born, la del BCRA a sectores ligados a las finanzas y, en materia de privatizaciones, a quienes habían hecho un culto de ello, la Ucedé (ver Tabla 2.2). Complementario con esta estrategia, se

[147] Enrique Szewach, "XXV Coloquio: Deuda externa", *Revista IDEA*, 08/89, p. 3.
[148] "Habrá ayuda de los EE.UU. si la reforma es exitosa", *El Cronista*, 15/08/89, p. 5.
[149] John Reed, CEO del Citicorp, estimaba en 1990 que el monto de capitales argentinos depositados en el exterior en el Citibank "supera el monto de la deuda externa que Argentina tiene con nosotros. (…) Calculo que el dinero argentino que está afuera ronda los USD 50 mil millones". Marcelo Zlotogwiazda, "'Hay más depósitos argentinos en el Citi que lo que nos debe el país'", *Página/12*, Cash, 12/08/90, p. 1.

hacía un giro en la política exterior estableciendo el "alineamiento automático" con Estados Unidos.

Tabla 2.2 – Equipo económico en Argentina, julio 1989 - diciembre 1989

Cargo	Funcionario
Ministro	Miguel Roig / Néstor Rapanelli
Secretario de Coordinación Económica	Orlando Ferreres
Secretario de Gestión Económica	Eduardo Curia
Secretario de Hacienda	Rodolfo Frigeri
Secretario de Industria y Comercio	Oscar Saggese
Secretario de Agricultura	Felipe Solá

Fuente: Elaboración propia a partir de Dalbosco (2003) y el Boletín Oficial.

El equipo económico era controlado en los principales cargos por los ejecutivos del grupo Bunge y Born, Roig (quien fallecía a la semana de asumir) y Rapanelli en el cargo de ministro, Ferreres en la secretaría de Coordinación Económica. El secretario de Industria y Comercio, Saggese, estaba vinculado con IDEA y había desarrollado su carrera profesional en empresas estatales y de importantes contactos con empresarios privados.[150] La otra parte del equipo, Frigeri, Curia y Solá, provenían del PJ y los dos primeros habían formado parte de equipo económico de campaña. Reproduciendo el esquema de Economía, en el BCRA Menem nombraba a individuos con estrechos vínculos con el mercado financiero local con González Fraga, en primer lugar, y, tras su salida, con Iannella.[151] La vicepresidencia era ocupada primero por Erman González, hombre que había acompañado a Menem en su gobernación en la provincia de La Rioja, y, posteriormente, por Roque Fernández, del CEMA.

En otra señal para construir credibilidad en los sectores inversores, Menem nombró en otras áreas de decisión económica a personas vinculadas con el partido de Álvaro Alsogaray, la

[150] Director de Petroquímica de Bahía Blanca y de YPF, director de la Comisión Nacional de Energía Atómica (CONEA). Información disponible en el sitio web del grupo BAPRO (www.gbapro.com.ar).

[151] González Fraga era analista financiero desde 1974. Luego de su paso por el BCRA, sería director del Instituto Argentina de Mercado de Capitales (1992-1999) y vicepresidente de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (1994-1999). Su sucesor, Egidio Innella, había sido presidente del BCRA dos oportunidades (1969-1970, 1981-1982) y presidente de VISA – Argentina.

Ucedé. El mismo Alsogaray fue nombrado asesor presidencial para el tema de la deuda externa. Otros miembros ocuparon cargos en el nuevo gobierno, particularmente ligado a temas de privatizaciones de empresas públicas y desregulación de la economía.[152] Esta alianza con la Ucedé era de fuerte contenido simbólico, expresando la decisión de Menem de romper con el pasado del PJ ligado al estatismo y demostrar la credibilidad de su reforma. Si bien la Ucedé era una fuerza electoralmente minoritaria (en las elecciones de 1989 había obtenido 6%), había tenido, como se ha mencionado, un rol importante en la década del ochenta como reproductor de las ideas anti-estatistas.

La segunda señal fue la decisión de Menem de seguir la hoja de ruta fijada por el FMI. En septiembre de 1989, Menem anunciaba el acuerdo con el organismo que daba acceso a préstamos *stand-by* por USD 1.500 millones, con vigencia hasta marzo de 1991, para reforzar las alicaídas reservas del BCRA y poner al día los pagos con los organismos multilaterales de crédito.[153] En diciembre, el negociador de la deuda externa, Carlos Carballo, anunciaba un acuerdo con el Club de París, asociación de los gobiernos acreedores, para la refinanciación de las obligaciones por USD 2.800 millones, también hasta marzo 1991.[154]

Vale la pena observar con detalle el memorándum de entendimiento con el FMI pues allí está la agenda de las reformas estructurales que Menem llevaría adelante. En palabras de Roque Fernández,

> el acuerdo con el FMI definía todo. (…) [Fue] el único. Lo demás son renegociaciones sobre el primero. Ese fue el primer plan. Después, lo que se fue haciendo es "ajustamos esta meta, ajustamos la otra". Pero ese fue el único, el primero (AHO, 24/10/07).

En primer lugar, se preveía una reforma tributaria con generalización del impuesto al valor agregado (IVA) de 15%, la eliminación de todas las exenciones vigentes y una reforma para fortalecer la capacidad administrativa tributaria para reducir así los niveles de evasión. En segundo lugar, se eliminaba el auto-financiamiento para 1990 de las empresas públicas y del sistema de seguridad social, sin aportes del Tesoro. Para el caso de las empresas, la propuesta implicaba un fuerte recorte del gasto sin aumentos de tarifas, lo que obligaba a

[152] La hija de Alsogaray, María Julia, fue nombrada interventora la empresa nacional de telecomunicaciones, Entel. Por otro lado, el puesto subsecretario de comercio interior fue ocupado Jorge Pereyra de Olazábal (Gibson, 1990: 203-205).
[153] "Acuerdo de la Argentina con el Fondo Monetario", *El Cronista*, 20/09/89, p. 1.
[154] "La Argentina logró refinanciar U$S 2.800M con el Club de París", *El Cronista*, 22/12/89, p. 1.

aportes de capital desde el sector privado. En particular, incluía la privatización de la Empresa Nacional de Telecomunicaciones (ENTel), Ferrocarriles Argentinos, radios y canales de televisión, aerolíneas estatales, transporte marítimo, el mantenimiento de autopistas mientras que en el sector petrolero se incluía la apertura de capitales privados en YPF. En tercer lugar, el acuerdo impulsaba la apertura comercial con la reducción gradual de aranceles. Cuatro, en el plano monetario, se impulsaba una mayor regulación de la demanda de dinero. El acuerdo no hacía mención a los pagos de los atrasos de intereses con los bancos comerciales (el gobierno expresaba su "intención" de comenzar las negociaciones con los bancos acreedores, posibilidad sujeta al éxito de la estabilización de la economía, sin especificar un calendario preciso) y sí a un programa de pagos con los organismos multilaterales de crédito hasta marzo 1990. En quinto lugar, aparecía una reforma del sistema bancario con la eliminación del Banco Hipotecario, la reforma del Banco Nacional de Desarrollo y la eliminación de los redescuentos del Banco Central para reducir el déficit cuasi-fiscal de 4,7% del PIB de 1989 a 1,3%. En sexto lugar, el gobierno manifestaba su intención de requerir, al término de la operación, un acuerdo dentro del régimen de "facilidades extendidas" del FMI por tres años, asegurando así el apoyo del organismos a la política económica hasta 1994.[155]

Mediante la estrategia del "shock de confianza", con las leyes de Reforma del Estado y de Emergencia Económica que favorecían la concentración del poder del Estado en el Poder Ejecutivo,[156] la Argentina fue el país que implementó las reformas estructurales de modo más rápido y profundo entre los principales deudores (junto con Brasil, México y Venezuela) y el promedio latinoamericano (Gráfico 2.4). Hacia 1991, gran parte de las reformas habían sido realizadas, pasando, en el Índice de Reforma Económica, de 0,71 (1989) a 0,84, cifra que apenas subiría al 0,87 por el resto de la década (PNUD, 2004b: 150).[157] Paralelamente, como se verá más adelante, las privatizaciones en particular fueron llevadas adelantes con el

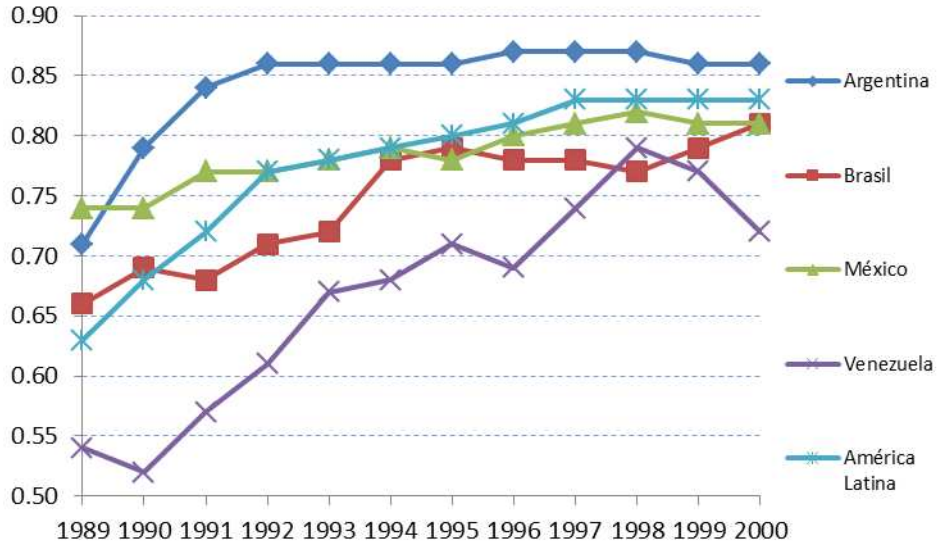
[155] "Texto completo del memorándum de entendimiento con el FMI", *Ámbito Financiero*, 13/10/89, p. 1.

[156] La Ley de Reforma del Estado autorizaba al Poder Ejecutivo a una radical transformación del aparato estatal al aprobar un plan de privatizaciones de empresas públicas. La Ley de Emergencia Económica marcaba el fin de décadas de "capitalismo asistido" al suprimir las promociones industriales y subsidios. A partir de entonces, una catarata de decretos inició un veloz y profundo proceso de privatizaciones de empresas públicas (Gerchunoff y Torre, 1996: 736). Como explica Cavallo, las leyes "fueron importantes desde el punto de vista de los poderes que le dieron al Presidente, porque de no haberlos tenido se hubiera dificultado la implementación de las reformas" (Cavallo, 2001: 153-154).

[157] Necesario para esa radicalidad y velocidad fue el tipo de vínculo del Poder Ejecutivo con el Poder Legislativo y el Poder Judicial. Sobre la dinámica Poder Ejecutivo-Poder Legislativo en el período, ver Ferreira Rubio y Goretti (1996), Llanos (1998), Mustapic (2000).

propósito de reducir el déficit fiscal, como mecanismos de reducción de deuda por acciones (donde el Estado pagaba con la venta de sus activos, es decir, las empresas públicas) y, finalmente, como incentivo para la participación de los grandes grupos económicos locales que repatriaban así los capitales fugados en los ochenta.

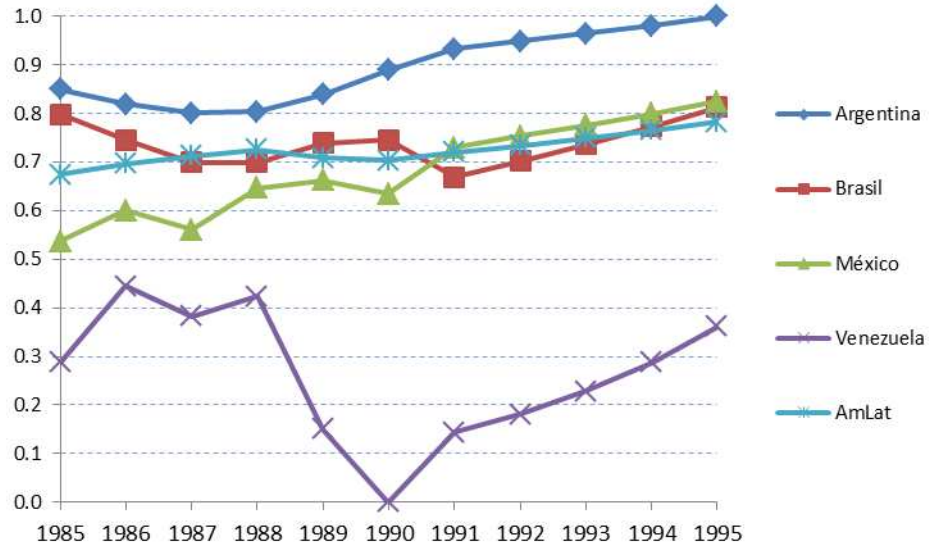
Gráfico 2.4 – Índice de Reforma Económica en Argentina, Brasil, México, Venezuela y América Latina, 1989-2000



Nota: El Índice de Reforma Económica se conforma de cinco componentes: políticas de comercio internacional, políticas impositivas, políticas financieras, privatizaciones y cuentas de capital. El índice va de 0, que indica una falta de reformas orientadas al mercado, a 1, que indica la aplicación de reformas fuertemente orientadas al mercado.
Fuente: Elaboración propia sobre datos de PNUD (2004b: 150).

El gobierno realizó el proceso de privatizaciones más radical de la región (ver Gráfico 2.5). Como observan Azpiazu y Schorr (2001), "si en algo se destaca el programa de privatizaciones desarrollado en la Argentina durante el gobierno menemista respecto a otras experiencias internacionales relativamente contemporáneas, es en la celeridad y en lo abarcativo de sus realizaciones" (2001: 11). Según estimaciones de los autores, entre 1990 y 1994, período en que se realizaron la mayor parte de las privatizaciones, representó un ingreso para el Estado de aproximadamente USD 18 mil millones (2001: 12).

Gráfico 2.5 – Índice de Reforma Económica: privatizaciones en Argentina, Brasil, México, Venezuela y América Latina, 1985-1995



Nota: El índice de privatizaciones es 1 menos el ratio del valor agregado de las empresas públicas sobre el PIB no agrícola.
Fuente: Elaboración propia sobre datos de Morley et al. (1999).

El proceso privatizador no sólo fue una condición necesaria del Plan Brady y una estrategia de reducción de deuda. Además, fue el reflejo de las alianzas establecidas por el gobierno con los bancos acreedores y los grupos económicos locales. La cuestión ha sido ampliamente estudiada, por lo que no se profundizará al respecto.[158] Se señala que la política de privatizaciones fue una faceta central de la formación de la coalición político-social. Como mencionan Azpiazu y Shorr (2001),

> en prácticamente la totalidad de los consorcios adjudicatarios de las distintas empresas transferidas al sector se verifique una suerte de "triple alianza", que, en la generalidad de los casos, incluyó a: los más importantes grupos económicos locales, que aportaron capacidad gerencial, administrativa y fundamentalmente, de lobbying doméstico, así como su conocimiento de la infraestructura nacional (…); un número considerable de bancos extranjeros y/o locales (…) que aportaron buena parte de los títulos de la deuda pública argentina (…) que sería capitalizados; y ciertas empresas transnacionales que aportaron capacidad y experiencia tecnológica y de gestión (se trata, por lo general, de operadoras internacionales de los servicios públicos privatizados). Así, por ejemplo, en el consorcio controlante de una de las empresas que en que se subdividió ENTel (Telefónica de Argentina) se encontraban presentes un operador internacional –Telefónica de España–, numerosos bancos extranjeros –el Citibank, el Manufacturers Hanover, el Bank of New York,

[158] Entre otros, pueden mencionarse Azpiazu (2002), Basualdo (2002) y Schvarzer (1998: 147-168).

> el Banco Central de España, el Banco Hispanoamericano, etc.–, y tres de los principales grupos económicos del país –Soldati, Pérez Companc y Techint (los dos últimos se contaban entre los principales proveedores de la empresa estatal)–; mientras que en el otro (Telecom Argentina) coexistían las operadoras internacionales Stet Societá Finanziaria y France Cable et Rario, el banco J. P. Morgan, y el grupo local Pérez Companc (2001: 15).

Entre los bancos acreedores, si bien pueden mencionarse a varias entidades como Chase Manhattan, CSFB y Chemical Bank, Citicorp fue el caso con mayor participación. Según Liendo, "en las reuniones, ellos planteaban por ejemplo que se mantuviese como cuestión del Brady que se iba llevar adelante el programa de privatizaciones" (AHO, 30/08/06). Su activa participación derivó en la creación en 1992 del Citicorp Equity Investment (CEI), holding que agrupaba a las empresas del grupo.[159] Entre los grupos locales, como mencionan Castellani y Gaggero (2011), un amplio sector del empresariado local no participó del proceso de privatizaciones, privilegiando su tradicional sector de actividad (por ejemplo, Mastellone, Bagley, Arcor, Deutsch, Gatic), otros participaron pero desde una lógica de "focalización con el fin de alcanzar su integración productiva" (por ejemplo, Loma Negra y la compra del ferrocarril Ferrosur Roca) y, finalmente, "unos pocos participaron muy activamente" (2011: 276). Cabe destacar que entre estos pocos se destacaron miembros de CEA: Pérez Companc, Soldati, Grüneisen y Macri, en diversos sectores como electricidad (generación, distribución y transporte), gas (distribución y transporte), petróleo, subterráneos, concesiones viales, telecomunicaciones, transporte ferroviario, agua y desagües locales, industria siderúrgica (Azpiazu y Shorr, 2001: 18).[160] Por ello prácticamente no hubo incorporaciones de empresas privatizadas al CEA.

El impacto de las medidas en los bancos acreedores y grupos económicos locales fue positivo. El titular local del Citibank, Ricardo Handley, manifestaba su apoyo al programa económico, calificándolo de "revolucionario" y afirmando "se hizo algo que yo nunca vi desde que tengo uso de razón. (…) Los bancos están dispuestos a respaldar el nuevo

[159] A principios de los noventa, el Citicorp logró convertir los papeles de la deuda que poseía en capital mediante participaciones accionarias en las empresas que se iban privatizando. La primera empresa tomada fue Celulosa en 1990. Después siguieron otras como Aceros-Zapla, Alto Paraná y el Frigorífico Ríoplatense. En 1992, el conglomerado de empresas industriales y de servicio quedó integrado bajo el paraguas del CEI, al que luego se integraron como socios la familia Werthein y el grupo del banquero Raúl Moneta. La segunda ola expansiva del grupo se centró en los medios de comunicación. Claudio Zlotnik, "Del negocio a la crisis", *Página/12*, 28/07/99, p. 5.

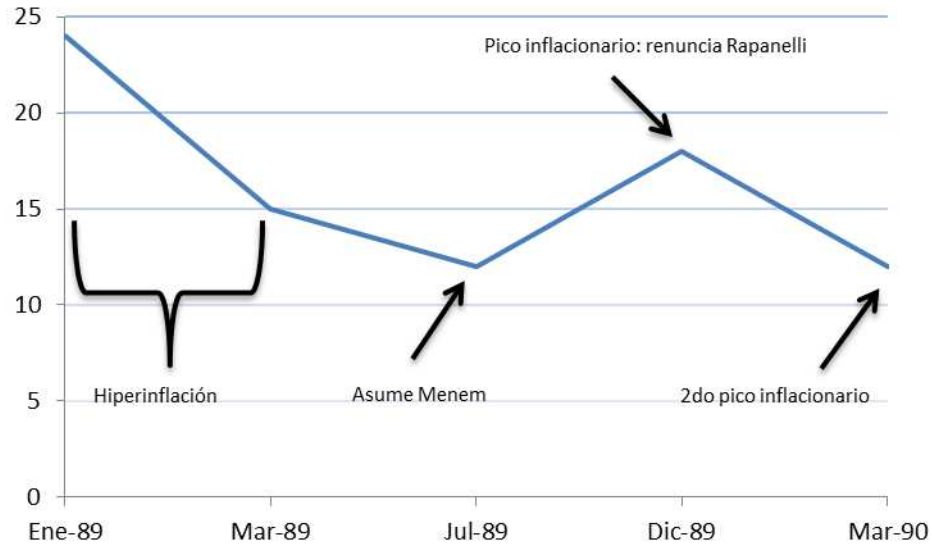
[160] Según la información recabada, Macri no figura entre los miembros del CEA a partir de 1993. Por otra parte, el grupo Roggio, también de participación en el proceso, no formaba parte del CEA.

programa económico".[161] A través de una solicitada en los diarios, CEA manifestaba "su decidido apoyo a este programa, en particular en aquellos aspectos que apuntan a las reformas estructurales del sector público y la desregulación y apertura de la economía".[162] En 1993 Ruete Aguirre (presidente CEA, 1993-1997) celebraba con Menem "la feliz coincidencia de principios y puntos de vista que, en materia de política económica, ha existido entre su gobierno y las propuestas del Consejo Empresario", considerando que 13 de las 16 transformaciones necesarias habían sido realizadas.[163]

La estrategia antiinflacionaria del equipo de Rapanelli se basó en una política de estabilización de precios mediante la reducción del desequilibrio externo y fiscal, incluyendo subas en las tarifas públicas y combustibles y una fuerte devaluación del austral. A pesar de las reformas, la economía local estaba lejos de estabilizarse, como demostraría los picos hiperinflacionarios de diciembre de 1989, que marcaba el fin del equipo económico, y marzo de 1990. Esta inestabilidad se expresó en la percepción de los inversores internacionales (ver Gráfico 2.6). A pesar de la inestabilidad, el asesor especial para la deuda externa, Álvaro Alsogaray, pretendía que a través las reformas estructurales el país ingresara al Brady inmediatamente. Diferente era la posición del coordinador de las negociaciones con los bancos acreedores, Carlos Carballo, quien explicaba que en primer lugar el país debía asegurar un flujo de fondos de los organismos multilaterales de crédito. Según Carballo, los grupos acreedores estaban a la espera de la evolución de los acontecimientos, sin realizar presiones excesivas para cobrar lo adeudado.[164] Las reformas iniciales eran bien percibidas, pero no era suficiente ya que se requería, además, un plan de estabilización.

[161] "La banca extranjera comprometió su apoyo al programa económico", *La Nación*, 14/09/89, p. 20.
[162] "Existe solución" (solicitada), *La Nación*, 16/07/89, p. 25.
[163] Y las restantes tres se consideraban "en ejecución": reformas del sistema previsional, de obras sociales y del mercado laboral. "Respaldo empresarial a la gestión de Menem", *La Nación*, Economía & Negocios, 12/05/93, p. 1.
[164] "Plan Brady como México", *El Cronista*, 20/09/89, p. 5; Néstor Scibona, "La Argentina no gestiona un préstamo puente con EE.UU.", *El Cronista*, 26/09/89, p. 8.

Gráfico 2.6 – Cotización de los títulos de la deuda externa argentina en el mercado secundario, enero 1989 – marzo 1990 (USD centavos)



Fuente: Elaboración propia sobre datos de "Deuda: alternativas para reducir su peso", *La Nación*, 15/04/90, p. 18.

En marzo de 1990, ante el Senado de su país, David Mulford explicaba, sobre el caso argentino, que "pese a que el gobierno ha mantenido discusiones preliminares con sus acreedores bancarios comerciales, no puede dirigir su atención a negociaciones serias mientras la situación interna permanezca inestable".[165] En el mismo mes, desde el sector privado, Donald McCouch, presidente de la división internacional de unos de los principales bancos acreedores, Manufacturers Hanover, expresó su apoyo a las medidas del gobierno, cuyo éxito era condición necesaria para iniciar las negociaciones, aclarando que "antes de un acuerdo, el plan económico debe estar bien asentado".[166] El titular del Citibank, John Reed resumía la situación, al expresar que

> el gobierno tiene una buena idea sobre lo que hay que hacer y desde afuera se ve que el plan económico tiene el apoyo de los argentinos. Al plan sólo le falta inversiones y esa inversión que falta es ahorro en manos de los argentinos que lo tienen depositado en el exterior. Ese dinero tiene que volver a la Argentina y hay una necesidad de inversión externa de compañías como la nuestra, de la banca internacional, y todo eso requiere de estabilidad y mucha confianza. Nosotros desde afuera estamos buscando apoyos para el plan (…) La solución de la deuda externa va a ser muy difícil porque la economía no anda muy bien. Va a

[165] "Mulford", *Clarín*, 22/03/90, p. 8.
[166] "Respaldo externo al plan económico", *La Nación*, 24/03/90, p. 6.

> tomar tiempo arreglar todo esto. El señor Presidente cree que el plan económico va a rendir sus frutos dentro de dos años. La negociación va a comenzar el año que viene.[167]

En síntesis, la estrategia corporativa de Menem fallaba. Entregar el control de la conducción económica no había sido suficiente, como decía Reed, para que los sectores que manejaban la circulación del dinero, grandes grupos económicos locales y bancos acreedores, decidieran invertir en el país. El camino era el correcto, pero insuficiente.

Tras los episodios inflacionarios de finales de 1989 e inicios de 1990, Santiago Soldati, presidente del CEA, afirmaba que "para lograr reformas auténticas, en un país como la Argentina, no se puede pensar en el gradualismo. La falta global de credibilidad exige un shock integral de medidas simultáneas para transmitir una sensación de convencimiento irreversible".[168] En un documento elaborado por FIEL a pedido del CEA, se expresaba que

> alternativas para mejorar la credibilidad en la reforma económica pasan por restringir la discrecionalidad del gobierno actual y de los futuros. Por ejemplo, la irreversibilidad de la política fiscal y monetaria si se acompaña con la independencia del Banco Central y la libre convertibilidad de la moneda local con alguna divisa extranjera. (…) Nótese que la independencia del Banco Central o la convertibilidad exigen equilibrio fiscal: en realidad, son medidas complementarias de ajuste fiscal y ayudan a que éste mismo sea más creíble (FIEL, 1990: 142-143).

Los sectores locales que podían repatriar su dinero y los acreedores exigían, además de las reformas, una estabilidad creíble, es decir, que fuera perdurable en el tiempo a través de la reducción del margen de maniobra del gobierno en la política fiscal y monetaria. La irreversibilidad y la imposibilidad de cursos alternativos eran la condición para la credibilidad.

b. La estabilización y el ascenso de la tecnocracia

A las exigencias de reformas y estabilidad, el gobierno había respondido, en el primer caso, implementando con gran velocidad y radicalidad la agenda planteada por los organismos multilaterales de crédito. En cambio, en el segundo, la construcción de una estabilidad que fuera creíble provino de la tecnocracia local. Como explica el negociador de la deuda, Daniel Marx, "el Plan de Convertibilidad es en definitiva una estabilización de la tasa de inflación

[167] "John Reed: Es mejor liberar el dólar a tratar de controlarlo vendiendo reservas", *Ámbito Financiero*, 16/11/89, p. 16.
[168] Fernando Flores, "Un ajuste fiscal de shock propone el Consejo Empresario Argentino", *El Cronista*, 18/04/90, p. 12.

también y eso era una precondición".[169] A fines de los ochenta, en un mundo dominado por los tipos de cambio flotantes, la idea del tipo de cambio fijo no estaba expandida y no contaba, en particular, con el apoyo del FMI.[170] Ya en el contexto hiperinflacionario de 1989, la necesidad de ordenar la economía local había llevado a la FM y al CEMA a pensar, con fines diferentes, un plan monetario que generara confianza y credibilidad.

En el entorno de Cavallo, la idea había sido avanzada por un colaborador, Horacio Liendo. En 1989, en las reuniones del equipo de Cavallo que asesoraba en la campaña a Menem, Liendo había preparado un borrador, "Proyecto de creación del nuevo sistema monetario argentino", que instauraba una caja de conversión. El tipo de cambio no era fijo sino que se establecía en función de la relación entre activos y pasivos del BCRA, y la circulación del dólar no estaba prevista. Liendo estimaba que faltaban USD 4 mil millones en el BCRA en ese momento que debían financiarse con un impuesto extraordinario a las exportaciones, por lo que un período de transición era necesario. La idea había sido acercada por Cavallo a Menem. Sin embargo, al inclinarse por los ejecutivos del Bunge y Born, el proyecto perdió progresivamente peso (Roig, 2007: 33-38). Como observaba el mismo Liendo, la prioridad sobre Bunge y Born se debía a que era "clave en la estrategia de superar la antinomia".[171]

En el caso del CEMA, la idea fue avanzada por Almansi y Rodríguez (1989). Para los autores, los planes de estabilización en el pasado habían fracasado por falta de implementación del ajuste fiscal. Un programa de estabilización debía dar garantías de que el BCRA no se viera forzado a emitir. Una condición para eso era un equilibrio fiscal creíble, lo que a su vez demandaba una moneda estable. Para ello, los autores proponían dos alternativas. La primera, que la moneda local dejara de existir y fuera reemplazada por una divisa (dolarización). De no ser posible, en segundo lugar, debía crearse una nueva moneda, el peso, totalmente convertible con dólares estadounidenses a un tipo de cambio de uno, fijado por ley, donde el BCRA no tenía autoridad para modificarlo. En este caso, el peso era emitido exclusivamente a cambio de dólares, se mantenían los dólares de respaldo del peso

[169] Entrevista con el autor, 21/12/07.
[170] Cuando se establece la Convertibilidad en 1991, "el personal del Fondo estaba muy renuente a aceptar que esto era una buena solución" (Loser, AHO, 18/12/07). En el mismo sentido, Roque Fernández narraba que "en todas las negociaciones [con el FMI], tuve que luchar permanentemente contra el pedido de que abandonáramos la convertibilidad. (…) El Fondo se opuso toda la vida a la convertibilidad, desde el principio no quiso saber nada" (AHO, 24/10/07).
[171] Horacio Liendo (AHO, 30/08/06).

con encaje del 100%, se establecía absoluta libertad cambiaria y se cambiaba la deuda en australes –incluyendo la oferta monetaria- por títulos públicos (1989: 17-19).

Entre el diseño de ambas propuestas y el Plan de Convertibilidad hubo un período de transición. Ante fracaso del equipo de Bunge y Born, Menem profundizaba la alianza con la Ucedé para mantener el simbolismo de su compromiso con las reformas (ver Tabla 2.3). Frente a una nueva explosión de los precios, el Presidente recurrió a Antonio Erman González, quien había sido su ministro de Hacienda en la provincia de La Rioja (Argento y Gerschenson, 1999: 100). Los peronistas eran mayoritarios en el nuevo equipo, con Gambarotta, Domenicioni, Bouer, Prol y Solá. El subsecretario de Comercio Interior, Pereyra de Olazábal, era ascendido a Industria y Comercio. La Ucedé mantenía así el control sobre las privatizaciones.[172] El BCRA era reflejo de la inestabilidad financiera. Se sucedieron en la presidencia Rodolfo Rossi (vinculado a Alsogaray),[173] Enrique Folcini y, tras una nueva crisis en marzo de 1990, el mismo Erman González quien, en señal del aspecto transitorio del período, pasaba a ocupar ambos cargos, hasta que González Fraga volviera otra vez.

Tabla 2.3 – Equipo económico en Argentina, diciembre 1989 – enero 1991

Cargo	Funcionario
Ministro	Erman González
Secretario de Coordinación	Héctor Gambarotta / Héctor Domenicioni
Secretario de Gestión Económica	Luis Prol / Carlos Carballo
Secretario de Hacienda	Saúl Bouer
Secretario de Industria y Comercio	Jorge Pereyra de Olazábal
Secretario de Agricultura	Felipe Solá
Secretario de Ingresos Públicos	Raúl Cuello

Fuente: Elaboración propia a partir de Dalbosco (2003) y el Boletín Oficial.

Dentro de esta inestabilidad, la tecnocracia aumentó su influencia política a través de las medidas que dieron las condiciones necesarias para la viabilidad del Plan de Convertibilidad.

[172] El único apartidario era Raúl Cuello, experto en finanzas públicas.
[173] Fernández (AHO, 21/10/07).

El Plan Bonex, anunciado el 28 de diciembre de 1989, era una idea de Roque Fernández que fue implementada por Domingo Cavallo y Felipe Murolo, otro hombre de la FM.[174] Cavallo le había incluso sugerido a Erman González que "junto al Plan Bonex, implementaran la Convertibilidad" (Cavallo, 2001: 149). La propuesta de Cavallo, quien como en el año anterior volvía insistir con el proyecto de Liendo, no fue acompañada, también como en aquella ocasión, por el ministro de Economía.

En esencia, el Bonex fue un plan monetario recesivo. Primero, era un canje compulsivo de todos los depósitos en australes que eran devueltos por títulos públicos, los Bonex 1989. Para asegurar el éxito de esa medida, sólo se les permitía a los depositantes retirar ARA 1 millón (aproximadamente USD 500). Segundo, los fondos colocados por los bancos en el BCRA, para satisfacer los requisitos de encaje para depósitos en australes, fueron pagados con Bonex 1989 u otros bonos.[175] Con el ajuste recesivo del plan y la mejora en los precios de exportación, el superávit comercial se incrementó a más de USD 8,3 mil millones, el más alto registrado en la historia argentina hasta entonces que, combinado con un menor déficit de los servicios, impulsó la cuenta corriente a un superávit de USD 1,8 mil millones.[176] El resultado era una combinación de caída de la base monetaria, baja de la inflación, ingreso de divisas y aumento de las reservas del BCRA. Las condiciones para el Plan de Convertibilidad estaban dadas.[177]

A fines de 1990, el gobierno recurrió a la emisión monetaria para financiar el déficit, desatando un nuevo pico hiperinflacionario en enero de 1991. Esto llevaba a la caída del segundo equipo económico en apenas 18 meses de gestión.

En 1991, los tecnócratas asumieron los principales puestos de decisión, con la FM en el ministerio de Economía y el CEMA en el BCRA. El ascenso de la FM había sido, en el marco de las relaciones mencionadas de los grandes industriales locales con el peronismo, a través de Cavallo, quien había sido parte del equipo económico de campaña de Menem y ministro de

[174] Diseñado junto a Guillermo Calvo y Roque Fernández, fue "Murolo, que seguía en el Banco Central, hizo el plan Bonex, durante la gestión de Erman González" (Roque Fernández, AHO, 21/10/07).
[175] *Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires*, 25/11/91, p. 65. Estas medidas no se aplicaron a los depósitos en dólares estadounidenses.
[176] *Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires*, 25/11/91, p. 61.
[177] Como expresa Roque Fernández, "la gran ventaja que tiene la hiperinflación del '89 y del '90 es que limpió el sistema financiero. Cuando nosotros empezamos en el '91, el crédito y los depósitos en gran parte habían sido destruidos por la inflación. (…) Con el plan Bonex acomodamos la última parte que quedaba de los depósitos, de manera tal que estabilizamos el sistema financiero (Fernández, AHO, 24/10/07).

Relaciones Exteriores (1989-1991). Si bien el PJ mantenía cargos, la presencia de funcionarios surgidos de la Fundación Mediterránea y con vínculos con Cavallo era mayoritaria.[178] El nuevo secretario de Coordinación, Horacio Liendo, era hijo del ministro de Interior de la dictadura para quien había trabajado Cavallo como subsecretario y quien había facilitado el acceso de Cavallo a la presidencia del BCRA. El nuevo secretario de Hacienda, Ricardo Gutiérrez, había sido funcionario en la provincia de Córdoba y había facilitado el acceso de Cavallo al banco provincial. La única excepción es Carlos Tacchi, quien había sido nombrado por sugerencia de Juan Alemann (Cavallo, 2001: 156). Juan Schiaretti, finalmente, provenía del PJ de Córdoba, donde Cavallo había iniciado su carrera política.

Tabla 2.4 – Equipo económico en Argentina, enero 1991 – julio 1996

Cargo	Funcionario
Ministro	Domingo Cavallo
Secretario de Coordinación	Horacio Liendo
Secretario de Economía	Carlos Sánchez
Secretario de Hacienda	Ricardo Gutiérrez
Secretario de Industria y Comercio	Juan Schiaretti / Carlos Magariños
Secretario de Agricultura	Marcelo Regunaga / Felipe Solá
Secretario de Programación Económica	Juan Llach
Secretario de Ingresos Públicos	Carlos Tacchi
Secretario de Finanzas	Roque Maccarone

Fuente: Elaboración propia a partir de Dalbosco (2003) y el Boletín Oficial.

El CEMA, sin demasiadas relaciones previas con el PJ, había ingresado al gobierno a través de sus estrechos vínculos con Bunge y Born. Miguel Roig, quien había participado en los cursos de ejecutivos del CEMA, y Ferreres, con un rol protagónico en su fundación, llevaron a Roque Fernández al gobierno, primero como asesor externo del ministerio de Economía y, luego, como vicepresidente del BCRA (Fernández, AHO, 24/10/07). En 1991, era nombrado presidente del BCRA, quien sumaba del CEMA, como directores, a Pedro Pou y a Eugenio

[178] "De la Fundación Mediterránea incorporé prácticamente a toda la gente que había estado conmigo" (Cavallo, 2001: 160).

Pendás, y, como asesor, a Aquiles Almansi.[179] En ese sentido, en ambos organismos, las diferencias con los equipos anteriores eran notorias por la cohesión, las credenciales académicas y por los mayores contactos internacionales.

El Plan de Convertibilidad, anunciado el 20 de marzo de 1991, tenía dos principios básicos. Primero, completo respaldo de la base monetaria por las reservas internacionales del BCRA, a través de un tipo de cambio fijo de ARA 10.000 = USD 1. El austral era totalmente convertible al dólar estadounidense, por lo que no podía haber aumento de la base monetaria sin un aumento equivalente de los activos totales internacionales del BCRA al tipo de cambio fijado. Segundo, se prohibía la indexación, poniendo de ese modo fin a todas las cláusulas de ajustes de precios en los contratos comerciales, de trabajo y de alquiler, lo que representaba el fin de las negociaciones sobre los precios (Roig, 2007: 45). La función principal del BCRA bajo el plan era realizar transacciones en moneda extranjera para mantener la equivalencia de la base monetaria con la totalidad de las reservas internacionales. Profundizando la estrategia de construcción de credibilidad mediante la reducción de discrecionalidad del gobierno, en 1992 se realizaba una reforma de la Carta Orgánica del BCRA que le otorgaba mayor independencia del Poder Ejecutivo. Clave para el mayor equilibrio en las cuentas públicas fue la reforma impositiva de 1992. El gobierno simplificó la estructura recaudatoria, basándose principalmente en el IVA y el impuesto a las ganancias. La estabilización de precios (eliminación del efecto Olivera-Tanzi) y el crecimiento económico (particularmente en una estructura impositiva basada en IVA y Ganancias) permitieron un aumento de los ingresos públicos y la eliminación del déficit fiscal en 1992-1993. Con la reforma de 1992 la recaudación quedaba "atada" al ciclo económico. Esto sería fundamental para el éxito inicial del plan, letal en el futuro.

Desde la instrumentación del plan en marzo de 1991, la inflación bajó de un índice mensual del 27% en febrero al 1,3% en agosto, la tasa más baja lograda en 17 años.[180] El Plan de Convertibilidad lograba por partida doble estabilizar la economía y reducir la discrecionalidad del gobierno en la política monetaria y fiscal. Como expresaban el CEA y FIEL,

[179] "Asume hoy el nuevo directorio del BCRA", *Ámbito Financiero*, 07/02/91, p. 1; "Directivos de la banca oficial", *La Nación*, 07/02/91, p. 6.
[180] *Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires*, 25/11/91, p. 55-57.

> la sanción de la Ley de Convertibilidad a fines de marzo de 1991 se constituyó en una señal de "cambio de régimen". Si bien no se estableció en forma explícita la independencia del Banco Central del poder político, la obligación de mantener una relación estrecha entre base monetaria y reservas líquidas del BCRA, limitó hasta el presente las posibilidades de recurrir al impuesto inflacionario como instrumento de financiamiento del organismo monetario (FIEL, CEA, 1991: 12, 43).

Por sus consecuencias en la discrecionalidad del gobierno, el Plan de Convertibilidad daba a la política económica una credibilidad que no había surgido con las reformas estructurales. El representante del Banco de Boston, Manuel Sacerdote, expresaba que "a partir de la Ley de Convertibilidad, nosotros estamos mirando con algún grado de optimismo como se va desarrollando el programa económico que lleva adelante el gobierno".[181]

El Plan, al introducir el dólar como moneda de circulación y al establecer un tipo de cambio fijo, era más cercano al proyecto del CEMA que al de Liendo.[182] La necesidad de incluir ambos aspectos se enmarcaba en la perspectiva de Cavallo que la Argentina estaba "muy enferma" y se necesitaba tomar un "remedio muy fuerte en dosis muy fuertes".[183] Sin embargo, para ambos *think tanks* la convertibilidad era un instrumento con objetivos diferentes. Para Cavallo, más vinculado con sectores productivos, era un plan de antiinflacionario destinado a dar progresivamente confianza en la moneda local y recuperar cierto margen de decisión del gobierno. En cambio, en un sentido opuesto, en el CEMA, vinculado con sectores financieros y de agroexportación menos dependientes del Estado, era un plan definitivo que debía amputar por siempre la discrecionalidad del gobierno sobre la política monetaria y, por lo tanto, la fiscal.[184] Como expresaban Almansi y Rodríguez (1989),

> creemos que la única forma en que el Estado nacional pueda comprometerse creíblemente a no utilizar *nunca más* la emisión monetaria como mecanismo consuetudinario de financiamiento, es abandonar su potestad de emitir dinero. Sin la habilidad de emitir moneda, el Estado se vería forzado a financiarse con recursos genuinos, y con deuda denominada en divisas colocada voluntariamente en el mercado de capitales (1989: 11; la itálica es nuestra).

---

[181] "Cárdenas fue reelecto", *Ámbito Financiero*, 26/04/91, p. 6.

[182] El empresario Jorge Catena, fundador del CEMA, señalaba que "todas las ideas básicas que acompañaron al Plan de Convertibilidad eran las que en ese momento se investigaban en el CEMA". Luis Cortina, "Un mecenas de bajo perfil para el equipo económico", *La Nación*, Economía & Negocios, 16/02/97, p. 1.

[183] "Cavallo llegó a pensar en un esquema algo más flexible", *La Nación*, 28/05/00, p. 8.

[184] Los funcionarios del FMI tenían una perspectiva similar a la de Cavallo: "como en un comienzo la convertibilidad se consideraba un instrumento de estabilización, se prestó poca atención a la conveniencia del sistema para el crecimiento a largo plazo" (FMI, 2004b: 31).

En palabras de Roque Fernández, "yo nunca lo vi como algo que se iba a abandonar más adelante, a pesar de que no había sido mía la idea. (…) Este era nuestro compromiso. Las expectativas están basadas en esto" (AHO, 07/11/07). Para Jorge Ávila, también del CEMA, Cavallo

> puso en práctica en 1991 [la Convertibilidad] como una suerte de super-control de precios, y apenas creyó que la inflación no era un problema intentó sacarla en noviembre 1992 (…) para reemplazarla por una fórmula tan discrecional y poco transparente como una canasta de monedas.[185]

Efectivamente, en 1992 Cavallo haría un intento de flexibilizar el Plan de Convertibilidad. En marzo, en la Bolsa de Cereales, afirmó que "si algún día hubiera necesidad, podría aplicar un pequeño ajuste diario en la paridad".[186] Las perspectivas para 1993 eran preocupantes: se estimaba un déficit de la balanza comercial de USD 1.500 millones, la reanudación de los pagos del servicio de la deuda por USD 4.500 millones y un déficit en la balanza de otros servicios por USD 1.000 millones. En octubre, Cavallo anunciaba un paquete de medidas con cargas fiscales a las importaciones y subsidios a las exportaciones, lo que fue considerado una devaluación encubierta. En noviembre, iba más allá y mencionaba la posibilidad de reemplazar la convertibilidad con el dólar por una canasta de monedas que incluyera también al marco alemán y al yen. La palabra "devaluación" fue repetida por la prensa.[187] Las empresas multinacionales y los bancos, ante los anuncios del ministro y las perspectivas que había para 1993, decidieron cubrirse contra el riesgo y pasaron de pesos a dólares.[188] El BCRA perdió USD 300 millones para evitar el agravamiento de la crisis cambiaria.[189] Finalmente, Menem, para quien la no-devaluación era una consigna política, no sólo rechazó la estrategia de Cavallo sino que apoyó el camino inverso cuando se autorizaron las cuentas corrientes y los encajes en dólares, profundizando la dolarización de la economía y reduciendo, a ojos de los inversores externos, el riesgo cambiario (Damill y Kampel, 1999: 26). El proyecto original de Cavallo de transferir la confianza del dólar al peso se derrumbaba

[185] www.jorgeavilaopina.com/?p=303.
[186] Gabriel Macaggi, "Devaluación, recesión, o ¿qué?", *Mercado*, 12/92, p. 35.
[187] Gabriel Macaggi, "Devaluación, recesión, o ¿qué?", *Mercado*, 12/92, p. 35.
[188] A pedido de sus grandes clientes, 10 bancos compraron 80% de los dólares vendidos por el BCRA: Banco Europeo de América Latina (BEAL), Deutsche Bank, Chemical Bank, Banco de Boston, Banco Galicia, Banco Río y, en menor medida, los bancos Francés, República, Lloyd's y General de Negocios. La cantidad de bancos extranjeros se debía a la demanda de sus clientes, empresas multinacionales, cerealeras, automotrices y firmas industriales. "Diez bancos lideraron la compra", *La Nación*, Economía & Negocios, 12/11/92, p. 2; "Las empresas compran divisas para cubrir riesgos cambiarios", *La Nación*, 14/11/92, p. 1.
[189] Gabriel Macaggi, "Devaluación, recesión, o ¿qué?", *Mercado*, 12/92, p. 35.

(Novaro, 2009: 430-431). Menem había demostrado su compromiso. Manuel Sacerdote, del Banco de Boston, entidad activa en la corrida al dólar, expresaba que

> los argentinos han vivido una serie de planes económicos que primero eran exitosos y después fallaban (…). Tenía que venir un test a la Convertibilidad para que la gente pudiera ver qué tan profundo es el compromiso del gobierno de Menem.[190]

El objetivo de los tecnócratas del CEMA de reducir la discrecionalidad del gobierno (y no el de Cavallo, "super-control de precios") sería precisamente lo que haría creíble la política económica para los agentes económicos locales y externos. Si para Cavallo estabilización era reducción de la inflación, para los sectores que se habían impuesto significaba reducción de los márgenes de la política económica.

La defensa del CEA del Plan de Convertibilidad expresaba la prioridad de los grandes empresarios locales a la estabilización y a la credibilidad de la política económica por encima de la competitividad que afectaba a las exportaciones y a la industria local. Esto se debía a que el impacto era diferenciado entre los mismos industriales, reproduciendo nuevamente la diferencia de los intereses expresados por el CEA y la UIA. En palabras de quien fuera subsecretario de Industria (1993-1996), Aizar Assefh,

> algunos sectores estaban muy satisfechos y otros, no tan satisfechos. En el sector industrial, hubo sectores muy beneficiados (…) sobre todo los intensivos de capital. Hubo otros que crecieron, pero no a la misma velocidad, que fueron los intensivos en mano de obra. Hubo muchas quejas, por ejemplo, de los fabricantes de calzado deportivo, algunos sectores de la industria textil, pero no tanto la indumentaria sino los sectores intermedios.[191]

Por ello, el impulso final hacia el Plan Brady, que abriría las puertas del crédito privado externo no sólo al Estado sino también a las grandes firmas locales, provino de los sectores de la inversión, es decir, de los grupos económicos locales y sectores financieros acreedores. Como explica Assefh, para los grandes grupos industriales, además, era fundamental el acceso al Plan Brady porque "tener acceso al sistema de financiamiento internacional es muy importante porque facilita las inversiones (…). No hay ninguna inversión grande, importante, que se pueda hacer si no hay financiamiento".[192] En palabras de Marx, negociador de la deuda,

[190] Nathaniel C. Nash, "Argentina Amid Crisis Over Economic Policies", *The New York Times*, 16/11/92, p. 4.
[191] Entrevista con el autor, 21/01/08.
[192] Entrevista con el autor, 21/01/08.

> en un momento, alrededor del '91, hubo un deseo muy fuerte de las autoridades argentinas de dejar atrás el tema de la deuda porque interpretaban que despejaba incertidumbres y podía producir un mejor clima de inversiones. (…) [Esto] no significaba necesariamente que el Plan de Convertibilidad tuviera un destino cambiante en función del resultado de la negociación. No había presión al respecto. Sí había mucho más presión respecto a la apertura de líneas de crédito, de financiamiento bancario de largo plazo en particular, y algunas decisiones importantes de inversión directa tanto local como extranjera. Eso sí influyó más.[193]

Efectivamente, la eliminación de los controles de cambio (asociado al establecimiento de la regla de convertibilidad) y la legalización de las transacciones en dólares contribuyeron a mejorar el acceso del sector privado al crédito externo, ya que el riesgo de incumplimiento de deuda privada externa disminuía al reducirse la discrecionalidad del gobierno (Damill y Kampel, 1999: 26).

De este modo, del proceso analizado en este capítulo, se producían dos consecuencias mayores que determinan el resto del período. Primero, en 1991, con las reformas estructurales muy avanzadas, la estabilización de la economía y la reducción de la discrecionalidad del gobierno, se daban las últimas condiciones para acceder al mercado internacional de capitales. La transición entre 1989 y 1991 para completar las "condiciones necesarias" había determinado las principales decisiones de política económica que marcaban así las reglas de juego en el país hasta el 2001. En el proceso, una nueva coalición político-social gobernante se había formado. En segundo lugar, se restablecía el flujo con el mercado financiero mundial después de una década de aislamiento, dotando de estabilidad a la coalición político-social forjada. En este período, a partir de la implementación del Plan de Convertibilidad y el acuerdo del Plan Brady, el vínculo entre la economía argentina y el mercado financiero mundial tendría características específicas.

[193] Entrevista con el autor, 21/12/07.

Capítulo 3

La sustitución de préstamos por títulos y las nuevas relaciones políticas de la integración semi-periférica

En 1991 las condiciones necesarias para ingresar al Brady estaban cumplidas. El proceso había resultado luego de dos años de inestabilidad con cambios de posiciones en el Estado y de decisiones de política económica. Finalmente, la implementación de las reformas estructurales y la estabilización de la economía estaban logradas, y las relaciones de poder en el seno de la coalición gobernante, forjadas. En 1992, tras una muy breve fase de negociaciones, el gobierno logró una reestructuración de la deuda pública con los acreedores para la conversión de USD 23 mil millones en préstamos a títulos. Se iniciaba así un período de estabilidad gracias a la integración lograda al sistema financiero mundial.

Las relaciones políticas resultantes de la integración, sin embargo, serían diferentes al período anterior de 1976-1981, debido a la globalización y al Plan Brady. En primer lugar, durante los ochenta, mientras los Estados semi-periféricos y periféricos estaban aislados, las transformaciones en el centro del sistema, debido a las reformas liberales y a los cambios

tecnológicos, llevaron a la expansión y globalización de la economía internacional, con nuevas características y actores. Por ello, cuando se logró el acceso al crédito privado externo en 1992, habían emergido otros actores en el sistema financiero mundial. En el período anterior, los Estados se endeudaban con los préstamos otorgados por unos pocos y grandes bancos comerciales. La relación política contenida en este vínculo económico se expresó claramente en el proceso de negociaciones del Plan Brady. Los acreedores se articularon en un comité para organizar la toma de decisiones y la negociación política fue entre los funcionarios públicos y los principales ejecutivos de los bancos. En segundo lugar, el Plan Brady creó un nuevo mercado donde se negociaba un producto novedoso, los títulos de deuda de Estados y empresas privadas de países semi-periféricos.

De ese modo, a partir de 1992, la globalización y el Plan Brady transformaban la relación entre deudores y acreedores con dos grandes cambios. Primero, mientras que antes el banco otorgaba un préstamo y éste se mantenía como acreedor, a partir de 1992 el deudor emitía un título que era vendido a inversores (mercado primario) que, a su vez, lo podían vender a otros inversores (mercado secundario). Esto implicaba un cambio en el vínculo entre un país y el sistema financiero mundial donde se sustituía el producto (de préstamos a títulos) y los acreedores (de bancos comerciales a inversores). Segundo, los Estados y empresas privadas que emitían títulos provenían de países semi-periféricos, es decir, con accesibilidad variable al mercado financiero internacional y donde la cuestión de la percepción de los inversores de los niveles de riesgo sobre la voluntad y capacidad de pago de las obligaciones por parte del deudor era central en la decisión de inversión. Por ello, además de los inversores, aparecieron otros actores con un rol clave en los análisis de riesgo. De este modo, en el Capítulo 3 se realiza, en primer lugar, una comparación en las relaciones políticas resultantes de la integración semi-periférica de Argentina al sistema financiero mundial entre el período anterior al acuerdo del Plan Brady y el posterior. Esto implica, en segundo lugar, analizar las nuevas características surgidas con la globalización y el Plan Brady y, en particular, los roles de los nuevos actores.

Para dar cuenta de las diferencias entre la etapa pre-Brady y la posterior se utilizan los conceptos de coordinación “centralizada” y “descentralizada”. En efecto, como nota Przeworski (2003), la coordinación entre diferentes agentes puede ser a través de mecanismos centralizados, como sucede dentro de una organización, o descentralizados,

cuyo clásico ejemplo es el mercado perfecto y completo, del cual el más cercano es precisamente el mercado internacional de capitales. En el primer caso, la decisión de una organización debe ser acatada por las partes que la integran dado que los mecanismos descentralizados ya no son suficientes (2003: 8). En el mercado perfecto y completo, los agentes deciden racional y autónomamente a partir de la información disponible. La dinámica interdependiente, a través de la oferta y la demanda, tiene a su vez un resultado que refleja a cada instante la agregación de las decisiones de los agentes económicos, el precio. A su vez, los precios "informan plenamente a cada individuo qué oportunidades resigna por consumir (o usar en la producción) una unidad de cada producto" (2003: 23). En teoría, los agentes no precisan conocer nada sobre los otros dado que toda la información, es decir, las consecuencias de los eventos pasados y las anticipaciones de los eventos futuros, está contenida en los precios (Fama, 1965).[194] Por lo tanto, siendo los precios conocidos, el acceso a toda la información disponible para todos los agentes prácticamente no tiene costos.

Como se verá a continuación, la etapa pre-Brady correspondió a un período donde los actores financieros se coordinaban centralizadamente, particularmente a través del Comité de Bancos. Luego del acuerdo del Brady, con la creación de un mercado con nuevos tipos de producto y actores, el mecanismo se modificó a una coordinación descentralizada, transformando de ese modo el vínculo entre el país y el sistema financiero mundial.

1. La negociación del Plan Brady

Al inicios de 1991, la deuda pública era 90,4% externa. Del total, 61,8% correspondía a obligaciones con los bancos comerciales, 28,6% al sector público (organismos multilaterales de crédito y el Club de París), mientras que el restante 9,6% era interna (ver Tabla 3.1).[195]

[194] La hipótesis de la eficiencia de los mercados es que el precio refleja a cada instante toda la información disponible. Ésta constituye el núcleo duro de la teoría financiera moderna (Lardic y Mignon, 2006: 9).

[195] La deuda pública interna pasó de una gran cantidad de papeles, lo que fue denominado en su momento el "festival de bonos", a cuatro títulos en enero de 1990: Bonex 89, los BIC (entregados a los bancos que tenían menos indisponibles que depósitos a plazo fijo), los BOCE (canjeados a las entidades sorprendidas con más imposiciones a plazo que indisponibles) y los BOCREX (bonos de crédito entregados a cambio de reintegro a las exportaciones). Claudio Destéfano, "Radiografía de la deuda", *Somos*, 11/02/91, p. 34.

Tabla 3.1 – Composición de la deuda pública argentina al 31 de enero de 1991

Composición	USD millones	% del Total
Deuda externa pública	54.600	90,4
Con bancos comerciales	37.300	61,8
GRA (Guaranteed Refinancing Agreement)	18.500	30,6
PN (Promissory Notes)	5.100	8,4
TCA (Term Credit Agreement)	5.300	8,8
TCDF (Trade Credit & Deposit Facility)	1.000	1,7
SWAPS (Seguro de cambio)	800	1,4
Otros	6.600	10,9
Con organismos multilaterals	17.300	28,6
Club de París	6.100	10,1
FMI	3.100	5,1
BID/Banco Mundial	5.100	8,4
Otros	3.000	5,0
Deuda interna pública	5.788	9,6
Bonex 82	367	0,6
Bonex 84	498	0,8
Bonex 87	563	0,9
Bonex 89	3.000	5,0
BIC	600	1,0
BOCE	460	0,8
BOCREX	300	0,5
Total de la deuda pública	60.388	100,0

Nota: Además de la deuda del gobierno nacional, había deuda interna provincial por USD 95 millones al 31/01/91.
Fuente: Elaboración propia sobre datos de Claudio Destéfano, "Radiografía de la deuda", *Somos*, 11/02/91, p. 34.

Como se mencionó, la propuesta diseñada por Brady y Mulford se centraba en una reestructuración de deuda voluntaria y de mercado. Esto se expresaba, en primer lugar, en el menú de opciones que podían optar los bancos (bono *discount*, bono *par* u otras alternativas) y, en segundo lugar, en que el monto de la reducción se definía por los mercados secundarios que expresaban la cotización de los títulos de la deuda pública.

Sin embargo, a pesar de su diseño, la implementación del Plan Brady fue resultado de la negociación política. Dado que el caso mexicano funcionó como referencia para todos los acuerdos posteriores, es necesario observar cómo se fijó el porcentaje de reducción de la deuda. Los funcionarios mexicanos inicialmente habían propuesto una reducción del 55%, cifra próxima a la cotización de su deuda en los mercados secundarios. Contrariando al mismo Plan Brady, los bancos, tras ofrecer en primer lugar un 15%, sólo aceptaban una reducción del 22%. El FMI apoyó la posición mexicana sosteniendo que cualquiera fuese la opción elegida por los bancos, las operaciones debían tomar como referencia los precios en

el mercado (Camdessus, 1989). Conscientes del riesgo que una postura inflexible de los bancos podría ocasionar una corrida al dólar y una crisis para el débil sistema financiero doméstico, las autoridades mexicanas finalmente abandonaron el principio de reestructuración de mercado y negociaron, con el apoyo de Tesoro estadounidense, la reducción (Cline, 1995). A su vez, como afirmaba la coordinadora del Comité de Bancos para el caso argentino, Rima Ayas, los bancos aceptaron la quita de deuda en 1989 en el marco del Plan Brady por "presiones", "no sólo de Washington o de Nicholas Brady. También hubo presiones del primer ministro del Japón, del gobierno francés. Y, por separado, fuertes presiones por parte de las grandes empresas".[196]

Como todos los casos que siguieron el caso mexicano, la negociación política entre el gobierno argentino y los bancos acreedores siguió un formato similar, cuyo singularidad fue, según el titular del Comité de Bancos William Rhodes, "el más rápido tiempo de negociación, hasta aquí, para una gran reestructuración internacional de deuda (…), sólo 69 días desde el inicio el 30 de enero [de 1992]" (Rhodes, 2011: 70, 75). La causa era que la fase corta de negociación estuvo precedida por una larga de "pre-negociación". Como explica el negociador argentino Daniel Marx,

> había distintos actores. Uno, que era el más publicitado, el llamado Comité de Acreedores Bancarios. Otro, con menos publicidad, pero no por ello era menos importante. Yo decía que en el caso argentino hubo una pre-negociación. Es decir, se fue a ver a los principales acreedores y a la gente que tomaba decisiones por encima del Comité y tratar de reformular el caso con anticipación y lanzar algunos lineamientos y elaboración del llamado menú de opciones. También hubo una acción intensa con gobiernos y con organismos.[197]

Por lo tanto, el análisis de los aspectos políticos del acuerdo del Plan Brady se divide a continuación en dos fases, la "pre-negociación" y la "negociación".

a. La pre-negociación

La pre-negociación se desarrolló en el período 1989-1992. La demora en el inicio formal de la fase negociadora era apoyada por los bancos acreedores, que mientras esperaban que la economía local estuviera ordenada, obtenían participaciones en el proceso de privatizaciones. Más de un año después de la llegada de Menem al gobierno, en agosto de 1990, John Reed, CEO del Citicorp, afirmaba que

[196] Germán Sopeña, "Mayor confianza bancaria tras el Plan Brady", *La Nación*, 19/04/92, p. 8.
[197] Entrevista con el autor, 21/12/07.

> el país está manejando su economía de una manera equilibrada. Hasta ahora el gobierno no ha querido hablar con los bancos para acordar la deuda. Y creo que eso es correcto porque hoy no existen las condiciones para empezar a negociar. Si yo fuera el ministro de Economía haría lo mismo.[198]

En esta fase, los vínculos de los funcionarios fue con quienes tomaban decisiones "por encima del Comité", que, según Marx, "muchas veces llegaba a los CEO de los bancos".[199] Esta fase fue tan determinante en la posterior que, como explicaba Marx,

> Argentina empezó después de Brasil del punto de vista de sentarse a negociar, pero mi sensación es que en ese momento en Argentina había un plan más armado de qué es lo que se podía obtener. Argentina hizo una pre-negociación más intensa que Brasil lo cual hizo que la negociación fuese más breve.[200]

En 1989, el ministro de Economía Rapanelli, anunciaba "vamos a estar pidiendo una quita que puede estar en el orden del 50% tanto sobre el stock de deuda como sobre los intereses atrasados".[201] Sin embargo, los CEO de los grandes bancos fijaban otra agenda de la fase de pre-negociación. Pocos días después, tras una reunión con Menem, el CEO del Citicorp, John Reed respondía. Primero, antes de negociar la deuda, el Estado argentino debía ponerse al día con los intereses atrasados. Segundo, expresaba el interés del Citibank en utilizar el mecanismo de capitalización de deuda en el marco del proceso de privatizaciones.[202] Del mismo modo, el CEO del Chase Manhattan, Arthur Ryan, sostenía que la economía argentina debía cumplir con los siguientes requisitos para recibir inversiones externas:

> Una, continuar con el mejoramiento de la economía doméstica, incluyendo privatizaciones y las actividades adjuntas. Dos, la resolución del problema de la deuda externa. Eso último se hará en tres etapas. Primero, un acuerdo con el FMI. Segundo, la resolución de los intereses vencidos. Tercero, la renegociación del conjunto de la deuda.[203]

La estrategia de reducción del stock de deuda

La estrategia de reducción de stock de deuda fue implementada a través de los programas de capitalización de deuda. La Argentina inició un programa de capitalización en 1984 a través de una autorización del BCRA que "permitía a los acreedores externos capitalizar sus créditos en las empresas deudoras de acuerdo con las normas de legislación que regulaban

[198] Luis Beldi, "John Reed dice que haría igual que Erman González: no negociaría ahora la deuda", *El Cronista*, 09/08/90, p. 7.
[199] Entrevista con el autor, 21/12/07.
[200] Entrevista con el autor, 21/12/07.
[201] "La Argentina pedirá una quita del 50% de la deuda", *El Cronista*, 01/11/89, p. 5.
[202] "Encuentro de Carlos Menem con John Reed", *Clarín*, 15/11/89, p. 4.
[203] Alejandro Matvejczuk, "El Chase prefiere ver antes de creer en el plan", *Clarín*, 09/05/91, p. 16.

las inversiones extranjeras" (Bouzas y Keifman, 1990: 452-453). Bajo el reclamo de los bancos acreedores, la estrategia de reducción de stock de deuda se sostuvo principalmente en tres programas de capitalización iniciados en 1987: nuevos proyectos de inversión privada orientados a incrementar la capacidad exportadora del país, capitalización de los "on-lending" (deuda externa privada) y cancelación anticipada de préstamos bancarios y redescuentos del BCRA.[204] Lo rescatado a través de estos tres programas fue marginal hasta la llegada de Menem, alcanzando en 1989 USD 1.400 millones (Frediani, 1989: 54). Hasta 1989, no existieron los otros dos programas utilizados en América Latina como la capitalización a través de operaciones de comercio exterior o a través de privatización de empresas públicas (Frediani, 1989: 53).

En febrero de 1990, el asesor especial de la deuda externa, Álvaro Alsogaray, propuso a los acreedores la capitalización a través de operaciones de comercio exterior. La propuesta se basaba en la constitución de un fondo a partir del superávit comercial para la recompra de la deuda con los bancos comerciales considerando su cotización en los mercados secundarios. Sin embargo, este excedente comercial no era propiedad del Estado sino del sector privado, lo cual implicaba de la emisión de australes para comprarlo, lo que era contradictorio con el objetivo de reducir la inflación, por lo que la propuesta fue descartada.[205]

El gobierno de Menem, a diferencia del de Alfonsín, sí incluyó programas de capitalización a través de privatización de empresas públicas. Esta posibilidad fue viable gracias a los cambios operados a partir de 1987 gracias a dos decisiones de la Reserva Federal. Primero, tras el paso de USD 3 mil millones a reservas del Citibank, autorizó a los bancos estadounidenses a poseer el 100% de compañías extranjeras, contra 20% previamente.[206] Segundo, a comienzos de 1988, liberalizó sus normas para permitir a los bancos convertir los préstamos realizados a los gobiernos en capital de empresas privadas no financieras.[207] Se abría así una nueva opción para los bancos acreedores para avanzar en una estrategia de

[204] La idea de capitalización de deuda surgió "de los bancos acreedores. (…) Venían y decían 'miren, ¿por qué no hacemos un arreglo en base al cual yo les vendo este título de deuda a una empresa industrial y a un proyecto de inversión y con eso paga una parte de la inversión que tienen que hacer' (…). En lugar de poner plata, ponen los títulos de la deuda, que cotizaban con una quita obviamente. Ellos venían aprovechar esa diferencia de quita. Eso se llama los programas de capitalización" (Brodhersohn, AHO, 13/10/05).

[205] Ricardo Rosales, "Propuesta para recomprar la deuda externa de la Argentina", *El Cronista*, 18/02/90, p. 8.

[206] Edward Robert Page, "En Wall Street ven un gran negocio con deudas externas", *Ámbito Financiero*, 04/01/88, p. 9.

[207] "Estados Unidos flexibilizó sus normas para permitir capitalización de deuda", *Ámbito Financiero*, 25/02/88, p. 11.

adquisición de los activos de los Estados deudores, las empresas públicas, a cambio de sus pasivos, los préstamos. Este proceso dotó de mayor atractivo a los préstamos. Se produjo así durante el período una mayor concentración de la tenencia de la deuda externa argentina, donde los bancos pequeños y medianos seguían una estrategia de salida mientras que los grandes bancos compraban deuda con la perspectiva de utilizarla como mecanismos de inversión. Como resultado, 50 bancos tenían en 1989 casi 80% del total de créditos y el número de acreedores se había reducido de 360 a fines de 1982 a aproximadamente 200 en 1989 (Crespo y Portela Moreno, 1989: 109-110). Como afirmaba la coordinadora del Comité de Bancos, Rima Ayas,

> son relativamente pocos los bancos que pueden afrontar un programa completo de capitalización y de participación en el proceso de privatización de una gran compañía. (…) Diría que menos de una docena, frente al total de unos 500 bancos acreedores. En ese número hay una mayoría de bancos norteamericanos, simplemente porque hace muchos años que trabajan en el mercado latinoamericano.[208]

En agosto de 1989, Álvaro Alsogaray anunciaba el envío de una iniciativa del Poder Ejecutivo que contemplaba esta nueva opción.[209] La necesidad de utilizar las privatizaciones como capitalización de la deuda externa era resultado, además de un proyecto liberal y herramienta para la formación de la coalición político-social gobernante, de la insolvencia del sector público. En palabras del ministro de Obras y Servicios Públicos, Roberto Dromi, que "no podemos emitir, no podemos endeudarnos más y no podemos cobrar más impuestos que los que la población puede pagar, por lo cual la privatización se ha convertido en un instrumento para superar la crisis".[210]

Los atrasos

En el caso de los atrasos, la situación del Estado argentino era más grave que los otros latinoamericanos: en marzo de 1990 acumulaba USD 6.150 millones, mientras que el otro gran deudor con atrasos, Brasil, USD 5.300 millones.[211] Sin embargo, su resolución no formaba parte de las condiciones de ingreso al Brady. El FMI y el Banco Mundial condicionaban sus préstamos a las reformas estructurales mientras daban la opción a los deudores de refinanciar automáticamente los intereses mediante la acumulación unilateral

[208] Germán Sopeña, "Mayor confianza bancaria tras el Plan Brady", *La Nación*, 19/04/92, p. 8.
[209] "Se podrá capitalizar la deuda externa con activos públicos", *La Nación*, 05/08/89, p. 16.
[210] "Defendió Dromi el uso de la capitalización en las privatizaciones", *Clarín*, 12/05/90, p. 5.
[211] "Argentina es el líder en atrasos en los pagos", *Ámbito Financiero*, 04/05/90, p. 9.

de atrasos. De este modo, las presiones sobre la necesidad de divisas y sobre el presupuesto que implicaban el pago de los servicios de la deuda no eran obstáculos para la estabilización. Por ello, la acumulación de atrasos era una condición implícita y necesaria para el éxito del Brady (Cline, 1995: 239). Como se observó, el memorándum de 1989 con el FMI no mencionaba los pagos de atrasos de intereses con los bancos comerciales. El organismo inauguraba así una nueva política de dejar sin efecto que un país debía estar al día en sus pagos con los bancos para poder recibir reembolsos. Por ello, en el informe de marzo de 1990 del Instituto de Finanzas Internacionales, entidad que nuclea a los 300 más grandes bancos comerciales y de inversión internacionales, se afirmaba que "la disciplina financiera internacional se está corroyendo. Estamos preocupados de que la nueva política del FMI de tolerar los atrasos a los bancos está socavando una efectiva implementación de la estrategia de la deuda".[212]

En el caso mexicano, los intereses no fueron un asunto porque el Estado había continuado sus pagos (Rhodes, 2011: 71). Los otros dos grandes deudores, con importantes atrasos, tuvieron diferentes estrategias. El gobierno brasileño revolvió realizar un pago de USD 1.000 millones por aproximadamente 25% del total, lo que afectó la estabilidad de la economía local.[213] En cambio, el gobierno argentino rechazó la exigencia de la banca acreedora de negociar en primer término los atrasos y defendió la postura de negociar toda la deuda en conjunto. A modo simbólico, en junio de 1990 el gobierno aceptó girar USD 40 millones por mes como pago de atrasos. Según los funcionarios argentinos, la política de conversión de deuda por activos mediante las privatizaciones y el flujo mensual de pagos, iniciado a mediados de 1990, permitían al país plantear una posición diferente a Brasil.[214] A comienzos de 1991, en una nueva señal hacia los acreedores, el gobierno elevaba los pagos mensuales a USD 60 millones.[215] En palabras del CEO del Citicorp, John Reed,

[212] "Argentina es el líder en atrasos en los pagos", *Ámbito Financiero*, 04/05/90, p. 9.
[213] El gobierno brasileño había decidido hacer dos pagos de USD 1.000 millones. Sin embargo, tras efectuar el primero, se desató una crisis cambiaria ya que, en ausencia de superávit fiscal, los montos fueron afrontados con el uso de las reservas. Con la caída de las exportaciones, las autoridades brasileñas decidieron devaluar su moneda a fines de septiembre 1991, aumentando aún más las presiones inflacionarias, llegando a un índice de precios superior al 20% mensual. Daniel Muchnik, "Argentina y los bancos", *Clarín*, 27/10/91, p. 18.
[214] Julio Nudler, "Cavallo quiere todo de golpe", *Página/12*, 03/10/91, p. 8
[215] "Confirman mayores pagos a la banca", *Clarín*, 08/01/91, p. 18.

> Argentina está pagando algo de intereses, lo que ha sido muy importante para los bancos acreedores; no tanto por el monto que es escaso, pero sí porque es un reconocimiento del gobierno argentino de las necesidades de mantener relaciones con nosotros.[216]

b. La negociación

Del lado acreedor, desde la crisis mexicana de 1982 se había constituido para cada país deudor un comité de bancos para realizar las negociaciones con los Estados deudores. Agrupaban en general una docena de entidades, los principales acreedores, que negociaban en representación de cientos de bancos medianos y pequeños. En el caso argentino, en 1992 el comité estaba compuesto de 13 bancos y su titular era el vicepresidente del Citibank, William Rhodes.[217] La toma de decisiones estaba centralmente en los ejecutivos de los grandes bancos. Por eso, la función real del Comité de Bancos no era decidir sino articular una posición acreedora común. Los bancos tenían diferentes situaciones en cuanto a niveles de exposición, intereses en la región y origen nacional, lo que implicaba regulaciones y esquema tributarios diversos en sus países de origen. En particular, durante los ochenta, los bancos con menor exposición, en una estrategia *de free-rider*, podían ver que su interés era negociar directamente con los deudores y no proveer dinero adicional (Rhodes, 2011: 68). Como sostenía la coordinadora del Comité de Bancos, Rima Ayas, la mayor dificultad en la tarea negociadora fue "lograr el consenso entre todos los bancos. (…) Se trata de bancos con criterios de administración diferentes, sometidos a normas regulatorias diferentes y, por lo tanto, con exigencias muy distintas".[218] Por ello, el primer objetivo en el comité era obtener el consenso suficiente de los bancos alrededor del mundo para construir una "masa crítica", que en el caso mexicano significó la participación de 80% de los bancos y, posteriormente, se ajustó país por país (Rhodes, 2011: 69).

Del lado deudor, el gobierno argentino había creado en 1990 una comisión para la estrategia de la deuda presidida por el mismo Menem e integrada además por otros funcionarios del

[216] Marcelo Zlotogwiazda, "'Hay más depósitos argentinos en el Citi que lo que nos debe el país'", *Página/12*, Cash, 12/08/90, p. 1.
[217] Los 13 bancos era el Bank of America, The Bank of Tokyo, The Chase Manhattan Bank, Citibank, Crédit Lyonnais, Crédit Suisse, Dresdner Bank, Lloyds Bank, Manufacturers Hannover Trust Company, Morgan Guaranty Trust, The Royal Bank of Canada y, desde noviembre de 1988, Midland Bank y Sanwa Bank (Crespo y Portela Moreno, 1989: 115).
[218] Germán Sopeña, "Mayor confianza bancaria tras el Plan Brady", *La Nación*, 19/04/92, p. 8.

Ejecutivo y el Legislativo.[219] Sin embargo, como se observó, la negociación real no había avanzado, centrándose en la reducción del stock y las negociaciones con el FMI.

Tras la implementación del Plan de Convertibilidad, en 1991 el gobierno realizó dos emisiones de títulos públicos por un total USD 500 millones y otra en 1992 por USD 250 millones. Las emisiones fueron posibles antes del acuerdo del Plan Brady porque el Estado argentino, a diferencia de los préstamos bancarios, no había caído en cesación de pagos con los títulos.[220] Para los analistas financieros, las dos colocaciones demostraban el incipiente retorno de los capitales al país gracias a la estabilización de la economía. Rima Ayas, coordinadora del Comité de Bancos, sostenía que

> los bancos y toda la comunidad financiera respondieron de un modo muy positivo frente a las políticas económicas en aplicación en la Argentina. Creo que hubo un muy buen anticipo de ese clima o predisposición favorable hacia la Argentina cuando a fines de 1991 se reabrió el mercado financiero con la colocación de los eurobonos, que fue la primera gran aceptación del programa conducido por Domingo Cavallo.[221]

Según Federico Molina, director de la Oficina Nacional de Crédito Público (ONCP) (1996-2003),

> esas emisiones de 1991 y 1992 se hicieron aprovechando las expectativas favorables del mercado. Los inversores hicieron una apuesta a la mejora de Argentina como riesgo crediticio; los elementos fundamentales fueron el Plan de Convertibilidad, el cierre del Plan Brady mexicano y el crecimiento de los mercados emergentes de deuda.[222]

A inicios de 1992 se reestructuró el equipo negociador, liderado por Horacio Liendo y Daniel Marx para avanzar en un acuerdo con el Comité de Bancos.[223] Las negociaciones se iniciaron en Nueva York el 30 de enero de 1992, donde el gobierno presentó su propuesta para reestructurar la deuda de USD 31 mil millones, incluyendo USD 8 mil millones por intereses atrasados, siguiendo los lineamientos establecidos por el Plan Brady. Unos 10 días más tarde, el Comité de Bancos se reunía para analizar la propuesta argentina. El gobierno ofrecía dos opciones sobre los intereses atrasados sin incluir un pago en efectivo y cuatro opciones sobre el resto de la deuda (ver Tabla 3.2). La contraoferta del Comité de Bancos presentaba tres grandes discrepancias: 1) reclamaban un desembolso en efectivo de USD

[219] "Menem preside la comisión de deuda", *La Nación*, 02/06/90, p. 6.
[220] Federico Molina, entrevista con el autor, 26/09/10.
[221] Germán Sopeña, "Mayor confianza bancaria tras el Plan Brady", *La Nación*, 19/04/92, p. 17.
[222] Entrevista con el autor, 26/09/10.
[223] "Más fondos y mayor ajuste", *Clarín*, 02/04/92, p. 5.

1.200 millones por los atrasos (con la exigencia suplementaria de los bancos sobre los intereses de los intereses no cobrados durante dos años), 2) las tasas de interés aplicables y 3) los títulos utilizables en las privatizaciones.[224] En la segunda semana de marzo, los banqueros respondieron formalmente, expresando su rechazo a la mayoría de los puntos y proponiendo menor quita, mayores tasas y un pago inicial por los intereses atrasados. En la carta enviada por los técnicos del Comité de Bancos a Liendo y Marx se afirmaba que

> cualquier arreglo para afrontar los pagos de intereses atrasados debe incluir un pago adelantado de una suma significativa de efectivo. (…) Los nuevos bonos deberán tener una tasa de interés de flotación libre, sin topes y otros términos económicos más favorables.[225]

Los bancos solicitaban extender la posibilidad de uso de los títulos para privatizaciones, que el gobierno limitaba al Bocón. Expresamente afirmaban que "queremos que los bonos emitidos con el nuevo paquete financiero continúen en su totalidad siendo elegibles para futuras privatizaciones".[226] El gobierno avanzó en la presentación de una nueva oferta. Primero, se aceptó finalmente hacer un pago en efectivo por los intereses atrasados. Segundo, se flexibilizó el uso de títulos para privatizaciones. Se eliminó la opción del Bocón y, en cambio, se mantuvo la jerarquía de los GRA. Además, el gobierno incluyó la promesa de subir sustancialmente el monto de acciones que el Estado iba a poner en venta en las privatizaciones más importantes de 1992 (entre otras, Segba, Gas del Estado, Obras Sanitarias), para maximizar así el uso que la banca acreedora podía hacer de los títulos en esas operaciones (ver Tabla 3.3).[227]

[224] Alejandro Matvejczuk, "La puja con los acreedores", *Clarín*, 21/02/92, p. 15.
[225] Marcelo Bonelli, "Dura carta de la banca acreedora ante la propuesta argentina", *Clarín*, 09/03/92, p. 16.
[226] Marcelo Bonelli, "Dura carta de la banca acreedora ante la propuesta argentina", *Clarín*, 09/03/92, p. 16.
[227] Guillermo Kohan "Argentina aceptó pagar 'cash' a los banqueros", *Ámbito Financiero*, 11/03/92, p. 1.

Tabla 3.2 – Plan Brady: oferta inicial del gobierno argentino y contraoferta del Comité de Bancos, enero-febrero 1992

		Oferta del gobierno argentino			Contraoferta del Comité de Bancos		
	Título	**Monto**	**Plazo**	**Tasa**	**Monto**	**Plazo**	**Tasa**
Intereses atrasados (USD 8.000 millones)	**Bono argentino**	90%	15 años con 6 de gracia. Pago semestral.	4,5% anual. Pago semestral.	80%	10 años. Pago semestral.	LIBOR + 13/16. Pago semestral.
	Bono de Estados Unidos	10%	10 años	0%	30% (a), con pago efectivo de U$S 1.200 millones	10 años	0%
Capital (USD 23.000 millones)	**Discount**	60% del capital (quita de 40%)	30 años en un solo pago.	LIBOR + 13/16, con tope de 9% anual	70% del capital (quita de 30%)	20 años	LIBOR + 13/16. Sin tope.
	Par	100% del capital	30 años en un solo pago.	50% de LIBOR + 13/16 con tope de 9% anual	100% del capital. Sirve para privatizar.	20 años	Tasas crecientes desde 5,25% con tope de 6,25% anual
	FLIRB	100% del capital	25 años con 15 de gracia. Pago semestral	1 y 2 año: 2,5% 3 y 4 año: 3,5% 5 y 6 año: 4,5% 7 en adelante: 5,5% fijo	100% del capital. Sirve para privatizar.	15 años con 5 de gracia. Pago semestral.	1 año: 4,75% 2 año: 5% 3 año: 5,25% 4 año: 5,50% 5 año: 5,75% 6 año: LIBOR + 13/16
	BOCON	Hasta USD 5.000 millones al mejor postor. Sirve para privatizar.	16 años con 6 de gracia (pago mensual de capital).	LIBOR. Pago mensual a partir del año 6.	Hasta USD 5.000 millones al mejor postor. Sirve para privatizar.	Sin datos	LIBOR + 13/16

Nota: (a) El 10% adicional se refiere al pedido del Comité de Bancos sobre los intereses de los intereses no cobrados durante dos años.

Fuente: Elaboración propia sobre "Texto completo de la propuesta", Ámbito Financiero, 31/01/92, p. 1; "Dura respuesta de bancos por el Brady", *Ámbito Financiero*, 18/02/92, p.1; Alejandro Matvejczuk, "La puja con los acreedores", *Clarín*, 21/02/92, p. 15.

Tabla 3.3 - Plan Brady: primera y segunda oferta del gobierno argentino, enero-marzo 1992

		Primera oferta del gobierno argentino (30/01/92)			Segunda oferta del gobierno argentino (31/03/92)		
	Título	**Monto**	**Plazo**	**Tasa**	**Monto**	**Plazo**	**Tasa**
Intereses atrasados (USD 8.000 millones)	**Bono argentino**	90%	15 años con 6 de gracia. Pago semestral.	4,5% anual. Pago semestral.	USD 7.880 millones	15 años con 6 de gracia.	LIBOR + 13/16, con tope de 6,25% anual.
	Bono de Estados Unidos	10%	10 años	0%			
	Pago en efectivo	-	-	-	USD 400 millones		
Capital (USD 23.000 millones)	**Discount**	60% del capital (quita de 40%)	30 años en un solo pago.	LIBOR + 13/16, con tope de 9% anual	62,5% del capital (quita de 37,5%)	30 años	LIBOR + 13/16. Sin tope.
	Par	100% del capital	30 años en un solo pago.	50% de LIBOR + 13/16 con tope de 9% anual	100% del capital.	30 años	1 año: 4%, aumenta 0,25% hasta 6%.
	FLIRB	100% del capital	25 años con 15 de gracia. Pago semestral	1 y 2 año: 2,5% 3 y 4 año: 3,5% 5 y 6 año: 4,5% 7 en adelante: 5,5% fijo	100% del capital.	25 años.	1 año: 3,75%. Aumenta 0,25% por año hasta 8vo año. Luego LIBOR + 13/16.
	BOCON	Hasta U$S 5.000 millones al mejor postor. Sirve para privatizar.	16 años con 6 de gracia (pago mensual de capital).	LIBOR. Pago mensual a partir del año 6.	Se desiste con Bocon y se continúa con GRA para privatizar.	-	-

Fuente: Elaboración propia sobre Guillermo Kohan "Argentina aceptó pagar 'cash' a los banqueros", *Ámbito Financiero*, 11/03/92, p. 1; Marcelo Bonelli, "Los bancos acreedores comunicaron anoche que quieren un pago contado", *Clarín*, 17/03/92, p. 16; Marcelo Bonelli, "Argentina ofrece pagar al contado U$S 350 millones", *Clarín*, 18/03/92, p. 12; Marcelo Bonelli, "Argentina ofrece pagar al contado U$S 350 millones", *Clarín*, 18/03/92, p. 11; Ricardo Rosales, "El Comité de Bancos insiste en reclamar mayor pago en efectivo", *El Cronista*, 30/03/92, p. 6.

Ante la segunda oferta del gobierno argentino, el Comité de Bancos insistió en un pago en efectivo de USD 1.100 millones por los intereses atrasados y mejoras en las tasas de interés. Tras una reunión con Rhodes, Mulford y el presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan, Cavallo aceptó subir el pago en efectivo y, a cambio, solicitaba una quita superior al 35%

obtenida por México en 1989.[228] Esta demanda era más política que económica: se buscaba presentar dentro de Argentina al acuerdo con un mejor resultado que el caso mexicano. La aceptación de Cavallo de subir considerablemente el pago en efectivo era en vistas a presentar un acuerdo formal a mediados de abril en la asamblea anual del BID en Santo Domingo. Por su parte, el gobierno de Estados Unidos presionaba para un acercamiento entre las partes para que el presidente Bush pudiera anunciar, en el marco de su campaña por la reelección, que el problema de la deuda externa estaba solucionado.[229] También desde el sector privado extranjero y local había intereses en una rápida resolución. En el primer caso, los bancos estadounidenses podrían librar los fondos inmovilizados que habían constituido el 70% de reservas contra créditos exigido por la Reserva Federal.[230] Para el Citicorp un rápido acuerdo era especialmente importante ya que atravesaba una mala situación financiera, debido a la crisis inmobiliaria de 1990 en Estados Unidos, y se acababa de postergar el acuerdo con Brasil.[231] En el segundo caso, los grupos económicos locales podían acceder a la apertura de líneas de crédito, financiamiento bancario de largo plazo y en el mercado financiero internacional a través de la colocación de deuda. La presión desde el sector privado, sostenía Daniel Marx, "influyó más" para acelerar el acuerdo.[232]

Las diferencias dentro del Comité de Bancos afloraron. Las posiciones más duras eran sostenidas por los bancos ingleses Midland y Lloyds, y por el canadiense Royal Bank of Canada, que mantenía la posición inicial de reclamar un pago en efectivo de USD 1.100 millones. En cambio, desde los bancos estadounidenses, liderados por el Citibank, se buscaba desarticular este núcleo duro para facilitar un acuerdo rápido, procurando bajar el monto exigido a USD 650 millones.[233] Pocos días antes de la asamblea del BID, el Comité de Bancos llegó a una posición común. Sobre los atrasos, solicitaban un pago efectivo de USD 900 millones y un bono a 15 años con tasa LIBO más 13/16; para el bono *discount*, ofrecían

[228] Marcelo Bonelli, "Deuda: reunión cumbre de banqueros", *Clarín*, 24/03/92, p. 16.
[229] Marcelo Bonelli, "EE.UU. impulsa un rápido acuerdo de la Argentina con la banca acreedora", *Clarín*, 25/03/92, p. 15.
[230] Alejandro Colle, "Insólito: banqueros aliados de Argentina por la deuda", *Ámbito Financiero*, 11/02/92, p. 13.
[231] En agosto de 1991, el titular de la comisión de Energía y Comercio de la Cámara de Representantes de Estados Unidos, John Dingell, sostuvo que el Citibank era "técnicamente insolvente" y "luchando por sobrevivir" (citado en Rhodes, 2011; 57).
[232] Entrevista con el autor, 21/12/07.
[233] "Deuda: divergencias entre los bancos", *Clarín*, 31/03/92, p. 7.

una quita de 35% sobre el principal; para el bono *par*, una tasa inicial de 4% hasta llegar al 6,5% al sexto año; para el FLIRB, una título a 15 años con una tasa inicial de 3,75%.[234]

Finalmente, las negociaciones se aceleraron durante la asamblea del BID. Sobre el capital las diferencias eran menores, con una quita alrededor del 35%, como en otros casos del Brady, y sobre los intereses también se habían reducido (entre 4% y 6%, cifra anunciado públicamente por Menem como techo admisible). En cambio la cuestión espinosa continuaba siendo el pago en efectivo. La segunda oferta del gobierno argentino incluía un pago de USD 400 millones al contado y el resto con pagos diferido (títulos). En consonancia con el acuerdo con Mulford y Greenspan, el Comité de Bancos, que inicialmente había reclamado USD 1.100 millones, a partir de las presiones del Citibank dejó trascender la posibilidad de bajar la cifra. Finalmente, se acordó USD 400 millones en efectivo y USD 300 millones en títulos garantizados. El flujo mensual de pagos fue la última cuestión tratada en Santo Domingo, ante el pedido de los bancos de subir de USD 60 millones a USD 100 millones. El gobierno aceptó estirar la cifra hasta USD 70 millones mensuales.[235] Las necesidades financieras del Citicorp y las presiones del Tesoro estadounidense favorecieron el rápido acuerdo.[236] Finalmente, se anunció en Santo Domingo en un comunicado firmado por Cavallo y Rhodes el acuerdo entre el Estado argentino y el Comité de Bancos (Tabla 3.4).

[234] Ricardo Rosales, "Los bancos piden u$s 900 millones", *El Cronista*, 01/04/92, p. 1.
[235] Marcelo Bonelli, "Argentina arregló con los bancos acreedores e ingresó al Brady", *Clarín*, 08/04/92, p. 3.
[236] En palabras de la coordinadora del comité de bancos y ejecutiva del Citibank, Rima Ayas, "es cierto, Mulford mantuvo contactos telefónicos con Rhodes". Marcelo Bonelli, "La intimidad del acuerdo", *Clarín*, 09/04/92, p. 8.

Tabla 3.4 – Plan Brady: acuerdo entre el Estado argentino y el Comité de Bancos, abril 1992

Concepto		Características			
		Capital	**Tasa de interés (%)**	**Maduración (años)**	**Garantías**
Discount		65%	LIBOR + 13/16	30 (en un solo pago).	Bonos "Cupón Cero" de EE.UU. sobre el capital
Par		100%	Año 1: 4,00 Año 2: 4,25 Año 3: 5,00 Año 4: 5,25 Año 5: 5,50 Año 6: 5,75 Año 7-30: 6,00	30 (en un solo pago).	Bonos "Cupón Cero" de EE.UU. sobre el capital y los intereses.
Intereses atrasados	Efectivo	USD 400 millones	-	-	-
	Bono estadounidense	USD 300 millones	Bonos "Cupón Cero".	-	-
	Bono argentino (FRB)	USD 7.300 millones	LIBOR + 13/16	12, con 3 de gracia (pago en 19 cuotas semestrales)	-

Nota: Entre enero 1992 y hasta la fecha de canje de la deuda, los intereses sobre el capital adeudado por la Argentina sobre su deuda de mediano y largo plazo con los bancos se calculaba a una tasa de 4% anual. El flujo anual de pago por intereses pasaba de USD 720 millones a USD 1.210 millones. A la hora de refinanciar se determinó como fecha de corte el 31 de diciembre de 1991.
Fuente: Elaboración propia sobre "Compromisos de pagos por 30 años", *Clarín*, 08/04/92, p.1; "El acuerdo con los bancos", *Clarín*, 08/04/92, p. 1; Marcelo Bonelli, "Argentina arregló con los bancos acreedores e ingresó al Brady", *Clarín*, 08/04/92, p. 3; Alejandro Matvejczuk, "Cuánto habrá que pagar", *Clarín*, 08/04/92, p. 8.

Una vez acordado el menú, los acreedores optaron. La mayoría de los bancos (sobre todo japoneses y europeos) se volcaron al bono *par*, en un momento en que la LIBOR estaba en uno de los niveles más bajos desde la década del setenta. Si se sumaba al 13/16, alcanzaba aproximadamente 4,5%, cifra inferior a las tasas ofrecidas por el bono *par* a partir del tercer año. En la asamblea anual del FMI y del Banco Mundial de 1992, Cavallo se reunión con los representantes de los acreedores para expresar que para el gobierno la relación ideal era 40% de bonos *discount* y 60% de bonos par.[237] Sin embargo, los acreedores privados se inclinaban, según declaraciones del ministro de Economía, a una relación diferente, 85% de bonos *par* y 15% de bonos *discount*. Según Rhodes, los bancos preferían los bonos *par* por

> muchas razones. Por un lado hay una cuestión filosófica ya que a algunos bancos no les gusta la idea de reducción de deuda. Consideran que el cliente tiene que pagar. Otra razón es que las regulaciones bancarias en varios países favorecen el bono a la par. La tercera es

[237] Guillermo Kohan, "Cavallo admite que pagará más para entrar al Brady", *Ámbito Financiero*, 21/09/92, p. 18.

> que algunos bancos están apostando acerca de hacia dónde va la tendencia de la tasa de interés internacional.[238]

Como el *par* pagaba 100% del capital, la quita anunciada de 35% sólo se aplicaba al bono *discount*. Una opción 85-15% llevaba en la práctica a una quita de sólo 5,25%.[239] Cavallo acusó de "miopes" a los acreedores por suponer que las bajas tasas internacionales se mantendrían en el tiempo. Presionado por el gobierno de Estados Unidos, Rhodes se comprometió a llevar la opción por el *discount* al 35%, elevando así al 12% la quita.

La etapa final consistió en reunir USD 3.100 millones para comprar títulos del Tesoro estadounidense, únicos avales aceptados por los bancos como garantías.[240] Un elemento central en este aspecto fue las negociaciones con el FMI que desembocaron a un acuerdo de Crédito de Facilidades Ampliadas por tres años, aprobado el 31 de marzo de 1992 por el directorio.[241] Desde enero de 1992 a marzo de 1994 se preveía un préstamo de USD 3.609 millones, en concepto de Crédito de Facilidades Ampliadas (USD 2.749 millones, de los cuales USD 1.040 millones podían ser destinados como garantías para el Plan Brady), un aumento especial de dicho crédito para el Brady (USD 458 millones) y el tercer tramo del *stand-by* otorgado en 1991 (USD 201 millones).[242] Cavallo explicaba que "con la suma de esos fondos se reúne la masa crítica necesaria para negociar con los bancos acreedores con el ofrecimiento de reales garantías de que podemos cumplir con el compromiso que se alcance".[243]

[238] Marcelo Zlotowgiazda, "Amigos son los amigos", *Página/12*, 24/09/92, p. 3.
[239] Marcelo Bonelli, "Los bancos ofrecen una quita de apenas 5% sobre la deuda externa", *Clarín*, 22/09/92, p. 15.
[240] El gobierno financió el fondo de garantías con los créditos del FMI, el Banco Mundial, el BID, el Eximbank de Japón y recursos del Tesoro nacional. Eduardo De Simone, "Ante de marzo, habrá que reunir U$S 1200 millones", *La Nación*, 10/12/92, p. 8.
[241] El *Extended Facility Fund* (Crédito de Facilidades Ampliadas) fue creado por el FMI en 1974 pero recibió un impulso especial en 1989 con la generalización de los problemas estructurales de balance de pagos de muchos países y para financiar el ingreso al recientemente anunciado Plan Brady, aportando entre 270% y 330% de la cuota de cada país miembro del organismo internacional. Para el FMI la Argentina disponía de una cuota de aproximadamente USD 1.000 millones por lo que podía aspirar a un tope de USD 3.300 millones. "Más fondos y mayor ajuste", *Clarín*, 02/04/92, p. 5.
[242] "FMI aprueba mañana crédito de u$s 3200 para Argentina", *Ámbito Financiero*, 30/03/92, p. 1.
[243] Germán Sopena, "Cavallo: nueva etapa para la deuda externa", *La Nación*, 30/09/91, p. 1.

El 7 de abril de 1993, en actos simultáneos en Buenos Aires, Berlín y Nueva York, el gobierno canjeó la vieja deuda por los nuevos bonos *par* y *discount*, mientras que en octubre se emitieron los Floating Rates Bonds (FRB) destinados a los intereses atrasados.[244]

c. El balance del Brady

A futuro, según datos del ministerio de Economía, tras el acuerdo con el Comité de Bancos, el cronograma de vencimientos por deuda anual tenía un importante desembolso en 1993 por los requerimientos para ingresar al Brady, descendía fuertemente en los años posteriores, con un leve ascenso hasta 1998, y un nuevo aumento brusco a partir de 1999 superando los USD 1.000 millones anuales, iniciando un período crítico hasta 2004 inclusive.[245] El equipo económico presentó a la quita del 35%, al sumar al 12% del capital la previsión de una futura suba de la tasa internacional que estimaba hasta 8%.[246] En la práctica, sin embargo, la quita de 35% de los bonos *discount* equivalía a una reducción de 12,2% de la deuda no vencida con los bancos, al 8,5% de la deuda total con los bancos y al 4,4% del total de la deuda pública. El consultor financiero Miguel Broda sostenía que el Plan Brady tenía una reducción real del 3-4% del stock de deuda y, por lo tanto, no traía un alivio real.[247]

Por lo tanto, queda por establecer cuál es el balance del acuerdo del Plan Brady. En primer lugar, Claessens et al. (2003) argumentan que la estrategia del Brady permitió reducir la incertidumbre sobre la voluntad política de pago de los deudores. Recuérdese que a comienzos de los ochenta los deudores habían intentado elaborar una estrategia autónoma a través del Consenso de Cartagena. Si la decisión de la mayoría de los países latinoamericanos en participar del Plan Brady no modificó tanto la capacidad económica, fue en cambio una explícita demostración de la voluntad política de acoplarse a las reglas de juego de la comunidad financiera internacional e implicaba la definitiva aceptación de la deuda de 1982. Por ello, fue un elemento clave en la generación de confianza a inversores, siendo una demostración de la voluntad de las elites políticas latinoamericanas en abandonar las estrategias rupturistas.

---

[244] "Sorpresa con los intereses de la deuda", *Clarín*, 18/10/93, p. 6
[245] Eduardo De Simone, "Fuertes desembolsos para ingresar en el Plan Brady", *La Nación*, 15/02/93, p. 8.
[246] Eduardo Bonelli, "Cavallo: la deuda está resuelta", *La Nación*, 23/09/92, p. 1.
[247] Norma Nethe, "El Brady no aliviará la deuda", *El Cronista*, 10/04/92, p. 7.

Segundo, permitió el acceso al crédito privado externo a través de un nuevo mercado, el de títulos públicos y privados de países semi-periféricos. El compromiso formal del Brady, afirmaba Mulford, "cierra el ciclo de la irregularidad argentina frente a la comunidad financiera internacional".[248] Tras el acuerdo del Brady, el sector público y, sobre todo, el privado, empezaron a emitir deuda en el mercado financiero internacional. Desde el Estado, en 1993 la emisión de títulos públicos aumentó fuertemente, con un total colocado de USD 2.121 millones según datos de la ONCP. El sector privado también siguió la misma tendencia, liderados por los bancos locales y los grandes grupos económicos locales (ver Capítulo 4). Durante las semanas que siguieron a la asamblea del FMI y del BM, realizaron emisiones, todas a tasas menores a 10%, el Banco Galicia (USD 100 millones por cinco años), el Banco Río (USD 100 millones por cinco años) y el Banco Roberts (USD 50 millones por tres años).[249] Estas operaciones marcarían la tendencia del endeudamiento privado durante el período. Desde los bancos, se coincidía en ver al Brady sobre todo de la perspectiva del acceso al mercado internacional de capitales. El responsable del Mercado de Capitales del Citibank Argentina afirmaba que se lograba "abrir nuevas fuentes de financiamiento". Coincidía el jefe del Departamento Económico del Banco Quilmes quien resaltaba que "recategoriza al país y le permite el acceso al mercado de capitales en mejores condiciones". Julio Dreizzen, director de Capital Market del Banco Galicia, sostenía que la firma del Brady "regulariza la situación de mora y genera confianza, y esto trae capitales e inversiones". Chrystian Colombo, futuro jefe de gabinete del gobierno de la Alianza y en ese momento miembro del grupo Pérez Companc como gerente de Mercado de Capitales de Banco Río, afirmaba que "por primera vez en muchos años la Argentina vuelve al mercado internacional como un cliente confiable". Todos coincidían además en señalar que el abaratamiento del crédito favorecía al Estado y a las grandes empresas en el país.[250]

Tercero, para los bancos comerciales, las ventajas del Brady fueron considerables. Por un lado, cobraron un alto porcentaje de una deuda que llegó a cotizar al 10% en los mercados secundarios. Por otro lado, la sustitución de préstamos por títulos permitió la rápida atomización de los tenedores de deuda y el definitivo abandono de los riesgos que la deuda pública latinoamericana había representado para el sistema financiero mundial. Apenas

[248] Germán Sopeña, "'La Argentina fue un caso único'", *La Nación*, 16/12/92, p. 7.
[249] Claudio Destéfano, "Por qué bajan los bonos de la deuda", *Clarín*, 13/10/92, p. 16.
[250] "Los mercados no esperan cambios en el corto plazo", *Clarín*, 08/04/93, p. 7.

ingresados al mercado, los títulos Brady (par, *discount* y los FRB) rápidamente fueron sujeto de transacciones, dadas las garantías existentes por los títulos del Tesoro estadounidense.

Cuarto, como se analizó, el camino seguido para el acuerdo del Brady había impactado en las relaciones de poder en Argentina. La comparación con el caso brasileño es por demás significativa. Tres meses después de las negociaciones de Santo Domingo, el gobierno de Collor de Mello también anunciaba un acuerdo con el Comité de Bancos. A diferencia del caso argentino, Brasil no tenía su economía estabilizada, con una inflación superior al 20% mensual, y las reformas estructurales habían sido limitadas, particularmente en el caso de las privatizaciones, evidenciado la influencia en 1992 de las fuertes presiones del gobierno de Estados Unidos y sectores acreedores, en particular Citicorp, para la resolución de la crisis de la deuda latinoamericana. Ello explicaría, a su vez, las diferencias en las relaciones de poder entre Argentina y Brasil. En el primer caso, las reformas y la estabilización habían sido orientadas para dar credibilidad al gobierno y lograr las condiciones reclamadas en el período 1989-1991 para acceder al Brady. En el segundo caso, la estabilización sería posterior al acuerdo del Brady.[251]

2. Las relaciones políticas en la integración semi-periférica de la Argentina a partir de la política de emisión de títulos públicos

Con el desarrollo de globalización, el mercado de títulos público había conocido una fuerte expansión, pasando de USD 4 billones en 1981 a USD 31 billones en 1999 (Levich, 2001: 7). El mercado de las obligaciones públicas representaba en los noventa un tercio de los activos financieros mundiales (McKinsey, 1994). Desde los setenta, los Estados modificaron su modo de financiamiento, con un creciente rol del endeudamiento y estancamiento de la presión tributaria. Varios países centrales elevaron considerablemente el ratio de deuda sobre PIB, alcanzando niveles históricamente observados en tiempos de guerra. De 1965 a 1990, por ejemplo, Bélgica pasó del 67,5% al 131,2%, Dinamarca del 11,3% al 59,5%, Grecia del 14,1% al 88,7%, Italia del 35,4% al 100,5% y Japón del 0,1% al 69,8%. En algunos casos, se redujo como Reino Unido del 81,8% al 34,7% y Francia del 53% al 46,6%. En Estados Unidos

[251] "El Brasil ingresó en el Plan Brady", *La Nación*, 10/07/92, p. 1; Julio Nudler, "Brasil siempre es diferente", *Página/12*, 12/07/92, p. 8; Marcelo Zlotogwiazda, "La batalla por la quita", *Página/12*, 22/09/92, p. 9.

aumentó levemente, del 52,1% al 56,3% (Alesina y Perotti, 1995: 208). Los déficit públicos persistentes en los países industrializados alimentaron el mercado primario de títulos públicos, cuyo 97% en la primera mitad de los noventa fue emitido por los países centrales, el G4 (Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Alemania), y los tigres asiáticos (Hong Kong, Corea del Sur, Singapur y Taiwán) (Levich, 2001: 21). Por ello, los presupuestos de los Estados, debido al crecimiento de la deuda pública y su financiamiento vía emisión de títulos, se integraban más al sistema financiero mundial, que se caracterizaba desde mediados de los setenta por tasas internacionales positivas y alta volatilidad, especialmente en los tipos de cambio. De este modo, las economías nacionales se vinculaban a un sistema con fuertes tensiones y crisis agudas recurrentes (Guttman, 1996: 60).

a. Estados semi-periféricos y mercados de títulos

Como se mencionó, la integración semi-periférica estaba caracterizada por niveles variables de accesibilidad al crédito privado externo en función de la percepción del riesgo por parte de los actores del sistema financiero mundial sobre la voluntad política y la capacidad económica de un deudor de cumplir con sus obligaciones. (FMI, 2001). La percepción del riesgo era afectada por factores externos e internos.

Los factores externos eran las turbulencias en otros mercados semi-periféricos (efecto contagio), la volatilidad de los precios de los activos financieros en los mercados centrales y las perspectivas de crecimiento mundial (FMI, 2001: 41, 60). Éstos afectaban la liquidez disponible en el sistema financiero mundial y, por lo tanto, la demanda por los títulos públicos y el apetito de los inversores por el riesgo, con consecuencias en el costo de endeudamiento de los países semi-periféricos. Por otro lado, también existían causas internas, revisadas a la luz de los acuerdos del Plan Brady. Como señalan Eichengreen y Mody (1998), “hay razones para pensar que los determinantes del riesgo, y por lo tanto el comportamiento de los precios, difieren entre los préstamos bancarios y los bonos” (1998: 12). Tradicionalmente, el riesgo de un país estaba asociado a los niveles de deuda: a mayor deuda sobre el PIB o sobre las exportaciones, mayores posibilidades de cesación de pagos.

Sin embargo, la literatura económica ha agregado a esta perspectiva cuantitativa, una cualitativa, que considera la estructura de la deuda.[252]

Fernández et al. (2008) sostienen que la "estructura de la deuda" es un concepto multidimensional, que incluye el tipo de moneda, la maduración, los costos esperados de renegociación, los tipos de tenedores de deuda, entre otros (2008: 96). En el caso de los países semi-periféricos, la estructura de la deuda hace referencia a su incapacidad en colocar deuda de largo plazo en la moneda que emitían. Eichengreen y Hausmann (1999) lo denominaron el "pecado original", que tenía dos componentes. El primero, internacional: la moneda local no podía ser utilizada para colocar deuda en el extranjero. El segundo, doméstico: la moneda local no podía ser utilizada para colocar deuda interna de largo plazo.[253] De ese modo, se analizaba el perfil de vencimientos de deuda no sólo considerando los aspectos cuantitativos sino, además, los cualitativos.

Por eso, por un lado, los Estados semi-periféricos latinoamericanos tenían su deuda pública externa en moneda extranjera. El argentino fue el único caso en el período estudiado con capacidad de realizar algunas emisiones en el mercado internacional en moneda local.[254] De todos modos, la regla para Argentina era que las emisiones en el mercado internacional eran en moneda extranjera (ver Gráfico 3.1). En 1991-2001, la moneda local representó 1,8% del valor nominal de las emisiones realizadas por el Estado argentino en el mercado internacional (estimación propia sobre datos de la ONCP, sin canjes). Por otro lado, el desarrollo del mercado doméstico de capitales tenía implícita la promesa de proveer una base de inversores más estable al Estado, disminuyendo así el impacto de la volatilidad del mercado internacional sobre el presupuesto público, dado que en teoría permitía al Estado evitar el "pecado capital" y emitir en moneda local. En efecto, aproximadamente 2/3 de la deuda interna latinoamericana era en moneda local (BID, 2007: 24). Sin embargo, incluso en este mercado, en el caso argentino la participación de la moneda extranjera en la deuda

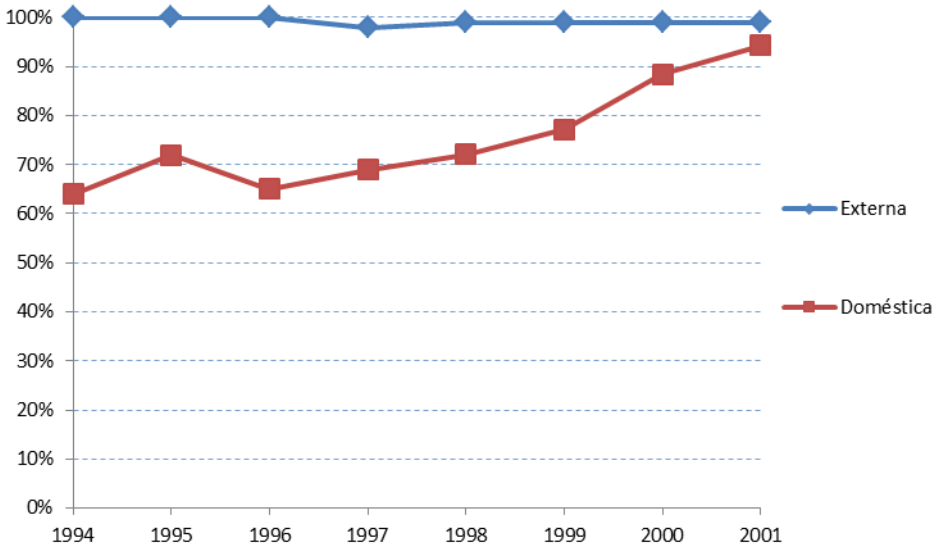
[252] La literatura menciona otras variables que afectan la vulnerabilidad y el riesgo crediticio. Por un lado, el perfil de la economía, es decir, grado de diversificación, nivel de dependencia de pocos *commodities*, nivel de desigualdad (porque afecta el tamaño y la volatilidad de la base tributaria). Por el otro, el sistema político, ya que la estabilidad impacta en la credibilidad de las políticas públicas (BID, 2007: 8-9).

[253] Una crítica de la perspectiva del "pecado original" puede encontrarse en Goldstein y Turner (2004). La respuesta está en Eichengreen et al. (2003).

[254] Según datos de la ONCP, la Argentina emitió en pesos argentinos el equivalente de USD 250 millones en 1996 y USD 1.000 millones en 1997.

pública interna fue creciendo a lo largo del período hasta superar el 90% en 2001 (Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1 – Deuda pública emitida en moneda extranjera en Argentina, 1994-2001 (% total doméstica; % total externa)



Fuente: Elaboración propia sobre datos de Cowan et al. (2006).

Por ello, como sostenía la agencia de calificación de riesgo, Standard & Poor's,

> mientras que los flujos privados hacia los mercados emergentes otorgan grandes beneficios, agudas y bruscas variaciones de los flujos pueden causar dificultades. Una alta proporción de deuda moneda extranjera y de corto plazo aumenta la vulnerabilidad de un país a los cambios de ánimo de los inversores. La financiación del Fondo Monetario Internacional y otras fuentes oficiales multilaterales puede ser un factor atenuante, pero la disponibilidad de los recursos oficiales es limitada en relación con los fondos desplegados por los bancos y los inversores (S&P, 2008: 16).

Para comprender las relaciones políticas contenidas en este tipo de integración y sus diferencias en comparación con el período pre-Brady, es necesario profundizar el análisis sobre las características de los emergentes actores privados de sistema financiero mundial. Debe indagarse entonces sobre el funcionamiento de un sistema que en general aparece como opaco, una "caja negra" homogénea bajo la vulgarización de "los mercados". Como menciona Santiso (2003), "entender los (des)órdenes financieros internacionales implica

tener en cuenta qué sucede al interior de la caja negra, analizar los actores e instituciones, sus comportamientos de inversión y regímenes cognitivos" (2003: 3).

El cambio del producto negociado, de préstamos a títulos, llevó a modificaciones en los tipos de acreedores y, por lo tanto, en las relaciones con los deudores. En el período pre-Brady los valores nominales de los préstamos se fijaban en los balances de los bancos. En el período post-Brady, en el momento de su emisión, los títulos incluyen un cronograma específico de pagos que debe hacer el deudor.[255] Es en el llamado "mercado primario" donde el emisor vende el título a un inversor. Los pagos prometidos que el emisor acepta realizar en fechas específicas tienen dos componentes: el repago del monto prestado en un tiempo predeterminado (maduración) y, además, el pago periódico de los intereses a lo largo de la vida del título, fijados en lo que se denomina "cupón" y cuyo valor se establece al momento de la emisión (Fabozzi, 2001; 2002). Superado el mercado primario, el comprador inicial puede vender el título a otros inversores (mercado secundario). Por eso, el acreedor analiza, por un lado, si el emisor continuará pagando sus deudas y, por el otro, cómo varía el precio del título en los mercados secundarios. Mientras en general el banco era acreedor del préstamo hasta su maduración, los inversores diariamente comercian los títulos en los mercados secundarios (Fabozzi, 2002: 1).

En efecto, el precio real de un título fluctúa a lo largo de su maduración, es decir, está permanentemente sometido a la valuación del mercado. Por ello, la tasa cupón fijada en el mercado primario puede diferir de la tasa de interés en el mercado, provocando cambios en el precio del título. Una ley de las finanzas establece que el precio de un título varía en dirección opuesta a un cambio en la tasa de interés, en la lógica de que el inversor se guía por el rendimiento del título (Fabozzi, 2001; 2002; BID, 2007).[256] La consecuencia es que, por

[255] Son emisores los gobiernos nacionales, provinciales (o estaduales) y locales, las empresas privadas y las instituciones supranacionales como el Banco Mundial (Fabozzi, 2001).

[256] Se presenta un ejemplo. Supóngase que un inversor *A* compró un título de valor nominal de USD 100 y con un cupón de 6%. El rendimiento de este título es de 6%. Supóngase, después, que la tasa de interés en el mercado aumentó a 6,5%. Si otro inversor deseara comprar un título similar al comprado por *A*, debería esta vez tener un cupón de 6,5%. Entonces si el inversor *A* quisiera vender su título, no encontraría otro inversor dispuesto a comprar al mismo valor nominal (USD 100) al ser su cupón sólo de 6%. Por lo tanto, como el cupón fue fijado al momento de la emisión del título y no es modificable, lo único que puede ajustar el inversor *A* es el precio del título para que el nuevo precio pueda tener en la práctica un cupón con un rendimiento al 6,5%. Es decir, debe ajustar el precio por debajo del valor nominal, en este ejemplo, a USD 94,4469. De modo inverso, si en lugar de subir a 6,5%, la tasa de interés bajara al 5,5%, el inversor puede subir el precio de venta del título, a USD 106,0195 (Fabozzi, 2002: 14-15).

un lado, el monto a recibir en el futuro por parte del inversor no es preestablecido, generando mayor incertidumbre.[257]

Los principales actores privados que participan de la política de emisión de bonos públicos son los inversores, que compran y venden los títulos, las agencias de calificación de riesgo, que establecen la calidad crediticia del emisor e impactan por lo tanto en su capacidad de endeudamiento, y los bancos de inversión, que actúan como agentes intermediarios entre el emisor y el inversor en el mercado primario y, al mismo tiempo, participan en el mercado secundario asesorando a los inversores en sus decisiones de compra-venta.

b. Los inversores institucionales y minoristas

Los inversores son actores que captaron ahorro a nivel individual o a través de instituciones. Los inversores individuales a su vez pueden ser grandes fortunas personales o pequeños ahorristas (Bruno, 2004: 187). Estos últimos, también denominados inversores minoristas, no tienen sus fondos colocados en una institución sino que directamente actúan en el mercado, en general a través del asesoramiento de los bancos comerciales donde tienen colocados sus ahorros. Los inversores institucionales y los minoristas difieren por los montos y la información que administran. Para Miguel Kiguel, subsecretario de Financiamiento 1996-1999,

> la gran distinción era entre el inversor profesional y el minorista en términos de visión. Después cada inversor profesional tenía preocupaciones diferentes (…).Pero ya estamos hablando de inversores profesionales, que están bien asesorados, que tienen economistas que miraban varios países (AHO, 22/11/07).

La crisis mexicana de 1994 fue un claro ejemplo de estas diferencias. Poco antes de la devaluación del peso mexicano del 20 de diciembre, según estimaciones de Rudiger Dornbusch, los grandes inversores institucionales transfirieron USD 15 mil millones de sus inversiones en pesos a dólares. En cambio, incluso un par de semanas luego del inicio de la crisis, la gran mayoría de los inversores minoristas no redujeron sus posiciones, ya que los

[257] El modo convencional de describir el retorno potencial por la inversión en un título es su rendimiento. Al comprar un título, un inversor espera recibir un retorno a partir de tres fuentes posibles. Primero, los pagos del cupón hechos por el emisor. Segundo, cualquier ganancia de capital (o pérdida) cuando el título madura, es vendido, canjeado o recomprado. Finalmente, un ingreso por la reinversión de los pagos del cupón (Fabozzi, 2001: 27).

agentes de venta de los bancos reconfortaban a sus clientes.[258] Como se verá, estas diferencias se expresaron en el caso argentino a finales del período analizado.

Los inversores institucionales captan los fondos de ahorristas. El dinero reunido allí es administrado por managers con el objetivo de obtener mayores beneficios. Como sostiene Lambertini (1989),

> la participación del gran público en el mercado de capitales no ocurre directamente, sino a través de instituciones organizadas profesionalmente para estimular el ahorro y canalizar la inversión a través de profundos análisis de oportunidades, de la administración de los fondos y de la creación de nuevos instrumentos, entre otras funciones (1989: 226).

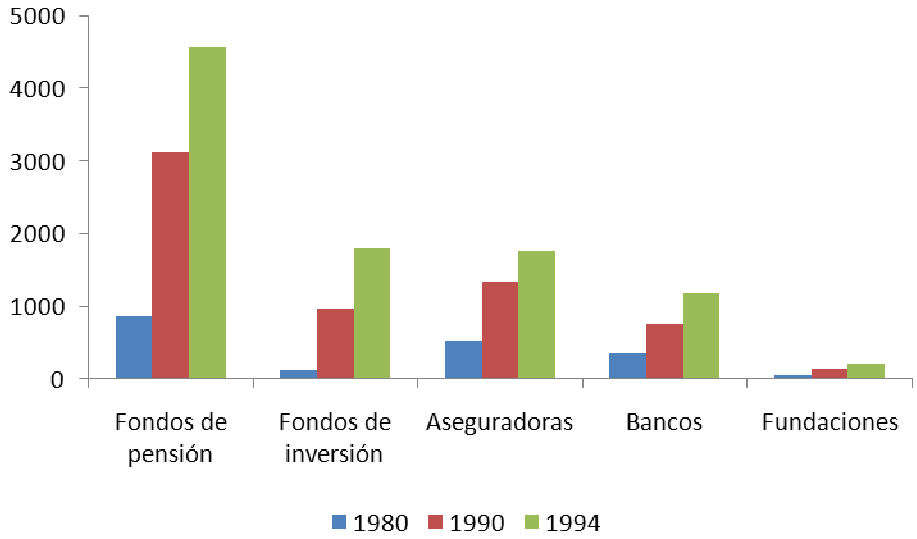
Los inversores institucionales crecieron junto a la globalización (Gráfico 3.2). En 2000, poseían 25% de la deuda pública de los países semi-periféricos y, en América Latina, sus activos equivalían a 10% del PIB regional (FMI, 2006). Ese mismo año, el 90% de las inversiones de cartera en los países semi-periféricos era administrado por gerentes de inversores institucionales.[259]

Los inversores institucionales pueden dividirse entre fondos de pensión, los fondos comunes de inversión, compañías aseguradoras, cajas de ahorro y fundaciones (Fabozzi, 2001). Como se verá, los bancos comerciales también operaron como inversores en los mercados domésticos: en América Latina durante los noventa, los bancos poseían en promedio un stock de títulos públicos equivalente al 25% del crédito doméstico (FMI, 2006).

[258] "Las lecciones de la crisis mexicana para las divisas latinoamericanas", *La Nación*, Economía & Negocios, 06/01/95, p. 5; E.S. Browing, "¿Y dónde estaban los analistas?", *La Nación*, Economía & Negocios, 06/01/95, p.5.

[259] Kent Hargis y Jorge Mariscal, "Emerging Markets Flow of Funds Monitor: Where is the Money Coming From?", *Goldman Sachs Global Emerging Markets*, 26/11/99.

Gráfico 3.2 – Evolución de los activos financieros por tipo de inversor institucional de 1980 a 1994 (USD miles de millones)



Fuente: Elaboración propia sobre datos de Mérieux y Marchand (1995).

Las principales entidades en el mercado internacional de capitales en los noventa fueron los fondos de pensión seguidos, en menor medida, por los fondos de inversión y las compañías aseguradoras. Los primeros han sido uno de los mayores protagonistas de las transformaciones de la economía mundial desde los setenta. Al beneficiarse por tener aportes regulares de capital inmovilizados en período de muy larga duración (el promedio de actividad de un asalariado es aproximadamente 40 años), los fondos de pensión se posicionaron en el centro de los mercados financieros (Farnetti, 1996). Desde los ochenta, en los países con sistemas de jubilación privados, el valor de sus activos aumentó exponencialmente. Por ejemplo, de 1980 a 1990, creció, en USD miles de millones, en Estados Unidos de 668 a 3.071, en Reino Unido de 151 a 584 y en Japón de 24 a 159. En 1993, el valor de los activos de los fondos de pensión en Reino Unido representaba 73% del valor del PIB y en Estados Unidos, 68% (FMI, 1995: 166). En segundo lugar, los fondos de inversión son las instituciones que han tenido el crecimiento más rápido desde los ochenta, sobre todo en Estados Unidos (Farnetti, 1996: 193). A mediados de los noventa, el primer fondo de inversión era la estadounidense Fidelity, que administraba USD 330 miles de millones (Plihon, 1996: 126). Finalmente, una diferencia sustancial en los mercados emergentes asiático y latinoamericano es el rol de las aseguradoras como inversores

institucionales. Mientras que en el primero caso es preponderante, en el segundo, no (FMI, 2004a).

A diferencia de los centrales, los países semi-periféricos acceden a un mercado de capitales que representa menos del 10% del total del mercado de deuda pública, en parte consecuencia lógica de las menores necesidades de capital (FMI, 2001: 67). En líneas generales, había tres grandes tipos de inversores: los "traspasadores" (*crossover*), los especializados en América Latina y los locales. Los inversores *crossover* eran instituciones o individuos, sobre todo Estados Unidos y Europa, que también participaban, en menor medida, de los semi-periféricos en búsqueda de los beneficios que no podían obtener en los países centrales por las bajas tasas de interés. Según el FMI, dado que los inversores especializados son limitados en número y tamaño, con una participación en el mercado semi-periférico de títulos públicos inferior al 10%, la decisión de inversión de los *crossover* era un factor clave en la determinación de los flujos de capital a los países semi-periféricos (FMI, 2001: 2). En los noventa, los activos controlados por los inversores institucionales de los mercados centrales se había duplicado, alcanzando USD 30 billones, aproximadamente el equivalente al PIB mundial (FMI 2001: 4). Como señalan Calvo y Mendoza (2005),

> un pequeño cambio en sus expectativas puede llevar a un brusco e imprevisto reposicionamiento de cartera, frenos en los flujos de capitales, contagio a países supuestamente no relacionados y, en general, a una mayor volatilidad en el mercado.[260]

Las decisiones de inversión de los inversores institucionales son realizadas por los managers que administran sus fondos. En general, los inversores pueden ser pasivos o activos. En los pasivos, las decisiones de inversión simplemente replican índices de referencia.[261] Este caso aumenta la posibilidad de comportamiento en manada de los inversores. En los activos, como señala Aquiles Almansi, director del BCRA (1996-2000) y gerente de entidades financieras,

[260] Por eso, el desarrollo de mercados domésticos con inversores locales es considerado una fuente de estabilidad de la demanda de los títulos públicos (BID, 2007: 89).

[261] Los tres índices que usualmente se utilizaban en los noventa en el mercado de títulos estadounidense eran Lehman Brothers U.S. Aggregate Index, el Salomon Smith Barney (SSB) Board Investment-Grade Bond Index (BIG) y el Merrill Lynch Domestic Market Index. También habían índices especializados en subsectores del mercado de títulos en Estados Unidos. Por otro lado, existían índices para el mercado internacional, que incluían a los títulos estadounidenses y a los no estadounidenses (global bond issues, por ejemplo el Salomon World Government Bond Index, el Lehman Brothers Global Index, el JPMorgan Global Bond Index), otros que excluyen a los estadounidenses (international bond indexes) y finalmente los que se especializaban en sectores particulares que excluyen títulos estadounidenses.

> pueden hacer cualquier cosa. Están los que se dedican a hacer el análisis fundamental, que son los que te mandan gente a visitar el país. Por ejemplo, cuando yo estaba en el Banco Central, una de mis tareas era recibir a los inversores para contarles cómo iba la cosa. Tenías algunos que venían directamente o tal vez traídos de la mano de los bancos de inversión que hacían los tours. Entonces van, miran, tienen su opinión, o te invitan a una conferencia a alguna parte para ver cómo anda la Argentina y va esta gente a escucharlo. Tenés lo que se dedican a ver los numeritos exclusivamente. Son una especie de secta que cree que puede a partir del comportamiento pasado de los precios imaginarse que va a pasar con los precios en el futuro, pese a que la teoría económica no es soporte de semejante visión (…). Y después están los locos que agarran dardos y empiezan a darle a la pared; papelito que tocan, compran. Ahí tenés de todo. Eso es criterio de la institución que los contrata (…). Es una industria donde encontrás una variedad increíble de estrategias, o supuestas estrategias.[262]

Su modo de funcionamiento incentiva a que su horizonte de inversión sea de corto plazo, sobre todo en el caso de los principales actores del mercado de capitales en América Latina, los fondos de pensión y los fondos de inversión. El proceso de decisión de inversión de los inversores institucionales tiene cinco pasos: 1) establecer los objetivos de inversión, 2) establecer la política de inversión, 3) seleccionar una estrategia de cartera, 4) seleccionar los activos, 5) medir y evaluar la performance (Fabozzi, 2002: 395). Según Mohamed El-Erian, estratega del fondo PIMCO, el mayor inversor mundial en títulos, el horizonte temporal de los gerentes depende de las referencias utilizadas para evaluar su performance y del proceso de monitoreo de sus propios clientes, que es trimestral o, incluso, mensual (en Santiso, 2003: 74). Por un lado, el ingreso personal del manager depende de su evaluación. Su remuneración se divide entre un salario base y un *bonus*, que puede representar hasta dos tercios del total (Blustein, 2005: 68). Este último se calcula sobre la performance del manager a partir de la rentabilidad obtenida en el corto plazo, siendo el máximo de su horizonte temporal un año (Santiso, 2003: 108). La evaluación se realiza, por lo general, en función con algún punto de referencia previamente establecido, lo que puede acortar aún más el horizonte temporal del manager ya que son índices que se actualizan diariamente (Fabozzi, 2002: 404). Por otro lado, su horizonte temporal también depende de los objetivos de inversión, lo que varía en función del tipo de institución, de las demandas de sus clientes y de los estatutos de la entidad, que fijan la política de inversión y, en definitiva, en qué activos financieros se invierten los fondos (Fabozzi, 2002: 397).

[262] Entrevista con el autor, 17/12/08.

El tipo de inversores institucionales presentes en América Latina favorecía el cortoplacismo. Por un lado, un fondo de pensión está establecido por el pago de los beneficios jubilatorios. Esta institución debe enviar periódicamente un informe a los accionistas con la situación de los diferentes activos y balances contables. Si bien las obligaciones son de largo plazo, el horizonte de inversión de los managers no lo es porque el excedente del fondo varia en el corto plazo, ya que los activos se miden en función del valor presente de mercado, que fluctúa permanentemente.[263] Debido a las regulaciones, los administradores deben tener en cuenta el excedente (Fabozzi, 2001).[264] Por otro lado, un fondo común de inversión es una empresa que reúne ahorro de múltiples orígenes y lo invierte en acciones y títulos. Los managers tienen objetivos de inversión establecidos que deben cumplir y determinan las políticas que deben llevar adelante para lograrlo, incluyendo estrategias (de alto a bajo riesgo) y tipos de activos en los cuales pueden invertir.[265] Los accionistas evalúan a los managers en función de los resultados de otros fondos de inversión con los mismos objetivos de inversión y políticas. A diferencia de otros inversores institucionales que entregan en períodos mensuales sus informes a sus clientes y al concejo de directores, los managers de los fondos de inversión deben diariamente ajustar su cartera a los cambios en el mercado para mantener las características con las cuales fue constituido el fondo (Fabozzi, 2001: 23-26).

Por lo expuesto, los principales inversores institucionales en América Latina tenían decisiones de inversión con un horizonte temporal de corto plazo, por lo que monitoreaban permanentemente las variaciones de los precios. En un mercado atomizado, donde rige el juego de la oferta y la demanda, el indicador utilizado para medir la percepción de los inversores sobre el nivel de riesgo de incumplimiento de las obligaciones por parte de un deudor es la prima de riesgo soberano o riesgo-país. Según Santiso (2003), la prima de riesgo soberano expresa la "voz" de los mercados financieros, la articulación de sus intereses (2003: 18). Damill y Kampel (1999) lo definen como el "riesgo de incumplimiento de las

[263] El excedente de un plan de pensión es la diferencia entre los activos de plan y sus obligaciones. Los activos son medidos en función del valor de mercado mientras que las obligaciones, en función de las normas regulatorias vigentes. El ratio de los activos sobre las obligaciones (ratio de financiación) varía en el tiempo (Fabozzi, 2001: 22). Para un análisis detallado sobre los tipos de fondos de pensión privados y sus planes, ver OCDE (2005).

[264] En Estados Unidos, por ejemplo, la *Financial Accounting Standards Board* –FASB- No. 87 (Fabozzi, 2001: 22-23).

[265] Los objetivos de inversión sólo pueden ser modificados por el voto de la mayoría de los accionistas del fondo. Los administradores rinden cuenta periódicamente a los accionistas (Fabozzi, 2001: 24).

obligaciones derivadas de deudas adquiridas por un gobierno central, es decir, de deudas 'soberanas'" (1999: 3). La prima de riesgo soberano se estima, en primer lugar, a partir una tasa de referencia de un título similar (en particular, moneda, plazo y garantías) libre de riesgo. Para el mercado latinoamericano, la referencia eran los títulos emitidos por el Tesoro estadounidense. Una gobierno

> que emita deuda considerada de mayor riesgo de incumplimiento que obligados del Tesoro de Estados Unidos de iguales características (…), deberá seguramente afrontar tasas de mercado mayores que los instrumentos tomados usualmente como patrón de comparación. Es decir, deberá afrontar un diferencial de tasas positivo o una "prima por riesgo" de crédito, que es lo que se denomina prima de riesgo soberano. El riesgo de crédito tiene a su vez dos componentes. Un riesgo económico, que refleja la *capacidad* del deudor para hacer frente a sus compromisos, y un riesgo "político", que refleja la *voluntad* de pago. (…) Si bien el término "voluntad" se usa corrientemente, cabe interpretar que, en este contexto, no hace referencia únicamente a aspectos "volitivos", puesto que además de la voluntad propiamente dicha incluye la capacidad *política* del soberano para garantizar el cumplimiento de ciertos compromisos (financieros), dándoles prioridad en relación con otros compromisos que también hacen a sus funciones gubernativas, en circunstancias en las que pueda plantearse un conflicto entre esos distintos objetivos (Damill y Kampel, 1999: 3-4).

En definitiva, según Ávila (2000),

> la prima de riesgo-país es una medida estadística del riesgo macroeconómico o de la incertidumbre sistémica de un país. Es el costo financiero de la desconfianza que inspira un país como oportunidad de inversión fija en el mediano o largo plazo (2000: 11).

De modo convencional se utiliza para medir este riesgo adicional al índice EMBI+ de JP Morgan. Fue precisamente introducido en 1992 para observar la evolución de los títulos Brady y es utilizado como punto de referencia para evaluar las decisiones de inversores.[266] El propio JP Morgan lo define como

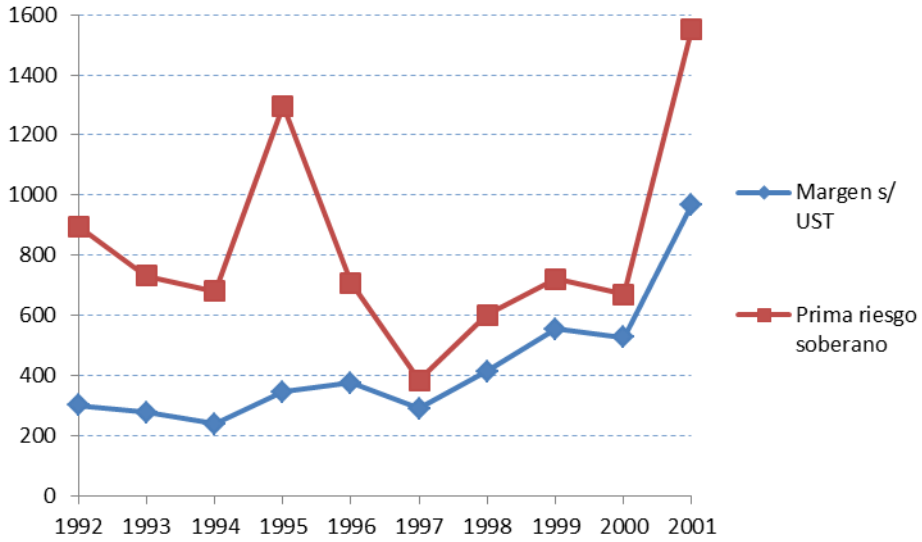
> una compleja construcción matemática que toma en cuenta las transacciones diarias de la deuda de los países emergentes colocadas en bonos en Wall Street. De acuerdo con el volumen y precio de esas transacciones, el índice traduce a un único valor la confianza o desconfianza del mercado reflejada en esas transacciones.[267]

La prima de riesgo soberano, en tanto indicador de la percepción de riesgo de los inversores, impactaba lógicamente en la capacidad de endeudamiento. En efecto, la cotización en los mercados secundarios afectaba la tasa de interés que se pagaba en el mercado primario. En

[266] Posteriormente, JP Morgan desarrolló el EMBI Global, que incluye, además de los bonos Brady, los eurobonos. Jorge Oviedo, "No hay vida después del default", *La Nación*, Economía & Negocios, 22/07/01, p. 1.
[267] Jorge Oviedo, "No hay vida después del default", *La Nación*, Economía & Negocios, 22/07/01, p. 1.

palabras de Molina, "en general, las colocaciones seguían los valores del mercado secundario".[268] Como se observa en el Gráfico 3.3, esta tendencia se observa en el período analizado, con la excepción de los años 1995-1996. A partir de 1996, cuando los montos emitidos se elevan, el margen adicional sobre los títulos del Tesoro de Estados Unidos de las tasas en el mercado primario se va ajustando a la prima de riesgo soberano, es decir, la cotización en el mercado secundario.

Gráfico 3.3 – Margen de tasas de interés sobre títulos del Tesoro de Estados Unidos en las emisiones de títulos públicos en el mercado internacional y prima de riesgo soberano de Argentina, 1992-2001 (Puntos Básicos)



Nota: "Margen s/ UST": promedio anual ponderado sobre monto emitido de la tasa de interés sobre títulos del Tesoro de Estados Unidos. Incluye operaciones de canje.
Fuente: Elaboración propia sobre datos de la ONCP y JP Morgan en Ávila (2010).

El modo que se formaba la percepción del riesgo de incumplimiento de los deudores también se modificaba con la sustitución de préstamos a títulos. En el período pre-Brady, la evaluación del riesgo la realizaban los mismos acreedores, en general antes de otorgar el crédito. La diferencia era sustancial. Como explica Ricardo Schefer,

[268] Entrevista con el autor, 26/09/10.

> a los inversores institucionales lo que les importa es que no se caiga el precio de los bonos, porque eso afecta el valor de fondo. Es una contabilidad distinta, con normas y reglamentaciones diferentes (…). Los activos bancarios no suben y bajan de precio. Cuando un banco da un préstamo de ARS 100, lo anota a ese valor y en ese valor permanece. El problema para un gerente de banco no es el mercado. Su riesgo es el auditor interno o el de la banca central. (…) Pero los gerentes de los inversores institucionales tienen otro comportamiento porque se guían por reglas diferentes.[269]

En el período post-Brady, la evaluación era realizaba por el sector privado. Como señalan Calvo et al. (2002),

> en la medida en que existen altos costos fijos (en relación con el tamaño de los proyectos) para obtener información sobre un país en particular, las economías de escala resultantes llevan a la formación de grupos de especialistas, o inversores informados, que lideran el mercado de capitales (2002: 5-6).

Los inversores institucionales tenían principalmente sus operaciones en los mercados centrales y, marginalmente, en los mercados semi-periféricos. En palabras de Kiguel,

> veían estas inversiones exóticas (…) para generar un poco más de rendimiento. Por ahí sacaban dos o tres puntos más de lo que es un bono europeo normal emitido por un soberano ahí, sabiendo que había un poco más de riesgo. Estaban autorizados a emitir un parte muy pequeñita de su portafolio en bonos como el nuestro (Kiguel, AHO, 22/11/07).

Para éstos, esta deuda representaba una porción menor de su cartera de inversiones y, por lo tanto, tendían a externalizar la obtención de la información en instituciones especializadas en lugar de contratar expertos que monitoreen los procesos económicos y políticos de cada economía emergente (BID, 2007: 86).[270]

c. Las agencias de calificación de riesgo

Las agencias de calificación de riesgo son empresas encargadas de analizar la calidad del emisor de la deuda, es decir, su voluntad política y capacidad económica de pago de las obligaciones. A través de la nota con que se califica al emisor, la agencia establece así su calidad crediticia. Las notas de las agencias tienen dos grandes distinciones, "grado de inversión" y "grado especulativo", es decir, respectivamente, bajo y alto riesgo de incumplimiento de las obligaciones.

[269] Julio Nudler, "Ni mega ni mini, ni internacional ni local: el canje sigue retobado", *Página/12*, 14/10/01, p. 6.
[270] Los inversores más grandes tenían analistas propios. De todos modos, a veces había contradicciones entre estos analistas y los managers establecían la política de inversión (Federico Molina, entrevista con el autor, 26/09/10).

Las agencias de calificación de crédito fueron creadas a comienzos del siglo XX en Estados Unidos para informar a los inversores del mercado de títulos desarrollado para financiar la construcción de ferrocarriles en zonas donde pocos bancos estaban dispuestos a otorgar préstamos (Sylla, 2002: 22). Sin embargo, el mercado de títulos no continuó su desarrollo por las nuevas opciones ofrecidas por los bancos comerciales (préstamos a plazo), por las nuevas reglas de juego surgidas como reacción a la crisis del '29 y, luego, los acuerdos de Bretton Woods. Recién en la década del setenta, con los tipos de cambio flexibles y las nuevas oportunidades para el flujo de capitales, las calificadoras reemergieron (Sylla, 2002).

En su primera fase, la función de las calificadoras era proveer de información especializada a las decisiones de los inversores. Sin embargo, en la segunda fase, producto de la revolución tecnológica, como se mencionó, los precios del mercado internacional de capitales ya contienen toda la información disponible.[271] De todos modos, las calificadoras siguen con una función esencial en las decisiones de los inversores. Ya no brindan información nueva pero los inversores, que en su mayoría son instituciones, regulan la composición de sus inversiones en función de los niveles de riesgos determinados por la calidad del emisor, que a su vez era establecida por las notas de las calificadoras.[272] Por lo tanto, los managers tienen sus decisiones de inversión reguladas por los propios estatutos que definen cuánto pueden invertir en función de las notas (Partnoy, 1999: 683-684). A su vez, los Estados emiten deuda con nota porque facilita su acceso al mercado internacional de capitales ya que la mayoría de los inversores prefieren títulos calificados sobre los no calificados, a riesgo similar (Cantor y Packer, 1996: 38). El presidente de S&P explicaba en 1997 que los mandatos dados a las calificadoras para elaborar y publicar sus ratings provenían de los países emisores. Pero, aclaraba, "la única razón por la cual los gobiernos lo hacen es porque los inversores lo demandan, así que es un círculo".[273]

Por lo tanto, la función de las calificadoras de riesgo, más que predecir la capacidad o voluntad de pago del emisor, es regular el nivel de riesgo de la cartera de un inversor. Como la mayoría de los inversores institucionales provienen de los mercados centrales y pueden

[271] Existe una amplia literatura que sostiene que los cambios de nota realizados por las agencias vienen detrás de los producidos en los mercados. Por ejemplo, ver Reinhart (2001), Kaminsky y Schmukler (2002).
[272] El cambio de función produjo una modificación en el financiamiento de las calificadoras. En la primera fase, los ingresos provenían de las ventas de sus informes. En la segunda, de una comisión cobrada al emisor, lo que ha llevado a un debate sobre el potencial de conflicto de intereses (Partnoy, 1999).
[273] Isabel Stratta, "La economía va a examen", *Clarín*, 16/03/97, p. 24.

invertir sólo en títulos de calidad, un emisor que obtiene una nota de "grado de inversión" tiene acceso a una mayor y más estable base de inversores (FMI, 2000: 58). Según Kaminsky y Schmukler (2002), una baja en una nota de la deuda pública que implique un cruce de fronteras de "grado de inversión" a "grado especulativo" puede tener un efecto drástico en los precios al retirar de la demanda a un número significativo de inversores, lo que aumenta la tasa de interés de emisión y la prima de riesgo soberano.[274] Por ello, Kiguel y Lopetegui (1997) sostienen que "la clasificación de un país tiene un efecto importante tanto sobre el costo de fondeo como sobre el monto de fondos al cual se puede tener acceso" (1997: 2).

El rol de las calificadoras no sólo afecta a los Estados nacionales sino a todos los emisores de la misma nacionalidad (también gobiernos subnacionales y sector privado). En efecto, como sostienen Kiguel y Lopetegui (1997),

> es habitual que la calificación otorgada al Estado nacional (…) le imponga un techo a la calificación de empresas del sector privado, debido a que si el Estado tiene problemas para pagar su deuda, particularmente la deuda externa, las empresas pueden tener problemas para acceder a las divisas para poder cumplir con sus compromisos (1997: 6).

En ese sentido, obtener el "grado de inversión" no sólo beneficiaba al Estado sino además a las grandes empresas privadas locales que capacidad a acceder al crédito privado externo. A partir de esta nueva función, según Reinhart (2002),

> las calificaciones de crédito desempeñan un papel crucial en la determinación de los términos y el grado en que los países acceden al mercado internacional de capitales. (…) Mientras que para los países industrializados el acceso al mercado de capitales se da por descontado, el acceso de los mercados emergentes al mercado internacional de capitales es precario y muy variable. Es para los mercados emergentes que la calificación crediticia desempeña su papel más importante (2002: 251).

En palabras del propio presidente de S&P, "hoy las calificaciones son como pasaportes que las empresas y las naciones deben tener para acceder a los capitales provenientes de países alejados, donde los riesgos de cada uno no son suficientemente conocidos".[275] En un lenguaje similar, la firma Moody's considera que las notas de las calificadoras "ofrecen un pasaporte al mercado internacional de capitales".[276]

[274] Kiguel y Lopetegui (1997) estiman un aumento de 150 puntos básicos en la prima de riesgo soberano si se cae por debajo del "grado de inversión" (1997: 2).
[275] Isabel Stratta, "La economía va a examen", *Clarín*, 16/03/97, p. 18.
[276] Sitio web de Moody's (www.moodys.com).

Desde inicios de la década del ochenta, la industria de la calificación crediticia se concentró y expandió. Por un lado, a finales de los noventa el Banco Internacional de Pagos (BIP) estimaba que existían entre 130 y 150 agencias de calificación de riesgo en el mundo (BIP, 2000: 14). Sin embargo, sólo tres entidades, luego de un proceso de fusiones, dominaban el mercado: S&P, Moody's y Fitch Ratings. En 1973, con el nuevo desarrollo del mercado de títulos, la Securities Exchange Commission (SEC) inició un proceso de certificación de las agencias de calificación de riesgo, las *Nationally Recognized Statistical Ratings Organization* (NRSRO). La SEC certificó a Moody's, S&P y Fitch en 1975 y, posteriormente, a Duff & Phelps (1982), a McCarthy, Crisanti & Maffei (MCM) (1983), a IBCA (1991), a Thomson BankWatch (1992). MCM fue absorbido por Duff & Phelps, que junto a IBCA y Thomson BankWatch fueron más tarde comprados por Fitch (White, 2002: 58; BIP, 2000: 22-26). Desde entonces, la SEC no ha certificado ninguna otra agencia. En 2000, S&P y Moody's acaparaban 80% del mercado de calificaciones de crédito (Smith y Walter, 2002: 290). Por otro lado, el mercado se había expandido. Hacia 1975, 5.500 bonos emitidos por privados eran calificados. En 2000, sólo Moody's calificaba a 20 mil emisores públicos y privados en Estados Unidos y 1.200 extranjeros (Partnoy, 1999: 615). En 1980, S&P sólo calificaba a una docena de emisores estatales mientras que en 2008 a 118 países (S&P, 2008: 18).

Las notas de las tres agencias coinciden (Tabla 3.5). Las firmas informan que califican en una escala relativa –en lugar de absolutos- y que sus notas van más allá del ciclo económico, es decir, no afectados por influencias puramente cíclicas (BIP, 2000: 2).

De este modo, a nivel mundial, tres agencias de calificación de crédito evalúan la voluntad política y la capacidad económica de un emisor de títulos de cumplir con sus deudas y determinan su calidad como de "grado de inversión" o "grado especulativo". Un cambio de una categoría a otra impacta en un aumento o una reducción de la demanda por los títulos y, entonces, afecta los niveles de accesibilidad al sistema financiero mundial.

Tabla 3.5 - Rating crediticio: comparación de escalas para deuda de largo plazo de Moody's, Standard & Poor's y Fitch

MOODY'S	STANDARD & POORS	FITCH
Aaa	AAA	AAA
Aa1	AA+	AA+
Aa2	AA	AA
Aa3	AA-	AA-
A1	A+	A+
A2	A	A
A3	A-	A-
Baa1	BBB+	BBB+
Baa2	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BBB-
Ba1	BB+	BB+
Ba2	BB	BB
Ba3	BB-	BB-
B1	B+	B+
B2	B	B
B3	B-	B-
Caa1	CCC+	CCC+
Caa2	CCC	CCC
Caa3	CCC-	CCC-
Ca	CC	CC
C	C	C
	SD y D	D

Nota: Las primeras 10 filas corresponden al "grado de inversión". Las restantes, al "grado especulativo".
Fuente: Elaboración sobre datos de subsecretaría de Financiamiento de la República Argentina, en base a Bloomberg.

d. Los bancos de inversión

A diferencia de los comerciales, los bancos de inversión no realizan la función tradicional de tomar depósitos para prestar. Los bancos de inversión han tenido históricamente un doble rol en el sistema financiero mundial. Por un lado, actúan como intermediarios entre compradores y vendedores de acciones y títulos. En este caso, su función es reunir el capital necesario para realizar la operación. Por el otro, realizan análisis de mercado y brindan asesoramiento a los inversores sobre decisiones de compra-venta. Por lo tanto, en el caso del mercado de títulos, el banco de inversión actúa en el mercado primario como agente de colocación y en el mercado secundario como asesor de inversores (Prior y Lott, 2001).

Para su función en el mercado primario, los bancos de inversión son intermediarios entre emisores e inversores. Los directores negocian con los clientes para convencerlos de

contratar a su banco de inversión para realizar la emisión. Una vez acordado el negocio, se realiza un estudio de la situación financiera del cliente –sobre todo su valuación-, cuyo producto final es un prospecto, es decir, el documento legal utilizado para atraer los posibles inversores. Luego de la aprobación del ente regulador del prospecto, se realiza una estrategia de marketing que incluye una presentación ante posibles inversores (el *roadshow*), en particular –cuando los emisores son los gobiernos- durante las asambleas anuales de los organismos multilaterales donde los bancos de inversión realizaban reuniones paralelas donde los funcionarios de los organismos y de los países exponen ante representantes de los inversores (Loser, AHO, 18/12/07). Como afirma el estratega del fondo PIMCO, Mohamed El-Erian, las reuniones anuales proveían una oportunidad única para intercambiar perspectivas:

> después de todo, ¿dónde más se puede conseguir ministros de Finanzas y gobernadores de Bancos Centrales de más de 180 países reunidos bajo un mismo techo, participando en mesas redondas y dispuestos a mantener reuniones francas mano a mano con inversores? (en Santiso, 2003: 122).

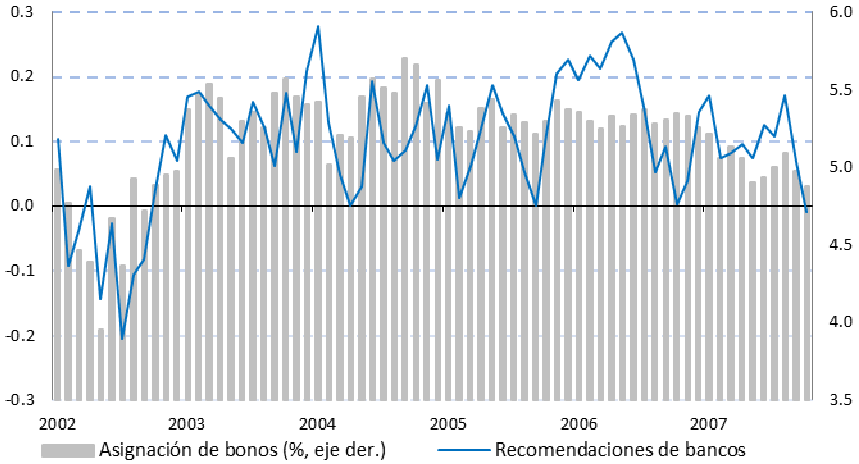
Los bancos de inversión también comercian los títulos para incentivar las compras y ventas de acciones y títulos. Como comerciantes, los bancos de inversión tienen dos roles principales. Por un lado, proveer de liquidez a los clientes de la firma. Esto se denomina "crear mercado" o actuar como "creadores de mercado". Por el otro, la mesa de comercio de los bancos de inversión comercian ellos mismos con el capital de la firma (*proprietary trading*). En general, las funciones de "creación de mercado" y de "comercio propietario" son realizados por el mismo comerciante (*trader*) para un título determinado (Prior y Lott, 2001: 6).

En el mercado secundario, los bancos de inversión cuentan con analistas que siguen las variaciones en el mercado y formulan recomendaciones a los inversores sobre sus decisiones de compra-venta. Como señalan Nieto Parra y Santiso (2007), la mayoría de los estudios de empíricos sobre la influencia de los analistas sobre las decisiones de los inversores se ha centrado en los países centrales o en el mercado de acciones, marginado el mercado de títulos de países semi-periféricos.[277] Los autores, a partir de una revisión de 3.400 recomendaciones en América Latina de 1997 a 2006, establecen que los analistas de los

[277] Nieto Parra y Santiso (2007: 11-16) realizan una revisión de los estudios empíricos de la influencia de los analistas en las decisiones de los inversores.

bancos de inversión influyen en el flujo de capitales.[278] Como se observa en el Gráfico 3.4 elaborado por la OCDE (2008), existe relación entre las recomendaciones realizadas por los bancos de inversión sobre los títulos (compra, neutral, vender) y las asignaciones de cartera de bonos en América Latina de 2002 a 2008.

Gráfico 3.4 – Recomendaciones de bancos de inversión y asignación de cartera de bonos en América Latina, abril 2002 – enero 2008



Notas: Las recomendaciones de los bancos de inversión están clasificadas en tres categorías: "comprar" (1), "neutral" (0) y "vender" (-1), con respecto a un índice, en general el EMBI+ de JP Morgan. Los países de América Latina incluidos son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela.
Fuente: Elaboración sobre cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE sobre publicaciones de bancos de inversión y la base de datos *Emerging Portfolio Fund Research*.

El sector de la banca de inversión, como la de calificación de crédito, es concentrado. En el caso argentino en particular, sobre el total de los montos emitidos de la deuda pública externa en 1991-2001, cinco bancos han colocado 54,8% sin considerar los canjes del 2001 y 68,0% incluyéndolos (Tabla 3.6).

[278] Las publicaciones de los bancos de inversión utilizadas son Emerging Markets Fortnightly (ABN-Amro), LatAm Drivers Fortnightly (Barclays Capital), Global Emerging Markets Monthly (Bear Stearns), Economics/Strategy (Citigroup), Debt Trading Monthly (Credit Suisse), Emerging Markets Monthly (Deutsche Bank), EM Strategist (Dresdner Kleinwort Wasserstein), Global Interest Rate Strategy (Goldman Sachs), Emerging Markets Outlook and Strategy (JP Morgan), Emerging Markets Compass (Lehman Brothers), Emerging Markets Debt Monthly (Merrill Lynch), EMD Perspectives Quarterly (Morgan Stanley) y Emerging Markets Debt Strategy Perspectives (UBS).

Tabla 3.6 – Participación de los agentes colocadores de títulos públicos argentinos en el mercado internacional, 1991-2001 (% del monto total emitido)

Institución	Sin canjes 2001	Con canjes 2001
JP Morgan	15,1	25,1
Deutsche	11,6	8,0
Credit Suisse First Boston	10,8	22,2
Morgan	8,9	6,1
Goldman Sachs	8,4	6,6
Otros europeos	7,8	5,4
Japoneses	7,7	5,3
Chase	6,1	4,2
Salomon	4,9	4,2
Merrill Lynch	4,7	3,2
UBS + Warburg	3,5	2,4
Paribas	3,3	2,4
ABN Amro	3,2	2,2
Otros	3,0	2,0
Otros Estados Unidos	1,0	0,7

Notas: Las estimaciones se realizaron sobre el valor en dólares de los montos colocados al momento de la emisión. En las colocaciones sindicadas, se dividió el monto por la cantidad de agentes colocadores. "Morgan" = Morgan Guaranty Trust, Morgan Stanley Dean Witter. "Chase" = Chemical Bank, Chase Manhattan, Chase Investment Bank. Se mantiene "Chase" separado de JP Morgan a pesar de la fusión del 2000 porque en 2001 los datos figuran separados. "Deutsche" = Deutsche Bank, Morgan Grenfell. "Warburg" = SG Warburg, SBC Warburg Dillon Read. **"**Salomon" = Salomon Brothers, Salomon Smith Barney. Se considera a Bankers Trust dentro de "Otros Estados Unidos" porque no tuvo participación después de su compra por Deutsche Bank en 1998.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Oficina Nacional de Crédito Público.

El mayor tamaño de los bancos de inversión favorece su influencia en las decisiones de los inversores. Como sostienen Nieto Parra y Santiso (2007), los pronósticos de los grandes bancos de inversión tienden a ser más acertados que los de menor tamaño ya que, por un lado, pueden contratar a los mejores analistas y, por el otro, porque ofrecen mayores recursos para realizar el análisis (base de datos, sistemas de información, redes de contacto) (2007: 14). El banco de inversión tiene dos principales motivos para aumentar su participación en el mercado primario como agente colocador. Primero, porque obtiene beneficios económicos por la comisión porcentual que cobra sobre la emisión. Segundo, porque accede a más información sobre el juego de la oferta y la demanda en los inversores. Como explica Kiguel, subsecretario de Financiamiento (1996-1999),

> el banco si es grande, si tiene acceso a muchos inversores, puede saber cuál es la visión del mercado. No sólo la visión que les dicen, sino la que ven con las órdenes de compra y venta. Ellos son los intermediarios. Ellos saben cuánta gente está comprando y vendiendo, qué manos están comprando y vendiendo. Conocen a los inversores. Eso les da información. Eso es parte del negocio de los bancos. Por eso los bancos muchas veces tienen interés en colocar los bonos, independientemente de las comisiones. (…) Viene todo un negocio de colocar que tiene que ver con conocer los inversores que operan con el banco. Si ese banco coloca muchos bonos, les conviene operar con ese banco porque el día de mañana van a poder conseguir que el banco les asigne bonos si quieren. Se establece una relación banco-cliente que es fructífera para ambos. El banco a partir de ahí detecta muchas veces cuál es la demanda que hay en el mercado y le dice al emisor –gobierno o privado- "hay apetito en el mercado por este tipo de instrumento: bono a dos años, bono a cinco años, bono a tasa fija, bono a tasa variable" (…). Los bancos tienen mucha información y es legal usarla" (Kiguel, AHO, 22/11/07).

Esta posición de los bancos de inversión como intermediarios entre los emisores y los inversores las colocaba ante los funcionarios públicos como interlocutor clave para explicar el "sentimiento del mercado" y para incidir en él. En palabras de Molina,

> los bancos describían el estado del mercado y las perspectivas de corto plazo; consultaban sobre la evolución del Programa Financiero y, cuando se había decidido dar un mandato, se discutía la situación económica (…) y poder contestar las preguntas de los inversores.[279]

Es decir, los bancos de inversión están una posición estructural clave en el sistema al tener contacto con los emisores –a quienes asesoran en la colocación de los títulos- y con los inversores –a quienes también asesoran para sus decisiones de inversión. Para Molina, los gobiernos tenían con los bancos de inversión "un contacto bastante estrecho (…). En general, se prestaba bastante atención y, cuando había críticas, las autoridades se molestaban. Los inversores seguían de cerca los análisis".[280]

3. Las nuevas relaciones políticas

La sustitución de préstamos a títulos y la emergencia los actores privados analizados tendrían consecuencias políticas en la integración semi-periférica al sistema financiero mundial.

[279] Entrevista con el autor, 26/09/10.
[280] Entrevista con el autor, 26/09/10.

a. El monitoreo y la confianza

En primer lugar, con el desarrollo de los mercados secundarios, es decir, del comercio de los títulos entre inversores, los actores del sector privado, cuya gran mayoría tenía un horizonte temporal de corto plazo, seguían permanentemente la evolución en el mercado. Si las reformas estructurales y la estabilización de la economía habían sido necesarias para construir la credibilidad del gobierno ante los bancos acreedores y los grupos económicos locales en el período 1989-1991, a partir del Plan Brady, el monitoreo por parte de los inversores, las agencias de calificación de riesgo y los bancos de inversión era permanente.

En la fase post-Brady, había aparecido un mercado de características novedosas. Hasta entonces, en el mercado internacional de capitales se comerciaban títulos públicos y privados de países que provenían del centro del sistema financiero, es decir, donde la percepción de niveles de riesgo era mínima. Hasta 1992 las notas de las calificadoras de riesgo eran sólo de "grado de inversión". Los países centrales recibían de S&P la calificación de "AAA" y los cambios de nota era raros. A partir de la inclusión de los países semi-periféricos, el rango y la variación de las notas aumentaron, dado que gran parte de los "nuevos" países analizados, provenientes de los acuerdos del Plan Brady, eran, a diferencia de los centrales, inestables política y económicamente, lo que afectaba la percepción sobre la voluntad política y la capacidad económica de pago de deuda (S&P, 2008: 18). El índice EMBI+ de JP Morgan para medir la prima de riesgo soberano era recién creado en 1992 para analizar a los emisores de los títulos Brady. Antes no había sido necesario.

Para los países semi-periféricos donde el financiamiento vía emisión de títulos públicos era central, la prima de riesgo soberano, resultado del juego de oferta y demanda de los inversores, pasaba a ser una variable clave. Como se observó, esta prima afectaba las tasas de emisión en el mercado primario, es decir, la capacidad de un Estado de endeudarse y de obtener nuevo financiamiento. El secretario de Hacienda del equipo de Cavallo, Ricardo Gutiérrez, sostenía "el dinero se consigue; el problema es a qué precio".[281] Por lo tanto, para un país donde la emisión de títulos públicos era central, la prima de riesgo soberano determinaba la sustentabilidad de la política de deuda. Uno de los objetivos de la política económica debía ser entonces producir permanentemente confianza en los inversores para

[281] Claudio Iván Remeseira, "El rojo vivo", *La Nación*, 28/10/99, p. 17.

reducir la prima de riesgo soberano y, así, los costos de emisión de deuda y permitir la sustentabilidad de la política de la deuda. La importancia del costo de refinanciamiento y, por lo tanto, de la prima de riesgo soberano, colocaba a la "confianza" en el corazón de la integración semi-periférica de la Argentina al sistema financiero mundial.

La prima de riesgo soberano (o riesgo-país), las notas de las agencias y los análisis de los bancos de inversión pasaban a ser de este modo variables centrales para quienes decidían la política económica. Según Machinea, para los equipos económicos la perspectiva era la siguiente:

> El riesgo-país es lo que uno mira más porque va mostrando la temperatura, la sensación del mercado. Eso es lo primero que aparece en la pantalla. Es lo que más llama la atención. Uno ve ahí el riesgo-país que sube o que baja pero después tiene que tratar de aclarar por qué sube o baja. Ahí están las conversaciones con los bancos de inversión, con gente que está en el mercado. Es muy importante para que a uno le digan por qué el mercado se puso nervioso o por qué se tranquilizó. Entonces el riesgo-país es el termómetro, el hablar con el mercado, básicamente con los bancos de inversión pero no solamente, es tener una idea de por qué la temperatura sube o baja. Las calificadoras de riesgo eran importantes. Nosotros conversábamos con ellos porque eso sí determinaba de alguna manera los distintos niveles del riesgo-país. Si a uno le bajaban la calificación automáticamente aumentaba el interés que uno tenía que pagar. Pero lo de las calificadoras de riesgo era de vez en cuando. El riesgo-país era de todos los días y la sensación del mercado era de todas las semanas.[282]

b. La coordinación descentralizada

Al analizarse las negociaciones por el Plan Brady resulta evidente la primacía de la coordinación centralizada. La posición de los acreedores era articulada y representada por los miembros del Comité de Bancos, quienes se reunieron con los funcionarios públicos para negociar. En cambio, tras el Plan Brady, la propiedad de la deuda se dispersó en el mercado secundario y, por lo tanto, el universo de acreedores tendió a atomizarse. Es decir, la posición de los acreedores se articulaba de modo descentralizado a partir del juego de la oferta y la demanda que era producto de sus particulares decisiones de inversión y que se expresaba en la prima de riesgo soberano.

Con todo, las diferencias en el tipo y tamaño de los inversores persistían. Los grandes inversores institucionales tenían capacidad de influencia directa sobre los funcionarios, más allá de su rol específico en el mercado. La capacidad de reunir una masa crítica de capital para las emisiones, que después eran seguidas por otros inversores, los colocaba en posición

[282] Entrevista con el autor, 18/12/08.

de interlocutores necesarios.[283] La presencia de grandes inversores líderes era aún más marcada en mercados menos desarrollados, como era el caso de los países semi-periféricos.[284] El ex ministro Machinea recuerda que

> haber ido a Nueva York y no solamente hablar con los bancos de inversión sino también tener una reunión con inversores institucionales (…). Los grandes inversores institucionales, ya sean fondos de pensiones o de seguros o lo que sea, y que nosotros sabíamos que estaban metidos en el mercado de América Latina o activos en Argentina, también eran gente para conversar, movilizaban muchos recursos. Las conversaciones eran muy similares a las que teníamos con los bancos de inversión.[285]

Por su parte, los bancos de inversión actuaban como intermediarios entre los emisores de títulos y los inversores, pero no como sus representantes. Por ello, los márgenes de negociación entre deudores y acreedores se reducían con respecto a la fase pre-Brady. Se reproduce nuevamente la perspectiva de Machinea:

> la diferencia después [en los noventa] es bastante más complicada porque es cierto que depende de lo que digan 10 personas en el mercado, los bancos de inversión, pero esos bancos de inversión no tienen necesariamente deuda en su cartera. Por lo tanto, uno no está hablando directamente con los acreedores sino que está hablando con alguien que va a asesorar a los acreedores y por lo tanto no hay posibilidad casi de una negociación. Eso complica bastante más el escenario (…) Los bancos de inversión son los que hay que convencer de que uno va a poder pagar la deuda. En cambio, en el modelo anterior, uno hasta cierto punto tenía que convencer que tenía que pagar la deuda porque a los bancos tampoco les convenía que fuéramos a un *default*. Entonces, con tal de que no hiciéramos un *default* estaban dispuestos a prestar o a cobrar menos de lo que estarían dispuestos a cobrar en otras circunstancias. En cambio cuando uno va contra el mercado, ¿con quién negocia eso? Los espacios políticos estaban reducidos. (…) Es mucho más difícil. Primero, porque los montos involucrados eran mucho más elevados. Segundo, porque ahí uno tiene que convencer a los bancos de inversión que la situación va a converger a un punto donde uno va a poder pagar la deuda. Entonces el ánimo del mercado puede cambiar por distintas cuestiones políticas o de mercado. (…) Uno no tenía con quien negociar, salvo tratar de "calmar" a los mercados. Entonces la relación es distinta definitivamente.[286]

De este modo, las relaciones con los actores privados del sistema financiero mundial pasaban a tener dos ejes centrales. Por un lado, debido a la atomización de la propiedad de la deuda y la primacía de mecanismos descentralizados en la determinación de la prima de

[283] Dada la asimetría de información, los grandes inversores tendían a liderar el mercado y el resto a reproducir sus decisiones en lo que se denomina comportamiento de "manada". Al respecto, ver Grossman y Stiglitz (1980), Calvo y Enrique (2000).

[284] Según datos de la agencia Bloomberg, los principales inversores en los mercados semi-periféricos de títulos eran PIMCO, que administraba USD 7.500 millones, y Alliance Capital, con USD 6 mil millones (Santiso, 2003: 84).

[285] Entrevista con el autor, 18/12/08.

[286] Entrevista con el autor, 18/12/08.

riesgo soberano, el gobierno debía construir permanentemente credibilidad y confianza para así mantener "calmados" a los actores privados del sistema financiero mundial, que dominantemente tenían una perspectiva de corto plazo. Por otro lado, existía de todos modos un contacto directo con sectores con capacidad de influencia en el mercado, los bancos de inversión y los grandes inversores institucionales. Giras en los países o asambleas anuales de los organismos multilaterales de crédito eran ocasiones en las que los funcionarios públicos podían reunirse con los principales actores del sector privado. Sin embargo, a diferencia del Comité de Bancos, estos interlocutores no articulaban ni representaban al conjunto de los acreedores. Pero, como sostienen Nieto Parra y Santiso (2007) los bancos de inversión y los administradores de los inversores institucionales estaban en el centro del juego de confianza entre deudores y acreedores (2007: 14).

Capítulo 4

Integración al sistema financiero mundial y consolidación de la coalición político-social gobernante

Con la estabilización de la economía finalmente se había logrado la credibilidad en la política económica por parte de inversores extranjeros y locales. A inicios de los noventa, los capitales volvieron aprovechando la política de privatizaciones y las emisiones de títulos públicos. Este ingreso de divisas fue indispensable para sostener el Plan de Convertibilidad. Si en el período 1991-1994 las privatizaciones jugaron un rol clave, por el resto del período la política de emisión de títulos públicos fue el eje para financiar la economía. Su uso se intensificó, pasando de USD 250 millones en 1991 y USD 500 millones en 1992 a USD 2.121 millones en 1993.

No sólo los montos se incrementaron. La política de emisión de títulos fue adquiriendo un rol cada vez más determinante para la estabilidad de una economía local. En la primera

sección del capítulo se analiza su función de financiar las cuentas externas al ingresar las divisas necesarias para sostener el Plan de Convertibilidad. Conjuntamente con el rol cada vez más determinante de esta política, y dado el carácter semi-periférico de la integración de la Argentina, la percepción de los actores financieros internacionales sobre el riesgo de incumplimiento de los pagos de la deuda fue incrementando progresivamente su importancia también. En un proceso dinámico interactivo con esta dependencia estructural, las decisiones gubernamentales consolidaron a los sectores más vinculados a los centros financieros mundiales dentro de la coalición político-social gobernante.

En la segunda sección del capítulo se estudia las consecuencias para la política de emisión de títulos públicos de una decisión gubernamental particular, la reforma previsional. Su resultado fue la emergencia de los inversores institucionales locales y el desarrollo del mercado doméstico de capitales, dos aspectos centrales para aumentar la demanda por los títulos públicos y, de ese modo, hacer sostenible esta forma de financiamiento y, con ella, la estabilidad de la economía. La reforma del sistema previsional reflejó la coincidencia de intereses en la coalición político-social gobernante y la condición subalterna de las corporaciones empresarias más ligadas a la actividad productiva. A su vez, produjo una pérdida de importantes recursos que fueron transferidos a los nuevos fondos privados de pensión. Por ello, fue uno de los principales factores de endeudamiento en el período y, de ese modo, aumentaba a su vez la necesidad de emitir títulos y, por lo tanto, aumentando la dependencia de la percepción de los actores privados del sistema financiero mundial. Mientras que a nivel internacional se observaba un número elevado de inversores, expresado en una atomización del mercado y una coordinación descentralizada con el Estado, a nivel local la participación en la deuda pública estaba concentrada en pocas firmas. Se deriva una lógica política similar a la fase pre-Brady, de coordinación centralizada. A su vez, en la segunda mitad de la década, el gobierno impulsó un proceso de concentración y extranjerización del sector bancario, que derivaría en una centralización de la propiedad de los principales bancos y, por lo tanto, de los inversores institucionales de los cuales eran propietarios.[287]

[287] Para la distinción entre concentración y centralización, se apela a la definición empleada por Basualdo (2002): "se entiende que la concentración de la producción consiste en la incidencia que tienen las mayores firmas en una actividad económica (…) en el valor de producción de la misma. En cambio, la centralización

En la tercera sección se observa cómo el acceso del Estado al sistema financiero mundial, el desarrollo de un mercado doméstico de capitales y la emergencia de inversores institucionales locales beneficiaron a las grandes firmas de la economía argentina. La emisión de títulos fue una nueva fuente de financiamiento del sector privado, alternativa a los préstamos bancarios, y preferible al ser a menores tasas y a mayores plazos. Ésta fue exclusiva a las grandes firmas locales. La mayoría de los montos emitidos en el período correspondieron compañías controladas por los miembros de Consejo Empresario Argentino (CEA) o por empresas privatizadas en las que estos eran los socios locales en los consorcios formados con empresas extranjeras. De las grandes firmas que se financiaban vía la emisión de títulos, un grupo aún más reducido tuvo acceso al mercado internacional de capitales. De este modo, como las finanzas del sector público, el mismo funcionamiento de las grandes firmas locales pasaba a estar vinculado el sistema financiero mundial.

1. El rol estructural de la política de emisión de títulos públicos bajo la Convertibilidad

Tras el Plan de Convertibilidad y el Plan Brady, el endeudamiento adquirió una función estructural central para la estabilidad del régimen económico instaurado en 1991. Cuando en 1994 se agotaron los ingresos extraordinarios por las privatizaciones, esta política pasó a ser indispensable para permitir el ingreso de divisas necesarias. Este proceso fortaleció las posiciones de los sectores más vinculados al sistema financiero mundial en la coalición gobernante.

En esta sección se analiza por lo tanto en primer lugar el vínculo estructural de la política de emisión de títulos públicos bajo la Convertibilidad. En segundo lugar, se realiza un análisis de economía política de la política pública de emisión de títulos, su marco regulatorio y sus principales actores en el período. Finalmente, se observa el impacto de la crisis mexicana de 1994 en la composición de la coalición político-social gobernante.

económica alude a los procesos en los cuales unos pocos capitalistas acrecientan el control sobre la propiedad de los medios de producción con que cuenta una sociedad" (2002: 11).

a. Plan de Convertibilidad y el balance de pagos

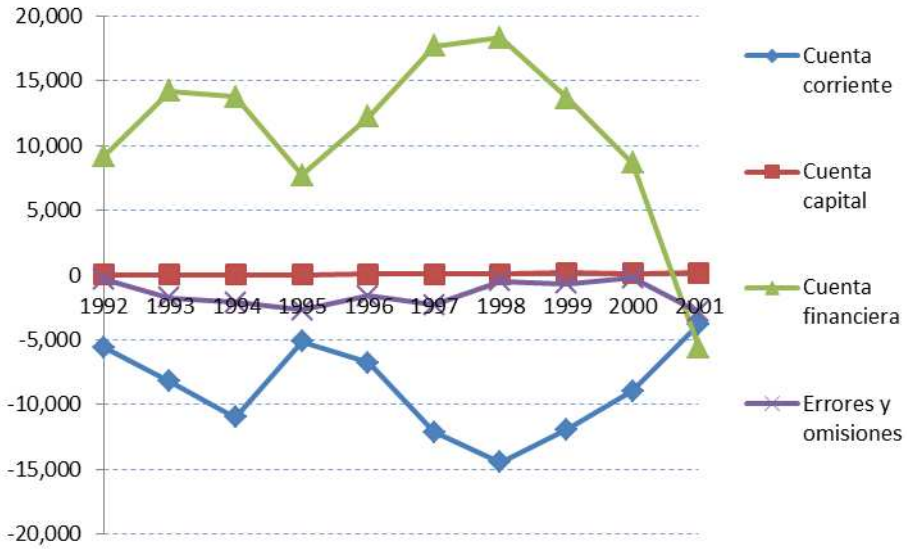
En 1993, el Estado emitía su primer Bono Global por USD 1.000 millones. Según Federico Molina, director de la Oficina Nacional de Crédito Público (ONCP), "esa operación fue un *breakthrough*, tanto en el volumen como en el plazo y el tipo de bono. Se trató de la primera operación registrada de la Argentina en Estados Unidos".[288] A partir de ese año, la emisión de títulos públicos fue la política central de endeudamiento del Estado argentino y clave en la sostenibilidad del orden económico.

El principio básico del Plan de Convertibilidad era el completo respaldo de la base monetaria por las reservas internacionales en oro y divisas extranjeras del BCRA a través de un tipo de cambio fijo de la moneda local (primero el austral y, a partir de 1992, el peso) con el dólar estadounidense. Como de las ecuaciones básicas de las cuentas nacionales la variación de las reservas era equivalente a la suma del saldo de balance de pagos (INDEC, 2007: 40), en un régimen de tipo de cambio fijo, la base monetaria debía ajustarse directamente al saldo del balance de pagos. De allí que la evolución de este saldo era central en la sostenibilidad del Plan de Convertibilidad.

Según la metodología del INDEC (2007), el balance de pagos es el dispositivo contable que resume las transacciones de la economía de un país con el resto del mundo. Comprende la cuenta corriente, la cuenta capital, la cuenta financiera y, como los datos provienen de fuentes diferentes, una categoría residual de errores y omisiones. La cuenta corriente refleja las transacciones en bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. La cuenta capital expresa la transferencia de capital (por ejemplo, transferencia de capital de emigrantes) y la adquisición o enajenación de activos financieros no producidos (por ejemplo, transferencia de patentes, derechos de autor). Finalmente, la cuenta financiera registra los flujos financieros con el resto del mundo. Estos flujos deberían ser equivalentes al déficit de la cuenta corriente y de capital. En el Gráfico 4.1 se observa la estimación del saldo del balance de pagos en Argentina de 1992 a 2001, donde los flujos financieros fueron necesarios para equilibrar el déficit producido por la cuenta corriente.

[288] Entrevista con el autor, 26/09/10.

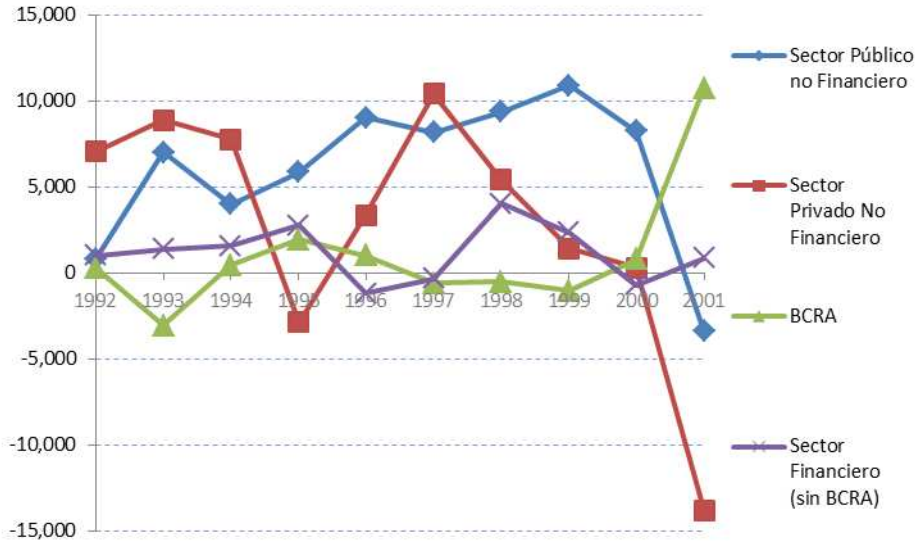
Gráfico 4.1 – Estimación del balance de pagos de Argentina, 1992-2001 (USD millones)



Fuente: Elaboración propia sobre datos del INDEC.

En el Gráfico 4.2 se presenta la estimación de la cuenta financiera desagregada entre los diferentes sectores. Se puede distinguir tres fases. La primera, 1992-1994, donde el Estado, el sector privado no financiero y el sector financiero (sin BCRA) aportaron las divisas necesarias. La crisis mexicana llevó en 1995 a la retirada del sector privado no financiero. El ingreso de divisas fue entonces sostenido por el sector financiero y, sobre todo, el Estado. En la segunda fase, 1996-1999, los tres sectores volvieron a aportar divisas (el sector financiero en 1997-1999). En la tercera fase, 2000-2001, el Estado fue el único sostén del régimen de convertibilidad, primero desde el sector público no financiero y, en 2001, desde el BCRA.

Gráfico 4.2 – Estimación de la cuenta financiera del balance de pagos de Argentina, 1992-2001 (USD millones)



Fuente: Elaboración propia sobre datos del INDEC.

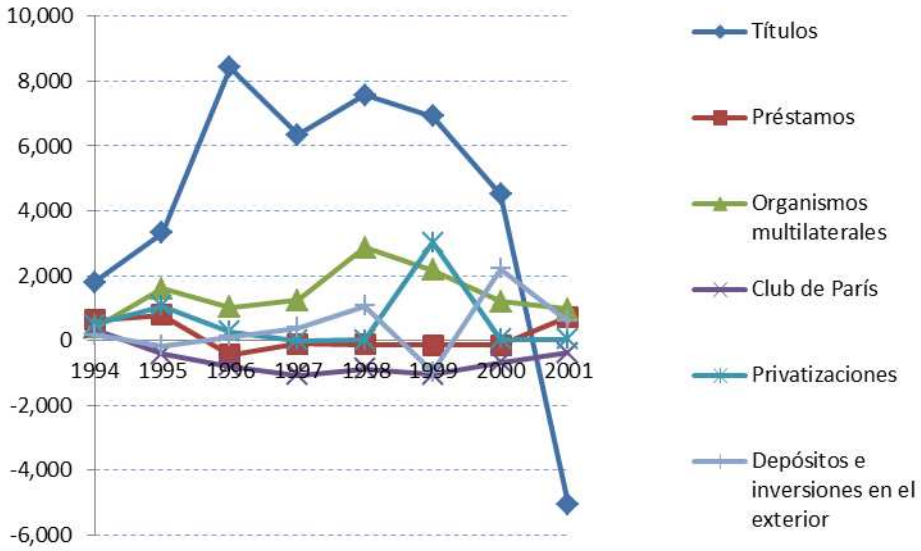
En el Gráfico 4.3 se desagrega a su vez el comportamiento de la cuenta financiera del sector público no financiero en 1992-2001. Se observa el rol fundamental del gobierno nacional, el secundario de los gobiernos locales y el marginal de las empresas estatales.

Gráfico 4.3 - Estimación de la cuenta financiera del sector público no financiero en el balance de pagos de Argentina, 1992-2001 (USD millones)

Fuente: Elaboración propia sobre datos del INDEC.

En el Gráfico 4.4 se desagrega a su vez el comportamiento de la cuenta financiera del gobierno nacional en 1994-2001. Se observa que el saldo positivo fue originado hasta el año 2000 de forma dominante por la política de emisión de títulos públicos.

Gráfico 4.4 – Estimación de la cuenta financiera del gobierno nacional en el balance de Argentina, 1994-2001 (USD millones)



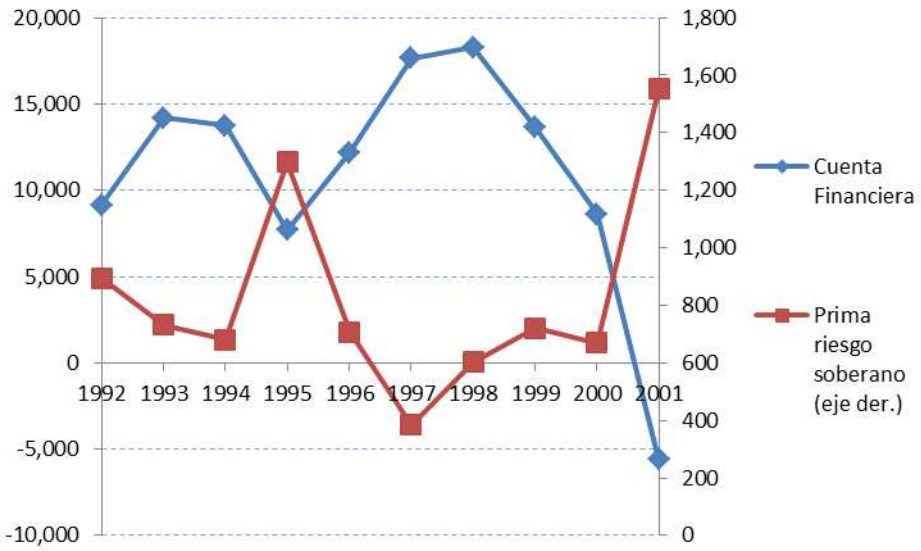
Fuente: Elaboración propia sobre datos del INDEC

A través del análisis de las estimaciones del balance de pagos en el período se observa el rol clave del gobierno nacional en el financiamiento del régimen de convertibilidad a través de la política de emisión de títulos públicos. A su vez, como se analizó, la tasa de interés en el mercado primario siguió durante el período a la prima de riesgo soberano. Dado el rol central de la política de emisión de títulos públicos del gobierno nacional, ello explica que la prima de riesgo soberano impactara decisivamente en la cuenta financiera del balance de pagos.

Como se observa en el Gráfico 4.5, existe una correlación inversa entre ambas variables en el período estudiado, con la excepción del período 1998-2000. En el Gráfico 4.4 se observan los motivos de esa excepción. En 1998, el gobierno aumentó la emisión de títulos a pesar del incremento de la prima de riesgo soberano (el aumento de las tasas no había impactado todavía en la capacidad del Estado en colocar los títulos) y, además, se incrementan los fondos provistos por los organismos multilaterales. En 1999, los montos de títulos emitidos ya declinan y también lo de los organismos. Ese año las necesidades de financiamiento se cubrieron con la venta de acciones de YPF que todavía estaban en poder del Estado. En

2000, a pesar de la leve caída, la prima de riesgo soberano permanecía en un nivel elevado por lo que la cuenta financiera continuó su descenso por la baja colocación de títulos.

Gráfico 4.5 – Estimación de la cuenta financiera del balance de pagos y prima de riesgo soberano de Argentina, 1992-2001 (USD millones; Puntos Básicos)



Fuente: Elaboración propia sobre datos del INDEC y JP Morgan en Ávila (2010).

La dependencia del balance de pagos de la cuenta financiera, que hoy podría ser percibida como una evidente vulnerabilidad de la economía frente a la volatilidad de los mercados internacionales, no era vista así en el período. Como afirma el FMI,

> en documento internos, el personal técnico del FMI expresaba de vez en cuando la inquietud de que el deterioro de la cuenta corriente pudiera socavar la sustentabilidad del régimen cambiario (…). En general, las autoridades discrepaban con esta evaluación (FMI, 2004b: 31).

Si bien, como se analizó, Cavallo había intentado una fallida flexibilización del Plan de Convertibilidad en 1992, a finales de ese mismo año afirmaba "no le tengo miedo al déficit de la cuenta corriente del balance de pagos. El Plan Brady permitirá el ingreso de capitales para financiarlo. En ese caso, bienvenido sea el déficit".[289]

[289] Eleonora Gosman, "Firmaron el Brady, pero aún no se sabe a cuánto llega la quita", Clarín, 07/12/92, p. 4.

La perspectiva oficial era compartida por los *think tank* del liberalismo económico. En 1994, el economista jefe de FIEL, Juan Luis Bour, reconocía que el déficit de la balanza comercial tenía "alguna importancia", pero esto era menor porque al país "le va bien, el crédito externo le permite mantener un déficit comercial por largo tiempo".[290] El nuevo director del IIERAL, de la Fundación Mediterránea, Guillermo Mondino, opinaba, sobre el déficit comercial, que "no me preocupa. Creo que es como el cuco: lo usan para asustar. El déficit comercial de hecho existe pero no es para nada preocupante: hay muchos países en el mundo que viven permanentemente con él".[291] Desde el CEMA, incluso la perspectiva era la inversa: esto era positivo para el país. En 1998 el entonces subsecretario de Financiamiento, Miguel Kiguel, sostenía que "nuestra visión es que el déficit de la cuenta corriente no representa una amenaza para la Argentina (…). Representa el éxito de la Argentina".[292] En coincidencia, para Roque Fernández la cuestión del atraso cambiario y sus consecuencias en la competitividad no era central:

> el argumento de la inflexibilidad de precios a la baja en el caso de que se produzca una modificación de términos de intercambio para mí es poco significativo con respecto al otro aporte que hace la convertibilidad de un *commitment* de largo plazo creíble (Fernández, AHO, 07/11/07).

Es decir, se observa nuevamente cómo desde el CEMA el Plan de Convertibilidad era más que un plan de estabilización de la economía: era el compromiso del Estado que renunciaba a la discrecionalidad de una política económica que debía ser creíble. A finales de la década, otro miembro del CEMA, Pedro Pou, entonces presidente del BCRA, justificaba su rechazo al control de cambios al sostener que "sería un retroceso. El ingreso irrestricto nos obliga a estar monitoreados por los inversores y esto, a su vez, nos obliga a corregir desvíos".[293] Para Pou,

> el costo que muchos atribuyen a la convertibilidad es la pérdida de capacidad de aplicar política monetaria. Se supone que las decisiones de política monetaria son tomadas racionalmente, pero basta remitirse a nuestra historia reciente para encontrar suficientes ejemplos.[294]

[290] Juan Luis Bour, "Hay signos positivos en el perfil de las exportaciones", *El Economista*, 25/03/94, p. 2.
[291] "'Es imposible tocar el tipo de cambio sin provocar una catástrofe'", *Mercado Córdoba*, 12/94, p. 21.
[292] Craig Torres, "Argentina, Its Economy Sizzling, Is Cool to IMF", *The Wall Street Journal*, 02/04/98, p. 14.
[293] "Defensa del 'piloto automático'", *Página/12*, 21/05/98, p. 17.
[294] "Pou se manifestó contrario a controlar el ingreso de capitales", *La Nación*, 21/05/98, p. 8.

En cambio, proseguía Pou, la libertad de movimiento de capitales entre el país y el mundo tenía la ventaja de que aseguraba "el permanente monitoreo de los mercados internacionales".[295]

La creciente dependencia de la estabilidad de la economía de la política de emisión de títulos públicos establecía que había producir credibilidad en los inversores internacionales y locales y en quienes evaluaban el riesgo de incumplimiento de pagos, bancos de inversión y calificadoras de riesgo. En el CEMA, esta perspectiva ha sido desarrollada en trabajos académicos por Jorge Ávila. Su idea central era que "la prima de riesgo-argentino es el determinante fundamental de la performance de corto y largo plazo de la economía argentina" (Ávila, 2000: 13). De este modo, variables como PIB, consumo, inversión, cuenta corriente del balance de pagos y desempleo eran resultado de su evolución (2000: 20). Por ello, sostiene que el objetivo principal de la política económica debía ser reducir la prima de riesgo soberano, es decir, dar mayores certidumbres de los inversores internacionales.[296] Ello era así porque "será la comunidad financiera internacional la que, en definitiva, fije la fracción del ingreso mundial a gastarse en el país, y que el PBI del país se ajustará pasivamente a esa fracción" (2000: 16).

b. La economía política de la emisión de títulos públicos en el mercado internacional

En Argentina, la política de emisión de títulos públicos se enmarca en la Ley de Administración Financiera. Establecida en 1992, "comprende el conjunto de sistemas, órganos, normas y procedimientos administrativos que hacen posible la obtención de los recursos públicos y su aplicación para el cumplimiento de los objetivos del Estado" (art. 2). La administración financiera está integrada por los sistemas presupuestario, de tesorería, de contabilidad y de crédito público. Dentro del ministerio de Economía, la dirección de los tres primeros recae en la secretaría de Hacienda y la del último, en la secretaría de Finanzas o Financiamiento.[297] En esta última, el organismo dedicado a implementar la política de endeudamiento es la Oficina Nacional de Crédito Público (ONCP), creada en 1996.

[295] "Pou se manifestó contrario a controlar el ingreso de capitales", *La Nación*, 21/05/98, p. 8.
[296] Para Ávila, "la organización republicana, el patrón dólar y una alianza comercial con una potencia económica abierta y estable, son condiciones necesarias, y tal vez suficientes, para asegurar una prima de riesgo-argentino históricamente baja" (2000: 15).
[297] Art. 6 de la Ley marco del Sistema de Crédito Público.

La Ley de Presupuesto establece el déficit de cada año y, por lo tanto, también el límite máximo de endeudamiento para financiarlo. El gobierno decidía en qué momento del año realizaba las emisiones en función del cronograma de vencimientos y de las condiciones de mercado, que establecían la oferta de fondos disponibles y las tasas. Si las necesidades de financiamiento aumentaban, el gobierno recurría a decretos de necesidad y urgencia para modificar el monto máximo autorizado.[298] Según Federico Molina, primer director de la ONCP (1996-2003), durante el período el Congreso no obstaculizó en ningún momento la decisión del gobierno de aumentar el límite.[299] Por este motivo, el Poder Legislativo no fue un actor central en la política de emisión de títulos públicos.

La secuencia planificada de emisiones por el gobierno se expresa en el Programa Financiero, el plan de financiamiento en el mercado del Estado en general a tres o cinco años y con información más detallada del año en curso.[300] Como explica Machinea, ministro de Economía (1999-2001), para el Programa Financiero, "nosotros veíamos cuáles eran los vencimientos y teníamos una estimación de cuál iba a ser el déficit fiscal. Entonces, en función de eso, dado este déficit fiscal y este cronograma de vencimientos, necesitamos tanta plata".[301] Entonces, el Programa Financiero, según Jorge Baldrich, secretario de Hacienda (2001), "es un anuncio donde el gobierno dice 'mi perfil de deuda es este –todo el mundo lo sabe porque saben cuáles son los vencimientos- y pienso renovar tales vencimientos, pagar otros y emitir otro tipo de deuda'".[302]

En la fase del diseño del Programa Financiero, los funcionarios de secretaría de Finanzas entablaban conversaciones con actores privados del sistema financiero mundial. Exponían el Programa Financiero, lo que implicaba explicar la política económica, y realizaban conversaciones informales para conocer la demanda por parte de los inversores, a qué tasas y en qué moneda.[303] Por ello, según Baldrich, el Programa Financiero "no es sólo una cuestión del Estado sino que ve las condiciones de mercado".[304] Las reuniones con los

[298] Jorge Baldrich, entrevista con el autor, 02/05/08.
[299] Entrevista con el autor, 26/09/10.
[300] Jorge Baldrich, entrevista con el autor, 02/05/08.
[301] Entrevista con el autor, 17/12/08.
[302] Jorge Baldrich, entrevista con el autor, 02/05/08.
[303] Jorge Baldrich, entrevista con el autor, 02/05/08.
[304] Jorge Baldrich, entrevista con el autor, 02/05/08.

potenciales inversores se realizaban en las asambleas anuales de los organismos multilaterales (FMI, BM, BID) y en viajes programados, los *roadshow*. También,

> se tenía un contacto bastante estrecho con los analistas a través de las representaciones en Washington y, en menor medida, Londres. La representación en Washington tenía un contacto regular con los analistas de los fondos y, también con sus managers. Se tenía una inteligencia del mercado parecida a la de los bancos.[305]

Para la selección del banco de inversión que era intermediario entre el Estado y los inversores, el gobierno pedía propuestas que presentaban y se seleccionaba aquellos que se consideraban mejor posicionados.[306] En la selección era clave en qué mercado se quería colocar la deuda entre los países centrales (Estados Unidos, Europa o Japón). En general, en el período analizado cada tipo de moneda tuvo un banco de inversión principal. Como se observa en la Tabla 4.1, JP Morgan y Goldman Sachs colocaron 50,6% de la deuda en dólares, CSFB y Deutsche Bank 68,8% en marcos alemanes, Chase y Banque Paribas 61,1% en liras italianas mientras que 84,1% de las colocaciones en yenes era liderada por bancos japoneses.

Como se observó, la colocación de títulos estaba concentrada en pocos bancos de inversión. A su vez, se observa en estas pocas firmas una especialización en función del tipo de moneda en que se emitía. Si se considera que la moneda es un indicador aproximativo de los mercados en los cuales se colocaban la deuda, es lógico que bancos de inversión estadounidense tuvieron mayores capacidades de colocación en dólares estadounidenses, los europeos, en moneda europea, y los japoneses, en yenes. Según Federico Molina, el JP Morgan era un banco líder en los mercados semi-periféricos, "con presencia muy fuerte en la Argentina" y el CSFB tenía "una fuerte presencia en los mercados europeos". La excepción era el banco Chase, una entidad de origen estadounidense con alta participación en la colocación de liras italianas. Según Molina esto era así porque el Chase "tenía presencia en Italia como banco comercial y contacto con los bancos italianos y presentaba buenas ofertas. Era un banco que tenía mucho poder de distribución".[307] Como se verá, aumentaría progresivamente la utilidad de este poder a medida el acceso del Estado a los grandes inversores institucionales se iría reduciendo.

[305] Federico Molina, entrevista con el autor, 26/09/10.
[306] Federico Molina, entrevista con el autor, 26/09/10.
[307] Federico Molina, entrevista con el autor, 26/09/10.

Tabla 4.1 – Participación de los agentes de colocación de títulos públicos argentinos en el mercado internacional por tipo de moneda, 1991-2001 (%)

Moneda	Agentes colocadores							
USD	JPMorgan (32,6)	Goldman (18,0)	Salomon (8,9)	Merrill L. (8,0)	Chase (7,0)	Deutsche (5,9)	Morgan (5,5)	Otros (14,2)
DEM	CSFB (37,7)	Deutsche (31,1)	Dresdner (9,9)	ABN Amro (6,5)	Warburg (5,1)	Bayerische (4,7)	Morgan (4,7)	Otros (0,3)
ITL	Chase (39,0)	Paribas (24,1)	Deutsche (13,2)	Crédito Italiano (8,9)	JP Morgan (8,8)	Intensa (4,8)	Otros (1,2)	
NLG	ABN Amor (63,9)			Chase (29,4)			ING (6,7)	
ESP	Santander (63,6)					Central Hispano (36,4)		
ATS	Creditanstalt (100,0)							
GBP	Warburg (61,3)			UBS (19,4)			HSBC (19,4)	
FRF	Société Générale (72,4)					Morgan (27,6)		
CHF	CSFB (85,1)			Paribas (7,5)			Deutsche (7,5)	
EUR	Morgan (24,2)	Deutsche (16,4)	CSFB (14,0)	Intensa (10,1)	ABN Amor (8,6)	Paribas (7,5)	Warburg (6,4)	Otros (12,9)
JPY	Nikko (48,2)	Nomura (21,2)	Yamaichi (9,8)	Merrill L. (5,4)	Salomon (5,4)	Daiwa (4,9)	Otros (5,2)	
CAD	Paribas (100,0)							
ARS	Deutsche (33,3)			UBS (33,3)			Goldman (33,3)	

Notas: Las estimaciones se realizaron sobre el valor en dólares de los montos colocados al momento de la emisión. En las colocaciones sindicadas, se dividió el monto por la cantidad de agentes colocadores. Se excluyeron las operaciones de canje del 2001. "Morgan" = Morgan Guaranty Trust, Morgan Stanley Dean Witter. "Chase" = Chemical Bank, Chase Manhattan, Chase Investment Bank. Se mantiene "Chase" separado de JP Morgan a pesar de la fusión del 2000 porque en 2001 los datos figuran separados. "Deutsche" = Deutsche Bank, Morgan Grenfell. "Warburg" = SG Warburg, SBC Warburg Dillon Read. **"**Salomon" = Salomon Brothers, Salomon Smith Barney.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Oficina Nacional de Crédito Público.

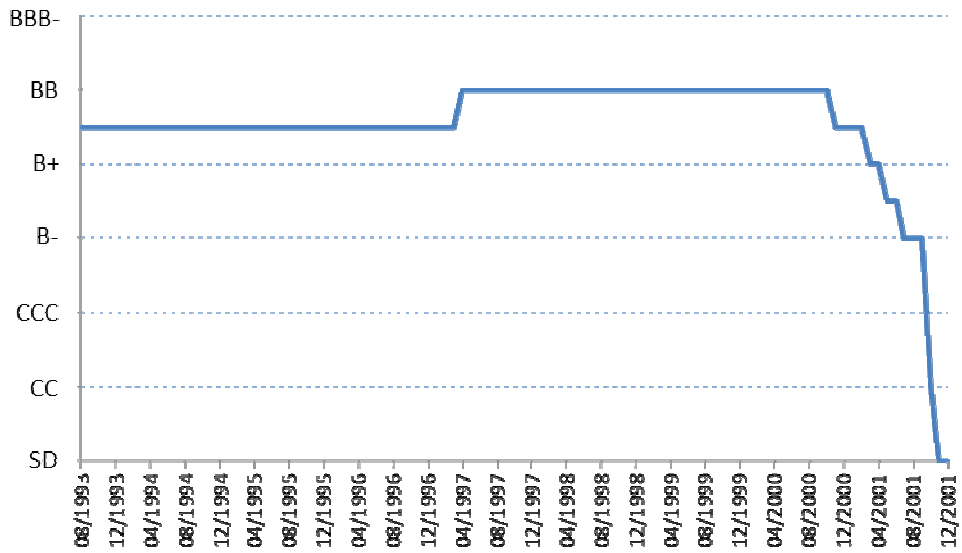
Al tener una especialización por moneda y, aproximativamente, por mercado, entonces los bancos de inversión tenían una vinculación estrecha con los inversores de esos mercados. Esto se traducía en mayor información sobre la evolución de la demanda potencial de títulos. Por eso, incrementaban su rol de intérpretes de las "sensaciones de mercado". Es decir, los interlocutores a quienes los funcionarios debían acudir para convencer y producir credibilidad eran, en rigor, un número muy bajo de firmas en cada mercado.

A su vez, la base de inversores sobre la que trabajaban los bancos de inversión era reducida. Esto fue así por las notas de las agencias de calificación de riesgo a lo largo del período. Tras el Plan Brady y el ingreso de títulos de países semi-periféricos al mercado internacional, las agencias hacían su ingreso en la dinámica de financiamiento del Estado argentino. Si bien Moody's ya calificaba desde noviembre de 1986, lo novedoso a partir de 1993 era el impacto de sus notas para el país, al afectar la base de inversores que podían comprar los títulos públicos. En agosto de 1993, Moody's asignó la calificación B1 a los Brady *par* y *discount*, es decir, "poca seguridad financiera".[308] En el mismo mes, S&P, en su primera calificación del Estado argentino, emitió un BB- a diferentes series de Bonex y varios eurobonos, es decir, que el "emisor enfrenta constante incertidumbre y exposiciones ante situaciones financieras, económicas o comerciales adversa". Si bien los analistas de S&P mencionaban la "extraordinaria transformación económica argentina", advertían que la capacidad de pago del país restaba puntos "debido al aún importante nivel de deuda externa en relación con las exportaciones".[309]

Como se observa en los Gráficos 4.6, 4.7 y 4.8, el Estado argentino fue calificado por las tres agencias como de "grado especulativo" durante todo el período. Esto significaba que la base de inversores de los títulos públicos argentinos era reducida y volátil, con una baja demanda. En los casos de S&P y Moody's se observa que 1997-1999 fue el período de mejor calificación.

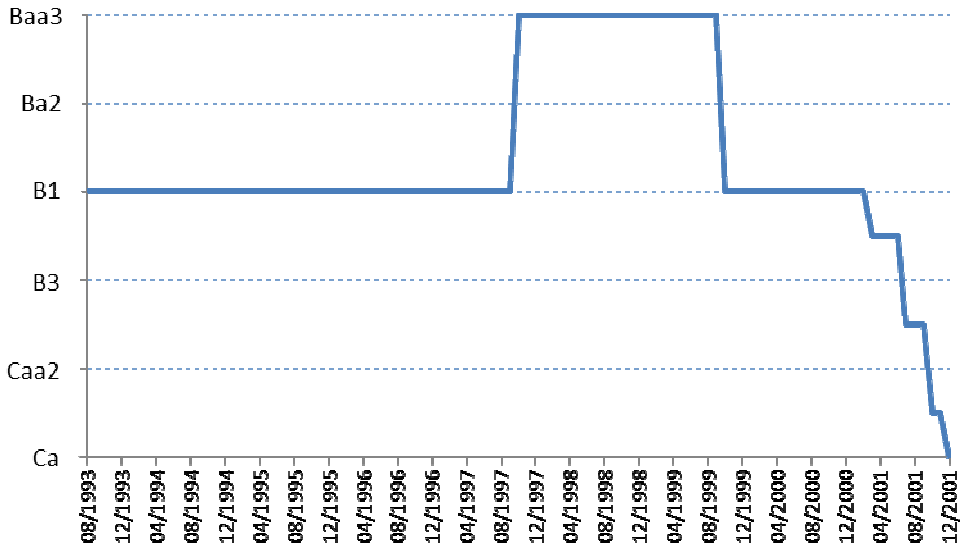
[308] Ver los Anexos para el detalle de cada nota según la agencia de calificación de riesgo.
[309] "La Argentina consiguió una nota más alta", *La Nación*, 26/08/93, p. 7.

Gráfico 4.6 – Calificación de S&P de los títulos públicos de Argentina, 1993-2001 (notas)



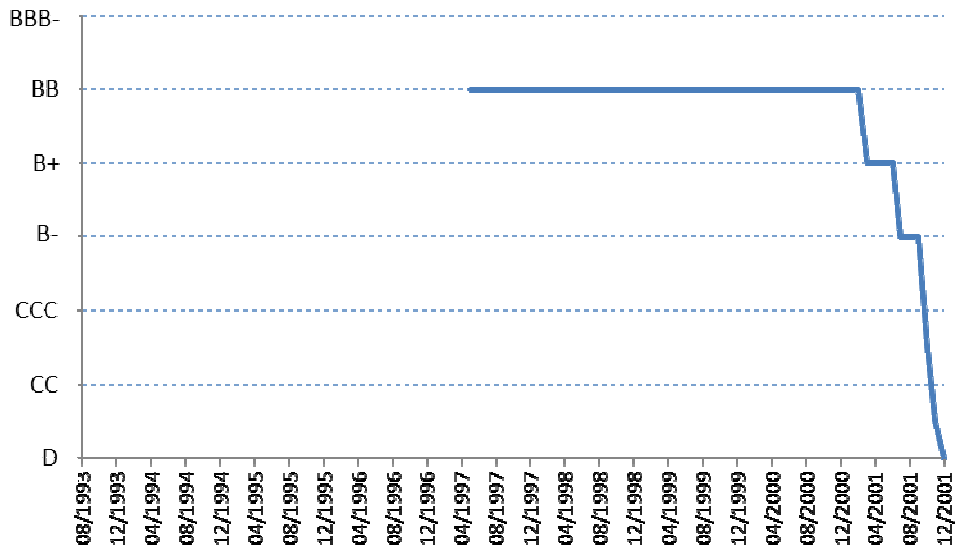
Nota: Deuda en moneda extranjera de largo plazo.
Fuente: Elaboración sobre datos de subsecretaría de Financiamiento de la República Argentina, en base a Bloomberg.

Gráfico 4.7 – Calificación de Moody's de los títulos públicos de Argentina, 1993-2001 (notas)



Nota: Deuda en moneda extranjera de largo plazo.
Fuente: Elaboración sobre datos de subsecretaría de Financiamiento de la República Argentina, en base a Bloomberg.

Gráfico 4.8 – Calificación de Fitch de los títulos públicos de Argentina, 1993-2001 (notas)



Nota: Deuda en moneda extranjera de largo plazo.
Fuente: Elaboración sobre datos de subsecretaría de Financiamiento de la República Argentina, en base a Bloomberg

En el marco de la dependencia estructural de la estabilidad económica de la política de emisión de títulos públicos, obtener el "grado de inversión" para tener acceso a una base más amplia de inversores fue un objetivo central de los diversos equipos económicos a lo largo del período. Para Kiguel,

> el gran desafío es mejorar la calificación crediticia y conseguir el tan deseado grado de inversión. Para ello no alcanza con el buen manejo de deuda que reduzca el riesgo de refinanciación. Es clave que esta estrategia se enmarque dentro de un plan económico coherente, que asegure la solvencia del Estado y el orden de las cuentas fiscales.[310]

En este sentido, no sólo la política de deuda sino, más en general, la política económica debía también construir credibilidad en las agencias de calificación de crédito. Una semana antes del recambio presidencial en 1999, Manuel Sacerdote (Banco de Boston) afirmaba que "si, a pesar del cambio de gobierno, la política económica se mantiene, creo que eso va a ayudar muchísimo para lograr un *investment grade*".[311]

[310] Miguel A. Kiguel, "Un gran desafío", *La Nación*, 28/10/99, p. 16.
[311] Liliana Franco, "Los bancos son aún bastante ineficientes", *Ámbito Financiero*, 02/12/98, p. 8.

c. La crisis mexicana de 1994 y la profundización de la estrategia económica

En septiembre de 1994, Cavallo anunciaba la cancelación anticipada del Crédito de Facilidades Ampliadas del FMI, renunciando a los últimos dos desembolsos. Joaquín Cottani (subsecretario de Financiamiento, 1994-1996) explicaba que "estamos contentos porque no tendremos que justificar cada medida política interna durante discusiones interminables".[312] Menem declaraba que "la Argentina ya no necesita del andador del FMI".[313]

Sin embargo, esta decisión no era bien vista por los actores privados del sistema financiero mundial. Al tener analistas especializados en la región, los organismos multilaterales son considerados prestamistas dedicados. Según Rodrik (1995), los préstamos son clave para hacer creíbles para los inversores privados los anuncios favorables de los funcionarios del FMI sobre la situación de una economía en particular. Proveen de un "sello de calidad" en la percepción de los inversores. Por eso, según el BID (2007), los organismos tienen un rol catalizador sobre el crédito privado, incentivándolo a prestar también.[314] Ante la decisión del gobierno argentino, John Reed, titular del Citicorp, afirmaba que "los bancos no ven con tranquilidad a países que se distancian del FMI".[315]

Sin embargo, tres meses después estallaba la crisis mexicana, también llamada "crisis del Tequila", en la que el gobierno de ese país devaluó su moneda. Desde febrero de 1994, la Reserva Federal había iniciado una política alcista de sus tasas. La LIBOR a 6 meses, que a comienzos en diciembre de 1993 rondaba 3,5%, un año después se había duplicado.[316] Las consecuencias fueron explicadas por Thurow (1996):

> debido a las bajas tasas de interés bancario destinadas a combatir la recesión de 1990-91, cientos de millones de dólares pasaron de las cuentas de ahorro norteamericanas a los fondos mutuales de más altos rendimientos. Pero para pagar más altos rendimientos, los gerentes de los fondos mutuales tenían que obtener más altas ganancias y con esa finalidad enviaban su dinero a México. Cuando las tasas de interés de los Estados Unidos volvieron a subir, los mismos gerentes comenzaron a repatriar el dinero (1996: 242).

---

[312] "Mejor divorciarse ahora y guardar un buen recuerdo", *Página/12*, 28/09/94, p. 5; Alberto Lippi, "La Argentina necesitará un superávit mucho menor que el exigido por el FMI", *El Cronista*, 28/09/94, p. 7.
[313] "El andador del FMI no es necesario, dijo Menem", *La Nación*, 04/10/94, p. 8.
[314] Según la Oficina de Evaluación Independiente del FMI, "para Argentina era fundamental contar con la aprobación del FMI para recibir préstamos del Banco Mundial y gozar de un acceso amplio a los mercados internacionales de capital" (FMI, 2004b: 67).
[315] Luis Varela, "Pese a lo cobrado en privatizaciones, la deuda aumentó en 13.000 millones", *Clarín*, 28/11/94, p. 15.
[316] Datos de Mortgage-X.com.

El país que había originado la crisis de la deuda en 1982 y que había sido el primer caso de reestructuración de la deuda en el marco del Plan Brady, se sumergía nuevamente en una grave crisis financiera.

Entre los países semi-periféricos que participaban en el mercado internacional de capitales, Argentina tenía muchas similitudes con México. Ambos tenían un importante déficit de la cuenta corriente y precisaban de un fuerte superávit de la cuenta financiera para equilibrar el balance de pagos. John Reed, del Citicorp, afirmaba un mes antes del estallido de la crisis que "Brasil y China, que no tienen déficit comercial, se ven mejor que México y la Argentina, que sí lo tienen".[317] En consecuencia, la crisis mexicana repercutió fuertemente en Argentina. Entre diciembre 1994 y marzo 1995, cayeron la base de depósitos en 11% y el precio de los títulos Brady en más de 25%.[318] El Estado y el sector privado perdían el acceso al financiamiento internacional. Recién en la segunda mitad de 1995 el gobierno volvería a colocar títulos en el exterior.

Ante la situación crítica, el gobierno revirtió la decisión de septiembre y volvió a solicitar ayudar a los organismos multilaterales. Se inició una estrategia en varios frentes para obtener financiamiento externo: USD 2.800 millones del FMI, USD 1.300 millones del Banco Mundial y del BID cada uno para la privatización de los bancos provinciales, la consolidación del sistema bancario privado y programas sociales, USD 1.300 millones de un crédito puente del Banco Internacional de Pagos, garantizado por acciones de YPF con aprobación del Congreso, y USD 2.000 millones del Bono Argentino, un título emitido a tres años de plazo, con uno de gracia, con cupón equivalente a la LIBOR más 3% anual.[319]

La crisis mexicana hizo temer en varios círculos un freno o incluso un retroceso en las reformas estructurales en la región. Sebastián Edwards, entonces jefe de economistas para América Latina del Banco Mundial, declaraba que

> había preocupación de que surgiera una reacción adversa y de que retornaran las fuerzas de la nostalgia y el populismo. Pero no ha habido muchos cuestionamientos de las bases

[317] Julio Nudler, "'No sé si gana Menem'", *Página/12*, 19/11/94, p. 6.
[318] Timothy O'Brien, Thomas T. Vogel Jr. y Michael R. Sesit, "La Argentina pide a los países industrializados una línea de crédito de US$ 3000 millones", *La Nación*, Economía & Negocios, 14/03/95, p. 5.
[319] "Más deuda para pagar la vieja", *Página/12*, 11/05/95, p. 5; "El Citi sale a colocar 1.000 millones afuera", *Clarín*, 21/03/95, p. 21.

> fundamentales del denominado nuevo consenso latinoamericano. En cierta forma es muy sorprendente.[320]

En ese sentido, el Tequila, lejos de poner en discusión al Plan de Convertibilidad, llevó a su fortalecimiento. Cavallo afirmaba que "estamos convirtiendo esta crisis en una oportunidad de tomar nuevos pasos para fortalecer la economía".[321] Al sobrevivir a la crisis, se consolidó la legitimidad interna y externa del Plan de Convertibilidad. Ante la opinión pública, el temor generado por la crisis favoreció a Menem ante la incertidumbre de un eventual retorno inflacionario. El presidente del CEA, Ruete Aguirre, declaraba que "el Plan de Convertibilidad ha demostrado una gran fortaleza, pues pocas veces se presentan crisis como ésta".[322] Manuel Sacerdote concluía que "el haberse mantenido firme y continuar las mismas políticas durante el efecto Tequila le dieron credibilidad al país. Esto se está materializando ahora a través de un gran volumen de inversiones".[323] La percepción sectores financieros internacionales y de los organismos multilaterales fue también positiva. En un informe de enero de 1996, el banco de inversión Goldman Sachs observaba que "si hubo un país que se mantuvo fiel a su programa económico original durante lo peor de la crisis financiera de 1995, ese país fue Argentina" (citado en Blustein, 2005: 29). Según la Oficina de Evaluación Independiente del FMI,

> la supervivencia de la paridad cambiaria y la recuperación en forma de V fueron interpretadas en general como una evidencia de la robustez y la credibilidad del régimen de convertibilidad. (…) La crisis mexicana de 1994–95 representó un punto de inflexión en la opinión que el personal técnico del FMI tenía en cuanto a la paridad fija. (…) Recién en 1995 hubo un informe oficial en el cual el personal técnico del FMI daba su opinión sobre si se *debía* mantener la paridad fija. En su informe de marzo de 1995, la postura era claramente favorable. (…) El personal técnico del FMI quedó impresionando por la capacidad de Argentina para soportar las presiones creadas por la crisis mexicana, y particularmente por la voluntad de las autoridades por tomar medidas duras a fin de mantener la paridad. (…) En informes posteriores preparados por sus funcionarios y en declaraciones públicas, el FMI reiteró el respaldo al tipo de cambio fijo (FMI, 2004b: 18, 32-33).

La crisis consolidó también la visión de mantener la confianza de los sectores financieros internacionales, dado que los costos de su percepción negativa se habían sentido

[320] Matt Moffett, Paul B. Carroll, Jonathan Friedland, "La crisis financiera no ha logrado desviar a América Latina del libre mercado", *La Nación*, Economía & Negocios, 12/05/95, p. 6.
[321] Matt Moffett, Paul B. Carroll, Jonathan Friedland, "La crisis financiera no ha logrado desviar a América Latina del libre mercado", *La Nación*, Economía & Negocios, 12/05/95, p. 6.
[322] "Empresarios confían en el plan económico", *La Nación*, 15/01/95, p. 12.
[323] Andrés Borenstein, "'El Boston seguirá siendo peso pesado'", *Clarín*, 24/08/97, p. 10

crudamente durante la crisis. Como señaló en 1996 el director gerente del FMI, Michel Camdessus,

> la recuperación del producto, que está comenzando a afianzarse, depende de que continúe consolidándose la confianza del sector privado, para lo cual es esencial mantener la disciplina de la política macroeconómica. Al respecto, en los últimos cinco años la Ley de Convertibilidad ha sido fundamental en la consolidación de Argentina con respecto a la disciplina fiscal y la estabilidad de precios; en consecuencia, dicha ley continua desempeñando un rol esencial en el restablecimiento de la confianza (citado en FMI, 2004b: 33).

Esta estrategia fortaleció en la coalición gobernante a los sectores que gozaban de la credibilidad de los centros financieros mundiales.[324] Por ello, tras una puja interna entre Menem y Cavallo, que derivó en la salida del ministro, a mediados de 1996 el CEMA pasó a dominar las principales posiciones de gestión económica en el Estado: Roque Fernández como ministro de Economía y Pedro Pou en la presidencia del BCRA. Estos nombramientos constituían en sí una señal hacia los actores privados del sistema financiero mundial para convencer sobre la credibilidad de la política económica.

La mayoría del nuevo equipo económico presentaba los dos principales recursos de poder utilizados por los *think tank* en el período: garantías de conocimiento experto avaladas por sus credenciales académicas y redes de contacto con antecedentes en organismos multilaterales de crédito y el sector financiero, con escasos vínculos con el sistema partidario.[325] Como se analizó, más que ningún otro *think tank*, el CEMA era un centro dominado por economistas con escasos vínculos, pero no menores, con los sectores empresarios locales. Mientras el CEMA tomaba las riendas da política económica, dos miembros de su comisión directiva ocupaban cargos de dirección en las principales entidades del país: los banqueros Fernando de Santibañes, vicepresidente segundo de la asociación de los bancos privados nacionales, y Manuel Sacerdote, vicepresidente primero de la entidad de bancos privados extranjeros y, además, vicepresidente segundo del CEA.

De los funcionarios presentados en la Tabla 4.2, provenían del CEMA el ministro Fernández y los secretarios Guidotti, Pendas, Rodríguez y el subsecretario Rodríguez Use. Varios tenían

[324] Schvarzer (1986) observó una lógica similar durante el anterior proceso de endeudamiento, donde el acceso a los centros financieros también benefició al equipo económico liderado por Martínez de Hoz: "ese equipo era el único que lograba generar la confianza de los grandes factores privados de decisión" (1986: 36).
[325] La excepción era Roque Fernández, afiliado a la Ucedé.

una importante formación académica.[326] En cuanto a los vínculos con organismos multilaterales y actores financieros pueden mencionarse varios casos. Entre 1976 y 1978, Fernández había sido economista del FMI. Guidotti, tenían contactos directos con el mercado financiero, donde había trabajado como asesor (Moore Capital Strategy Group y del Directorio de Banco Galicia) y también como economista del Departamento de Investigaciones del FMI (1987-1992). Guadagni había sido director de la compañía financiera Macro y la consultora Econométrica. Finalmente, asumía la subsecretaría de Financiamiento Miguel Kiguel, también proveniente del *think tank*.[327] Paralelamente, en el BCRA, el CEMA ocupaba la presidencia con Pedro Pou y en el directorio con Martín Lagos (hasta entonces director ejecutivo del CEA), Javier Bolzico, Guillermo Lesniewier. El representante del ministerio de Economía en el Banco Central, Aquiles Almansi, también pertenecía al CEMA. A partir de 1998, provenían de este *think tank* más de la mitad de sus directores, que extendió su influencia en el resto de la estructura administrativa de la entidad.[328]

Tabla 4.2 – Equipo económico en Argentina, julio 1996 – diciembre 1999

Cargo	Funcionario
Ministro	Roque Fernández
Secretario de Coordinación	Julio Cáceres
Secretario de Industria, Comercio y Minería	Alieto Guadagni
Secretario de Hacienda	Pablo Guidotti
Secretario de Agricultura	Gumersindo Alonso / Ricardo Novo
Secretario de Programación Económica	Eugenio Pendas / Carlos Rodríguez / Rogelio Frigerio
Subsecretario de Política Tributaria	Guillermo Rodríguez Use

Nota: Se incluye la subsecretaría de Política Tributaria respetando el criterio establecido en el Capítulo 1 de seleccionar los organismos más permanentes del ministerio.
Fuente: Elaboración propia a partir de Dalbosco (2003) y el Boletín Oficial.

[326] La gran mayoría del equipo contaba con estudios de posgrado y doctorados. Una porción significativa había estudiado en la Universidad de Chicago, como Fernández, Guidotti y Carlos Rodríguez. Guadagni tenía un doctorado en economía de la Universidad de Berkley.
[327] Kiguel era miembro del cuerpo de profesores del Instituto Universitario del CEMA. "Las promesas del equipo de Fernández", *La Nación*, 16/02/97, p. 16.
[328] Dentro de la estructura administrativa del BCRA, por ejemplo, habían ascendido varios egresados de UCEMA como Alejandro Henke, que había pasado por los cargos de director, vicesuperintendente y economista jefe, José Rutman, subgerente de Normas, y Verónica Balzarotti, gerente de investigación en el área de Normas. "El CEMA se hace fuerte en el Banco Central", *La Nación*, 03/09/98, p. 19; Julio Nudler, "Pou ya no está, pero sus amigos crecen en el BCRA", *Página/12*, 20/02/02, p. 2.

2. Los inversores locales y el mercado doméstico de capitales

La dependencia del financiamiento vía emisión de títulos fue profundizada por decisiones del propio gobierno que llevaron al desarrollo del mercado doméstico de capitales y a la emergencia de inversores institucionales locales. Clave en ambos aspectos fue la reforma previsional de 1993. Sus principales consecuencias en la política de emisión de títulos públicos fueron tres. Primero, los nuevos fondos privados de pensión, las Administradoras de Fondos de Jubilación y Previsión (AFJP), destinaron la mitad de sus recursos a la compra de títulos públicos en el mercado local y también en el internacional. De este modo, aumentaba la demanda, baja debido al "grado especulativo" del Estado argentino. Segundo, la reforma permitió el desarrollo del incipiente mercado doméstico de capitales y proporcionó así una fuente suplementaria de colocación de títulos públicos, más allá de la accesibilidad al mercado internacional. Tercero, la reforma tuvo importantes consecuencias en las cuentas públicas al quitar una fuente de ingresos al Estado. Por ello fue uno de los principales factores de endeudamiento durante el período, aumentando por lo tanto las necesidades de colocación de títulos públicos. A su vez, se observará que, a diferencia de los externos, la participación de los inversores locales en la deuda pública estaba concentrada en pocos actores cuya propiedad era centralizada.

a. La participación de los inversores locales

En 2003, al iniciar el proceso de reestructuración de una parte de sus obligaciones, el gobierno informaba que "más del 50% de la deuda elegible se encuentra en manos de ciudadanos argentinos", dado que "38% de la deuda elegible se encuentra en la Argentina", lo que revela la importancia del desarrollo del mercado doméstico de capitales, y que "parte de las tenencias en el exterior pertenecen también a argentinos", lo que demuestra la importante participación de los inversores residentes no sólo a nivel local sino también en el mercado internacional.[329] Los principales inversores locales fueron los fondos privados de pensión, las compañías aseguradoras y los fondos comunes de inversión. Paralelamente, los bancos comerciales locales también compraron deuda emitida por el gobierno nacional.

[329] La deuda no elegible, 42,4% del total, era mayoritariamente obligaciones con los organismos multilaterales, títulos emitidos tras el default de 2001, bono provincial garantizado y préstamos garantizados. "Reunión de los Grupos de Trabajo Consultivos", *Ministerio de Economía y Producción*, 10/03, p. 10.

Esta reforma era una demanda histórica de diversos sectores que comulgaban con el liberalismo económico. A nivel interno, esto era respaldado por *think tanks* y corporaciones empresarias. El primer documento de trabajo del CEMA, elaborado por Roque Fernández en 1979, se intitulaba "Hacia una reforma del sistema argentino de previsión social", en la que "parece pertinente sugerir una reforma del sistema actual para instaurar paulatinamente un sistema de capitalización y seguro" (Fernández, 1979: 43). En 1990, el CEA planteaba 16 demandas al nuevo gobierno.[330] Como se mencionó, tres años más tarde, al celebrar sus 25 años de existencia, la entidad festejaba también que 13 de ellas habían sido realizadas y 3 se encontraban "en ejecución", incluyendo la reforma previsional.[331] Su presidente, Ruete Aguirre (Banco Roberts), reivindicaba para el CEA la autoría intelectual de la reforma.

A nivel externo, la reforma contaba con el apoyo del FMI y de los sectores financieros internacionales. Del lado del organismo multilateral, "en el programa respaldado por el acuerdo ampliado que se aprobó en marzo de 1992, la reforma de la seguridad social figuraba como criterio de ejecución estructural", lo cual no era menor dado que "la característica notable de los programas concertados con Argentina fue la escasa condicionalidad estructural oficial, sobre todo en la forma de criterios de ejecución" (FMI, 2004b: 59, 65). Por su parte, en la ceremonia de firma del acuerdo del Plan Brady, William Rhodes reclamó la instrumentación de una reforma previsional, mencionado el caso chileno, "una experiencia similar que es muy interesante".[332] Finalmente, en 1992, por primera vez, Menem apoyó la reforma previsional, sosteniendo que "es necesario real y definitivamente superar el problema de los jubilados. Para ello, hay que cambiar toda la arquitectura del régimen previsional por otra".[333]

A partir de la reforma, la previsión social en Argentina fue provista "por una compleja gama de instituciones públicas y privadas. La mayor parte de la cobertura previsional corresponde al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP)" (Bertranou et al., 2001: 2).[334] El SIJP fue introducido en 1993. Coexistían dos regímenes. Existía una base común, la Prestación Básica Universal, administrada por el Estado. Eran los beneficios de jubilaciones y pensiones

[330] Daniel Sosa, "El Consejo Empresario pide shock fiscal y despido de estatales", *Página/12*, 15/05/90, p. 7.
[331] "Respaldo empresarial a la gestión de Menem", *La Nación*, Economía & Negocios, 12/05/93, p. 1.
[332] "Para Rhodes, hay que promover la industria", La Nación, 07/12/92, p. 6.
[333] "Sorpresivo mensaje presidencial acerca de la reforma previsional", *La Nación*, 03/06/92, p. 16.
[334] La cobertura del sistema era obligatoria para todos los trabajadores autónomos y en relación de dependencia.

a los trabajadores que cumplían con las condiciones de edad y años de aporte.[335] Para el beneficio adicional, el trabajador debía optar por uno de los dos regímenes. Por un lado, un sistema administrado por el Estado a través de la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSeS) donde recibía la Prestación Adicional por Permanencia. Por otro lado, uno de capitalización individual gestionado por los nuevos fondos privados de pensión, las AFJP, donde recibía el Haber de Capitalización.[336] Las contribuciones patronales eran recaudadas por el Estado y los aportes del trabajador iban al ANSeS o a las AFJP en función de su elección (Bertranou et al., 2001: 3).

La reforma previsional, al producir un déficit en las cuentas públicas, aumentó la necesidad de financiamiento vía emisión de títulos. Con la reforma, se abrió un período caracterizado por "los costos de transición" (Schulthess y Demarco, 2000: 5). Durante esa fase, el Estado se hizo cargo de los gastos por las jubilaciones vigentes del sistema anterior pero perdió ingresos por los aportes de los trabajadores que ahora iban a las AFJP. Por ello, durante un período de transición, que sería completado cuando las jubilaciones del sistema anterior desparecieran, se produjo un déficit en el sistema de reparto. Estos costos eran previstos. Roque Fernández (1979) explicaba que la transición "implicará que el sistema previsional incurrirá en un déficit que deberá financiarse de rentas generales o endeudamiento hasta que desaparezcan las últimas generaciones del sistema de reparto" (1979: 44). En los mismos proyectos de ley de la reforma se incluían diversas proyecciones de déficit del régimen previsional público durante el período de transición. La primera versión del proyecto estimaba un déficit acumulado para 2001 de USD 10.582 millones (Schulthess y Demarco, 1993) mientras que el texto legal definitivo, de USD 4.006 millones (Posadas, 1994).[337] Ya en el primer año del nuevo régimen previsional, desde la Asociación de Bancos de la República Argentina, que reunía a los bancos privados extranjeros, se señalaba que

> desde agosto, el gobierno dejó de percibir 60% de los aportes personales de los trabajadores, quienes optaron por el sistema privado de capitalización. (…) Una vez puesto en marcha el sistema, la recaudación promedio de las Administradoras alcanzó a un ritmo

[335] La ley introducía además un componente destinado a las personas afiliadas al SNPS con menor cantidad de años, la Prestación Compensatoria.
[336] Gustavo Demarco, "Nueva ley previsional: síntesis y cuestiones debatidas", *Actualidad Económica*, 11/93, p. 23.
[337] La diferencia entre ambas proyecciones se debe a que el texto legal definitivo suponía una menor transferencia de los aportes de los trabajadores a las AFJP (Schulthess y Demarco, 2000: 16).

> de ARS 130 millones mensuales, lo cual tuvo una previsible contrapartida en la caída de los ingresos del sector público, al no adoptarse ninguna medida compensatoria.[338]

Para financiar el déficit, los reformadores decidieron la "colocación de títulos en las propias AFJP, estimándose que ello no comprometería más de un 40 a un 50% de los fondos" (Schulthess y Demarco, 2000: 8). Es decir, el gobierno adoptaba la estrategia de financiamiento de los costos de transición vía endeudamiento. Sin embargo, el déficit fue mayor al estimado por una mayor transferencia de aportes a las AFJP que la prevista, la reducción de la contribución patronal del 16% al 12%, la contracción del empleo, la recesión iniciada en 1998 y un aumento de los egresos con la incorporación al régimen de reparto de trabajadores de gobiernos provinciales (Schulthess y Demarco, 2000; Damill et al., 2005). De acuerdo con el FMI,

> el desequilibrio fiscal creado por la reforma de la seguridad social fue significativo. A partir de 1994, fue disminuyendo la recaudación por concepto de contribuciones y aportes sobre la nómina salarial; en 2001, el déficit de recaudación estimado fue del 2,9% del PIB. De ese porcentaje, 1,5% se debió a que los afiliados transfirieron sus aportes del sistema de seguridad social a cuentas individuales en los nuevos fondos privados –un efecto directo de la reforma- y el 1,4% restante se debió a la reducción de las tasas de contribución y aporte sobre la nómina salarial. Además, para el año 2001 el hecho de que el gobierno federal hubiera asumido los pasivos de los sistemas provinciales había sumado otro 0,9% del PIB al gasto anual. Por su parte, la reforma generó reducciones compensatorias del gasto por concepto de seguridad social; según una estimación, quizás optimista, de Rofman (2002), el gasto anual disminuyó un 1,1% del PIB en 2001. Considerando como un todo, la reforma y los correspondientes cambios a nivel de política empeoraron el saldo fiscal global anual del gobierno federal en, al menos, un 2,7% del PIB (FMI, 2004b: 61).

Si se considera, además de la pérdida de los aportes transferidos al sistema de capitalización, los costos del financiamiento a través de las AFJP (es decir, el pago de los intereses de los títulos colocados), González Fraga estima que la reforma previsional tuvo un costo total en el período USD 40 mil millones para el Estado, es decir, una tercera parte del stock de deuda pública en 2001.[339] Por ello, la reforma previsional fue uno de los principales factores del endeudamiento en el período.

La segunda consecuencia de la reforma fue que, con la emergencia de las AFJP como inversores, aumentó la demanda por los títulos públicos argentinos, cuestión importante para un Estado calificado como "grado especulativo". A diferencia de la mayoría de los casos en América Latina, donde luego de la reforma el porcentaje de títulos públicos en la cartera

[338] "Marco macroeconómico", *Memoria ABRA*, 1994, p. 19.
[339] Javier González Fraga, "Reforma previsional: ¿un lujo caro?", *La Nación*, 17/06/01, p. 14.

de los fondos privados de pensión tendió a reducirse, en Argentina, de 1994 a 2001, subió. En gran parte, ese aumento no fue voluntario, ya que fue consecuencia de las presiones de los funcionarios para obtener financiamiento conforme se reducía el acceso a los inversores internacionales (BID, 2007: 155). A finales del 2000, el gobierno elevó el límite de inversión de las AFJP en títulos públicos de 50 a 60%.[340] A través de otras medidas posteriores, en 2002, más del 75% de la cartera de las AFJP era de títulos públicos (Kiguel, 2006).

Por lo tanto, la reforma producía un doble efecto sobre la política de emisión de títulos públicos. Por un lado, con la emergencia de las AFJP, aumentaba la demanda por los títulos públicos. Por otro lado, con el déficit producido por la reforma, exigía mayor endeudamiento. En este caso, a diferencia de los internacionales, la relación del Estado con los inversores locales se caracterizó por una coordinación centralizada.

b. La propiedad de los inversores locales

Según los datos de la reestructuración del tramo local de la deuda pública de finales de 2001, un indicador aproximativo de la participación de los inversores locales, las principales acreedores eran las AFJP (USD 19 mil millones), los bancos comerciales locales (USD 16 mil millones), las aseguradoras (USD 4 mil millones) y los fondos comunes de inversión (USD 1.000 millones).[341] Los bancos locales, que tenían una importante participación directa en la deuda pública, eran a su vez propietarios de los principales inversores institucionales locales, como AFJP o fondos comunes de inversión.

Gracias a una reforma de la Ley de Entidades Financieras impulsada por el gobierno a inicios de la década, se habían eliminado varias restricciones a los bancos "al autorizárselas la tenencia de participaciones en Sociedades de Bolsa, Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, en Compañías de Seguros ligadas a éstas, en sociedades gerentes de Fondos Comunes de Inversión".[342] De este modo, se abría el camino a la participación de los bancos comerciales locales, entidades involucradas en la captura de depósitos y préstamos, en tareas como la compra y venta libre de títulos, la toma de préstamos para apalancar ese comercio y multiplicar así los beneficios y los riesgos. La consecuencia de la

[340] Pablo Wende, "AFJP, ansiosas por comprar más bonos", *El Cronista*, 24/11/00, p. 8
[341] Javier Blanco, "Quieren transferir la deuda de las provincias a las AFJP", *La Nación*, 27/11/01, p. 14.
[342] "Sistema financiero", *Memoria ABRA*, 1994, p. 43.

reforma fue que el sistema bancario local era expuesto a la volatilidad de los mercados de capitales.

En el sector de las AFJP, en el período se produjo un doble proceso de concentración del sistema en pocas entidades y, paralelamente, de centralización de la propiedad. En 1994, al iniciarse el nuevo régimen, existían 23 AFJP (ver la Tabla 4.3). Las cinco principales entidades administraban 60,3% de los fondos de sistema. Eran controladas por bancos comerciales, de propiedad pública, privada nacional y privada extranjero: el Banco Crédito Argentino, el Banco Francés y el Banco Galicia (Consolidar), el grupo Roberts (Máxima), el Banco Río y el Citibank (Siembra), el Banco Nación (Nación AFJP) y el Banco Provincia de Buenos Aires y el Banco Santander (Orígenes).

En la Tabla 4.4 se observa el sistema de AFJP en 2001. En comparación, se observan tres grandes cambios. Primero, una reducción del número de AFJP de 23 a 12. Segundo, tras un proceso de fusiones y adquisiciones, la concentración del sistema. Las cinco primeras AFJP administraban 80,4% de los fondos. Finalmente, se observa una centralización y una extranjerización de la propiedad debido a los cambios operados en el sector bancario tras la crisis del Tequila. Los propietarios de las cinco primeras AFJP eran BankBoston, Banco Santander y el Banco de la Provincia de Buenos Aires (Orígenes), el BBV Banco Francés (Consolidar), HSBC (Máxima), Citibank (Siembra) y el Banco Nación (Nación AFJP).

A su vez, los bancos también eran propietarios de los otros inversores institucionales locales. Los 10 principales fondos comunes de inversión, que administraban 87% del total de fondos, eran, en USD millones, Boston (1.424), Santander Investment (1.284), Francés (885), Galicia (529), HSBC (430), ABN Amro (385), Lloyds (300), Citicorp (293), Del Laboro (283) y Scotia Investment (181). Este sector también era concentrado: los tres primeros superaban el 50% del total.[343] Se observa una coincidencia entre los principales propietarios de los fondos comunes de inversión y los de las AFJP.

[343] Roberto Navarro, "Los dueños del canje", *Página/12*, Cash, 20/05/01, p. 7.

Tabla 4.3 –AFJP por participación de mercado y principales accionistas en Argentina, 1994

AFJP	Participación (% de fondos)	Principales accionistas (% del capital)
Consolidar	14,6	Banco Crédito Argentino: 33,0 Banco Francés: 33,0 Banco Galicia: 33,0
Máxima	13,2	Grupo Roberts: 66,0 Banco Quilmes: 17,0 Deutsche Bank: 17,0
Siembra	12,5	Banco Río: 51,0 Citibank: 49,0
Nación	11,4	Banco Nación: 99,9
Orígenes	8,6	Banco Provincia de Buenos Aires: 60,0 Banco Santander (España): 30,0
Claridad	6,8	Cenit ITT: 30,0 Unión Obrera de la Construcción de la Rep. Argentina: 12,5 Federación Argentina de Trabajadores de la Sanidad: 12,5 Emarsa (Mastellone Hnos. SA): 12,5
Previnter	5,9	American International Group: 45,0 Banco de Boston: 45,0
Fecunda	3,7	Banco de Mendoza: 24,0 Banco de Previsión Social (Mendoza): 10,0
Activa	3,4	Mariva Investments (Banco Mariva): 21,4 ING Group (Holanda): 20,0 AFP Hábitat (Chile): 17,1
Previsol	3,4	Banco Credicoop: 29,8 Banco Mayo: 16,2
Patriminio	3,3	Banco Indosuez: 69,5
Dignitas	2,9	Cigna (Estados Unidos): 80,0
ProRenta	2,5	Banco Crédito Provincial: 8,4 Banco de Olavarría: 8,4 Banco del Suquía: 8,4
Anticipar	1,7	Banmedica (Chile): 16,0 Nvertrad (Acíndar): 16,0 ABN AMRO Bank (Holanda): 10,0 Banco Medefin: 10,0 Cargill: 10,0
Arauca	1,6	Obra Social de Empresarios (OSDE): 80,0
Jacarandá	1,6	Bamerindus (Brasil): 25,0 Banco Austral: 25,0 Banco del Buen Ayre: 25,0 Seguros Bernardino Rivadavia Coop. Lta.: 25,0
Futura	1,1	Federación Argentina de Trabajadores de Luz y Fuerza: 72,0
Generar	0,7	Assicurazioni Generali (Italia): 75,0
San José	0,4	APEN SA: 49,0
Unidos	0,3	Sancor: 98,0
Savia	0,1	Sudamérica Seguros: S/D
Profesión	0,1	Consejo Profesional de Ciencias Económicas: 70,0
Más Vida	0,1	Con Vocación SA (consorcio de sindicatos): 45,0 Cruz Blanca SA (Chile): 40,0
Total	100,0	

Fuente: Elaboración propia sobre datos de "Nadie saca los pies del plato", *Negocios*, 11/94, p. 32; "Informe especial AFJP: los socios", *Apertura*, 05/94, p. 45; "Quién es quién", *Negocios*, Cómo elegir la mejor jubilación, 06/94, p. 43.

Tabla 4.4 –AFJP por participación de mercado y principales accionistas en Argentina, 2001

AFJP	Participación (% de fondos)	Principales accionistas (% del capital)
Orígenes	24,0	BankBoston: 40,0 Banco Santander: 27,0 Banco Provincia de Buenos Aires: 25,0
Consolidar	19,6	BBVA Francés: 100,0
Máxima	15,1	HSBC: 62,0 New York Life: 17,0
Siembra	14,7	Citibank: 100,0
Nación	7,0	Banco Nación: 100,0
Arauca BIT	6,7	OSDE: 99,0
Generar	5,6	Aseguracione Generale de Italia: 75,0 Sudameris: 25,0
ProRenta	2,3	PM Holdings: 50,0 TCW Holdings: 50,0
Previsol	2,2	Credicoop: 100,0
Futura	1,5	Sindicato Luz y Fuerza: 88,0
Profesión + Auge	0,7	Consejo Profesional de Ciencias Económicas: 50,0
Unidos	0,6	Probenefit: 62,0 Sancor: 15,4
Total	100,0	

Fuente: Elaboración propia sobre datos de Roberto Navarro, "Los dueños del canje", *Página/12*, Cash, 20/05/01, p. 7.

A su vez la propiedad de los principales bancos locales estaba concentrada en pocos actores. Los bancos privados extranjeros, que se agrupaban en la Asociación de Bancos de la República Argentina (ABRA), eran dirigidos por gerentes. En los dirigentes de la entidad se destacan Emilio Cárdenas (Banco Irving/Bank of New York),[344] Raúl Stocker (Deutsche Bank), Manuel Sacerdote (Banco de Boston),[345] Julio Gómez (Banesto Shaw/Tornquist)[346] y César

[344] A comienzos de los noventa, el abogado Emilio Cárdenas era el representante del Bank of New York en el país luego de que este absorbiera al Banco Irving. En su estudio de abogado tenía como clientes a grandes grupos económicos. Cárdenas explicaba en 1990 que "hace 25 años que trabajo como abogado en la especialidad de derecho empresario, y convivo con el mundo de los grandes negocios en distintas transacciones en las que me ha tocado actuar". En 1992 se mudó a Nueva York como embajador argentino ante las Naciones Unidas. Posteriormente volvería al país como representante de otro grupo financiero extranjero, HSBC. Marcelo Zlotogwiazda, "'Pongo las manos en el fuego nada más que por mí'", *Página/12*, 18/11/90, Cash, p. 1; "Renuncias en ADEBA, ABIRA y ABRA", Ámbito Financiero, 23/09/92, p. 6.

[345] Manuel Sacerdote, quien había presidido ABRA en 1988, era vicepresidente senior y gerente del First National Bank of Boston, director de La Continental Compañía de Seguros, de Pfizer SACI y Swift-Armour SA Argentina. Tras graduarse un master en administración en Harvard y trabajar dos años en Chrysler, Sacerdote había ingresado en 1971 al Bank of Boston. En 1975 fue nombrado vicepresidente y general manager. En 1978, y hasta 2005, fue elegido presidente regional del Bank of Boston para Argentina, Chile y Uruguay. "Autoridades de la ABRA", *Ámbito Financiero*, 05/05/89, p. 7; "La estabilidad y la productividad a puro riesgo argentino", *Face to face*, noviembre 1990, p. 34-37; Información disponible en el sitio web de la Universidad de Harvard (http://www.library.hbs.edu/hc/laoh/oral-histories/sacerdote-manuel.html).

[346] Julio Gómez, quien ya había presidido ABRA en 1986, había sido presidente del BCRA y vicepresidente de la Cámara Argentina de Comercio. En el período estudiado, representa los intereses de grupos financieros

Deymonnaz (ABN Amro)[347] (ver Tabla 4.6). En todo el período se mantiene en la vicepresidencia primera Manuel Sacerdote, representante del Banco de Boston, dirigente del Consejo Empresario Argentino y miembro de la comisión directiva del CEA. Estos gerentes ocuparían posiciones en los directorios de otras corporaciones empresarias y en los *think tank* estudiados.

Tabla 4.6 – Autoridades de ABRA, 1989-1997

	Presidente	Vicepresidente 1ero	Vicepresidente 2do	Secretario
1989	Ricardo Handley (Citibank Argentina)	Emilio Cárdenas (Banco Irving)	Steven Darch (Morgan Guaranty)	Raúl Stocker (Deutsche Bank)
1990	Emilio Cárdenas (Bank of New York)	Manuel Sacerdote (Banco de Boston)	Francisco Garnier (Banco Tornquist)	Raúl Stocker (Deutsche Bank)
1991	Emilio Cárdenas (Bank of New York)	Manuel Sacerdote (Banco de Boston)	Francisco Garnier (Banco Tornquist)	Raúl Stocker (Deutsche Bank)
1992	Emilio Cárdenas (Bank of New York) Julio Gómez (Banesto Shaw)	Manuel Sacerdote (Banco de Boston)	Julio Gómez (Banco Shaw) Ricardo Anglés (Citibank Argentina)	Raúl Stocker (Deutsche Bank)
1993	Julio Gómez (Banesto Shaw)	Manuel Sacerdote (Banco de Boston)	César Deymonnaz (ABN Amro)	--
1994	Julio Gómez (Banesto Shaw)	Manuel Sacerdote (Banco de Boston)	Philippe de Boissieu (BNP)	César Deymonnaz (ABN Amro)
1995	Julio Gómez (Banesto Shaw)	Manuel Sacerdote (Banco de Boston)	Philippe de Boissieu (BNP)	César Deymonnaz (ABN Amro)
1996	Julio Gómez (Banco Tornquist)	Manuel Sacerdote (Banco de Boston)	Mario Girotti (BNL)	César Deymonnaz (ABN Amro)
1997	Julio Gómez (Banco Tornquist)	Manuel Sacerdote (Banco de Boston)	Mario Girotti (BNL)	César Deymonnaz (ABN Amro)

Nota: "--": No se encontró la información. En septiembre de 1992 Emilio Cárdenas renunció para asumir como embajador argentino ante las Naciones Unidas. En marzo de 1994, el Citibank dejó ABRA y se sumó a ADEBA.
Fuente: Elaboración propia sobre datos de "Autoridades de la ABRA", *Ámbito Financiero*, 05/05/89, p. 7; "Emilio Cárdenas será elegido hoy presidente de ABRA", *Ámbito Financiero*, 03/04/90, p. 7; "Cárdenas fue reelecto", *Ámbito Financiero*, 26/04/91, p. 6; "Renuncias en ADEBA, ABIRA y ABRA", *Ámbito Financiero*, 23/09/92, p. 6; "El Citi se fue de ABRA: milita con los nacionales", Clarín, 10/03/94, p. 13; "Gómez sigue en ABRA", *Clarín*, 28/04/94, p. 11; "Nueva gestión de Julio Gómez en ABRA", *La Nación*, 21/04/96, p. 10; "Reeligen a Julio Gómez en ABRA", *Clarín*, 22/04/97, p. 19.

españoles. Presidente del Banco Shaw, continuó en la presidencia cuando fue adquirido por el grupo español Banesto, a su vez adquirido en 1994 por el grupo Santander. Posteriormente, Gómez fue vicepresidente del Banco Tornquist, también propiedad del Santander. "Dura condena de ABRA al proyecto de ley de bancos", *Clarín*, 11/10/86, p. 18; "También ABRA es el Banesto", *Página/12*, 24/12/92, p. 11; Horacio Verbitsky, "Voto y vetos", *Página/12*, 11/07/93, p. 5; "Reeligen a Julio Gómez en ABRA", *Clarín*, 22/04/97, p. 19.

[347] Egresado de la UCA con master en administración, Deymonnaz había trabajado en el Chase Manhattan Bank entre 1978 y 1986. Posteriormente había sido representado a ABN Amro de 1991 a 1999. Tras un breve paso en el sector público en 2000 como subsecretario de Servicios Financieros del ministerio de Economía, había regresado al privado, en el Citibank. Información disponible en Linkedin.com.

Los bancos privados de capital nacional se agrupaban en la Asociación de Bancos Argentinos (ADEBA). Entre las autoridades de la entidad se destacaban representantes de bancos con importante participación accionaria entre los inversores institucionales locales (ver Tabla 4.7). Entre sus directivos se destacaban Eduardo Escasany del Banco Galicia (cuya familia, junto a los Ayerza y los Braun controlaban la entidad desde inicios del siglo XX),[348] Roque Maccarone y, posteriormente, Amadeo Vázquez del Banco Río (gerentes del principal banco privado en los ochenta que era propiedad de la familia Pérez Companc desde 1960),[349] Luis Otero Monsegur del Banco Francés (propietario desde 1978 cuando su empresa, Sud América Inversiones, había adquirido las participaciones del Morgan Guaranty Trust),[350] Fernando de Santibañes, quien formaba también parte del directorio del CEMA,[351] del Banco Crédito Argentino (hombre de confianza de la familia Gorodisch-Kulish cuya firma, el Banco Financiero Argentino, había adquirido a mediado de los ochenta)[352] y el Banco Roberts (propiedad de la familia Roberts y dirigido, desde inicios de los noventa, por el gerente Enrique Ruete Aguirre).[353] Si ABRA estaba dirigida por gerentes de bancos, que en su mayoría propiedad de una multiplicidad de accionistas en sus países de orígenes, en ADEBA estaban las familias propietarias o los ejecutivos que las representaban.

[348] Gerencia de Control de Entidades Financieras, "Banco Galicia y Buenos Aires Sociedad Anónima", *Banco Central de la República Argentina*, Directores y síndicos, 09/10/84; "Bullrich sólo añora la pluma", *Somos*, 04/10/89, p. 14; "Renovó autoridades el Banco Galicia", *La Nación*, 09/10/89, p. 11; Carlos Baulde, "La guerra del Galicia", *Noticias*, 21/11/98, p. 45; "Vendetta en el Banco Galicia", *UrgentE*, 01/99, p. 36.

[349] "Una cuestión de estatura", *Apertura*, 03-04/90, p. 31; "Banco Río: 'el mejor de la clase'", *El Economista*, 31/07/92, p. 29; Raúl Clauso, "Reconversión en el Banco Río", *El Economista*, 17/09/93, p. 23; Oscar Martínez, "Pérez Companc mueve el tablero del Banco Río", *Clarín*, 10/09/93, p. 14; "Cuando el Río suena…", *Prensa Económica*, 10/93, p. 32.

[350] "Banco Francés del Río de la Plata: 100 años de actividad", La Nación, 24/10/86, p. 20; "Falleció Luis M. Otero Monsegur", *La Nación*, 28/04/02, p. 22; Déborah Friedmann, "Hacer fortuna sin abandona la emoción", *El País* (Uruguay), 11/01/02, p. 19.

[351] Fernando de Santibañes, quien también había hecho carrera en el BCRA. Tras realizar un master en Chicago y una breve estadía nuevamente en el BCRA, en 1984 era el encargado del área financiera del Banco Financiero y cercano a Salvador Gorodisch. Tras el fallecimiento de Gorodisch poco después de la compra del Crédito Argentino, de Santibañes se volvió el hombre de confianza de la familia. Graciela Mochkofsky, "Santibañes, hombre clave en el corazón del poder delarruista", La Nación, 02/09/99, p. 15; Julio Nudler, "Sant & Bañes S. A.", *Página/12*, 06/11/99, p. 4; "Cómo fue la venta del Crédito Argentino", *Clarín*, 18/05/97, p. 2.

[352] "El Banco Financiero absorbió al Banco de Crédito Argentino", *Tiempo Argentino*, 16/05/86, p. 12; El Banco de Crédito Argentino se fusionó con el Banco Financiero", *La Prensa*, 03/05/87, p. 13; "Centenario del Banco de Crédito Argentino" (solicitada), *La Nación*, 29/11/87, p. 15; "Banco de Crédito Argentino", *Apertura*, 03-04/90, p. 19; *La Nación*, Economía & Negocios, 29/04/94, p. 5.

[353] "El Roberts buscó, eligió y compró", *Mercado*, 12/01/84, p. 41; "Banco Roberts: el poder del prestigio", *Mercado*, 29/08/88, p. 26; Claudio M. Chiarutti, "El Banco Roberts emite ON", *El Cronista*, 29/09/92, p. 16.

Tabla 4.7 – Autoridades de ADEBA, 1989-1997

	Presidente	Vicepresidente 1ero	Vicepresidente 2do	Secretario
1989	Roque Maccarone (Banco Río)	Eduardo Escasany (Banco Galicia)	n.a.	Luis E. Giménez (Banco Roberts)
1990	Roque Maccarone (Banco Río)	Eduardo Escasany (Banco Galicia)	n.a.	Luis E. Giménez (Banco Roberts)
1991	Roque Maccarone (Banco Río)	Eduardo Escasany (Banco Galicia)	n.a.	--
1992	Roque Maccarone (Banco Río)	Eduardo Escasany (Banco Galicia)	n.a.	--
1993	Roque Maccarone (Banco Río)	Eduardo Escasany (Banco Galicia)	n.a.	--
1994	Eduardo Escasany (Banco Galicia)	Fernando de Santibañes (Crédito Argentino)	n.a.	Amadeo Vázquez (Banco Río)
1995	Eduardo Escasany (Banco Galicia)	Luis Otero Monsegur (Banco Francés)	Fernando de Santibañes (Banco Crédito Arg.)	Amadeo Vázquez (Banco Río)
1996	Eduardo Escasany (Banco Galicia)	Luis Otero Monsegur (Banco Francés)	Fernando de Santibañes (Banco Crédito Arg.)	Amadeo Vázquez (Banco Río)
1997	Eduardo Escasany (Banco Galicia)	Luis Otero Monsegur (Banco Francés)	Fernando de Santibañes (Banco Crédito Arg.)	Amadeo Vázquez (Banco Río)

Nota: "n.a.": no se aplica. "--": no se encontró la información.
Fuente: Elaboración propia sobre datos de ADEBA, *Memorial Anual* (1989, 1990, 1994); Ismael Bermúdez y Sergio Serrichio, "El sistema financiero debe trabajar para bajar los costos", Clarín, 09/04/95, p. 15; "Se acentúa la concentración en el negocio bancario", Clarín, 01/06/95, p. 22; "La banca se alinea con Menem", La Nación, 14/09/95, p. 16; "Reeligieron a Escasany en Adeba", La Nación, 14/12/95, p. 11; Javier Blanco, "Otra reelección para Escasany en Adeba", La Nación, 18/12/97, p. 14; Alejandro Matvejczuk, "Mayor poder de los bancos extranjeros de ADEBA", Clarín, 18/12/97, p. 32.

De este modo, se observa que a inicios de la década y hasta 1997, los principales bancos privados nacionales, que tenían participaciones accionarias en los grandes inversores institucionales locales, eran propiedad de algunas familias. Esto cambió durante el segundo gobierno de Menem, cuando se produjo un proceso de concentración y extranjerización de sistema bancario. Fueron varios los factores explicativos.

En primer lugar, el cambio de regulación decidida por el gobierno. Antes de la crisis del Tequila, el gobierno realizó una reforma de la Ley de Entidades Financieras que "incluyó la igualdad de tratamiento de las entidades de capital extranjero con aquellas de capital nacional".[354] Ese sector era uno de los más abiertos y expuestos a la competencia interna y del exterior. Durante la crisis mexicana, desde el BCRA y el ministerio de Economía se concluyó que los bancos locales no habían sido suficientemente sólidos. De hecho, varios de estos bancos no lo habían sido por precisamente su participación en la política de emisión de títulos públicos, cuyos precios habían caído durante la crisis. Esta favoreció la percepción

[354] "Sistema financiero", *Memoria ABRA*, 1994, p. 43.

desde el BCRA que una mayor concentración y extranjerización de la propiedad de los bancos aseguraría mayor estabilidad.

Durante la crisis, se impulsó la concentración del sistema. En 1995 se creó un Fondo Fiduciario para financiar fusiones y absorciones de entidades en dificultades y se aceleró la privatización de los bancos públicos provinciales. A finales de 1995, el titular de ADEBA, Eduardo Escasany, sostenía que

> el sistema se ha depurado o lo depuró el público. Los bancos que no lograron recuperar la confianza fueron intervenidos y otros se fusionaron buscando hacerse más eficientes, y en el caso de los provinciales, mediante el proceso de venta.[355]

Tras la crisis, el gobierno favoreció la extranjerización del sistema. A partir de 1996, el BCRA tomó múltiples medidas: se incrementó los requisitos mínimos de liquidez, se endurecieron las regulaciones (esquema BASIC) y las exigencias de capitalización (Fernández, AHO, 07/11/07). El gobierno establecía de este modo un sistema con mayores exigencias que las requeridas a nivel internacional por los Acuerdos de Basilea. Desde el gobierno se entendía que grandes y pequeños ahorristas tendrían más confianza en un sistema dominado por grandes bancos que, al ser filiales de grandes grupos internacionales, tenían más accesibilidad al crédito externo y, eventualmente, el apoyo de sus casas matrices. En última instancia, la reforma pretendía enmendar una falla estructural del Plan de Convertibilidad, la ausencia de un prestamista de última instancia. Durante la crisis mexicana, Jorge Ávila, economista del CEMA, explicaba que

> nuestro sistema bancario tiene un encaje fraccionario: de los depósitos que reciben los bancos, guarda una parte y el resto se presta. Aunque los bancos tratan de "calzar" la madurez y los riesgos, es normal que los préstamos sean de un plazo más largo que los depósitos. (…) El problema es que el sistema fraccionario hace necesario un prestamista de última instancia. Pero no habiendo capacidad de creación de dólares, no puede haber prestamista de última instancia. Es inconsistente.[356]

Por ello, como explica el FMI,

> el régimen de convertibilidad exigía un sistema financiero especialmente sólido, ya que las restricciones a la política monetaria impedían que el Banco Central actuara como prestamista de última instancia mediante la creación de dinero. Las autoridades argentinas, conscientes de este imperativo, tomaron varias medidas –sobre todo, después de la crisis mexicana- para estimular el desarrollo de un sistema financiero liberalizado con una extensa

[355] Horacio D. Heugas, "La banca recuperó 97% de los depósitos", *La Nación*, 01/12/95, p. 9.
[356] "Falta un prestamista de última instancia", *Clarín*, 09/04/95, p. 14.

> participación de instituciones extranjeras y fuertes salvaguardas prudenciales. Para fines de la década de 1990, Argentina estaba considerada como un modelo para otras economías de mercados emergentes en el ámbito de la supervisión bancaria y la política prudencial (FMI, 2004b: 62-63).

Un segundo factor fue la expansión en América Latina de los grupos financieros españoles, en el marco de un amplio proceso de internacionalización a partir de la formación de multinacionales provenientes de ese país. A partir de la desregulación y liberalización durante los ochenta del sistema bancario español, se produjo un proceso de concentración en el sistema bancario español, del cual emergieron dos gigantes, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) y Banco Santander Central Hispano (BSCH) (Guillén, 2011: 101). América Latina se volvió el territorio de una batalla entre ambos grupos, que aprovecharon la crisis mexicana para expandirse en la región.[357] En 2000, el BBVA y el BSCH controlaban 17% de los activos del sector bancario latinoamericano, 17% de los depósitos, 10% de los fondos de inversión y casi 46% de los fondos de pensión.[358]

Un tercer factor explicativo fue la propia estrategia de los propietarios de los bancos locales. Tras la crisis del Tequila y las reformas del BCRA, que aumentaban las exigencias en un sector de por sí sometido a la competencia externa, la gran parte de las entidades argentinas estaba en busca de capitales. Grandes bancos como Crédito Argentino, Bansud y Roberts colocaban sus acciones entre inversores locales e internacionales.[359] Ya en 1995, algunos bancos privados nacionales pasaron a manos de capitales extranjeras.[360] Entre los propietarios de los grandes privados que habían dominado hasta entonces se observó una estrategia de salida.

El desprendimiento del Banco Río formaba parte de una reestructuración del grupo Pérez Companc decidida en 1993, con el asesoramiento de la consultora financiera McKinsey.[361] En el Río era el banco más rentable del país con una utilidad de USD 34 millones.[362] Sin embargo, como se verá, en el contexto de una reorientación de las inversiones de los

[357] Margaret Popper, Kerry Capell y Stephen Baker, "A Titan Looks Way Past the Pyrenees", *Business Week*, 01/02/99, p. 27.
[358] Sebastián Campanario, "Los bancos españoles copan América Latina", *Clarín*, 09/08/00, p. 10.
[359] Alejandro Matvejcuk, "El Banco Santander está de compras", *Clarín*, 02/05/97, p. 25.
[360] El 25% del Banco Quilmes, de la familia Fiorito, pasó a manos del canadiense Banco Nueva Escocia. Enrique Battaglini, "Con la presencia del Bilbao se fortalece el Banco Francés", *La Nación*, Economía & Negocios, 02/10/96, p. 2.
[361] "El Banco Río cazó a un brasileño", *La Nación*, Economía & Negocios, 18/07/96, p. 4.
[362] "El Río busca nuevo cauce", *Mercado*, 12/96, p. 16.

principales grupos económicos locales, en 1997 Pérez Companc vendió 35% del capital y 51% del derecho a voto del Río al Banco Santander.[363] En 2000, los españoles incrementaron a 79% su participación accionaria.[364] La hija de Emilio Botín, presidente del Banco Santander, pasaba a ser a su vez la titular del Banco Río.[365]

Por su parte, el BBV adquirió dos bancos. En diciembre de 1996, el 99,9% de Otra SRL de la familia Otero Monsegur. El paquete vendido implicaba el control de la compañía.[366] En 2001, el BBV obtuvo 32% del capital social del Francés que era propiedad de 5 mil accionistas minoritarios.[367] A su vez, en 1997, el BBV, a través del Banco Francés, adquirió el 71,75% de la familia Gorodisch-Kulish en el Banco Crédito Argentino.[368] Unos meses después, los españoles compraron el capital restante que estaba en manos del hasta entonces presidente de la entidad, Fernando de Santibañes, quien, además de efectivo, adquiría 7% del Francés.[369] Las dos entidades se fusionaron, creando el primer banco privado del país, el BBV-Francés. El nuevo gerente general era el Antonio Martínez Jorquera, quien hasta entonces era director general de empresas del grupo BBV.[370]

De los grandes bancos privados nacionales adquiridos por el capital extranjero, el único que no fue a manos españolas fue el Banco Roberts. En este caso, en mayo de 1997 el comprador fue HSBC, primer grupo financiero del mundo por capital.[371] Tras la operación, el HSBC pasó a controlar 100% de La Buenos Aires, 35% de Máxima AFJP, 12% de Alpargatas, 100% de Docthos, 35% de La Buenos Aires New York Life.[372]

---

[363] Tras la compra del Río, el Santander anunciaba que mantenía su participación en la AFJP Orígenes y vendía sus acciones de la AFJP Siembra al Citibank, que pasaba así a ser el único dueño. A su vez, el año siguiente, el Citibank vendió la mitad de Siembra al grupo español Argentaria. "El Santander puso el ancla en el Río", *La Nación*, 28/05/97, p. 13; "Citi puso $ 250 M por Siembra", *El Cronista,* 20/06/97, p. 9; "Citibank vende la mitad de Siembra", *Clarín*, 07/04/98, p. 23.

[364] Javier Blanco, "Triunfó el canje del Santander y el Banco Río es cada vez más español", La Nación, 21/07/00, p. 12.

[365] Oscar Martínez, "Una mujer al timón del Río", *Clarín*, 23/08/97, p. 30.

[366] Enrique Battaglini, "Con la presencia del Bilbao se fortalece el Banco Francés", *La Nación*, Economía & Negocios, 02/10/96, p. 2.

[367] Javier Blanco, "El Francés será íntegramente español", *La Nación*, Economía & Negocios, 24/01/01, p. 3.

[368] Javier Blanco, "Nace el mayor banco privado de la Argentina", *La Nación*, 10/05/97, p. 13.

[369] "El Roberts ya tiene doble apellido", *La Nación*, Economía & Negocios, 09/08/97, p. 7; Andrés Borenstien, "'Seguirán las compras de bancos argentinos'", *Clarín*, 28/12/97, p. 8.

[370] Andrés Borenstien, "'Seguirán las compras de bancos argentinos'", *Clarín*, 28/12/97, p. 8.

[371] "De los occidentales, el más grande", *Apertura*, 11/95, p. 130.

[372] "El imperio del HSBC", *Clarín*, 19/10/97, p. 4.

Finalmente, el único gran banco privado nacional que se mantuvo fue el Galicia. Ante las mayores exigencias por la reforma de la Ley de Entidades Financieros y, posteriormente, las medidas del BCRA, a diferencia de las otras entidades que habían vendido sus acciones y sus votos, la estrategia de las familias propietarias fue reducir progresivamente su participación en el capital sin perder el control político. A partir de 1993, la familia redujo su participación del 80% al 51%, mientras el resto estaba repartido entre 5 mil accionistas.[373] Según la ingeniería societaria, ninguno de los miembros de las tres familias podía elegir vender individualmente sus acciones.[374] Para reforzar su control político, a fines de 1999, las familias iniciaron una reestructuración interna para aumentar a 76% sus votos en el directorio del grupo gracias a la cual, en palabras de Escasany, "se elimina el riesgo de una compra hostil por parte de otra entidad".[375] A finales de la década, vendieron su participación en la AFJP Consolidar, la segunda del país, al Banco Francés, amentando la centralización de la propiedad de las AFJP.[376]

De este modo, como señala Schvarzer (1998), había una "convergencia objetiva de intereses entre autoridades monetarias, bancos locales y compradores externos" (1998: 216). Por estos factores, los 10 mayores bancos pasaron a poseer del 50% al 68% de los depósitos (Bleger, 2000: 27). Paralelamente, creció la porción de depósitos captada por bancos extranjeros, de menos de 20% entre 1991 y 1996 a 40% en 1997 y 50% en 1998.[377] Resultado de este proceso de extranjerización, a finales de 1997, la mitad de la mesa directiva de ADEBA estaba compuesta de representantes de bancos de capital foráneo.[378] En 1998, como consecuencia lógica de este proceso, ADEBA y ABRA se fusionaron y crearon la Asociación de Bancos Argentinos (ABA). La cúpula la componían Eduardo Escasany (Banco Galicia) como presidente, Manuel Sacerdote (BankBoston) como vicepresidente primero y Carlos Fedrigotti (Citibank) como vicepresidente segundo.[379] Escasany, presidente del principal banco privado

[373] Andrés Borenstein, "Cómo es por dentro el mayor banco argentino", *Clarín*, 06/09/98, p. 4;
[374] Andrés Borenstein, "Cómo es por dentro el mayor banco argentino", *Clarín*, 06/09/98, p. 4;
[375] Javier Blanco, "Reacomodamiento accionario en el Banco Galicia", *La Nación*, 14/12/99, p. 14.
[376] "El Galicia vendió Consolidar", Clarín, 27/05/99, p. 13.
[377] Marcelo Bonelli, "La banca nacional apunta contra el Banco Central", *Clarín*, 22/11/98, p. 22.
[378] Alejandro Matvejczuk, "Mayor poder de los bancos extranjeros de ADEBA", *Clarín*, 18/12/97, p. 32.
[379] "Mañana aprueban el estatuto de la nueva asociación de bancos", *El Cronista*, 24/03/99, p. 7.

nacional en pie, afirmaba que "el hecho de que haya más bancos extranjeros en la Argentina le da más solidez al sistema financiero".[380]

La modificación de la estructura propietaria de los principales bancos comerciales locales repercutió en las AFJP. Si en 1994 los bancos privados nacionales controlaban casi 39,2% de los fondos de jubilaciones y pensiones, en 2001 sólo administraban 1,5%. A la inversa, los bancos privados extranjeros habían pasado de 21,9% a 59,6% (ver Tabla 4.8). Al ser propietarios de las principales compañías de seguros y compañías financieras no bancarias (entidades que a su vez eran accionistas de las AFJP), la participación de los bancos privados extranjeros era, de hecho, más elevada. Según la Superintendencia de AFJP, de 1994 al 2001, el control de los fondos de jubilaciones y pensiones por el capital extranjero pasó de 31,5% a 71,8% (SAFJP, 2006: 193).

Tabla 4.8 – Administración de Fondos de Jubilaciones y Pensiones por sector económico y nacionalidad del capital en Argentina, 1994-2001 (%)

Sector económico	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Bancos privados extranjeros	21,9	23,4	24,8	26,1	55,4	62,6	61,2	59,6
Bancos oficiales	13,1	12,6	11,5	13,0	13,4	14,1	13,8	15,2
Bancos privados nacionales	39,2	40,2	36,0	39,1	8,6	1,5	1,3	1,5
Compañías de seguro	10,5	9,2	13,2	10,5	11,4	13,0	13,7	12,8
Sindicatos	3,5	3,5	5,3	2,9	3,3	2,5	2,4	2,3
Compañías no financieras	3,0	3,3	4,0	2,8	4,6	5,9	7,2	7,8
Compañías financieras no bancarias	6,4	5,5	2,5	4,5	0,2	0,4	0,5	1,1
Otros	2,5	2,3	2,7	1,2	3,1	0,0	0,0	0,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Elaboración sobre datos de la Gerencia de Estudios Estratégicos y Estadísticas, SAFJP.

c. Estado e inversores locales: la coordinación centralizada

A pesar de que, según datos de la reestructuración del 2001, bancos y AFJP eran acreedores por montos similares, sus comportamientos de inversión sobre los títulos públicos argentinos eran diferentes. Los bancos locales participaban en la colocación de Letras de Tesorería (Letes), de corto plazo, y títulos de mediano plazo, mientras que las AFJP invertían en títulos de largo plazo, sean domésticos o internacionales, como los Bonos del Tesoro

[380] José Luis Brea, "Cuantos quedarán", *La Nación*, Economía & Negocios, 10/05/98, p. 7.

(Bontes).[381] Es decir, las AFJP compraron títulos públicos argentinos emitidos en el mercado internacional. Esto significó, por lo tanto, que los inversores institucionales locales tenían una participación en la deuda que iba más allá del mercado doméstico, por lo que una parte sustancial de la "deuda externa" era propiedad de inversores locales.

De la concentración en pocos actores se derivaba una relación de coordinación centralizada con el Estado. En 2001, el grupo español BBVA administraba USD 12,8 mil millones de títulos públicos argentinos a través de entidades financieras de su propiedad como el Banco Francés (que había absorbido el Banco Crédito Argentino), la AFJP Consolidar, el fondo común de inversión Francés y compañías aseguradoras. De modo similar, el grupo Santander, a través de sus diversas firmas, administraba USD 10 mil millones.[382] Los grupos financieros HSBC y Citibank también participaban activamente a través de sus bancos comerciales, AFJP, aseguradoras y fondos comunes de inversión.

Dada la centralización de las decisiones en los inversores locales, la relación con el Estado era, de modo similar a la fase pre-Brady con el Comité de Bancos, de coordinación centralizada. Como explica Machinea,

> en el mercado local se puede conversar con los fondos de pensión para ver cuánto está dispuesto a financiar cada uno. (…) Son 5 ó 10 los que son relevantes. Lo mismo pasa con algunos bancos comerciales. Como uno conoce y ellos son los que tienen los recursos, el diálogo es más parecido a lo que era en los ochenta con los bancos acreedores del exterior.[383]

La coordinación centralizada se expresó en la decisión del gobierno de crear en 1996 la figura de los "creadores de mercado" que "eran bancos locales que tenían ciertas obligaciones y ciertos derechos por participar" (Kiguel, AHO, 22/11/07). Los designados eran los principales bancos de inversión del mercado internacional y bancos comerciales locales: Crédito Argentino, Galicia, Francés, Roberts, Santander, Bank of America, Chase Manhattan, Citibank, Deutsche, JP Morgan y Boston.[384] Este grupo se comprometía a lograr que se colocara en el mercado el total emitido y presentar ofertas adicionales, en caso de que la tasa de corte fue significara adjudicar menos que el valor nominal anunciado.

[381] Federico Molina, 26/09/10, entrevista con el autor.
[382] Norberto Navarro, "Los dueños del canje", *Página/12*, Cash, 20/05/01, p. 7.
[383] Entrevista con el autor, 17/12/08.
[384] Jorge Oviedo, "Cavallo pide $ 250 millones al mercado", *La Nación*, 16/04/96, p. 11.

A través de su creciente participación directa o indirecta en la política de emisión de títulos públicos, los bancos locales –cuyos principales propietarios y gerentes formaban parte del CEA- expresaban concretamente su alianza con el gobierno al aumentar la demanda por los títulos públicos. Manuel Sacerdote afirmaba en 1998 que "pocas veces hubo tanta coincidencia en materia económica entre los banqueros, el presidente Menem y el titular del Banco Central, Pedro Pou, como la de hoy".[385]

3. La participación de los grupos económicos locales

El acceso al sistema financiero internacional no sólo permitió al Estado emitir títulos de deuda y financiar el Plan de Convertibilidad. Paralelamente, las grandes empresas locales obtenían también un modo de financiamiento alterativo. Como se analiza en esta sección, la emisión de deuda privada se concentró en el período en pocas firmas de la economía argentina. En el caso de la colocación de títulos en el mercado internacional, esta concentración fue aún mayor. Esta exclusividad se debe, entre otras cuestiones, a que los agentes de colocación de deuda en el mercado internacional, es decir los mismos bancos de inversión que operaban con el Estado, por motivos de costos de información sólo se interesaban por emisiones en grandes montos, excluyendo de este modo a las firmas de menor tamaño. Según el estudio empírico desarrollado por Fernández et. al (2008), en Argentina en 1994-2004, sólo las grandes firmas han usado el financiamiento en títulos.

Para Blackwell y Kidwell (1988) y Borensztein et al. (2008) es deseable esta "división del trabajo" del crédito al sector privado: los títulos corporativos juegan un rol clave proveyendo de financiamiento a bajo costo y estable a las grandes empresas mientras que los bancos se especializan en préstamos donde las asimetrías de información son mayores, es decir, a firmas de menor tamaño. Según esta perspectiva, a diferencia de los inversores, con el transcurso del tiempo los bancos pueden acumular información sobre las características de los tomadores de crédito y por ello pueden prestar a empresas medianas y pequeñas sobe las cuales existe poca información pública, a diferencia de las grandes (Fernández et al.,

[385] "Sacerdote: 'La reforma laboral es malísima'", *Ámbito Financiero*, 25/06/98, p. 8.

2008: 89). En 1998, el titular del Banco Galicia, Eduardo Escasany, expresaba que "una empresa grande, si precisa capital, no se lo pide a un banco".[386]

El financiamiento a través de emisión de deuda privada al cual accedían las grandes empresas locales tuvo dos consecuencias políticas. En primer lugar, al obtener una vía de financiamiento alternativa al tradicional préstamo bancario, esto significa necesidades objetivas diferentes que aquellos sectores empresarios que no accedían a la emisión de títulos. Estas modalidades de financiamiento disímiles explican las mencionadas posiciones diferentes sobre las elevadas tasas de interés internas y la reforma previsional entre el gran empresariado articulado en el Consejo Empresario Argentino (CEA) y otros sectores como, por ejemplo, la Unión Industrial Argentina (UIA). Mientras las UIA criticaba el elevado costo del dinero y no expresaba su apoyo a la reforma previsional, desde el CEA las tasas no estaban en su agenda y se reivindicaba la autoría del cambio del sistema de jubilaciones y pensiones. Por un lado, bancos del CEA pasaban a ser propietarios de las AFJP y, por el otro, con la emergencia de los inversores institucionales locales también se favorecía el desarrollo del mercado doméstico de capitales. En efecto, las AFJP destinaron alrededor del 25% de sus fondos a las firmas locales mediante compra de acciones o de deuda.[387]

En segundo lugar, se consolidaba la coalición político-social gobernante. Más allá de las coincidencias programáticas sobre las reformas estructurales y los beneficios generados por su participación como socios locales en los consorcios que pasaron a controlar las empresas privatizadas, la sostenibilidad del acceso al financiamiento internacional pasaba a ser una necesidad común del gobierno y de las grandes firmas locales. Esto significaba una comunión de objetivos: la política económica debía ser creíble a los grandes inversores internacionales, a los bancos de inversión y a las agencias de calificación de riesgo. Como se analizó, la accesibilidad al mercado internacional del sector privado estaba determinada en primer lugar por la del Estado. La nota de una calificadora de riesgo sobre empresa privada tenía como techo la del Estado donde residía. La prima de riesgo soberano impactaba en las tasas a las que emitían las firmas. Según un estudio de Borensztein et al. (2006), en 1996-2006, 79% de las empresas privadas de mercados semi-periféricos recibieron una nota más baja que el Estado de su país, 15% la misma nota y sólo un 5% una superior.

[386] Luis Esnal, "El Galicia ya está instalado en Brasil", *La Nación*, Economía & Negocios, 12/03/98, p. 4.
[387] Fernando Lascano, "Cada vez con mayor peso", *La Nación*, 29/03/97, p. 16; "Los fondos de pensión tienen margen", *El Cronista*, 17/04/97, p. 9.

De modo similar a las finanzas públicas, el mismo funcionamiento de las grandes firmas privadas pasaba a estar vinculado a la percepción de los sectores financieros internacionales sobre la evolución de la economía y sobre la credibilidad de la política gubernamental. Por eso, en 2001, ante el creciente número de voces que favorecían una reestructuración de la deuda pública o, incluso, la cesación de pagos, el ex titular de la Comisión Nacional de Valores, Martín Redrado, señalaba que esta opción "sería condenar a las empresas argentinas a vivir sin crédito, a trabajar al contado. Toda la economía argentina, que se ha sostenido en base al crédito se quedaría sin él. No es la solución".[388] Del mismo modo, Guillermo Mondino, por entonces al frente del IIERAL de la Fundación Mediterránea, expresaba, ante la necesidad de emitir señales creíbles a los inversores para reducirla prima de riesgo soberano, que "el feroz impacto del aumento del costo de capital sobre la actividad económica debería ser razón más que suficiente para acallar a todos aquellos que insisten que deberíamos olvidarnos por un momento de los mercados".[389]

A continuación, se analiza en primer lugar la participación de las firmas locales en la emisión de títulos privados. En segundo lugar, se estudia el proceso de endeudamiento privado externo.

a. La emisión de títulos privados: una nueva fuente de financiamiento de las grandes empresas locales

Hasta los ochenta no existía mercado de títulos corporativos fuera de Estados Unidos. Recién en la segunda mitad de la década, resultado del proceso de liberalización, se desarrolló en Japón y con la aparición del euro, finalmente también en Europa (FMI, 2005). Posteriormente, el uso del mercado de capitales internacional se transformó en el nuevo patrón de financiamiento a nivel global, dados los menos costos y los plazos más extensos.

En Argentina, entre finales de los ochenta e inicios de los noventa se produjeron varios cambios que posibilitaron la emisión de títulos por parte de las empresas. Por un lado, se crearon los instrumentos financieros. En 1988 fueron autorizadas las Obligaciones Negociables (ON) con la ley 23.576. Posteriormente aparecieron otros instrumentos, como

[388] Jorge Oviedo, "No hay vida después del default", *La Nación*, Economía & Negocios, 22/07/01, p. 1.
[389] Guillermo Mondino, "Los nuevos desafíos de la Economía", *La Nación*, 03/12/00, p. 15.

papeles comerciales y eurobonos.[390] Por otro lado, el mercado de capitales doméstico creció a partir de 1991 gracias a la política oficial. Primero, fue necesaria la reducción de la inflación producida por el Plan de Convertibilidad. Segundo, con las privatizaciones aparecieron firmas con nuevas necesidad de financiamiento. Finamente, se reformó la regulación sobre títulos corporativos. Se otorgaron amplias exenciones impositivas a la posesión y emisión de títulos, nivelando la situación con los préstamos bancarios, el gobierno eliminó el impuesto sobre las transacciones de acciones y títulos en los mercados secundarios y se puso a los inversores externos en las mismas condiciones que los locales (Fernández et al., 2008: 90).

Estas reformas fueron impulsadas por los bancos comerciales locales ya que el desarrollo del mercado doméstico de capitales fue un recurso de financiamiento necesario al estar sometidos a un proceso de reconversión tras el Plan Bonex y a la competencia externa tras la reforma de la Ley de Entidades Financieras. Como se verá, el sector bancario fue el principal emisor de títulos privados en el período. En 1990, Manuel Sacerdote (Banco de Boston), entonces vicepresidente de ABRA, había explicado que

> en la Asociación de Bancos de la República Argentina estamos trabajando con el gobierno ya hace algún tiempo en tratar de reactivar las Obligaciones Negociables de las empresas. Por eso es necesario cambiar la ley que las regula, que tiene algunos problemas impositivos serios que no las hacen colocables en el exterior. Creemos que si este aspecto se modifica, las ON constituirían un fantástico vehículo para que volvieran los capitales argentinos del exterior que, como todos sabemos, son muy importantes.[391]

Gracias a estos cambios se dieron las condiciones para una nueva modalidad de financiamiento del sector privado. Sin embargo, para observar este proceso, la información disponible es escasa. Como señalan Basualdo et al. (2007),

> a pesar de la relevancia del proceso de endeudamiento privado en la Argentina, es llamativa la inexistencia de estudios exhaustivos sobre esta materia. Si bien la información oficial al respecto constituye un aporte sustancial, exhibe un nivel de agregación que no permite analizar detalladamente la trayectoria de los diversos instrumentos que componen la deuda privada y, menos aún, la identidad de las empresas que recurrieron a este tipo de endeudamiento (2007: 194).

Para tener una aproximación a la identidad de las empresas, se reconstruyó en esta investigación la serie de emisiones de títulos privados por parte de las firmas locales entre

[390] Las ON y los papeles comerciales son compromisos de pago a plazo fijo, del principal y los servicios. Mientras los papeles comerciales son de corto plazo, las ON tiene plazos más largos.
[391] "La estabilidad y la productividad a puro riesgo argentino", *Face to face*, 11/90, p. 35.

1989 y 2001. Para ello se recurrió a los datos disponibles en el archivo de publicaciones en el período de la revista *Prensa Económica*, que son confeccionados en base a informaciones proporcionadas por entidades, empresas y datos del mercado. La serie incluye deuda emitida en todos los mercados y todos los plazos. El análisis se realiza a nivel de firma y de propietarios. En este último caso se recurrió a las informaciones provistas por el archivo de la revista *Mercado* y de diario *La Nación*, más los datos disponibles en las páginas institucionales en internet. Dada la opacidad de la información sobre las composiciones accionarias y las constantes modificaciones, el análisis en este caso es aproximativo. De todos modos, es necesario dado que "la categoría 'empresa' (…) disimula que varias tienen relaciones cruzadas de propiedad con otras (…), que dan origen a los grupos económicos diversificados" (Schvarzer, 1998: 198).

En primer lugar, en la Tabla 4.9 se presenta los datos por sector de actividad. Se observan dos fases intensas de emisión de títulos privados: 1992-1993 y 1997-2000. Entre ambos períodos, la crisis mexicana produjo mayores dificultades de colocación de títulos. A nivel firmas, sólo 235 emitieron deuda en el período, revelando de por sí un número reducido.[392] Diez empresas concentran el 42,6% del total emitido en el período.[393] Al considerar los sectores de actividad, se destacan los bancos (38,3%), los de petróleo, gas y electricidad (21,8%) y las empresas de telecomunicaciones (17,8%). Entre los bancos, sólo cuatro firmas representan el 62,8% del total que emitieron.[394] Los bancos tienen una participación aún mayor en 1993, año de la reforma previsional, y en 1997-1998, cuando se producen las ventas de los principales bancos privados.[395] En el sector telecomunicaciones se destacan las empresas de teléfonos y, sobre todo en 1998-1998, las de televisión por cable.

En la Tabla 4.10 se presenta la participación en las emisiones de títulos en función de la propiedad. En primer lugar, se observa la creciente participación de las empresas privatizadas a partir de 1992. En todo el período, éstas representaron 31,5% del total

[392] En rigor, la cifra es aún menor. En ocasiones aparece diferenciados las empresas privatizadas y los consorcios que las controlaban. Pueden mencionarse algunos ejemplos: la Corporación Independiente de Energía (CIESA), que tenía 70% de las acciones de Transportadora Gas del Sur (TGS), Cointel, el 70% de Telefónica hasta 1997, el consorcio Gas Argentino con 70% de Metrogas, o Nortel Inversora, con 60% de Telecom. Si se considera esto, la cifra se reduce a 225 firmas.

[393] En orden decreciente: Banco Río, Banco Galicia, Telecom, YPF, Citibank, Banco Hipotecario, Pérez Companc, Telefónica, Transportadora Gas del Sur, Cablevisión.

[394] Banco Río, Banco Galicia, Citibank, Banco Hipotecario.

[395] Tradicionalmente limitados a obtener recursos por vía de los depósitos, a partir de 1991 los bancos locales empezaron a financiarse de modo creciente vía lanzamiento de títulos.

emitido. La emisión de títulos privados fue intensamente utilizada por las firmas privatizadas dado que tuvieron un coeficiente de reinversión de utilidades sólo del 18% en el período 1992-2001 (Forcinito y Nahón, 2005).

En segundo lugar, se destaca la participación de las empresas bajo control de miembros del CEA. Para ello se utilizó la base de datos sobre los miembros de la entidad que se reproduce en los Anexos. En el período, las empresas controladas por miembros del CEA emitieron el 31,7% del total. En rigor, la participación de los miembros del CEA en las emisiones de títulos privados es mayor dado que, como se señaló, tuvieron una activa participación en las privatizaciones como socios locales en los consorcios controlantes. Esta participación ha sido variable, lo que no significaba necesariamente que tenían una posición subalterna.[396] Las firmas privatizadas en las que los miembros del CEA tenían participación accionaria en los consorcios controlantes emitieron 15,2% del total.

Finamente, es interesante notar que en 1995, año más afectado por la crisis mexicana, las empresas privatizadas y las firmas controladas por los miembros del CEA colocaron 92,3% del total emitido ese año. Ello revela su mayor accesibilidad al financiamiento vía emisión de títulos privados con respecto a las otras firmas de la economía local.

[396] Por ejemplo, en 1995, Santiago Soldati expresaba que "en TGN no tenemos una participación importante pero el presidente es nuestro. En Aguas Argentinas ponemos el presidente". "Grupo Soldati: crecimiento vertiginoso", *Prensa Económica*, 10/95, p. 36.

Tabla 4.9 – Emisiones de títulos privados por sector en Argentina, 1989-2001 (% sobre el monto total emitido anualmente)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Total
Bancos	0,0	0,0	40,1	37,1	41,8	40,4	22,7	31,5	35,2	35,5	33,9	45,4	66,2	38,3
Telecomunicaciones	0,0	0,0	13,7	9,3	12,6	8,4	18,7	7,1	15,8	23,4	37,8	14,6	16,6	17,8
Gas	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	12,5	15,8	10,3	5,3	4,3	5,5	12,4	0,0	8,0
Petróleo	0,0	46,6	7,1	8,3	3,4	11,8	15,0	9,4	9,1	8,9	8,6	0,0	0,0	7,7
Energía eléctrica	0,0	0,0	0,0	5,0	3,5	14,7	4,6	17,4	6,9	3,9	1,5	5,1	0,0	6,1
Holding	0,0	12,7	11,5	17,3	5,3	3,7	8,6	6,9	6,9	2,9	3,8	1,6	0,0	5,6
Alimentos	0,0	22,0	1,7	2,3	5,3	1,4	3,2	9,9	2,9	9,7	6,2	2,4	0,0	5,1
Metalúrgico	0,0	0,0	11,4	5,1	8,3	2,2	3,5	4,0	4,9	2,5	0,1	0,0	0,0	3,6
Construcción	0,0	0,0	2,1	9,8	4,0	1,5	2,2	2,1	4,8	0,9	0,0	1,4	0,0	2,3
Transporte	0,0	0,0	0,0	0,4	0,3	0,1	0,0	0,1	5,3	4,9	1,7	0,0	14,6	2,2
Textil	21,9	18,7	9,2	2,4	2,8	1,0	1,5	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1
Papel	78,1	0,0	2,9	2,5	0,7	0,0	0,6	1,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Otros	0,0	0,0	0,3	0,5	2,0	2,3	3,6	0,2	1,4	3,1	0,9	0,0	2,6	1,7
Montos (USD millones)	12,8	118,0	862,5	3.088,9	7.534,6	4.164,2	3.589,5	4.027,7	8.668,9	8.556,5	6.039,4	5.853,5	1.027,0	53.543,4

Fuente: Elaboración propia sobre datos de Prensa Económica.

Tabla 4.10 – Participación de empresas privatizadas y del Consejo Empresario Argentino en las emisiones de títulos privados en Argentina, 1989-2001 (% sobre el monto total emitido anualmente)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Total
Empr. Privatizadas	0,0	0,0	0,0	17,6	27,4	40,4	46,1	42,9	29,0	37,8	26,1	26,6	31,2	31,5
CEA	100,0	53,4	84,6	63,2	32,8	17,2	46,2	37,8	28,9	19,1	26,9	32,3	20,0	31,7
Participación CEA	0,0	0,0	0,0	15,5	22,7	22,2	7,3	5,8	18,9	16,5	11,6	13,2	0,0	15,2

Nota: "CEA" = empresas bajo propiedad de miembros del CEA. "Participación CEA"= empresas privatizadas donde miembros del CEA formaban parte de los consorcios controlantes.
Fuente: Elaboración propia sobre datos de Prensa Económica y los miembros del CEA (1989-2001) en Anexos.

b. La deuda externa privada

Sólo a partir del Plan Brady, y con un escenario internacional favorable por las bajas tasas de interés internacionales, las grandes empresas privadas pudieron acceder al mercado internacional. En efecto, desde la crisis de la deuda de 1982, el sector público y, por lo tanto, el privado, no habían tenido acceso al crédito privado externo (Fernández et al., 2008: 90). En 1991, el anuncio por parte del gobierno nacional de la colocación de títulos públicos en el mercado internacional fue una señal para el sector privado. Paralelamente al Estado, el Banco Río colocaba USD 100 millones.[397] Era la primera colocación de un título de una firma local en el mercado internacional en 50 años.[398]

Subsanando la escasez de información disponible, el comportamiento del sector privado en el endeudamiento externo ha sido estudiado en detalle por Basualdo et al. (2005, 2007) a partir de un proyecto de investigación desarrollado por FLACSO-Argentina (2005). El análisis revela que la colocación de títulos privados en el mercado internacional se concentró en pocas firmas que emplearon intensamente esta nueva modalidad de financiamiento.

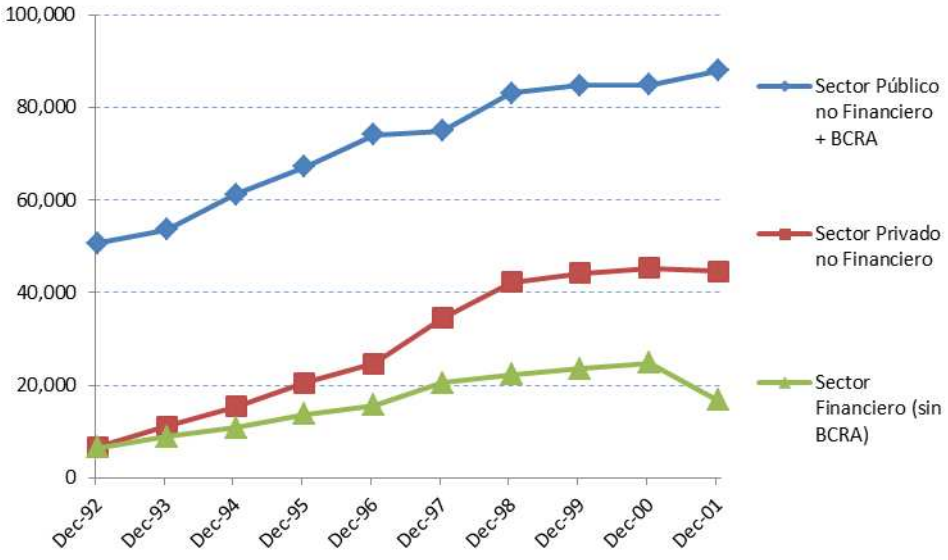
Según Basualdo et al. (2007), "entre 1991 y 2001, la deuda externa privada se multiplicó por siete, alcanzando USD 61.338 millones, el 41% del endeudamiento externo total del país" (2007: 193). Mientras que el stock de deuda externa tuvo una tasa anual acumulativa de 9,2% entre 1991 y 2001, la del sector privado fue 20,9% (Basualdo et al., 2007: 195). Esto fue viable porque a inicios de la década el nivel de endeudamiento de las grandes firmas era bajo. A finales de 1991, la deuda externa privada era de USD 9.205 millones y representaba 15% del total de stock de deuda pública (Basualdo et al., 2007: 195). Si bien las grandes firmas locales habían tenido un ciclo intenso de endeudamiento en el período 1976-1981, ascendiendo a finales del período a 44% del total (Basualdo, 2006), las sucesivas políticas gubernamentales en 1982 habían llevado a una estatización de su deuda. Por esto, "la recomposición de la situación patrimonial de los grandes grupos empresarios locales había permitido que, a inicios de la década del noventa, estuvieran en condiciones de iniciar un nuevo ciclo de endeudamiento" (Basualdo et al, 2007: 196).

[397] "Country returns to capital markets", *Prensa Económica*, 04/92, p 15.
[398] "Los dólares que vienen de afuera", *Prensa Económica,* 06/91, p. 78.

Basualdo et al. (2007) observan también dos grandes fases de endeudamiento privado externo en el período, divididas por la crisis mexicana. La primera, 1991-1995, fue particularmente intensa, con una tasa anual de crecimiento de 49,3%. En la segunda, 1997-1998, se registraron los flujos de endeudamiento inéditos (2007: 198). Los autores señalan que las entidades financieras concentraron una parte significativa de su endeudamiento externo a principios de la década, con una tasa anual acumulativa en 1991-2001 de 12,7%. Por su parte, el sector privado no financiero tuvo una de 26,9% (2007: 198).

Estas tendencias se observan a nivel agregado en los datos presentados por el INDEC. En el Gráfico 4.9, se presenta la evolución de la deuda externa bruta de 1992 a 2001 del sector público (no financiero y del BCRA), del sector privado no financiero y del sector financiero (excluido el BCRA).

Gráfico 4.9 – Deuda externa bruta por sector residente en Argentina, 1992-2001 (USD millones)

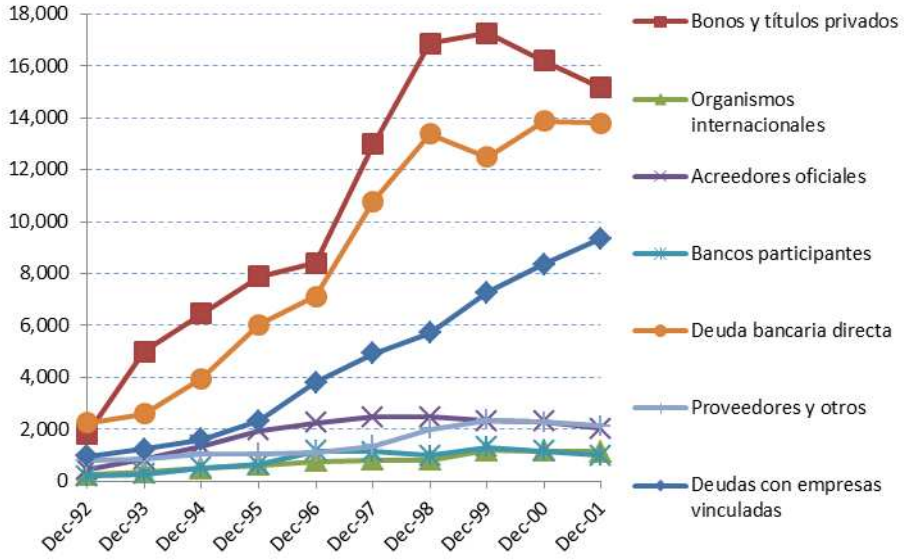


Fuente: Elaboración propia sobre datos del INDEC.

En los Gráficos 4.10 y 4.11 se compara la modalidad de endeudamiento externo del sector privado no financiero y la del sector financiero (sin BCRA). En el sector privado no financiero, se observa el rápido incremento del financiamiento a través de la emisión de títulos privados

y préstamo bancario, y el endeudamiento con empresas vinculadas, producto de la extranjerización de las principales firmas luego de la crisis del Tequila. Por su parte, el sector financiero se endeudó principalmente a través de líneas de crédito y, también, la emisión de títulos. A mediados de la década, un informe de la Auditoria General de la Nación señalaba que los sectores que más deuda privada habían colocado en el exterior eran bancos, telecomunicaciones, energía y petróleo, que representaban 79% de las operaciones.[399]

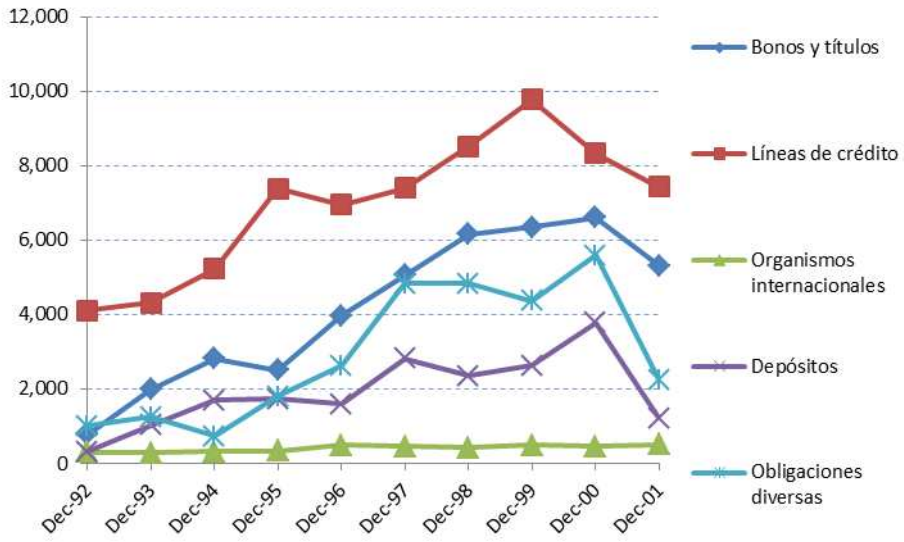
Gráfico 4.10 - Deuda externa bruta del Sector Privado no Financiero argentino, 1992-2001 (USD millones)



Fuente: Elaboración propia sobre datos del INDEC

[399] "Deuda privada sin riesgo", *La Nación*, 10/07/96, p. 15.

Gráfico 4.11 - Deuda externa bruta del Sector Financiero argentino sin BCRA, 1992-2001 (USD millones)



Fuente: Elaboración propia sobre datos del INDEC.

Basualdo et al. (2007) estudian con mayor detalle el comportamiento del sector privado no financiero. Observan que si en 1991 los préstamos bancarios representaban 89% de su endeudamiento, a lo largo de la década esta situación se modificó, ya que la deuda en títulos, inicialmente marginal, en 1999 representaba 42% del total (2007: 200). Durante el crítico período de la crisis mexicana se observó un "efecto sustitución". Ante el retiro de los inversores internacionales de los mercados semi-periféricos con la consiguiente caída de la demanda por los títulos, las grandes firmas debieron aumentar la parte de su endeudamiento vía préstamos bancarios. Superada la crisis, se produjeron las mayores emisiones de títulos en el mercado internacional. Esto indica que el financiamiento vía emisión de títulos era preferible para las grandes empresas por sobre los préstamos bancarios.

A nivel firmas, los autores observan que en 1991-1999, sólo 84 empresas accedieron al financiamiento en títulos en el mercado internacional (Basualdo et al., 2007: 205). A comienzos del período, los grupos económicos locales dominaron la emisión internacional de títulos privados. Posteriormente, con las privatizaciones, las asociaciones en consorcios entre capitales extranjeros y locales pasaron al primer lugar, con un predominio absoluto en 1993-1998, con 60-70% del monto agregado de deuda en títulos. Finalmente, a finales del

período, los conglomerados extranjeros pasaron en primer lugar, particularmente tras la adquisición de YPF por parte de la española Repsol (2007: 206). En el exclusivo club de las 84 empresas que pudieron colocar deuda en el mercado internacional, las 20 empresas de mayor facturación en el país explican más de tres cuartos del endeudamiento total en títulos (2007: 207).[400]

Por otro lado, la cantidad de firmas que se endeudaron vía toma de préstamos bancarios fue mayor, con aproximadamente 300. Nuevamente, se trata de las grandes empresas de la economía local, aunque con un nivel de concentración menor que los títulos: las 20 firmas de mayor facturación explican 47% de este tipo de endeudamiento (2007: 210).[401] De las firmas que accedieron a préstamos bancarios, sólo 20% accedió a otra forma de endeudamiento. Por el contrario, de las que colocaron títulos externos, 58% pudo tomar otro tipo de deuda. Por esto, los autores señalan que "estos elementos confirman el carácter más exclusivo del endeudamiento con títulos" (2007: 211).

De este modo, se observa que el desarrollo de los nuevos de instrumentos de endeudamiento del sector privado como los títulos benefició a las grandes firmas de la economía argentina, donde se destacaron en particular las empresas privatizadas y las firmas controladas por los grupos que formaban parte del CEA. Por esto es posible señalar que si en el período 1989-1991 la vinculación de la economía local con el sistema financiero mundial había tenido un impacto en el proceso formativo de la coalición político-social gobernante, se observó posteriormente cómo llevó a su consolidación mediante la coincidencia de necesidades e intereses de los diferentes tipos de actores que la componían. Sin embargo, la progresiva salida del sistema financiero mundial llevaría, como se observa en el siguiente capítulo, a la progresiva desintegración de la coalición.

[400] Repsol-YPF, Telefónica de Argentina, Telecom Argentina, Pérez Companc, Transportadora Gas del Sur, Multicanal, CEI Citicorp Holdings, Metrogas, Supermercados Norte, Autopistas del Sol, Transener, Edenor, Supercanal Holdings, Hidroeléctrica Piedra del Águila, Pan American Energy, Compañía Mega, Astra Capsa, Compañía de Teléfonos del Interior y Mastellone Hnos.

[401] Telefónica de Argentina, Cablevisión, Astra Capsa, Minera Alumbrera, Aerolíneas Argentinas, Repsol-YPF, Telecom Argentina, Cargill, Monsanto Argentina, Compañías de Teléfonos del Interior, Arte Gráfico Editorial Argentino (Clarín), ESSO Argentina, Total Austral Sucursal Argentina, Siderar, Fiat Auto Argentina, Volkswagen Argentina, Pérez Companc, Sevel Argentina, Pan American Energy, Nidera Argentina.

Capítulo 5

La exclusión de sistema financiero mundial y la disolución de la coalición político-social gobernante

La integración semi-periférica con el resto del mundo había tenido consecuencias mayores en los procesos de formación y consolidación de la coalición político-social gobernante. En una primera etapa, ante la insolvencia estatal, la estrategia del gobierno de priorizar la relación con los acreedores externos y los principales grupos económicos locales favoreció la emergencia de una determinada configuración de alianzas en un proceso de implementación de reformas estructurales y estabilización de la economía. En la segunda etapa, los actores que habían ascendido en el proceso inestable de formación se consolidaron. Se generó un período de estabilidad que, lejos de ser estático, introdujo una dinámica de profundización de la lógica vigente, donde decisiones gubernamentales y dependencia estructural interactuaban y se reforzaban. Es decir, se profundizaba la estrategia de producir

credibilidad en inversores y, consecuentemente, crecía la influencia de los sectores más vinculados a estos inversores, favoreciendo a su vez en una mayor profundización.

La crisis mexicana había colaborado a esta dinámica al aumentar la legitimidad interna y externa del Plan de Convertibilidad. Sin embargo, el escenario post-Tequila se caracterizaba por diferencias sustanciales con el período anterior. Esta cuestión es analizada en la primera sección del capítulo. Por un lado, si bien el gobierno nacional lograba a finales de 1995 acceder otra vez al sistema financiero mundial, la política de endeudamiento, que había permitido un mayor margen de maniobra en la primera mitad de la década, ahora lo reducía. El círculo virtuoso que se había producido entre la política de emisión de títulos públicos y el margen de maniobra fiscal se empezó a revertir. A los costos producidos en las cuentas públicas por la fase de transición de la reforma previsional se sumaría, como había sido fijado en el Plan Brady, el pago de intereses de la deuda pública. Si el Programa Financiero expresaba el plan de financiamiento del Estado en función del perfil de vencimientos y el déficit fiscal primario, el aumento del primer componente obligaba a reducir el segundo. Por ello, la credibilidad del Programa Financiero y, con él, de la política de emisión de títulos públicos y, por lo tanto, de la sustentabilidad del Plan de Convertibilidad, se iría centrando cada vez más en el déficit fiscal primario. La consecuencia sería una mayor reducción de la discrecionalidad de la política económica y una focalización del monitoreo de los sectores financieros en la voluntad y capacidad del gobierno en reducir ese déficit. Por otro lado, a este cuadro se sumaron sucesivos *shocks* externos. Durante el período 1997-1999 se produce un cambio adverso en la situación internacional. Con un margen de maniobra cada vez más acotado ante el alza de los vencimientos, el cambio de situación económica internacional impactaría en la política de emisión de títulos públicos. La progresiva pérdida de credibilidad en la viabilidad del Programa Financiero se expresaría en las posiciones de evaluadores de riesgo –bancos de inversión y agencias de calificación de riesgo- y entre los grandes inversores institucionales internacionales.

En la segunda sección del capítulo se analiza cómo en este período se produce, en consonancia con los grandes inversores institucionales internacionales, el retiro de los grandes grupos económicos locales. Estos sectores adoptaron diferentes estrategias de salida con una consecuente modificación de necesidades e intereses. La consecuencia de este cambio fue la profundización de la dependencia estructural del Plan de Convertibilidad

de la política de emisión de títulos públicos. Paralelamente, la perspectiva sobre el peronismo de actores empresarios y tecnócratas se modificaba. Si en la primera mitad de la década el menemismo se había producido la expectativa de un *aggiornamiento* del peronismo, reuniendo un liderazgo político de base popular y la agenda del liberalismo económico, en la segunda se lo percibía como una etapa excepcional. Para los sectores que impulsaban la agenda económica liberal, en el escenario de post-Tequila se trataba ahora de vetar una eventual "peronización" de la economía, es decir, una reacción social y política ante los costos de las reformas estructurales y del Plan de Convertibilidad. A su vez, dada la mayor dependencia de la sustentabilidad de la economía de la percepción de los agentes privados del sistema financiero mundial, esto impactaría en la agenda política. En efecto, la posibilidad de una reversión del pasado y de una estrategia alternativa hacia futuro era progresivamente eliminada entre la dirigencia política oficialista y opositora.

Finalmente, en la tercera sección se analiza la fase final del impacto de la progresiva exclusión del sistema financiero mundial en la coalición político-social gobernante. Por un lado, se observa cómo, a pesar de la victoria de la oposición partidaria en las elecciones de 1999, la dependencia estructural del orden económico de la emisión de títulos público produce progresivamente cambios en las posiciones de gestión económica en el Estado, con el regreso de tecnócratas de los *think tank* liberales. Por otro lado, se observa la dinámica en la política de deuda a partir de la exclusión del sistema financiero y la disolución de la coalición político-social de gobierno.

1. La política de emisión de títulos públicos tras la crisis del Tequila

Una vez superada la crisis mexicana, el Estado y el sector privado volvieron a acceder al financiamiento internacional. Si el saldo positivo del primero en el balance de pagos se había mantenido, en particular gracias al financiamiento obtenido por los organismos multilaterales de crédito y la emisión del Bono Argentino, en cambio los privados, de comportamiento pro-cíclico, se habían retirado en 1995. Superada la crisis, volvían con intensidad. En 1997, el aporte positivo del sector privado no financiero a la cuenta financiera del balance de pagos alcanzó su pico en la década.

Ese año fue un momento de quiebre en el período. Por un lado, fue el más favorable en términos de accesibilidad del sistema financiero mundial. Tras el techo de 7% en diciembre de 1994, la LIBOR volvió a descender, oscilando entre 5% y 6% hasta el final de la presidencia de Menem en diciembre de 1999. Esta tasa internacional, si bien era superior al promedio de la primera mitad de los noventa, era inferior al 8% de los ochenta.[402] Por otro lado, después de 1997 se iniciaría una progresiva exclusión del sistema financiero mundial. En un análisis retrospectivo sobre cuándo debió haberse abandonado el Plan de Convertibilidad para evitar la crisis del 2001, el subsecretario de Financiamiento (1996-1999) Miguel Kiguel afirmaba que "el '97 fue el momento para salir. El Tequila ya estaba atrás y estábamos fuerte" (Kiguel, AHO, 22/11/07). En el mismo sentido, desde el FMI se observa que "en retrospectiva, el período 1996-1997 quizás hubiera sido la última oportunidad para abandonar la paridad sin tener que pagar un precio demasiado elevado" (FMI, 2004b: 34). En esta primera sección se analiza cómo se interrumpe el círculo virtuoso entre política de emisión de títulos públicos y margen de maniobra fiscal, cuestión agravada por una serie de *shocks* externos que implicaron un cambio de estrategia en materia de deuda.

a. Vencimientos y estrategia post-crisis de emisión de títulos públicos

A finales de 1995, el escenario post-Tequila se presentaba auspicioso. En mayo, Menem había obtenido la reelección. En el segundo semestre, el Estado re-accedía el sistema financiero mundial. En enero de 1997, el gobierno anunciaba una nueva emisión de títulos por un monto superior a USD 2 mil millones. Era la operación más grande desde el ingreso al mercado internacional de capitales a comienzos de la década.[403] En el mismo mes, el ministro Fernández también viajaba a Zúrich. Ante una audiencia de 100 banqueros e inversores congregados por el agente colocador, el banco de inversión CSFB, anunciaba la emisión de un título por USD 500 millones a 10 años en pesos argentinos. Era la primera emisión en el mercado internacional de un título en moneda local por un plazo tan extenso. El objetivo explícito de la operación era evidenciar la confianza en la sustentabilidad de Plan de Convertibilidad.[404]

[402] Datos de Mortgage-x.com.
[403] "Lanzan el bono más grande desde la firma del Plan Brady", *Clarín*, 06/01/97, p. 21.
[404] Silvia Naishtat, "Roque colocó un bono en pesos y a 10 años", *Clarín*, 30/01/97, p. 19.

El renovado acceso al financiamiento internacional fue intensamente utilizado. En 1995, el gobierno argentino fue el mayor emisor de deuda en América Latina con USD 4.409 millones, superando al mexicano (USD 4.196 millones) y al brasileño (USD 1.703 millones).[405] En 1996 y en 1997 se volvería a obtener el primer lugar regional entre los emisores de deuda.[406] A comienzos de 1999, la revista *LatinFinance* otorgaba el premio de 1998 de "emisor del año" a la República Argentina (en Blustein, 1995: 51-52). En la Tabla 5.1 se observa el fuerte aumento de los montos emitidos en la segunda mitad de la década.

Tabla 5.1 – Cantidad de operaciones, monto emitido y promedio de monto por operación en colocaciones de títulos públicos argentinos a todos los plazos y en todos los mercados, 1991-2001 (USD millones)

Año	Cantidad de operaciones	Monto	Monto por operación
1991	2	500	250,0
1992	1	250	250,0
1993	6	2.121	353,5
1994	19	2.600	136,8
1995	16	4.726	295,4
1996	44	13.050	296,6
1997	44	11.424	259,6
1998	55	14.990	272,5
1999	83	15.549	187,3
2000	80	16.480	206,0
2001	38	6.280	165,3

Nota: El monto es el valor nominal en dólares al momento de la emisión. Se excluye las operaciones de canje.
Fuente: Elaboración propia sobre datos de la Oficina Nacional de Crédito Público.

La colocación de títulos en el mercado internacional tras la crisis mexicana era una señal para los inversores que no se modificaría la política económica. John Hennessy, presidente

[405] Claudio M. Chiaruttini, "La Argentina fue el país que más se endeudó el año pasado", *El Cronista*, 22/02/96, p. 11.
[406] "La Argentina fue, en 1996, el mayor emisor de deuda en América Latina", *El Cronista*, 08/01/97, p. 7; Claudio M. Chiaruttini, "La Argentina fue el mayor emisor de deuda individual de América Latina en 1997", *El Cronista*, 15/12/97, p. 11

del CSFB, banco que junto al Deutsche Bank había colocado la primera emisión tras la crisis mexicana, afirmaba que esa operación había significado para los actores financieros

> la aceptación plena de que en la Argentina no habrá cambios de reglas de juego económicas. (…) Hoy el mercado se convenció que no habrá devaluación. Por eso la tasa de interés del eurobono fue baja. Por eso, también, considero que la colocación del título fue un momento clave.[407]

Las colocaciones de deuda significaban la continuidad del Plan de Convertibilidad y, por lo tanto, que las decisiones económicas se realizarían con el objetivo de ser confiables para los inversores. En 1996, el titular del Banco Galicia, Eduardo Escasany, explicaba que

> hoy es difícil apartarse de la Convertibilidad, porque enseguida se prenden las luces rojas. La Convertibilidad es una garantía de que también el gobierno está siendo visto bajo la lupa. Si aparece un déficit fiscal, está en las revistas especializadas, en los informes. El FMI sigue las cuentas día a día. La Convertibilidad es implacable.[408]

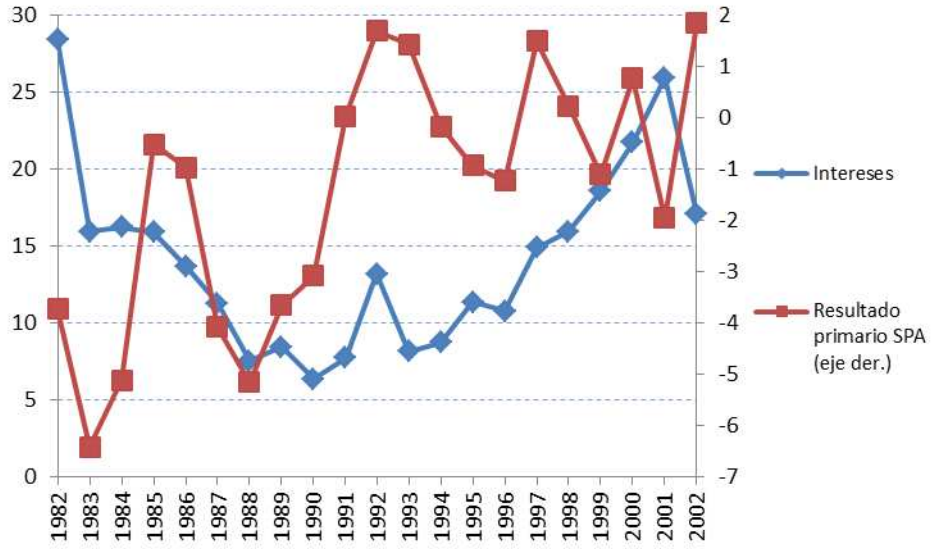
El nuevo equipo económico que había llegado en 1996, conformado en su mayoría por miembros del CEMA, elaboraba una estrategia de política de emisión de títulos públicos que según el secretario de Hacienda (1996-1999) Pablo Guidotti tenía tres pilares: "la mayor madurez lograda en la deuda a largo plazo", "la elección de dos grandes mercados de capitales alternativos como el del dólar y el del euro" y "una política deliberada de disminución de compromisos con organismos multilaterales".[409]

El primer pilar era consecuencia de una necesidad. En efecto, si, por un lado, a finales de 1995 el Estado volvía a acceder al mercado internacional, por otro lado, en el corto plazo se presentaba un perfil elevado de vencimientos. Varios factores habían incidido en el aumento de la deuda. Primero, aunque menor, el déficit fiscal primario había sido negativo. Como se observa en el Gráfico 5.1, el déficit fiscal primario del sector público argentino, considerando los tres niveles de gobierno, se había reducido considerablemente desde 1990. Este déficit superó 1% del PIB en 1996 (-1,2%), 1999 (-1,1%) y 2001 (-2,0%). Si bien, como afirma el FMI (2004b), la existencia de déficit era "llamativo debido a que el crecimiento del PIB superó las previsiones varios de esos años" (2004b: 42), de todos modos sus montos fueron menores en comparación con las crecientes necesidades de deuda. En efecto, el porcentaje del gasto

[407] Germán Sopeña, "Hennessy: cambió la idea de la Argentina", *La Nación*, 10/08/95, p. 21.
[408] Daniel Naszewski, "El argentino no coloca sus fondos en el país, pero pide dinero barato", *El Cronista*, 22/02/96, p. 4.
[409] Roberto García Lerena, "Creció la deuda en 1997", *La Nación*, 06/07/98, p. 11.

de la Administración Pública Nacional destinado al pago de los intereses de la deuda público creció rápidamente: 8,2% en 1993, 10,8% en 1996, 18,6% en 1999 y 25,9% en 2001. Damill et al. (2005) observan que el déficit fiscal promedio de 1998-2001 fue superior al de 1994 en USD 7,1 mil millones. La cuota mayor se debió al aumento de los pagos de intereses de la deuda y al déficit generado por la reforma previsional de 1993 (2005: 17).

Gráfico 5.1 – Intereses de la deuda pública y resultado primario del Sector Público Argentino, 1982-2001 (% del gasto de la APN; % del PIB)



Notas: APN ="Administración Pública Nacional": administración central + organismos descentralizados + sistema de seguridad social. SPA = "Sistema Público Argentino": APN + empresas públicas y fondos fiduciarios + otros entes nacionales + administraciones locales.
Fuente: Elaboración propia sobre datos de Ferreres (2005).

Un segundo factor del incremento de los vencimientos era que en 1995 el gobierno había emitido títulos en Bocon por USD 1.200 millones para convalidar deuda anterior con proveedores y jubilados. Tercero, la pérdida de valor del dólar frente a las monedas europeas y el yen. Por eso, el stock de deuda pública medido en dólares aumentó en la primera mitad de 1995 en USD 1.100 millones.[410] Cuatro, como resultado del acuerdo del Plan Brady, en 1996 finalizaban los tres años de gracia para los pagos de los bonos FRB, cuyo capital ascendía a USD 7.300 millones, y continuaban aumentando los intereses de los bonos *par*, que habían reemplazado 65% de la deuda elegible. Finalmente, también vencía la deuda

[410] Walter Graziano, "La deuda impone restricciones a la situación fiscal", *El Cronista*, 24/01/96, p. 9.

emitida durante la primera mitad de la década. La mayoría de las emisiones entre 1992 y 1995 vencía en el período 1997-1998. Ello significaba entonces una carga suplementaria a la concentración de Bocon y Brady.[411] A finales de 1996, la Auditoría General de la Nación presentaba tres etapas de los vencimientos futuros, cuyo monto total era estimado en USD 81 mil millones. La primera, 1997-2001, concentraba 53,5% del total; la segunda, 2002-2006, 22,9% (especialmente en 2002); la tercera, 2007-2023, 23,6%.[412] En enero de 1997, el diario *Página/12* presentaba las perspectivas que se abrían para el gobierno que sucediera a Menem en 1999, afirmando que

> la herencia de Carlos Menem en materia de deuda pública es mucho más pesada de lo que cualquiera de los que aspiran a sucederlo en el '99 imagina. Y aunque la economía vuelva a crecer a buen ritmo, obligará al próximo presidente a mantener una severa disciplina fiscal, aumentando impuestos o reduciendo gastos, con el poco ambicioso objetivo de evitar el colapso financiero de las cuentas públicas.[413]

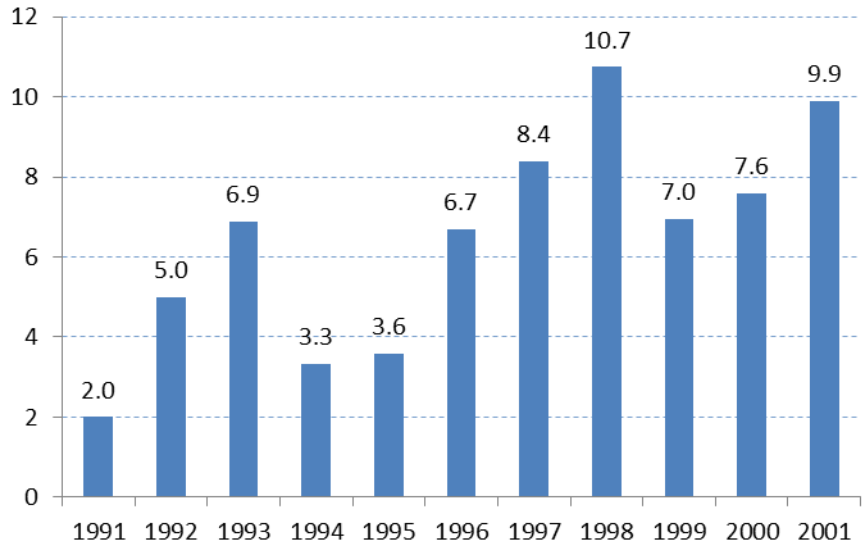
Para evitar un aumento de la percepción del riesgo de los inversores internacionales, el equipo económico decidió entonces elevar la maduración de la deuda emitida. Como explicaba Federico Molina, "con la acumulación de vencimientos era conveniente extender plazos" (ver Tabla 5.2).[414] El subsecretario de Financiamiento, Miguel Kiguel, explicaba que

> durante mi gestión empezamos, aprovechando mercados más favorables, a hacer emisiones más grandes, de mil, USD 2 mil millones, que hasta entonces no se hacían tanto, y a plazos más largos. Se trató de dar previsibilidad a todo lo que era financiamiento. El mercado daba para eso (AHO, 22/11/07).

De este modo, para asegurar la sustentabilidad del Plan de Convertibilidad, se producía una dinámica en la política de títulos públicos de fuga hacia adelante: se emitían cada vez más para afrontar crecientes vencimientos.

[411] "La deuda externa vuelve a pesar", *Clarín*, 28/01/96, p. 16.
[412] "Se concentran fuertes pagos hasta el 2001", *La Nación*, 26/12/96, p. 15
[413] "Unidos o endeudados", *Página/12,* 03/01/97, p. 5.
[414] Entrevista con el autor, 26/09/10.

Gráfico 5.2 – Maduración promedio de las colocaciones de títulos públicos argentinos en todos los plazos y todos los mercados, 1991-2001 (años)



Nota: Son promedios ponderados por monto emitido. Para 1994 se excluye un préstamo sindicado por USD 500 millones. Para todo el período se excluyen las operaciones de canje.
Fuente: Elaboración propia sobre datos de la Oficina Nacional de Crédito Público.

La política de mayores emisiones y extensión de los plazos, sin un aumento importante de los costos en el mercado primario, fue sustentable durante 1996-1998 gracias a la mayor accesibilidad al sistema financiero mundial. La prima de riesgo soberano, tras el pico alcanzado de 1.570 Puntos Básicos (PB) en el primer trimestre de 1995, había iniciado una tendencia declinante: a inicios de 1996 pasaba por debajo de la barrera de los 1.000 PB y a inicios de 1997, por la de 500 PB. En el tercer trimestre de 1997, la prima de riesgo soberano tocaba su punto mínimo en todo el período, en 260 PB.[415] Las decisiones de los inversores coincidían los análisis positivos desde los bancos de inversión. A comienzos de 1996, los analistas de JP Morgan sostenían que el PIB "tocó fondo en el tercer trimestre de 1995, mostrando una gradual recuperación desde entonces", considerando que la baja de la tasas internacionales provocará que "nuevos fondos externos ingresen a la Argentina".[416] Las notas de las calificadoras completaban el cuadro positivo. En abril de 1997, S&P pasaba a BB y, en octubre, Moody's, Ba3. En mayo, Fitch, iniciaba sus evaluaciones sobre el Estado argentino, calificando con BB. Si bien las tres notas pertenecían al "grado especulativo", expresaban una mejora. En el

[415] Datos de JP Morgan en Ávila (2010).
[416] "Los analistas mantienen una visión positiva", *El Cronista*, 15/02/96, p. 12.

caso de S&P y Fitch, sólo una nota los separaba del "grado de inversión". Adicionalmente, las notas de S&P y Moody's eran acompañadas por una perspectiva "positiva", lo que indicaba una posible mejora en el futuro. La evolución de las notas indicaban por lo tanto dos cuestiones. Por un lado, si bien el gobierno permanecía excluido de la base amplia y estable de inversores que implicaba el "grado de inversión", las mejores daban acceso a una mayor demanda de títulos. Por otro lado, favorecían las expectativas sobre un potencial acceso al "grado de inversión", consolidando entonces la estrategia gubernamental.

b. *Shocks* externos y cambio de estrategia

Al crecimiento de los vencimientos se sumó, a partir de 1998, una serie de *shocks* externos:

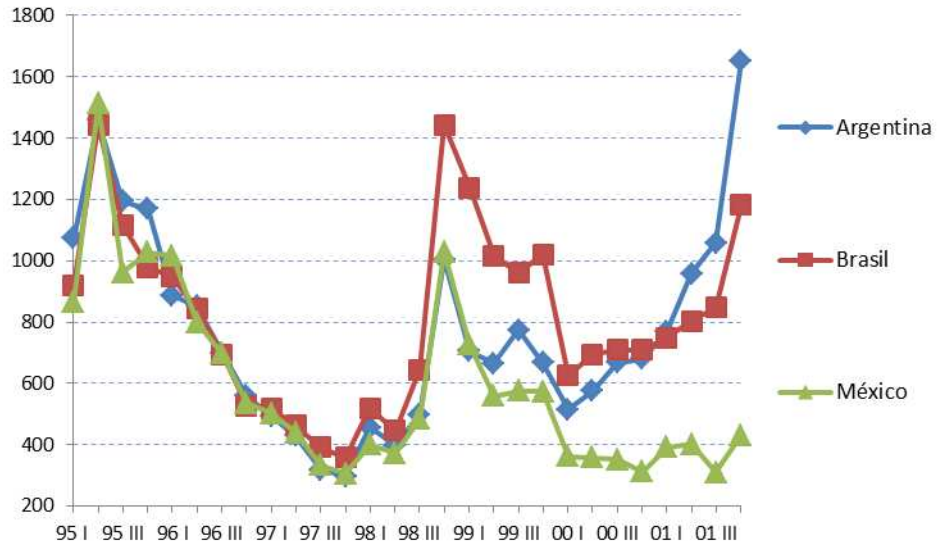
> entre ellos una reversión de los flujos de capital a los mercados emergentes después de la cesación de pagos declarada por Rusia en agosto de 1998; el debilitamiento de la demanda de los principales socios comerciales, principalmente Brasil; la caída de los precios del petróleo y otros productos básicos; el fortalecimiento general del dólar de Estados Unidos frente al euro, y la devaluación en un 70% del real frente al dólar de Estados Unidos a principios de 1999. El PIB real se contrajo más de un 3% en la segunda mitad de 1998. (…) La economía nunca se recuperó hasta el fin de la convertibilidad (FMI, 2004b: 21).

Los *shocks* externos obligaron a un cambio en la estrategia de política de emisión de títulos públicos. Ya a fines de 1997, durante la crisis en el sudeste asiático, en la búsqueda de recursos para completar el financiamiento de 1998, Kiguel explicaba que era "mayoritariamente a plazos de 3 y 5 años, un poco más cortos, para bajar el costo del financiamiento". Era un cambio a una estrategia "más defensiva", como la calificaba Kiguel, donde la prioridad otorgada a los plazos era reemplazada por los costos.[417]

La "estrategia defensiva" desde 1997-1998 fue consecuencia de una modificación en la percepción de grandes inversores, bancos de inversión y calificadoras de riesgo. Esto se observa en un análisis detallado de las emisiones. Si sólo se estudia el comportamiento agregado de los inversores a través de la prima de riesgo soberano (el "termómetro" que expresa la "sensación del mercado" como definía Machinea), la anticipación de los sectores financieros a la crisis del 2001 parece baja. En efecto, la evolución de la prima de riesgo soberano de Argentina entre 1997 y 2000 fue similar al de los otros dos principales mercados semi-periféricos de América Latina (ver Gráfico 5.3).

[417] "El Gobierno buscará 13 mil millones", *La Nación*, 19/11/97, p. 13.

Gráfico 5.3 – Prima de riesgo soberano de Argentina, Brasil y México, 1995-2001 (Puntos Básicos)



Fuente: Elaboración propia sobre datos de OCDE (2008).

Sin embargo, un estudio más detallado de la política de emisión de títulos públicos revela la progresiva pérdida de credibilidad de los grandes inversores internacionales en la Argentina desde 1997-1998. Tras el Plan Brady, el análisis del comportamiento de los inversores presenta mayores dificultades, ya que la sustitución de la deuda de préstamos a títulos produjo la atomización de su tenencia. De todos modos, es posible un análisis aproximativo a partir de la observación de los datos sobre la misma política de emisión de títulos públicos, las recomendaciones de los bancos de inversión y la información brindada por los mismos protagonistas. Se observa que el gobierno se adaptó al cambio de percepción de los grandes inversores con una modificación de su estrategia para sostener la política de emisión de títulos públicos. Por un lado, favoreció la demanda internacional por los títulos públicos gracias a su colocación entre inversores de menor tamaño, especialmente los minoristas (con menor información), y entre inversores locales, especialmente las AFJP. De este modo se sostenía la demanda y se evitaba una caída de la cotización de los títulos en los mercados secundarios. Por otro lado, fue aumentando progresivamente la colocación de títulos en el mercado doméstico de capitales, donde se destacaron los bancos comerciales locales.

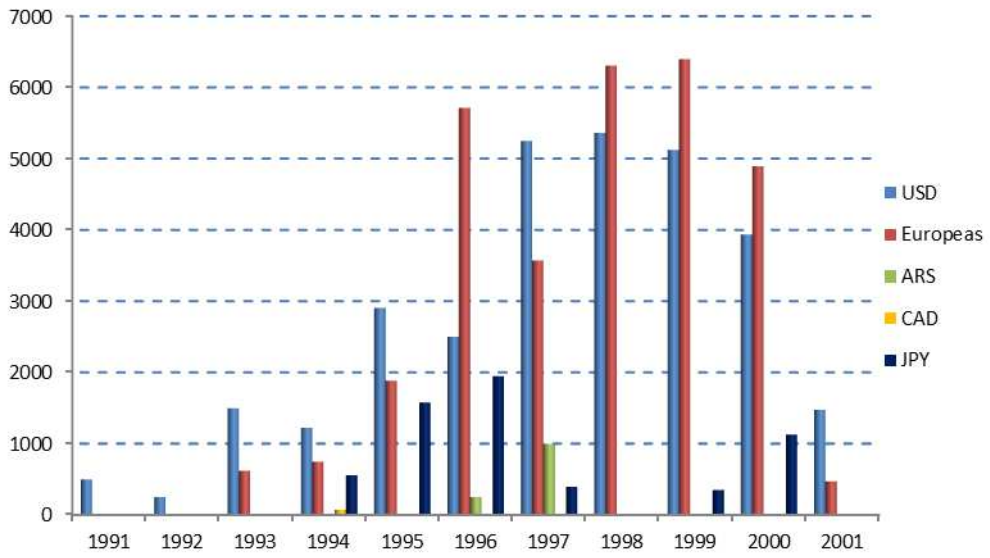
Un primer indicador del cambio de percepción de los actores privados del sistema financiero mundial se observa en el promedio de las recomendaciones de los bancos de inversión a sus clientes. En el Gráfico 5.4 se observa las importantes diferencias –a pesar de una similar evolución de la prima de riesgo soberano- de la posición de los principales bancos sobre los títulos públicos de Argentina, Brasil y México en 1998-2002. La recomendación promedio de cada trimestre se adiciona a lo largo del período para observar de este modo la tendencia en el período. En 1998-2002, las recomendaciones sobre los títulos mexicanos son positivas (comprar). En el caso brasileño, fueron hasta inicios de 2000 próximas a 0 (neutral), y posteriormente también positivas, con la excepción de los últimos dos trimestres del 2001. En el caso argentino, el tercer trimestre de 1998 fue el último en el que el promedio de las recomendaciones fue positivo (+0,33). Desde el último trimestre de ese año y hasta el final del Plan de Convertibilidad, con mayor o menor intensidad, permanentemente fue negativo (con excepción de breves períodos en que fue "neutral").

Gráfico 5.4 – Recomendaciones de los bancos de inversión sobre títulos públicos de Argentina, Brasil y México, 1998-2002 (promedio acumulado)

Nota: Las recomendaciones de los bancos de inversión están clasificadas en tres grupos: "comprar" (1), "neutral" (0) y "vender" (-1). "Acumulado": El promedio de recomendaciones en cada período se adiciona.
Fuente: Elaboración propia sobre datos de OCDE (2008).

Un segundo indicador es el tipo de moneda de emisión de los títulos públicos. En el capítulo anterior se observó la relación, a excepción de la lira italiana, entre la nacionalidad de la moneda en que se emitía y del agente colocador. Como se desprende de la Tabla 4.1, las emisiones en dólares fueron realizadas 80% por bancos de inversión estadounidenses, los europeos son dominantes en las monedas europeas (95% en marcos alemanes, 51% en liras italianas –se observa por la participación del Chase-, 71% florín neerlandés, 100% en pesetas españolas, 100% en chelines austríacos, 100% en libras esterlinas, 72% en francos franceses, 100% en francos suizos) y los japoneses con el yen (84%). En el Gráfico 5.5 se observa que el dominio del dólar en las emisiones de títulos públicos durante la primera mitad de la década fue posteriormente reemplazado por el de monedas europeas, a excepción de 1997 y 2001. La preminencia de emisiones en moneda europeas por sobre el dólar en 1996-2000 fue, en palabras de Federico Molina, "en función del costo y la recepción de los mercados".[418]

Gráfico 5.5 – Emisiones de títulos públicos argentinos en el mercado internacional por moneda, 1991-2001 (USD millones)



Notas: Las estimaciones se realizaron sobre el valor en dólares de los montos colocados al momento de la emisión. "Europeas" = libra esterlina, franco suizo, marco alemán, peseta española, chelín austríaco, lira italiana, franco francés, florín neerlandés y euro. Se excluyeron las operaciones de canje de 2000 y 2001.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Oficina Nacional de Crédito Público.

[418] Entrevista con el autor, 26/09/10.

Mientras que el mercado del dólar era dominado por inversores institucionales, en el del euro éstos coexistían con inversores minoristas. Como explicaba Kiguel al describir la base de inversores que componían la demanda por los títulos públicos argentinos,

> lo que teníamos eran inversores –básicamente en el exterior- que estaban especializados en mercados emergentes, había un grupo grande de esos. (…). Había algunos inversores institucionales de Estados Unidos y Europa, que lo que hacían era fundamentalmente fondos de pensión o compañías de seguro, que veían estas inversiones exóticas (…) para generar un poco más de rendimiento. (…) Y después en Europa apareció lo que se llama los clientes minoristas. Eso fue fundamentalmente en Italia (…) porque conocían Argentina y porque los italianos compran muchos títulos públicos, a diferencia de los españoles (…) que compran más acciones (…). Y después algo parecido en Alemania. Fue una mezcla entre los "dentistas belgas", que es el inversor minorista de Alemania y Bélgica, y algunos institucionales también. Había bancos, compañías de seguro, que también compraban. Esa era la base fundamental afuera (Kiguel, AHO, 22/11/07).

La creciente aversión de los grandes inversores institucionales determinó la estrategia defensiva de la política de emisión de títulos públicos que se focalizó crecientemente en el inversor minorista europeo. Según el analista del banco de inversión BCP, Walter Molano,

> el lado comprador no estaba tan convencido (…). El escepticismo creció a mediados de 1999. Las elecciones presidenciales y el desprecio gratuito por una administración fiscal prudente llevaron a muchos inversores institucionales a recortar sus posiciones argentinas. (…) Teniendo en cuenta el reducido apetito de los inversores institucionales, el lado vendedor se movió al mercado minorista europeo. Las bajas tasas de interés y la ausencia de un mercado europeo de altos rendimientos hicieron que el mercado europeo fuese un blanco fácil. Más de EUR 30 mil millones en deuda argentina fueron recaudados en Europa (en Santiso, 2003: 178).

El tipo de inversores que había en cada mercado impactaba de este modo en la accesibilidad de la política de emisión de títulos públicos. Esto ya se había observado durante la crisis mexicana. En aquel momento, los principales mercados de colocación habían sido el doméstico y Europa, mientras que Estados Unidos estuvo cerrado durante 1995 y recién volvió a abrirse en 1996. Ello se observa en la composición de los agentes colocadores (ver Tabla 5.2). Según datos de la Oficina Nacional de Crédito Público, en 1995 los principales bancos de inversión estadounidenses, JP Morgan y Goldman Sachs, no colocaron deuda, mientras que los de mayor actividad fueron los europeos CSFB (USD 1.168 millones) y Deutsche Bank (USD 346 millones) y los japoneses (USD 1.580 millones). En 1996, los estadounidenses apenas elevaron su participación (JP Morgan con USD 500 millones y Goldman Sachs con USD 750 millones), mientras que mantuvieron el dominio los europeos (CSFB con USD 2.991 millones y Deutsche Bank con USD 1.638 millones) y los japoneses (USD

1.949 millones). Recién en 1997, JP Morgan volvería a dominar la colocación de títulos públicos argentinos. Sin embargo, hacia 1999, el retiro de los grandes inversores se intensificó. Un ejemplo de este comportamiento es el fondo de inversión PIMCO, uno de los mayores inversores institucionales mundiales, que desde mediados de 1999 inició su desprendimiento de sus USD 2 mil millones en títulos públicos argentinos (Blustein, 2005: 77).

A su vez, en el Gráfico 5.6 se presentan las emisiones en moneda europea en 1993-1998. Se observa que entre 1993 y 1996 dominaron los marcos alemanes, mientras que posteriormente crecen las emisiones en liras italianas en 1996-1998. La estrategia apuntaba al mercado minorista europeo (especialmente en Italia), con menor capacidad de análisis sobre las perspectivas de la economía argentina. Como se señaló, la gran distinción entre los grandes inversores y los minoristas era "en términos de visión", dado que los primeros "eran bien asesorados, que tienen economistas que miraban varios países" (Kiguel, AHO, 22/11/07). Como explicaba Kiguel,

> a medida que fue pasando el tiempo y que estaban estas crisis, los inversores institucionales estaban más defensivos y menos dispuestos a financiar a Argentina. En el cambio de estrategia se dio algo así como en el '99, donde la idea fue colocar más bonos más chicos, más orientados al inversionista minorista europeo (…) que tenían la percepción de los países no entraban en quiebra (Kiguel, AHO, 22/11/07).

Como se observó, el banco de inversión con mayor participación en la colocación de títulos en Italia era el Chase por su "poder de distribución". Tuvo su mayor actividad en la política de emisión de títulos públicos argentinos en 1996-2000, particularmente en 1999. Como explicaba Kiguel, "el caso de los inversores minoristas era básicamente los bancos de afuera los que vendían la historia. No teníamos nosotros forma de llegar a doña Rosa en Roma. Eso lo hacían los mismos bancos italianos o los alemanes" (Kiguel, AHO, 22/11/07). Los minoristas europeos fueron atraídos por los altos rendimientos de los títulos públicos argentinos y el asesoramiento de bancos con "poder de distribución" como Chase Manhattan.[419] En Europa, la regulación protegía menos a los minoristas, a diferencia de Estados Unidos (Blustein, 2005: 74).

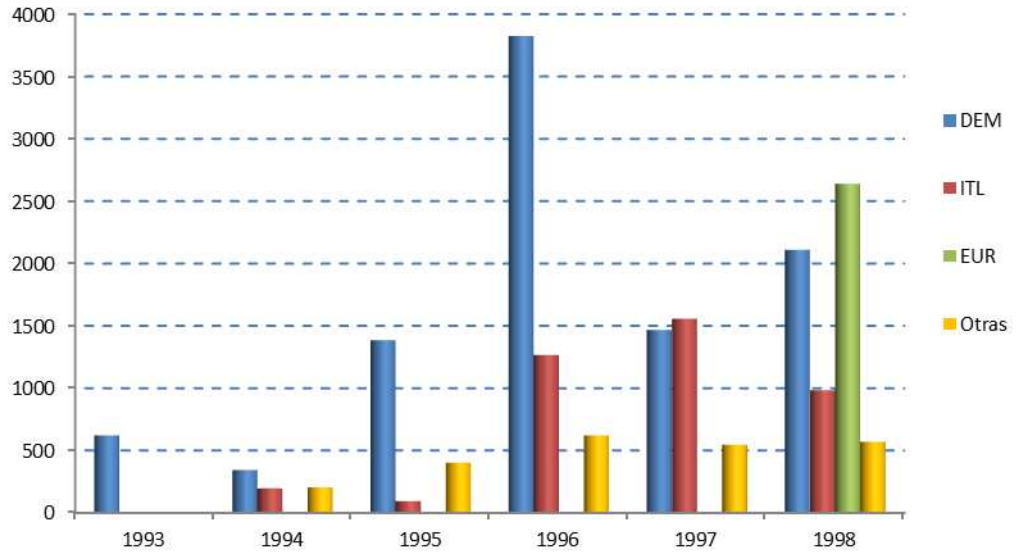
[419] Los bancos que colocaron títulos entre minoristas, sobre todo en Italia, rechazaron los posteriores reclamos tras la crisis del 2001 de que actuaron con mala fe sosteniendo que los altos rendimientos de los títulos públicos argentinos eran un indicador evidente de su nivel de riesgo (Blustein, 2005: 75).

Tabla 5.2 - Agentes colocadores de títulos públicos argentinos en el mercado internacional, 1991-2001 (USD millones)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Total
JP Morgan	0	0	0	300	0	500	3.750	2.313	1.283	1.377	657	10.180
Deutsche	0	0	308	408	346	1.638	544	1.063	1.783	1.500	225	7.814
CSFB	200	250	308	158	1.168	2.991	0	73	1.262	745	157	7.311
Morgan	300	0	0	0	0	0	0	1.966	2.207	1.528	0	6.001
Goldman Sachs	0	0	0	600	0	750	0	250	1.701	2.403	0	5.703
Otros europeos	0	0	0	175	322	325	832	1.330	722	1.403	200	5.308
Japoneses	0	0	0	350	1.580	1.949	394	0	251	659	0	5.183
Chase	0	0	125	321	48	551	527	510	1.583	335	157	4.157
Salomon	0	0	333	35	0	500	500	500	223	1.231	0	3.321
Merrill Lynch	0	0	333	79	0	500	1.500	269	213	281	0	3.176
UBS + Warburg	0	0	0	31	0	485	861	989	0	0	0	2.366
Paribas	0	0	0	73	0	79	735	479	426	465	0	2.257
ABN Amor	0	0	0	0	0	145	571	1.237	215	0	0	2.168
Otros	0	0	333	0	0	0	0	685	0	433	550	2.002
Otros EE.UU.	0	0	381	70	225	0	0	0	0	0	0	676
Total	500	250	2.121	2.600	3.688	10.413	10.214	11.664	11.869	12.359	1.945	67.623

Notas: Las estimaciones se realizaron sobre el valor en dólares de los montos colocados al momento de la emisión. En las colocaciones sindicadas, se dividió el monto por la cantidad de agentes colocadores. Se excluyeron las operaciones de canje del 2001. "Morgan" = Morgan Guaranty Trust, Morgan Stanley Dean Witter. "Chase" = Chemical Bank, Chase Manhattan, Chase Investment Bank. Se mantiene "Chase" separado de JP Morgan a pesar de la fusión del 2000 porque en 2001 los datos figuran separados. "Deutsche" = Deutsche Bank, Morgan Grenfell. "Warburg" = SG Warburg, SBC Warburg Dillon Read. "Salomon" = Salomon Brothers, Salomon Smith Barney. Se considera a Bankers Trust dentro de "Otros EEUU" porque no tuvo participación después de su compra por Deutsche Bank en 1998.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Oficina Nacional de Crédito Público.

Gráfico 5.6 – Emisiones de títulos públicos argentinos en el mercado internacional por moneda europea, 1993-1998 (USD millones)



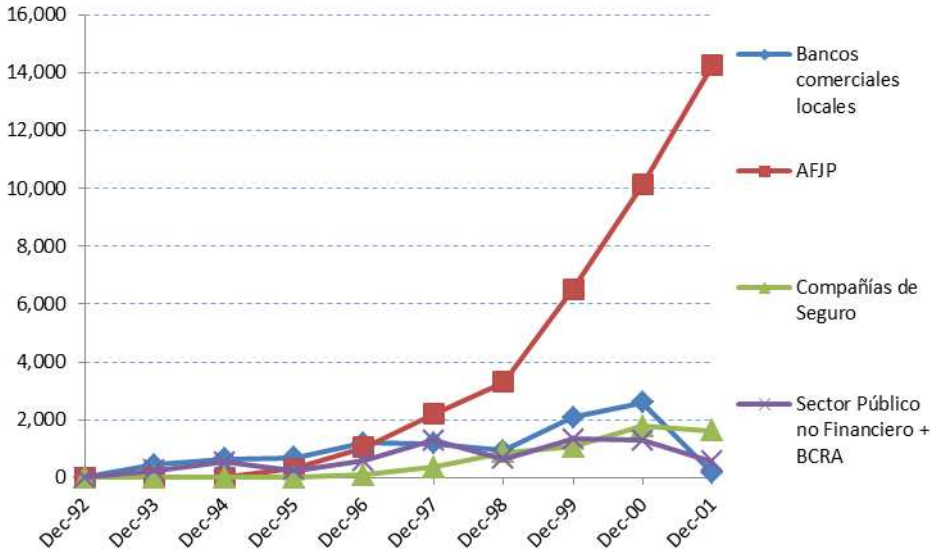
Nota: Las estimaciones se realizaron sobre el valor en dólares de los montos colocados al momento de la emisión. En 1991-1992 no hubo emisiones en monedas europeas y a partir de 1999 fueron sólo en euros. "Otras" = libra esterlina, franco suizo, peseta española, chelín austríaco, franco francés y florín neerlandés.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Oficina Nacional de Crédito Público.

La mayor presencia de grandes inversores institucionales en las colocaciones en dólares y otros de menor tamaño y minoristas en mondas europeas explicaba que "en Europa eran más emisiones y más chicas que en Estados Unidos que eran más grandes y menos" (Kiguel, AHO, 22/11/07). Por lo tanto, como consecuencia del progresivo retiro de los grandes inversores, se produjo una caída del promedio anual de montos por operaciones (ver Tabla 5.1). Hacia 1999, las grandes colocaciones, operaciones que servían además para demostrar la confianza de los inversores, era un recuerdo. Un informe del estudio de Machinea, Bein & Asociados señalaba en agosto que "la Argentina tiene prácticamente cerrado el mercado de capitales en el exterior. Se abren ventanitas por USD 150 o 300 millones".[420] El Programa Financiero de 1999 se completó con la venta de las acciones de YPF que todavía quedaban en manos del Estado.[421]

[420] "Crédito cerrado", *La Nación*, 01/08/99, p. 9.
[421] El financiamiento vía inversores minoristas tendría consecuencias luego de la crisis del 2001. Muchos de ellos se han organizado en la *Task Force Argentina* en 2002, representando un alto porcentaje de los 350 mil inversores italianos. Otros países con inversores minoristas han sido Alemania (40 mil personas), Japón (30 mil) y en la misma Argentina (500 mil) (Bruno, 2004: 187-188).

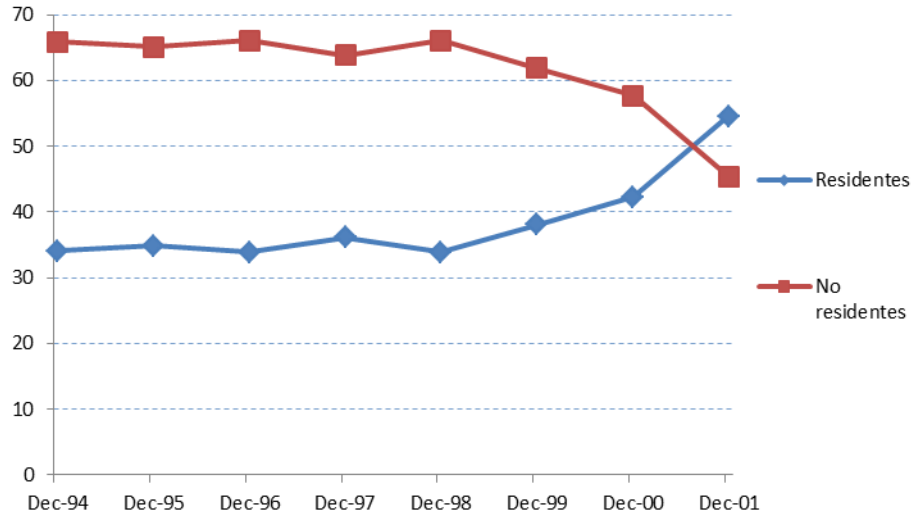
Paralelamente, se observa una creciente participación en la compra de títulos colocados en el mercado internacional por parte de los inversores locales, particularmente las AFJP (ver Gráfico 5.7). Especialmente notoria a partir de 1998, revela cómo los inversores locales fueron reemplazando a los externos en el mercado internacional. Las consecuencias de este proceso eran dos. Por un lado, la mayor presencia de los inversores locales evitaba una caída de la demanda de los títulos públicos en el mercado internacional y, de este modo, se evitaba un aumento de la prima de riesgo soberano. Por otro lado, se producía de hecho una mayor participación de residentes en la deuda externa pública (ver Gráfico 5.8).

Gráfico 5.7 – Cartera de residentes de títulos públicos argentinos colocados en el exterior, 1992-2001 (USD millones)



Fuente: Elaboración propia sobre datos del INDEC

Gráfico 5.8 – Residencia de los acreedores de la deuda en títulos públicos argentinos, 1994-2001 (%)



Fuente: Elaboración propia sobre datos del INDEC.

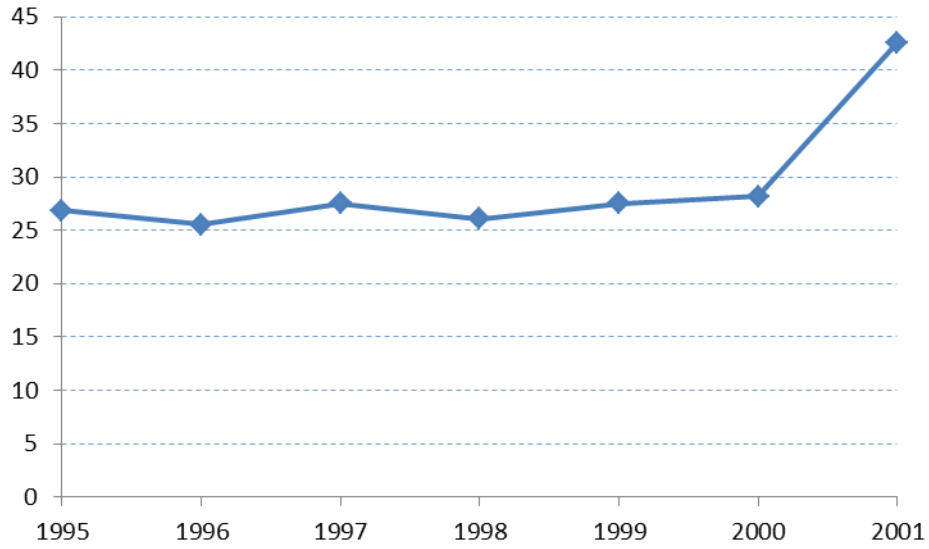
Las crecientes necesidades por el incremento de los vencimientos y la progresiva pérdida de accesibilidad al sistema financiero mundial tuvieron como contrapartida un aumento relativo de la deuda colocada en el mercado doméstico: leve de 1998 a 2000 y con un salto en 2001 (ver Gráfico 5.9). Por ello, además de extender los plazos, Kiguel explicaba que

> la otra cosa que hicimos fue empezar a desarrollar un mercado local. Eso fue más adelante, año '97-'98, a través de lo que fue la creación de las Letras de Tesorería, las Letes, y los Bonos del Tesoro, los Bontes (AHO, 22/11/07).

En 1999, ante el progresivo cierre del mercado internacional, las colocaciones internas aumentaron. A mediados de año, el equipo de Kiguel, tras el escaso entusiasmo recibido en Nueva York por parte de los inversores institucionales, decidió colocar títulos en el mercado local. Incluso allí se reflejaba creciente desconfianza. La emisión de USD 368 millones en Bonos del Tesoro exigió una tasa de 15,3%, la más alta de la era de la Convertibilidad.[422] De todos modos, la opción local era limitada dado que era "un mercado de capitales muy chico como era el argentino. (…). Esa fue una de las razones por las cuales hubo que ir afuera" (Kiguel, AHO, 22/11/07).

[422] Javier Blanco, "No encuentra techo el costo de la deuda", *La Nación*, 04/08/99, p. 14.

Gráfico 5.9 – Deuda pública doméstica en Argentina, 1995-2001 (% sobre total deuda pública)

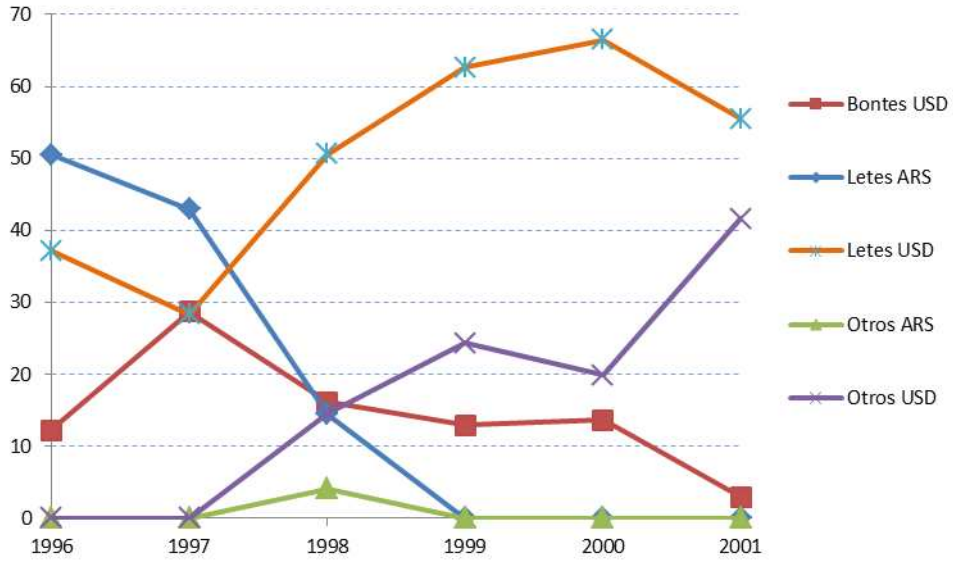


Fuente: Elaboración propia sobre datos de Cowan et al. (2006).

Si bien se observa una relativa estabilidad de la deuda pública doméstica hasta 2000, el indicador de tipo de título emitido (moneda y maduración) en 1996-2001 también dan cuenta en este caso de una temprana progresiva pérdida de credibilidad en la sustentabilidad de la política de emisión de títulos públicos. Los de mayores plazos, los Bonos del Tesoro (Bontes) en dólares, tras el pico de 1997, decaen hasta casi desaparecer en 2001.[423] En las Letras del Tesoro (Letes), de plazos más cortos, se observa una caída de los emitidos en moneda local entre 1996 y 1998 (a partir de 1999 ya no más emisiones en pesos en el mercado doméstico) y el ascenso de aquellos en dólares (ver Gráfico 5.10). Dada la división del trabajo entre los actores financieros locales, se observa en el mercado doméstico una menor participación de las AFJP (que invertían crecientemente en el internacional) y una mayor de los bancos comerciales locales, entidades que tenían mayor participación en la compra de Letes.

[423] No hubo Bontes en pesos argentinos, un indicador de los límites de la credibilidad de los inversores.

Gráfico 5.10 – Emisión de títulos públicos en el mercado local en Argentina por tipo de título y por moneda, 1996-2001 (%)



Notas: Las estimaciones se realizaron sobre el valor en dólares de los montos colocados al momento de la emisión. Se excluyen las operaciones de canje.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Oficina Nacional de Crédito Público de la República Argentina.

A final del período, con su mayor participación en el mercado internacional y las crecientes colocaciones en el mercado doméstico, la sustentabilidad de la política de emisión de títulos públicos dependía de forma abrumadora de los inversores locales y, hasta donde era posible, entre minoristas. Según el subsecretario de Financiamiento (1999-2001) Julio Dreizzen, a lo largo de 2000, la mitad de los títulos públicos se habían colocado entre argentinos, un tercio del total sólo entre las AFJP. De la otra mitad, dos tercios había parado a inversionistas minoristas, principalmente europeos (la mitad, italianos) y japoneses.[424]

2. Debilitamiento de la coalición político-social gobernante y profundización de la dependencia de la percepción de los actores privados del sistema financiero mundial

Como se analizó, para varios protagonistas a inicios de la década del noventa se había producido una "síntesis histórica" que había reunido el liderazgo político peronista y la agenda económica liberal. Habían percibido "un cambio fundamental en el peronismo". Para

[424] Jorge Rosales, "El FMI es un acreedor menor de la Argentina", *La Nación*, 11/06/00, p. 7.

los sectores del liberalismo económico, después de dos experiencias previas frustradas, por fin se habían dado las condiciones políticas para implementar las reformas largamente promocionadas. Sin embargo, durante la segunda mitad de década del noventa, esta síntesis se fue disolviendo. Por un lado, los grupos económicos locales adoptaron diversas estrategias que modificaron sus necesidades e intereses ante el Plan de Convertibilidad. Como resultado, de modo similar a los grandes inversores institucionales internacionales, los grupos económicos locales reducían su dependencia a la sustentabilidad del Plan de Convertibilidad. Por otro, la imposibilidad de nueva reelección de Menem y las pujas internas dentro del peronismo fueron aumentando las distancias entre el PJ y la agenda económica liberal. La disolución de la "síntesis histórica" implicaba la desaparición de uno de los pilares de la coalición político-social gobernante.

a. Cambios en los grupos económicos locales

Después de la crisis mexicana, la estrategia de los sectores locales que habían repatriado sus capitales a inicios de la década para participar del proceso de privatizaciones se modificó. Esto cuestión ha sido ampliamente estudiada por lo que se presenta sintéticamente las principales rasgos del proceso. Para observarlos, algunos autores han analizado las características de las 200 empresas más grandes, la denominada "cúpula empresaria". A lo largo de la década se observa, por un lado, un proceso de concentración y, por otro, una modificación de su composición. Para observar la concentración, el indicador utilizado ha sido la comparación de la evolución de las ventas de las grandes firmas con la del PIB. Basualdo (2002) observa que estas ventas "crecen sostenidamente aun cuando la economía en su conjunto entra en una etapa recesiva, como ocurrió en 1995" (2002: 18). Para Castellani y Gaggero (2011),

> estos disímiles patrones de comportamiento entre la evolución del PIB y las ventas de las cúpula muestran un significativo incremento en la concentración económica del conjunto de la economía argentina en torno a ese número reducido de grandes firmas que se expandieron sostenidamente a una tasa tres veces mayor que la de la economía en su conjunto (2011: 269).

Por otro lado, se produjo una modificación en la composición de las principales firmas de la economía argentina en un proceso de extranjerización, reprimarización y mayor inserción exportadora. Como se señaló, durante la primera mitad de la década los grupos económicos locales se habían asociado con inversores extranjeros para la formación de los consorcios

controlantes de las empresas privatizadas y, también, en otras firmas como en los nuevos fondos privados de pensión y los sectores de supermercados y de telecomunicaciones (en este caso, en la segunda mitad de la década).[425] Si durante la primera mitad de la década, los capitales extranjeros habían tenido una activa participación en la compra de empresas estatales, a partir de 1994 llegó el turno del sector privado. Kosacoff y Ramos (2002) identifican dos etapas en el comportamiento de los flujos de la Inversión Extranjera Directa (IED) hacia la Argentina. En 1990-1993, más de la mitad correspondió a privatizaciones y concesiones de activos públicos. En la segunda, el crecimiento de la IED se debió en particular al proceso de fusiones y adquisiciones de firmas privadas: de los USD 55 mil millones en 1990-2000, 88% correspondió al capital extranjero (Kuflas, 2001: 27). Mientras que la venta de empresas estatales al sector privado fue por un monto total aproximado de USD 19 mil millones, durante la década del noventa, y sin considerar la compra de YPF por Repsol, el traspaso de firmas de capital nacional a inversores extranjeros superó USD 30 mil millones.[426] A fines de la década, las firmas de capital foráneo contribuían en más de 30% del PIB y representaban más de la mitad de las ventas de las 1.000 empresas más grandes del país.[427]

La contrapartida lógica fue, a partir de 1995, la menor presencia de los grupos económicos locales en la cúpula empresaria. Esto se observa en la menor participación de las firmas que controlaban en el total de ventas y en la composición accionaria en los consorcios en los cuales se habían asociado con el capital extranjero (Basualdo, 2002). Castellani y Gaggero (2011) identifican cuatro estrategias de los grupos económicos locales en el escenario post-Tequila que, si bien no fueron las únicas, sí las más importantes: a) profundización de la inserción primario-exportadora;[428] b) reconversión productiva hacia actividades agropecuarias y agroindustriales, incluyendo una expansión en la región, lo que implicó un proceso de internacionalización y la formación de empresas multinacionales;[429] c)

[425] En efecto, la formación de asociaciones excedió al proceso de privatizaciones. Además de las AFJP, pueden mencionarse, por ejemplo, los casos en el sector de telecomunicaciones de las firmas Cablevisión (TCI y Eurnekián), Movicom (Bell South y grupo Macri), en supermercados, de Disco (Disco Ahold y el grupo Velox) y Norte (Promodès y Alberto Guil), y en el sector inmobiliario, IRSA (Soros y Elstzain).
[426] "Otras voces, otros ámbitos", *Mercado*, 06/99, p. 46.
[427] "Otras voces, otros ámbitos", *Mercado*, 06/99, p. 46.
[428] Un ejemplo del CEA fue el grupo Arcor.
[429] Por ejemplo, entre los miembros del CEA, los grupos Pérez Companc, Bunge y Born, Garovaglio y Zorraquín. El caso más notorio fue Pérez Companc, el principal grupo económico del país, con la venta de Quintal (1996), Banco Río (entre 1997 y 2000), Pecom Nec (1997), Alto Palermo (1997), Sociedad Anónima de Electricidad

profundización de la inserción "mercadointernista" de grupos poco expuestos a la competencia internacional y en condiciones de defender sus posiciones dominantes en sus sectores de actividad;[430] d) "retirada oportuna"[431] (2011: 279-285).[432]

Son varios los factores posibles que explican la reorientación de las inversiones de los grupos económicos locales. Primero, una acción preventiva por una pérdida de credibilidad temprana en la sustentabilidad del Plan de Convertibilidad posiblemente incentivada por la crisis mexicana y agravada por los *shocks* externos posteriores. En este caso, el comportamiento de los grupos económicos locales expresaría al menos coincidencia con (y quizás una consecuencia de) las decisiones de los grandes inversores institucionales internacionales. Un segundo factor fue el excesivo apalancamiento que debió resolverse con la venta de activos. En efecto, la progresiva pérdida de accesibilidad al sistema financiero mundial y los crecientes vencimientos de deuda afectaron el funcionamiento de firmas. La crisis mexicana había significado una primera alarma para las firmas locales, que tuvieron dificultades para pagar parte de los vencimientos de deuda. Tras la misma, el panorama tampoco era mucho más alentador. En el período 1996-2004, la deuda externa privada a cancelar alcanzaba USD 9.049 millones, cuyo 84,9% vencía en el período 1996-2000.[433] En un contexto internacional e interno adverso, las colocaciones de ON habían decaído a lo largo de 1999. En el primer semestre del año sólo 20 empresas efectuaron pedidos de autorización para la emisión de ON por un monto total de USD 3.865 millones, cuando en el mismo período en 1998 había sido 30 firmas por USD 8.240 millones.[434] Hacia mediados 1999, seis empresas argentinas habían entrado en cesación de pagos de deuda por USD 687

(1999), las tenencias en YPF (1999) y, paralelamente, la compra de Molinos (1998), firma del sector agropecuario. Natascha Esquivel, "De compras, fuera de la región", *Mercado*, 10/00, pp. 60-64.

[430] Castellani y Gaggero (2011: 285) mencionan los casos de grupos de la industrial textil (Alpargatas, Gatic), de la industria cementera (Loma Negra, Corcemar), de los medios (Clarín y La Nación) y de servicios (Roggio, Eurnekián). Por ejemplo, a finales de los noventa, 75% de los ingresos de Loma Negra provenían de la cementera. El grupo Roggio, a pesar de su participación en las privatizaciones, mantuvo como eje de sus negocios al sector de construcción, con la Compañía Latinoamericana de Infraestructura y Servicios (CLISA). "Otras voces, otros ámbitos", *Mercado*, 06/99, p. 46.

[431] Los dos ejemplos paradigmáticos fueron las firmas Terrabusi, que pasó a manos de Nabisco, y Baggley, al grupo francés Danone, que posteriormente también adquiriría La Serenísima a Mastellone. "Otras voces, otros ámbitos", *Mercado*, 06/99, p. 46.

[432] Como mencionan Castellani y Gaggero (2011), hay dos casos que no cuadran con la tipología de estrategias: los grupos Techint y Soldati (2011: 287). En el primer caso, el crecimiento del holding se canalizó por sus negocios tradicionales (siderurgia y construcción), no sólo en la Argentina, sino también con la compra de plantas en Italia, México y Venezuela. En el segundo caso, se mantuvo la estrategia iniciada a comienzos de la década lo que derivaría, en 2000, en una convocatoria a acreedores.

[433] "Deuda privada sin riesgo", *La Nación*, 10/07/96, p. 15.

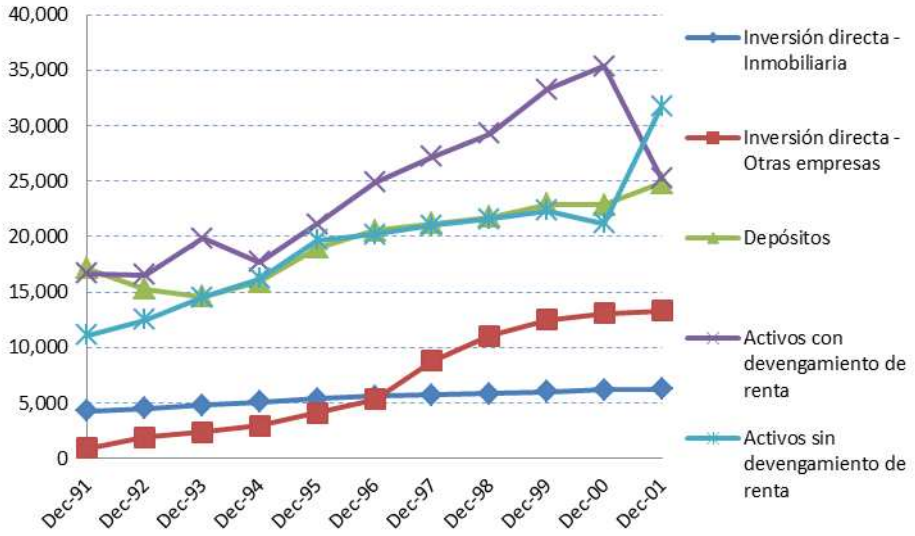
[434] "Se deteriora el mercado de deuda privada", *La Nación*, 09/08/99, p. 13

millones.[435] Según la calificadora Fitch, 68 firmas locales entraron en cesación de pagos entre finales de los noventa y 2003, la mayorías de las cuales antes del fin del Plan de Convertibilidad.[436] Ante este escenario, en 2001 el titular del grupo SOCMA, Francisco Macri, reclamaba "medidas drásticas, como por ejemplo estatizar la deuda privada, y tener un banco (…) que atienda especialmente los proyectos industriales".[437] Finalmente, también influyó la incapacidad para competir con el capital extranjero en una economía abierta. Como señalan Castellani y Gaggero (2011), los grupos económicos locales "muy expuestos al aumento de la competencia externa prácticamente fueron diezmados durante el período final de la Convertibilidad, mientras que los que se ubicaban en sector no transables (servicios, por ejemplo) tuvieron mayor éxito" (2011: 286). Según Kosacoff y Ramos (2002), "la ventaja decisiva de las filiales de transnacionales sobre las empresas locales residió en el control de los aspectos tecnológicos, en las habilidades ya acumuladas para operar en economías abiertas y en la capacidad de financiar la reconversión" (2002: 75).

Simultáneamente, la reorientación de las inversiones de los principales grupos económicos locales se tradujo en una aceleración del proceso de salida de capitales. Una parte fueron inversiones directas, expresión de la mayor internacionalización de algunas grandes firmas locales.[438] Sin embargo, la mayoría fue destinada a obtener una renta financiera y como mecanismo de ahorro sin riesgo cambiario. La consecuencia fue el aumento de los activos en el exterior de los sectores residentes, en especial del sector privado no financiero a partir de 1994. Entre los activos de este sector, se destacan las categorías de "activos con devengamiento de renta", "activos sin devengamiento de renta" y "depósitos" (ver Gráfico 5.11).

[435] Alpargatas (USD 465 millones), Hidroeléctrica Piedra de Águila (USD 9,8 millones), Sociedad Comercial del Plata (USD 150 millones), Supercanal (USD 18 millones) y Central Térmica Güemes (USD 60 millones). Alejandro Alonso, "Is there life after default?", *IFR Latin America*, 14/06/99, p. 23.
[436] "La Argentina es líder en default privado", *La Nación*, Economía & Negocios, 05/08/03, p. 5.
[437] Macri propone estatizar deuda privada", *Clarín*, 24/10/01, p. 24.
[438] Por ejemplo, Techint, Arcor, Macri, Pescarmona, Bulgheroni y Bagó.

Gráfico 5.11 - Activos en el exterior del Sector Privado no Financiero en Argentina, 1991-2001 (USD millones)



Fuente: Elaboración propia sobre datos del INDEC.

Con la modificación de la composición de la cúpula empresaria y la transferencia de activos al exterior se produjeron dos consecuencias mayores en las bases políticas del orden económico instaurado en 1991. Primero, la coherencia de necesidades e intereses de los grupos económicos locales con el resto de la coalición político-social de gobierno se debilitó. La venta de activos implicó, por un lado, una menor dependencia de los grupos económicos locales de la sustentabilidad del Plan de Convertibilidad. Por otro lado, la transferencia de capital al exterior los protegía contra el riesgo cambiario. De hecho, una devaluación del tipo de cambio se traducía en beneficios tangibles para sus activos en divisas en el exterior. La segunda consecuencia es que a partir de 1998 se modificó el comportamiento del sector privado en la cuenta financiera del balance de pagos. Si en 1997 este sector había alcanzado su máximo en el aporte de divisas a la economía argentina, a partir de 1998 esto se modifica, con saldos positivos cada vez más reducidos hasta tener en 2000-2001 un saldo negativo. De hecho, el saldo general del balance de pagos del sector privado no financiero pasó a ser negativo ya desde 1998.

Como resultado, era la política de emisión de títulos públicos del gobierno nacional la que sostenía el ingreso de divisas. El creciente endeudamiento del Estado argentino había excedido sus necesidades y financiaba a la economía en su conjunto a través de la obtención

de divisas en el mercado internacional que luego inyectaba al mercado interno. Según Damill (2000), estas divisas generadas por el sector público tuvieron tres usos: financiar la cuenta corriente, la acumulación de reservas del BCRA y la acumulación de activos externos por los residentes. Dado que el saldo del balance de pagos del sector privado no financiero se volvió negativo a partir de 1998, esto significa que la política de emisión de títulos públicos en parte financió la acumulación de activos externos por parte de los residentes.[439]

b. El veto a la "peronización" de la economía

Al retiro de los grupos económicos locales se sumó una creciente disociación entre la agenda liberal y el liderazgo peronista, lo que derivó en un debilitamiento de la base partidaria de la coalición político-social gobernante. Menem había reunido las dos condiciones políticas reclamadas por el liberalismo económico criollo: voluntad y capacidad. Sin embargo, el dilema que se abría hacia la elección presidencial de 1999 era la separación entre quienes expresaban la mayor voluntad y quienes tenían mayores capacidades políticas. Esto sería crítico cuando las circunstancias plantearían de hecho el conflicto entre distintos objetivos: en 2000, por primera vez desde la vigencia del Plan de Convertibilidad, el gasto en concepto de intereses de la deuda pública nacional y provincial (USD 9.500 millones) superó al de salarios de la administración pública nacional (USD 7.300 millones).[440]

A mediados de la década y tras la crisis mexicana, uno de los balances más notorios de la política gubernamental era el fuerte deterioro de las condiciones sociales, en particular en el mercado laboral. Varios sectores reclamaron suspender el pago de los servicios de la deuda. Ante los temores sobre la posibilidad de un giro en la estrategia económica del gobierno, Menem ratificó el rumbo, afirmando que "si queremos evitar males mayores, debemos cumplir con los compromisos externos contraídos". El presidente advirtió que no se iba a "peronizar" la economía".[441] Nuevamente, ante las crecientes dudas sobre la continuidad de Cavallo en el gobierno a comienzos de 1996, ADEBA expresaba su preocupación por una "peronización de la economía".[442]

[439] Este proceso ha sido estudiado en múltiples trabajos por los economistas de FLACSO – Argentina, quienes afirman que el endeudamiento financió la estrategia de "valorización financiera" de los grande grupos económicos locales.
[440] Néstor Restivo, "El Estado paga más intereses de la deuda que salarios públicos", *Clarín*, 20/06/00, p. 8.
[441] Mauricio Carini, "Menem envió señales para afuera y para adentro", *La Nación*, 28/06/95, p. 16.
[442] Alejandro Matvejczuk y Néstor Restivo, "Hay dudas entre los banqueros", *Clarín*, 25/03/96, p. 17.

La expresión caracterizaba al proceso político argentino en la etapa final del Plan de Convertibilidad: una agenda política dominada por la idea de la doble imposibilidad de revertir el camino recorrido y de modificar la senda a futuro. Los pilares del orden económico instaurado en 1991 quedaban fuera de los temas de debate: ni el Plan de Convertibilidad ni la política de endeudamiento que lo sostenía podían ser objeto de cambio. Como explicaba el presidente de Citibank Argentina, Carlos Fedrigotti, "hay una sola vía, que funciona en dos sentidos: para adelante y para atrás. No hay dos alternativas. Esa es una falacia, y es deshonesto prometerle a la gente que existe una manera distinta de organizar las cosas".[443]

Motivos subjetivos y objetivos explican esta doble imposibilidad. Por un lado, el Plan de Convertibilidad gozaba de un alto consenso social en una población que recordaba el caos que lo había antecedido. Por ello, era improbable que las principales fuerzas políticas tuvieran la voluntad de ofrecer una propuesta alternativa. Pero, por otro lado, incluso si tuvieran esa voluntad, la capacidad de encarar un curso distinto era limitada debido a factores objetivos. Primero, como se analizó, la estrategia central para generar credibilidad entre los dueños de la inversión había sido reducir la discrecionalidad estatal. Desde la corrida bancaria de noviembre de 1992, varias medidas oficiales contribuyeron a una profundización de esa estrategia donde ya no sólo era una cuestión de si se *quería* abandonar de la Convertibilidad sino si se *podía* dados los crecientes costos de salida. Como señala el FMI,

> a fin de que el Plan de Convertibilidad resultara creíble cuando fue inicialmente presentado, había sido estratégicamente diseñado de tal manera que la alternativa de abandonar la paridad fuera costosa, y estos costos fueron aumentando con el correr del tiempo a medida que la paridad fija determinó comportamientos que se reflejaron en los balances de empresas y otros aspectos de la vida económica (FMI, 2004b: 34).

Se había producido a lo largo de la década una dolarización de la economía, sobre todo de créditos y depósitos. La versión más extrema de esta estrategia se expresó en la propuesta de sectores del gobierno, tras la crisis rusa y la devaluación del real, de abandonar el peso argentino y adoptar al dólar estadounidense. En 1998 habían comenzado las conversaciones de los funcionarios argentinos con las autoridades estadounidenses. Sin embargo,

[443] Sebastián Campanario, Andrés Borenstein y Dario D'Atri, "'La política afecta de nuevo a la economía'", *Clarín*, 11/07/99, p. 6.

posteriormente se diluyeron por la campaña electoral. El nuevo gobierno de De la Rúa no prosiguió el tema (FMI, 2004b: 37).

Un segundo factor objetivo era la dificultad operativa de reestructurar la deuda pública. No sólo los costos de salida habían aumentado. Una estrategia alternativa al Plan de Convertibilidad implicaba necesariamente una reestructuración de la deuda pública, dado que una vez que se devaluara el peso, los costos en relación al presupuesto de los servicios de una deuda mayoritariamente en moneda extranjera se dispararían. Sin embargo, desde el Plan Brady esta posibilidad era cada vez más compleja de realizar por la atomización de los acreedores, lo que derivó en un debate sobre modalidades de restructuración.[444] Como se analizó, ya no había más Comité de Bancos con quien negociar. Ahora sólo se podía interactuar con "el mercado" a través de los bancos de inversión y los grandes inversores. La ausencia de una coordinación centralizada por lo tanto derivaba en una dificultad operativa en implementar una estrategia alternativa al Plan de Convertibilidad.

Por ello, en 1999 Eduardo Escasany (Banco Galicia) sostenía que "los acreedores de hoy de la Argentina son miles de tenedores de bonos, para los cuales es impensable la idea de cualquier tipo de condonación de deuda ni nada que se le parezca".[445] El diputado radical Raúl Baglini argumentaba que "ojalá fuera como en 1985, cuando teníamos como acreedores a 500 bancos, con nombre, apellido y dirección. Había que ir y tocar el timbre y se podía renegociar. (…) Ahora los acreedores están escondidos en bonos".[446] En el mismo sentido, Daniel Artana, economista de FIEL, sostenía que uno de los principales obstáculos de iniciar un proceso de reestructuración de la deuda era la gran cantidad de acreedores. Esto dificultaba juntar una "masa crítica" (cuestión crítica en las negociaciones del Brady) y llevaría a un largo proceso de negociaciones, tiempo durante el cual se vería afectado el financiamiento que podía recibir el país, provocando así un daño al conjunto de la economía.[447] De hecho, reflejo de las consecuencias de la sustitución de préstamos por títulos, una diferencia sustancial entre el Plan Brady y de la gran reestructuración de mediados del 2001 (el Megacanje) fue el mecanismo para establecer los precios. Como

[444] Al respecto, ver UNCTAD (2011). Una propuesta que ha emergido es la cláusula de acción colectiva.
[445] Sebastián Campanario, Andrés Borenstein y Dario D'Atri, "'La política afecta de nuevo a la economía'", *Clarín*, 11/07/99, p. 6.
[446] Jorge Oviedo, "No hay vida después del default", *La Nación*, Economía & Negocios, 22/07/01, p. 1.
[447] Daniel Artana, "Los problemas que provoca la cesación de pagos de la deuda", *La Nación*, 02/11/01, p. 11.

explica Daniel Marx, en el segundo caso, "no hay espacio para negociar. El Plan Brady era una negociación. Esto era una especie de licitación".[448] Por estos motivos, la posibilidad de modificar el orden económico vigente era reducida, más allá de la voluntad de la dirigencia política. Así lo percibía, el titular del FMI, Michel Camdessus, al afirmar en 1996 que tenía "confianza en que se continuará el modelo económico no sólo porque confío en los hombres que lo conducen sino porque el proceso es irreversible".[449]

Dado el consenso social y las dificultades objetivas de salida, las principales fuerzas políticas fueron aceptando la imposibilidad de cambios futuros. Ello significaba, dada la dependencia estructural del orden económico vigente de la política de endeudamiento, seguir también la estrategia de generar credibilidad a quienes conformaban la demanda por los títulos públicos y quienes influían en ella, bancos de inversión y calificadoras de riesgo. El proceso político argentino estaba crecientemente bajo una lógica donde había que emitir señales positivas para generar confianza y favorecer la percepción (el "riesgo-país") de los actores privados financieros ("el mercado"). Progresivamente, cualquier mención sobre una estrategia económica alternativa debía ser evitada. El Plan de Convertibilidad y la política de emisión de títulos públicos que la sostenía no podían ser criticados. Como señala el FMI, "se temía que el mero hecho de debatir el régimen de convertibilidad, especialmente en un momento de nerviosismo de los mercados, hiciera tambalear su viabilidad, produciéndose una profecía autocumplida" (FMI, 2004b: 39). El presidente del Citibank Argentina, Carlos Fedrigotti, sostenía que "con respecto a la deuda, lo que todos queremos es que esto desaparezca del debate público, porque me parece peligroso hablarlo, sobre todo en tiempos prelectorales".[450] Para el banquero,

> los políticos saben perfectamente que si ellos no se ponen de acuerdo y si el comportamiento que todos los argentinos esperamos de ellos no se da dentro de los lineamientos de estabilidad y previsibilidad, los sectores económicos se van a poner nerviosos.[451]

A mediados de 1999, el líder del opositor Frente por un País Solidario (Frepaso), Carlos Álvarez, afirmaba que "todo gesto en torno a la deuda externa que roce la demagogia afecta

[448] Entrevista con el autor, 21/12/07.
[449] "Apoyo del FMI a Roque Fernández", *La Nación*, 28/07/96, p. 5.
[450] Sebastián Campanario, Andrés Borenstein y Dario D'Atri, "'La política afecta de nuevo a la economía'", *Clarín*, 11/07/99, p. 6.
[451] Carlos Baulde, "'No tememos a la Alianza'", *Noticias*, 26/09/98, p. 40.

el interés nacional. Eso va a generar un efecto contrario al deseado: un gran nivel de desconfianza que va a hacer subir los intereses".[452] De este modo, los intereses de los inversores locales y externos pasaban a estar asociados con el interés general, la estabilidad. El monitoreo de los actores privados financieros, presentados monolíticamente como "los mercados", asumía así las características del Panóptico de Foucault, el tipo ideal de diagrama del poder donde no importa quién lo ejerce y ni siquiera si es ejercido mientras el dominado sepa que es vigilado.[453]

Como resultado, frente a las elecciones presidenciales de 1999, se multiplicaron las expresiones de tranquilidad entre los sectores más vinculados al orden económico vigente, como los propietarios de los bancos locales. Enrique Cristofani (Banco Río) observaba que "algo distintivo de este proceso de transición que estamos viviendo es que los lineamientos básicos del modelo no están en discusión. Y eso es muy positivo de cara al futuro".[454]. Ana Botín (grupo Santander) explicaba que

> no tengo miedo. El único miedo de cualquier inversor extranjero es que le cambien las reglas de juego. O sea un gobierno que haga las cosas radicalmente distintas. Veo difícil que se cambien de forma drástica. (…) Como está el entorno no hay ningún elemento que me haga sentir preocupada por una devaluación.[455]

Escasany (Banco Galicia) afirmaba que

> hay una gran cantidad de puntos que todos los políticos que se van a presentar a las próximas elecciones comparten. Uno habla con ellos y escucha matices diferentes pero un eje común. Nadie habla de que queremos inflación, déficit fiscal. (…) Vamos por buen camino, cualquiera sea el resultado de las elecciones presidenciales porque hay una base sólida en el pensamiento de la gente que no cuestiona los valores fundamentales de esta sociedad".[456]

[452] Ismael Bermúdez, "Cómo pagar y no morir en el intento", *Clarín*, 04/07/99, p. 7.
[453] En el Panóptico se genera una situación en la que "la perfección del poder tienda a volver inútil la actualidad de su ejercicio; que ese aparato arquitectónico sea una máquina de crear y de sostener una relación de poder independiente de aquel que lo ejerce; en suma, que los detenidos se hallen insertos en una situación de poder de la que ellos mismos son los portadores. Para esto, es a la vez demasiado y demasiado poco que el preso esté sin cesar observado por un vigilante: demasiado poco, porque lo esencial es que se sepa vigilado; demasiado, porque no tiene necesidad de serlo efectivamente. (…). Poco importa, por consiguiente, quién ejerce el poder (…). El Panóptico funciona como una especie de laboratorio del poder. (…) Debe ser comprendido como un modelo generalizable de funcionamiento; una manera de definir las relaciones de poder con la vida cotidiana de los hombres" (Foucault, 2005: 204-208).
[454] Sebastián Campanario, Andrés Borenstein y Dario D'Atri, "'La política afecta de nuevo a la economía'", *Clarín*, 11/07/99, p. 6.
[455] "Ana Botín: 'No es malo que se privaticen los bancos'", *Ámbito Financiero*, 13/05/98, p. 15.
[456] Darío D'Atri y Andrés Borenstein, "'La temperatura política es alta'", *Clarín*, 24/05/98, p. 10.

Del mismo modo, Manuel Sacerdote (BankBoston), quien en abril de 1999 asumió la presidencia del CEA, sostenía que

> quien gane las elecciones –sea la Alianza o el justicialismo- deberá respetar la Convertibilidad porque quien se atreva a hacer un ajuste en el tipo de cambio se meterá en un problema del que le será muy difícil salir. Sería suicida salir de la Convertibilidad (…). Creo que la Convertibilidad hay que mantenerla a ultranza y esto es compartido tanto por la Alianza como por el oficialismo.[457]

Finalmente, el vicepresidente de Citibank Argentina, Guillermo Stanley, afirmaba que

> la mayoría de los políticos argentinos han madurado muchísimo en los últimos tiempos y saben perfectamente en qué dirección debe ir el país. Nosotros estamos muy tranquilos porque sabemos que cualquiera de los candidatos que gane las elecciones del año próximo no va a cometer ninguna locura.[458]

Este proceso era especialmente agudo en el caso de la Unión Cívica Radical (UCR), partido asociado a la hiperinflación y donde todavía ejercía una gran influencia el expresidente Raúl Alfonsín, quien representaba posiciones contrarias a las reformas estructurales. La incertidumbre sobre la posición futura de la UCR era sintetizada por Ruete Aguirre: "en el radicalismo hay muchas tendencias. Habría que ver a cuál representa quien resulte elegido para postularse por la UCR".[459] Tras el acuerdo entre la UCR y el Frepaso que derivó en la conformación de la Alianza, sus principales líderes, plenamente conscientes de la carga del pasado de inestabilidad económica, tuvieron especial cuidado en construir credibilidad entre inversores locales y externos. Por ello, en una lógica de emitir señales de confianza, rápidamente nombraron como referente económico (y potencial ministro de Economía) a José Machinea, expresidente del BCRA y economista vinculado a la Unión Industrial Argentina.[460] Esta decisión fue elogiada por el gran empresariado local. El titular del CEA, Santiago Soldati, sostenía que Machinea era "una persona reconocida y es una buena designación", aunque aclaraba que "sólo conozco a Machinea, y todavía es muy temprano para saber qué grado de aval político tiene él".[461] A mediados de 1998, una encuesta a 168 ejecutivos de grandes empresas locales que habían asistido a la convención anual de ADEBA

[457] Claudia Boragni, "'Sería suicida salir de la convertibilidad'", *Clarín*, 25/04/99, p. 8.
[458] Carlos Baulde, "'No tememos a la Alianza'", *Noticias*, 26/09/98, p. 40.
[459] Eduardo De Simone, "Ruete Aguirre: no es aconsejable que Menem busque otra reelección", *La Nación*, Economía & Negocios, 26/01/97, p. 3.
[460] Gran parte de la carrera profesional de Machinea había sido desarrollada dentro del BCRA, donde había escalado en la estructura administrativa. Posteriormente, había sido en 1991 director del Instituto de Estudios Económicos de la UIA gracias a su vínculo con Roberto Rocca, presidente del grupo Techint.
[461] "Para los ejecutivos, la prioridad es luchar contra la corrupción", *La Nación*, 31/05/98, p. 10.

arrojaba una preferencia entre los posibles candidatos de la Alianza por el Jefe de Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, el radical Fernando de la Rúa. Entre los posibles candidatos del PJ, la opción dominante era "ninguno".[462] Para los sectores inversores locales, crecientemente vinculados con la política de emisión de títulos públicos a partir del progresivo retiro de los grandes inversores internacionales, se formaba así una nueva opción hacia 1999, especialmente atractiva al considerar el proceso interno en el peronismo.

En efecto, dentro del PJ, los sectores que emergían bajo el liderazgo del gobernador de la provincia de Buenos Aires, Eduardo Duhalde, fueron corporizando ese temor a la "peronización" de la economía. Duhalde se posicionaba como un retorno a las fuentes tras la etapa que había significado Menem, tratando de conciliar en su discurso un apoyo a la continuidad del Plan de Convertibilidad con banderas tradicionales del peronismo de justicia social y críticas a la "patria financiera". En 1998, Duhalde afirmaba que el modelo económico "está agotado", agregando que "los problemas macroeconómicos se solucionaron, los sociales no". Sin embargo, sobre la Convertibilidad, afirmó que "tendrá vida por mucho tiempo".[463]

Las posiciones de Duhalde generaron el rechazo de los *think tank* liberales y de los sectores inversores locales y externos. Uno de los principales economistas del CEMA, Carlos Rodríguez, sostenía que Duhalde "expresa la vieja alianza peronista".[464] El presidente de ADEBA, Eduardo Escasany, en una opinión que según el banquero "no es la de todos los empresarios, pero sí la de todos los empresarios que conozco", señalaba que

> me parece que Eduardo Duhalde transita un camino inverso al del presidente Menem. No cree tanto en el sector privado, tiene mensajes contradictorios en relación con el papel del Estado, y algunas de sus actitudes me traen reminiscencias del viejo peronismo. (…) Si el presidente priorizó la reducción del aparato del Estado con un enfoque que catapultó la Argentina al mundo, Duhalde avanza en sentido contrario. Si logra concretar su propósito, estaría tocando la columna vertebral del cambio argentino.[465]

A mediados de 1999, Duhalde, ya ungido como candidato presidencial del PJ, iba cayendo en las encuestas frente al candidato de la Alianza, Fernando de la Rúa. A pesar sus garantías al pago de los servicios de la deuda en la convención anual de ABA, la nueva entidad que

[462] "Para los ejecutivos, la prioridad es luchar contra la corrupción", *La Nación*, 31/05/98, p. 10.
[463] Paola Juárez, "Duhalde buscó el aval empresario", *La Nación*, 20/08/98, p. 7.
[464] Rubén Correa, "Los efectos de la interna peronista", *La Nación*, 19/08/95, p. 11.
[465] Hugo Grimaldi, "Para Escasany, Duhalde es igual al viejo peronismo", *El Cronista*, 21/03/97, p. 2.

reunía a todos los bancos privados, el titular del Citibank Argentina, Carlos Fedrigotti, afirmaba que las palabras de Duhalde "no tranquilizaron a los inversores. Lo que dijo es lo que ellos no quieren escuchar".[466] En cambio, en la misma reunión, adoptando la estrategia de construcción de credibilidad que hasta entonces habían sido monopolio del gobierno, De la Rúa sostenía que

> quiero ser presidente para equilibrar el déficit y lograr que la Argentina alcance una calificación de "grado de inversión" que nos revele ante el mundo como un país estable y seguro para las inversiones. Ser presidente de un país que pague sus deudas y cumpla con sus obligaciones.[467]

En agosto, los analistas del banco de inversión Merrill Lynch sostenían en un informe que

> la caída en las encuestas del candidato del PJ Eduardo Duhalde indica que sus declaraciones sobre la reestructuración de la deuda pública no fueron bien recibidas por los votantes, dado que contribuyeron a aumentar el riesgo-país y las tasas de interés, lo que retrasa la posibilidad de recuperación económica (…). El veredicto dado por la gente es muy positivo para el mercado desde nuestra perspectiva porque muestra que la memoria de la hiperinflación todavía representa una fuerte barrera para cualquier tipo de propuesta que pudiera producir inestabilidad financiera.[468]

Del mismo modo, para el ejecutivo del banco de inversión CSFB y arquitecto del Plan Brady, David Mulford,

> lo mal que anda Duhalde en las encuestas es una prueba de que los argentinos comprendieron la importancia de las reformas y no quieren marchas atrás. Esa idea de que hay que ir para atrás y renegociar los términos de la deuda lo castigó duramente y demuestra que, para el hombre común, las políticas de modernización son buenas. (…) El compromiso de Machinea de buscar el grado de inversión para la deuda argentina es un dato altamente positivo, que traerá enormes beneficios a la gente de la Argentina, a sus trabajadores y a la economía en general. Ayudará a reducir el costo del capital.[469]

La candidatura de Duhalde había demostrado los límites del *aggiornamiento* del peronismo a las ideas del liberalismo económico. En un proceso dominando por una mayor dependencia estructural de la política de emisión de títulos públicos, con su consiguiente correlato en la agenda política, De la Rúa había demostrado dar mayor credibilidad a los inversores y, eventualmente, ante el electorado, alzándose con la victoria.

---

[466] Luis Cortina, "Duhalde dijo que pagará la deuda, pero no convenció", *La Nación*, Economía & Negocios, 06/07/99, p. 1.
[467] Javier Blanco, "Dijo lo que querían escuchar", *La Nación*, Economía & Negocios, 08/07/99, p. 1.
[468] "Argentina Monthly", *Merrill Lynch*, 10/08/99, p. 5
[469] Daniel Helft, "Wall Street festeja la ventaja aliancista", *La Nación*, Economía & Negocios, 28/09/99, p. 2.

3. La exclusión del sistema financiero mundial

El nuevo gobierno enfrentaba una contradicción económica mayor. Era cada vez más difícil lograr la sustentabilidad de la política de emisión de títulos públicos en el mercado internacional. Se había profundizado la pérdida de credibilidad de los grandes inversores y aumentaban las necesidades por el crecimiento de los vencimientos y, consecuentemente, el mayor peso del pago de los servicios de la deuda en el presupuesto del gobierno nacional. Ante este escenario, y para permitir la viabilidad del Programa Financiero, se había disparado la colocación de títulos públicos entre minoristas europeos e inversores locales, particularmente las AFJP, mientras aumentaban las presiones para reducir el déficit fiscal primario.

La obligación de reducir el déficit entraba en contradicción con la necesidad de divisas de la economía local. En efecto, como señala Damill (2000), la obtención de un hipotético equilibrio fiscal para disminuir las necesidades de emisión tendería a tornar la cuenta financiera del sector público en nula. En esa situación, el gobierno tendría recursos para afrontar los pagos de la deuda pero, al mismo tiempo, pasaba de oferente de divisas en el mercado interno a demandante, ya que debía transformar los pesos recaudados en dólares para transferir al exterior. La única vía que quedaba para evitar en ese contexto una fuerte contracción del circulante era que, a su vez, el sector privado no financiero pasara nuevamente de demandante a oferente de divisas. Alcanzar esta meta era complejo. El sector privado podía obtener divisas por tres vías. Primero, a través de excedentes en la balanza comercial. Sin embargo, el precio de las exportaciones argentinas había caído fuertemente desde 1996 y en 1999 estaban en el punto más bajo del período. Segundo, a través de fuertes aumentos en la productividad. Sin embargo, la inversión de capital fijo estaba en picada desde 1998. Si el sector privado local no lograba obtener divisas, sólo quedaba la tercera vía, un fuerte ingreso de capitales del exterior pero esta vez debía ser incluso mayor que la de los noventa pues debía financiar simultáneamente al Estado y al privado (Damill, 2000: 84).

Esta contradicción era ciertamente más difícil de resolver tras los resultados electorales de 1999. Si bien la Alianza reemplazaba al PJ como la base partidaria-electoral de la coalición político-social gobernante al mantener una estrategia económica similar, sus aportes en

materia de liderazgo político para implementar la agenda económica liberal eran menores. En efecto, a diferencia de la presidencia de Menem, la de De la Rúa se caracterizaba por dificultades en la formación de una voluntad común por las disidencias internas en la Alianza y en la capacidad de implementar las decisiones frente a la resistencia del peronismo. Como señala la Oficina de Evaluación Independiente del FMI,

> los factores políticos también desempeñaron un importante papel en Argentina (…). La Alianza contaba con mayoría en la Cámara de Diputados, pero el Senado y la mayor parte de las provincias, entre ellas las más grandes, permanecían bajo el control del Partido Justicialista (Peronista), el principal partido de oposición. Las diferencias internas dentro del gobierno y su incapacidad de recibir un amplio apoyo del *establishment* político socavaron su credibilidad de mucha de sus iniciativas. La fragilidad de la coalición, así como la falta de un respaldo político más amplio, (…) contribuyeron a la percepción de que el gobierno no estaría en condiciones de adoptar las difíciles medidas necesarias para resolver la crisis (…). Un factor (…) fundamental es que la viabilidad a largo plazo de todo régimen de tipo de cambio fijo depende del grado de respaldo político; en este caso, la comprensión de las duras políticas necesarias para mantener el régimen de convertibilidad y la disposición a aceptarlas. (…) La política fiscal fue débil, tendiendo en cuenta el régimen cambiario y la dependencia del crédito externo, y la capacidad política para imponer la disciplina fiscal necesaria se debilitó aún más a fines de la década de 1990 debido a la dinámica de las elecciones (FMI, 2004b: 26, 51).

a. La "prueba del mercado"

A diferencia de los gabinetes de Menem, en el caso de la Alianza el origen partidario de los ministros tuvo un fuerte componente. El equipo económico de 1999 presentaba un perfil marcadamente diferente del anterior (ver Tabla 5.3). No eran miembros de un *think tank* como CEMA o Fundación Mediterránea.[470] Tampoco tenían la fuerte preparación académica formal del equipo anterior.[471] La carrera profesional había sido, en cambio, desarrollada en la función pública. Algunos eran afiliados radicales.[472] Varios tenían importantes vínculos con grupos económicos locales.[473] Ninguno había desarrollado tareas en el FMI y no eran

[470] La Fundación Argentina para el Desarrollo con Equidad (FADE), que había reunido a parte del equipo económico entre 1997 y 1999, había servido principalmente como base *ad hoc* para el futuro gobierno. Esto, por otro lado, generó choques con el Instituto Programático de la Alianza (IPA), que reunía a los técnicos encargados de elaborar la plataforma electoral de la coalición partidaria.

[471] De los funcionarios seleccionados, ninguno tiene doctorado y sólo cuatro, Machinea, Marx, Gómez Sabaíni y Tizado, estudios de posgrado.

[472] El secretario de Agricultura, Ganadería y Pesca, Antonio Berhongaray, era un dirigente de la UCR, con múltiples cargos legislativos.

[473] El ministro Machinea, vinculado al grupo Techint, es un claro ejemplo. La secretaria de Industria, Comercio y Minería, Débora Giorgi, había sido directora del Centro de Estudios para las Negociaciones Internacionales de la UIA. Mario Vicens había sido director del BCRA cuando lo presidió Machinea (al igual que el subsecretario de Coordinación, Roberto Eilbaum), secretario de Programación Económica al final del gobierno de Alfonsín y con fuertes contactos con el sector bancario (director de Banco Financiero y sería, posteriormente, en 2002,

percibidos como ortodoxos económicos, a excepción del secretario de Finanzas, Daniel Marx.

Tabla 5.3 – Equipo económico en Argentina, diciembre 1999 – marzo 2001

Cargo	Funcionario
Ministro	José L. Machinea
Subsecretario de Coordinación	Roberto Eilbaum
Secretario de Industria, Comercio y Minería	Débora Giorgi / Javier Tizado
Secretario de Hacienda	Mario Vicens
Secretario de Agricultura	Antonio Berhongaray
Secretario de Programación Económica	Miguel Bein
Subsecretario de Política Tributaria	Juan Carlos Gómez Sabaini
Secretario de Finanzas	Daniel Marx

Fuente: Elaboración propia a partir de Dalbosco (2003) y el Boletín Oficial.

El equipo económico inicial era resultado de la necesidad de De la Rúa de contar simultáneamente con la aprobación de los sectores inversores y de la coalición de partidos que lo sostenía, en particular la UCR. A diferencia del período de Menem, la relación entre el gobierno y su base partidaria presentaría amplias contradicciones. Por un lado, así como Levitsky (2003) analizaba al PJ como un partido sin una fuerte burocracia central y sin reglas y procedimientos formales efectivos, lo que otorgaba a los líderes peronistas mayor flexibilidad a nivel programático y de alianzas, la UCR era el caso contrario, con una estructura fuertemente institucionalizada. Por otro lado, además de las diferencias organizacionales, la UCR seguía dominada por el expresidente Raúl Alfonsín, quien ocuparía la presidencia del Comité Nacional durante todo el mandato de De la Rúa. Desde allí Alfonsín se posicionaría como garante de las posiciones socialdemócratas a las que había conducido a la UCR. Esto derivaría inexorablemente en reiterados choques con un gobierno cuyo margen de maniobra era prácticamente nulo y que se veía obligado, en una estrategia de

presidente de la Asociación de Bancos Argentinos). En 2000, Javier Tizado reemplazó a Giorgi al frente de la secretaría de Industria y Comercio. Esto reafirmaba la alianza política con el grupo Techint, donde Tizado había sido durante 30 años directivo de varias de sus empresas.

continuidad del Plan de Convertibilidad, a focalizarse en la reducción del déficit fiscal primario.

Incluso, el propio pasado de Machinea como presidente del BCRA durante el gobierno de Alfonsín produjo una desconfianza en ciertos sectores del liberalismo económico, particularmente desde el CEMA. Por ejemplo, Guillermo Calvo, funcionario del FMI y de estrecha vinculación con el *think tank*,[474] sostenía que Machinea "tiene un pasado oscuro en el manejo financiero y todos los inversores están mirando cómo se comporta".[475] Carlos Rodríguez criticaba al ministro sosteniendo que "somos tres profesores universitarios que no tenemos intereses detrás de nuestras declaraciones como siempre tuvo Machinea como lobbista de la Unión Industrial Argentina".[476] Otro de sus economistas, Jorge Ávila, afirmaba que

> el doctor De la Rúa (…) mantuvo incólumes la Convertibilidad y las privatizaciones heredadas del doctor Menem, y de yapa mantuvo en su cargo al director de la AFIP y respetó la estabilidad del directorio del Banco Central (…) El único error que cometió el Presidente fue la integración del equipo a cargo del sensible ministerio de Economía.[477]

Para contrarrestar esta posible desconfianza hacia Machinea, De la Rúa lo rodeó de varios funcionarios que eran economistas más cercanos a la agenda del liberalismo económico. Estaban Adalberto Rodríguez Giavarini en Relaciones Exteriores, el economista de FIEL Ricardo López Murphy en Defensa, el exsecretario de Programación Económica del equipo de Cavallo, Juan Llach, en Educación y, al frente del organismo de inteligencia, el expresidente del Banco de Crédito Argentino, directivo de ADEBA y miembro de la comisión directiva del CEMA, Fernando de Santibañes. El gobierno garantizaba la continuidad de Pedro Pou al frente del BCRA.

Bajo el objetivo mayor de generar credibilidad y atraer nuevamente a los grandes inversores, el gobierno se centró en la reducción del déficit fiscal primario. En palabras del FMI, "el gobierno había perdido solvencia y sus necesidades de crédito habían aumentado a tal punto que se consideró necesaria una contracción fiscal para restablecer la confianza de los

[474] Por ejemplo, en 2000 Calvo pasó a dirigir un posgrado denominado Programa Avanzado en Macroeconomía y Finanzas Internacionales en la Universidad del CEMA. "Estudiará a los países emergentes", *La Nación*, Universidades & Posgrados, 12/11/00, p. 4.
[475] "Crisis y oportunidad", *Página/12*, 12/05/00, p. 9.
[476] "Carlos Rodríguez acusó a Machinea de ser lobbista de la Unión Industrial", *El Cronista*, 30/10/00, p. 3.
[477] Jorge Ávila, "Las alternativas de la política económica", *Clarín*, 25/06/00, p. 13.

mercados" (FMI, 2004b: 50). Como explicaba López Murphy, "con los esfuerzos que está haciendo el gobierno, queremos despejar el horizonte a los inversionistas. El problema clave es el riesgo-país. Cambiar la perspectiva del déficit fiscal para 2001 no implica gastar más dinero".[478] En una visión similar, desde el IIERAL de la FM, Guillermo Mondino afirmaba que

> quizás lo más innovador es aquí enfatizar la importancia de llevar adelante un verdadero tratamiento de *shock*, equivalente al que se le dio al país entre 1991 y 1992. (…) Es la prueba de amor que debemos dar a todo aquel que vaya a poner su capital a riesgo. Ya sea inversor internacional o nacional, comprando bonos o estableciendo una fábrica. Sin señales contundentes estamos a merced de los humores y potenciales ataques de pánico y esa vulnerabilidad tiene precio: el riesgo-país.[479]

Para el propio Machinea, este rumbo, más que una opción, era una necesidad. Para el ministro,

> lo que uno termina haciendo muchas veces no es una elección de qué me gustaría más sino qué es lo que es factible. Entonces, la jugada fue "bueno, nosotros no podemos expandir el déficit porque nadie nos financia, nosotros no podemos devaluar porque estamos dentro de la Convertibilidad. Entonces, la única jugada es convencer al mercado de que vamos a andar bien para que nos preste, y si nos presta suficientemente y bajan las tasas de interés, por ahí eso ayuda a reactivar el mercado". Entonces, más que una posición ideológica era, teniendo en cuenta cuáles son las restricciones, qué es lo que uno hace en términos de política económica.[480]

En el primer trimestre del 2000, la prima de riesgo soberano tocaba su punto más bajo desde la crisis rusa, situándose alrededor de la barrera de los 500 PB según datos de JP Morgan (Ávila, 2010). Las recomendaciones de los bancos de inversión, que entre el último trimestre de 1998 y el tercero de 1999 habían sido en promedio -1 (todos coincidían en recomendar a sus clientes vender los títulos públicos argentinos), en el cuatro trimestre de 1999 pasaba a -0,33 y en el primero del 2000 a 0 ("neutral"). Por su parte, los inversores locales expresaban su apoyo al nuevo gobierno. Dos semanas después de asumir, el equipo económico presentaba el Programa Financiero del 2000 ante 300 representantes de entidades financieras. En palabras del presidente del Citibank Argentina, Carlos Fedrigotti, "si todo esto cierra, los bancos estarán para hacer lo que deban hacer". Eduardo Escasany, presidente del Galicia y de ABA, aseguraba, por su lado, que los mercados "van a tomar bien este plan" y que el mercado local estaba dispuesto a dar los instrumentos necesarios para

[478] Mauricio Carini, "Respaldo del Citigroup al gobierno argentino", *La Nación*, 15/11/00, p. 17.
[479] Guillermo Mondino, "La economía argentina está en tiempo de descuento", *La Nación*, 02/01/00, p. 16.
[480] Entrevista con el autor, 17/12/08.

que el gobierno cubriera sus necesidades.[481] Esta tendencia incentivaba las perspectivas de una potencial recuperación de la credibilidad de los inversores, de modo similar a lo que se había producido luego de la crisis mexicana. La estrategia de reducción del déficit fiscal llevó a un aumento de los impuestos a inicios del 2000 y una creciente puja con los gobernadores, considerados responsables de una porción sustancial del déficit del sector público argentino.

La estrategia inicial del equipo económico confirmó el apego del nuevo gobierno al orden económico vigente. El titular de ABA, Eduardo Escasany, sostenía que

> el gobierno tomó medidas que, a pesar de que conllevan un alto costo político, son sin duda las correctas. (…) Lo que vemos es que el presidente De la Rúa es el primer convencido de que la Argentina tiene que llegar al *investment grade*, y ya ha dado muestras de coraje que tiene para llevar a cabo medidas que son impopulares, y vaya si lo son.[482]

Del mismo modo, el nuevo titular del Citigroup, Stanford Weill, evaluó que

> en dos o tres años, el país alcanzará la calificación *investment grade* porque está haciendo bien las cosas. (…) Nos gusta lo que está haciendo el gobierno y tiene nuestro apoyo. (…) Es muy importante que el gobierno argentino persista en impulsar las acciones necesarias para alcanzar el *investment grade*".[483]

El apoyo de los inversores se expresó concretamente en febrero, cuando el gobierno realizó un canje de USD 3.449 millones logrando reducir las tasas y aumentando los plazos de los vencimientos futuros. La operación fue celebrada en Economía, considerada como una señal del apoyo de los sectores financieros. Según Machinea, "el mercado está aceptando ir a plazos más largos y a tasas más bajas como muestra de confianza en el plan económico del gobierno".[484]

Sin embargo, la estrategia produjo fuertes tensiones en el seno de la Alianza que revelaban las mayores limitaciones políticas en la voluntad y la capacidad de realizar las reformas que se consideraban necesarias para asegurar la sustentabilidad del Plan de Convertibilidad. La percepción sobre las capacidades políticas de la Alianza se deterioró considerablemente en octubre del 2000 cuando a raíz de tensiones internas renunció el vicepresidente y líder del Frepaso, Carlos Álvarez. Estas debilidades fueron objeto de crítica por parte de inversores y tecnócratas liberales, que reclamaban una reorientación de la estrategia de alianzas que

[481] Jorge Rosales, "Promesa de los bancos de apoyar al Gobierno", *La Nación*, 22/12/99, p. 9.
[482] Sebastián Campanario, "'Hay que pensar en favor de todos, no de un sector'", *Clarín*, 02/07/00, p. 4.
[483] "Un 'muy bien felicitado, siga así' del Citigroup", *Página/12*, 13/04/00, p. 6.
[484] Javier Blanco, "El canje hizo bajar en 462 millones la deuda pública", *La Nación*, 12/02/00, p. 7.

liberara al gobierno de las restricciones impuestas por la UCR y el Frepaso. Para Manuel Sacerdote, "el problema es que hay miembros de la Alianza que envían mensajes contradictorios. Y si los inversores escuchan mensajes contradictorios difícilmente piensen en invertir".[485] Para el banquero, "el ministerio de Economía tiene una política clara pro-inversión. No las veo en algunos sectores políticos de la Alianza y del peronismo".[486] Del mismo modo, Escasany afirmaba que "el gobierno tenía muchos discursos (…). Esto es como un barco. Acá tiene que haber un capitán, los demás somos marineros".[487] Desde el CEMA, Jorge Ávila recomendaba a De la Rúa: "Presidente, mire hacia el ala derecha, que si mira hacia el ala izquierda, más tarde, después de día aciagos, tendrá que mirar de todos modos a la derecha". [488] Desde la FM, Guillermo Mondino afirmaba que "todo el mundo opina sobre los nombramientos del gabinete. (…) Tal vez el problema es Alfonsín o Álvarez. Argentina necesita un liderazgo que no confunda a aquellas personas que ponen su plata a riesgo".[489] Por su parte, Daniel Artana, de FIEL, sostenía que

> lo único que hace el poder es dar señales anti-inversión (…). Hay señales ambivalentes; dicen que hay que bajar los aranceles, pero van a la UIA y anuncian el compre nacional. Acá, las pavadas cuestan. A este gobierno lo único que parece importarle son las Pymes, no las empresas grandes.[490]

Finalmente, desde el mismo entorno presidencial crecía la convicción "de que la Alianza no era el instrumento que necesitaban para gobernar, que debían apurar el paso hacia una nueva coalición de apoyo y un nuevo gabinete" (Novaro, 2009: 584).

Si a comienzos del 2000 se había abierto la expectativa de una posibilidad de recuperación de la credibilidad de los inversores, a lo largo del año se esfumó. La prima de riesgo soberano aumentó, alcanzando a finales del 2000 los 800 PB. En noviembre, el gobierno debió pagar tasas de 16,0% por títulos a un año, cuando en julio habían sido a 8,9% por un título similar (Blustein, 2005: 91). Simultáneamente, bajaban las notas de las agencias de calificación de riesgo. La primera fue Moody's en octubre de 1999, bajando de Ba3 ("seguridad financiera cuestionable") a B1 ("poca seguridad financiera"). Posteriormente, en

[485] Claudia Boragni, "'Hay mensajes contradictorios'", *Clarín*, 10/09/00, p. 6.
[486] Daniel Naszewski, "Se necesita un mayor clima pronegocios que aliente la reactivación económica", *El Cronista*, 30/08/00, p. 8.
[487] Maximiliano Montenegro, "'Sin duda, Santibañes fortalece a Machinea ante los mercados'", *Página/12*, 13/10/00, p. 10.
[488] Jorge Ávila, "Las alternativas de la política económica", *Clarín*, 25/06/00, p. 13.
[489] "'Falta liderazgo'", *Página/12*, 10/11/00, p. 8.
[490] Francisco Olivera, "El problema argentino no es psicológico, dicen los analistas", *La Nación*, 28/09/00, p. 16.

noviembre de 2000, S&P seguía el mismo camino al cambiar la nota de BB a BB- (caída dentro de la categoría "menos vulnerable").

El progresivo cierre del acceso al sistema financiero mundial dio paso a un aumento igualmente progresivo de la participación del FMI. El primer paso coincidió con el inicio del retiro de los grandes inversores en 1998. Ese año, el gobierno logró un acuerdo por el Servicio Ampliado del FMI (SAF). El mismo era sólo precautorio y tenía por objetivo esencial asegurar a los operadores financieros que las políticas del gobierno contaban con el sello de calidad que daba la aprobación del FMI.

Si la mayor participación del FMI se debía a una progresiva pérdida de credibilidad de los actores privados financieros, también los mismos analistas del organismo coincidían en su menor confianza en la sustentabilidad del Plan de Convertibilidad. El primer disparador fue el SAF de 1998. En efecto, "desde mediados hasta fines de 1997, los memorandos internos del personal técnico del FMI expresaban una oposición casi unánime al SAF propuesto" (FMI, 2004b: 67). En abril de 1998, Teresa Ter-Minassian, responsable del monitoreo de Argentina y Brasil en el Departamento del Hemisferio Occidental, afirmaba que "la economía argentina contiene una especie de cóctel Molotov" (citado en Blustein, 2003: 54). Sin embargo, todavía las críticas no pasaban de las esferas más técnicas del organismo. Por eso, "en el informe del personal técnico del FMI sobre el programa respaldado por el SAF de 1998 que recibió el Directorio Ejecutivo, esas inquietudes estuvieron diluidas o ausentes" (FMI, 2004b: 67). Recién con la agudización de la recesión en 1999 y cuando las perspectivas de una eventual recuperación en 2000 desparecieron, los funcionarios del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI prepararon análisis sobre posibles estrategias de salida del Plan de Convertibilidad. En julio de 1999, en el FMI se conformó un "grupo de trabajo para Argentina" que reunía a funcionarios de alto nivel de varios departamentos, con la misión de supervisar el trabajo de análisis sobre el país (FMI, 2004b: 105). De este modo, los analistas del sector privado financiero y de organismos multilaterales ya coincidían hacia mediados de 1999 sobre una importante pérdida de credibilidad en la sustentabilidad del Plan.

A principios del 2000, el gobierno negoció un nuevo acuerdo de *stand-by* por tres años. El objetivo era "fortalecer la confianza de los inversores y facilitar una recuperación sostenible de la economía" (FMI, 2004b: 69). A fin de año, ante la evolución negativa de la economía y

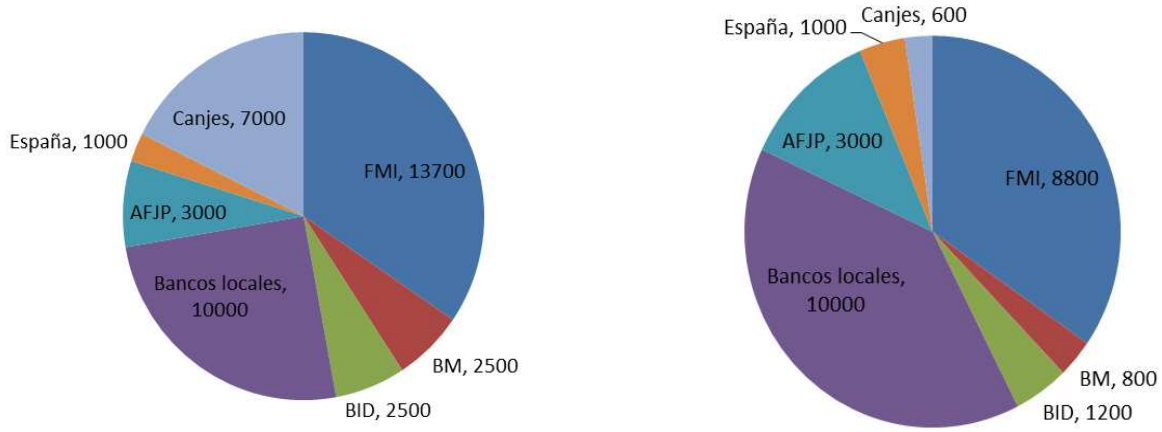
la pérdida definitiva de acceso al mercado internacional, el gobierno argentino negoció con el FMI un "apoyo excepcional", que permitiera cubrir los elevados vencimientos del 2001 por USD 14.972 millones en capital y USD 9.045 en intereses.[491] El programa, denominado "Blindaje", actuaba sobre los dos componentes del Programa Financiero. Por un lado, el objetivo era presentar la idea que la capacidad de pago de los vencimientos estaba blindada y, de ese modo, reducir la prima de riesgo soberano. Por otro lado, el Blindaje se centraba en reducir el déficit fiscal primario: en cinco de los seis criterios de ejecución se fijaban metas para variables fiscales. La estrategia seguía el enfoque catalítico, a partir del cual el "sello de calidad" dado por el financiamiento del FMI debía favorecer la recuperación de la confianza por parte de los inversores y evaluadores de riesgo (FMI, 2004b: 69). En efecto,

> el tema crucial tenía que ver con la recuperación de la confianza. El financiamiento oficial no cubría todas las necesidades del año siguiente, por lo que la estrategia confiaba en el papel catalítico del financiamiento del FMI, una rápida recuperación de la confianza de los mercados y la reanudación de la afluencia de los capitales privados. Eso imponía una "prueba del mercado" a la eficacia del programa (FMI, 2004b: 72).

De este modo se preparó un paquete ayuda de USD 40 mil millones, cuyo 46,8% fue financiado por organismos multilaterales (FMI, BM y BID), 32,5% por los compradores locales de los títulos públicos (AFJP y los bancos locales), 17,5% en canjes y 2,5% por el gobierno español. Para el 2001, 51,2% de los recursos provenían de AFJP y bancos locales y 42,5% de los organismos (ver Gráfico 5.12).

[491] Maximiliano Montenegro, "Machinea ya piensa cómo pasar el verano", *Página/12*, 01/11/00, p. 6.

Gráfico 5.12 – Los aportantes al Blindaje Financiero, en total y para 2001 (USD millones)



Total **2001**

Fuente: Elaboración propia sobre datos del ministerio de Economía de la República Argentina citados en "Los que ponen la plata", *Clarín*, 19/12/00, p. 5

El anuncio del Blindaje coincidió con una caída de la LIBOR a inicios del 2001. Se produjo una rebaja de la prima de riego soberano a 750 PB en el primer trimestre de ese año. Por su parte, el promedio de las recomendaciones de los bancos de inversión, que había sido rotundamente a favor de vender (-1) en los dos últimos trimestres del 2000, había pasado casi neutral en el primero del 2001 (-0,1). Por un breve tiempo, el gobierno accedió a los mercados internacionales, con colocaciones en los primeros dos meses del año: en enero se emitían USD 500 millones con JP Morgan y, en febrero, otros USD 470 millones con JP Morgan y CSFB, mientras se realizaba una operación exitosa de canje por USD 1.600 millones con Goldman Sachs y Salomon Smith Barney. Varios informes de bancos de inversión tenían la expectativa de un cambio en la tendencia desfavorable.[492] Por ello, el personal técnico del FMI, en un memorando a la gerencia a mediados de febrero, indicaba que se había producido un "fuerte cambio en las percepciones sobre las perspectivas del país" (FMI, 2004b: 81). Paralelamente, el gobierno aumentó el límite de inversión de las AFJP de títulos públicos de 50% a 60% del total de la cartera y acordó con éstas la emisión de un título a 30

[492] Por ejemplo, "Emerging Market Weekly Report", *ING Barings Emerging Markets Research*, 26/01/01.

años por USD 4 mil millones con un precio negociado entre el sector público y el privado (cuestión que hubiera sido imposible con inversores externos).[493]

Sin embargo, a fines de febrero era claro que los resultados fiscales se habían desviado considerablemente de las metas, con un déficit previsto mayor en USD 3.500 millones (FMI, 2004b: 81). Rápidamente la prima de riesgo volvió a elevarse, superando desde el segundo trimestre la barrera de los 1.000 PB. También las recomendaciones de los bancos de inversión fueron nuevamente masivamente a favor de vender. A inicios de marzo, el Congreso rechazaba la reforma del sistema de salud y pensiones y Machinea renunciaba. Finalmente, el gobierno implementaría entonces la reorientación de las alianzas en un intento de reconstrucción de la síntesis explícita con el liberalismo económico criollo.

b. La última apuesta

Tras el fracaso de la "prueba del mercado", el gobierno profundizó la estrategia orientada a generar todas las señales positivas posibles a los inversores. Ello incluyó, una vez más, la lógica de los nombramientos en las posiciones de gestión económica estatal. Ante el aumento de la prima de riesgo soberano, a fines de 2000, desde el CEMA, Jorge Ávila, sostenía, premonitoriamente,

> otro escenario es con Ricardo López Murphy como ministro de Economía, quien ayudaría a dar un escenario de mayor credibilidad fiscal. (…) La última alternativa es Domingo Cavallo, muy resistido políticamente, pero con una probabilidad de ingreso proporcional a los errores que se acumulen durante el verano.[494]

Esto se tradujo en marzo de 2001 en el reemplazo del equipo económico y la llegada de los tecnócratas de FIEL (ver Tabla 5.4). La llegada de economistas que reclamaban desde hacía tiempo un fuerte ajuste orientado a reducir el déficit fiscal primario pretendía generar confianza a los sectores financieros. Los miembros de FIEL presentaban una red de contactos con organismos internacionales y con el sector privado.[495] El *think tank*, como se analizó, era

[493] Pablo Wende, "AFJP, ansiosas por comprar más bonos", *El Cronista*, 24/11/00, p. 8; "Canje: bono a 30 años para AFJP", *La Nación*, 20/12/00, p. 13.

[494] Sebastián Campanario e Ismael Bermúdez, "Las mejoras se notarían en el segundo trimestre", *Clarín*, 17/12/00, p. 6.

[495] El ministro Ricardo López Murphy había sido consultor en el FMI y el BM. Daniel Artana había sido consultor del BM y del BID. Manuel Solanet había sido asesor de empresas privadas (director y presidente INFUPA S.A. – asesoramiento de inversiones, fusiones y adquisiciones). Sturzenegger había sido economista jefe en YPF y consultor de organismos multilaterales (FMI, BM, PNUD), en bancos de inversión y empresas petroleras. Víctor Savanti, quien había sido presidente de FIEL en los ochenta, era, a diferencia de sus colegas tecnócratas, un

el que tenía vínculos más estrechos con el CEA, cuya mesa directiva hizo público un documento solicitando apoyo político a las medidas anunciadas por López Murhpy.[496] Por otro lado, se destacaban, por su importante formación académica, aunque formalmente menor que los del CEMA.[497]

Tabla 5.4 – Equipo económico en Argentina, marzo 2001

Cargo	Funcionario
Ministro	Ricardo López Murphy
Secretario de Coordinación	Jorge Sereno
Subsecretario de Comercio e Inversiones	Débora Giorgi
Secretario de Hacienda	Daniel Artana
Secretario de Producción	Víctor Savanti
Secretario de Programación Económica	Federico Sturzenegger
Secretario de Modernización del Estado	Manuel Solanet
Secretario de Finanzas	Daniel Marx

Fuente: Elaboración propia a partir de Dalbosco (2003) y el Boletín Oficial.

En consonancia con sus posiciones históricas, la apuesta central del nuevo equipo fue profundizar la estrategia de bajar el déficit fiscal primario mediante una fuerte reducción del gasto público. Apenas anunciadas las medidas se produjeron manifestaciones populares y renunció la mitad del gabinete nacional. Ante las protestas sociales y la falta de aval político dentro de la Alianza, De la Rúa optó por retirar su apoyo. Al cabo de dos semanas, López Murphy renunciaba y el presidente convocaba a Domingo Cavallo. Las consecuencias de la falta de apoyo de De la Rúa a las medidas propuestas por el equipo de López Murphy fueron mayores. La inestabilidad en el gabinete de ministros y el escaso apoyo de la coalición de partidos de la Alianza expresaban la débil voluntad y capacidad del gobierno en realizar las

empresario. Durante 30 años había trabajado en IBM Argentina, primero como director y, entre 1980 y 1993, como su presidente. Posteriormente, había sido vicepresidente del Grupo Fortabat. Durante la primera mitad de la década, había formado parte del Consejo Empresario Argentino.

[496] "El CEA pide apoyo político a las medidas", *La Nación*, 18/03/01, p. 8.

[497] López Murphy tenía un master en la Universidad de Chicago. Artana tenía un doctorado de la Universidad de California. Manuel Solanet tenía un posgrado en la Argentina. Sturzenegger, doctorado en el MIT y tenía una importante carrera académica (profesor de Harvard y en la Universidad Di Tella). Savanti tenía un posgrado en Berkley.

reformas que se consideraban necesarias para tener un Programa Financiero sustentable y, de ese modo, permitir la continuidad del Plan de Convertibilidad.

En marzo del 2001, las tres agencias de calificación de riesgo decidieron, al mismo tiempo, bajar la nota de la deuda de largo plazo en moneda extranjera: Moody's a B2, S&P a B+ ("más vulnerable") y Fitch, de BB a BB- (caída dentro de la categoría de "posibilidad de que surja riesgo crediticio"). De este modo, la posibilidad de lograr la amplia base de inversores que otorgaba el "grado de inversión" se alejaba progresivamente. A partir de marzo, el mercado de *non-deliverable forwards* en Estados Unidos, utilizado para pactar los precios o tasas de contratos a futuros, ya anticipaba una posible devaluación de la moneda, permitiendo desde entonces a inversores a cubrirse e incluso especular con esa posibilidad (Paradiso, 2005: 11). Los inversores institucionalizados que se especializaban en América Latina habían reducido sus inversiones en títulos públicos argentinos en 21% (Santiso, 2003: 182). De modo similar, aumentó la desconfianza entre los inversores locales. Desde mediados de marzo se inició un proceso de retiro de depósitos y simultáneamente se produjo una aceleración de la salida de capitales, con un pico de USD 5 mil millones, récord histórico mensual (Comisión Especial Investigadora de la Cámara de Diputados sobre Fuga de Divisas de la Argentina durante el año 2001, 2001). Rápidamente, la economía argentina se quedaba sin divisas y la sustentabilidad de la Convertibilidad se encontraba seriamente afectada.

Es en este contexto asumió el nuevo equipo económico encabezado por Cavallo, quien volvía a contar con miembros de la FM entre sus secretarios, mientras que otros que procedían de la época de Machinea y López Murphy permanecieron (Giorgi, Marx y Strurzenegger) (ver Tabla 5.5).[498] La llegada del arquitecto del Plan de Convertibilidad pretendía ser una clara señal de la decisión política de mantener el orden económico vigente. Todavía a inicios del 2001 era amplio el consenso en la opinión pública y en los principales partidos políticos.

[498] Varios, como Baldrich, Sánchez, Farré y Regunaga, habían acompañado a Cavallo en su primera gestión. Guillero Mondino, quien sería jefe de gabinete de asesores y, sobre el final del período, reemplazaría a Strurzenegger al frente de la secretaría de Programación Económica, era el jefe de economistas de FM. Luego de su paso por el ministerio, Mondino dirigiría el departamento de investigaciones de mercados emergentes de Lehman Brothers, uno de los mayores bancos de inversión del mundo. Castañón era diputado nacional por Acción por la República, el partido fundado en 1997 por Cavallo y había sido vicepresidente del Correo Argentino durante la primera gestión del nuevo ministro.

Tabla 5.5 – Equipo económico en Argentina, marzo 2001 – diciembre 2001

Cargo	Funcionario
Ministro	Domingo Cavallo
Secretario de Coordinación	Alfredo Castañón
Secretario de Comercio	Débora Giorgi
Secretario de Hacienda	Jorge Baldrich
Secretario de Industria	Carlos Sánchez
Secretario de Programación Económica	Federico Sturzenegger / Guillermo Mondino
Secretario de Ingresos Públicos	José María Farré
Secretario de Finanzas	Daniel Marx
Secretario de Agricultura	Marcelo Regunaga

Fuente: Elaboración propia a partir de Dalbosco (2003) y el Boletín Oficial.

Este período de Cavallo se caracterizó por una acumulación de recursos institucionales de poder. Sin embargo, se había reducido considerablemente el margen de maniobra gubernamental para influir en el proceso económico. Los actores privados del sistema financiero mundial ya descontaban la crisis (y de hecho, iniciaron un proceso de especulación con la expectativa de la misma) y los grupos económicos locales ya se habían retirado desde hacía tiempo.[499] Los bancos locales tuvieron la presión gubernamental para comprar títulos y el FMI continuó aprobando los desembolsos (e incluyo, aumentando los montos) sobre todo por motivos políticos, a pesar de las críticas del personal técnico.

Apenas asumido el nuevo equipo económico, el Congreso votó una ley de delegación de facultades extraordinarias. Se buscaba emitir una señal hacia los inversores para exhibir el amplio apoyo político-institucional al nuevo equipo económico y demostrar de este modo la voluntad y la capacidad que, hasta entonces, habían estado ausentes.[500] En el marco de la extensión de su poder en las posiciones de gestión económica estatal, Cavallo avanzó incluso allí donde De la Rúa no se había atrevido, en el BCRA. Para poder colocar más deuda, Cavallo quería modificar las regulaciones para que los bancos pudieran contabilizar a los títulos en

[499] Según el Jefe de Estrategias de Mercados Emergentes del banco de inversión Goldman Sachs, Alberto Ades, "hay muchos que están apostando a que en los próximos meses la Argentina entre en cesación de pagos". "El canje y la recaudación, en la mira", *La Nación*, 14/05/01, p. 8.
[500] Según un ministro, "parece que los mercados quieren que se le dé todo el poder a Domingo Cavallo". "La Ola impactó en la Casa Rosada", *Clarín*, 06/07/01, p. 6.

su cartera como parte de sus reservas exigidas, a lo que Pou se oponía (Blustein, 2003: 123). A pesar de los reiterados apoyos de los bancos locales, finalmente Pou fue removido del cargo por el Congreso.

En un primer momento, el ministro Cavallo, consciente de fallido intento de López Murphy, apostó a la generación de divisas por parte del sector privado local mediante planes de competitividad (subsidios, exenciones) y una reforma en la Ley de Convertibilidad mediante la creación de una canasta de moneda que, además del dólar, incluiría al euro a partir del momento en que ambas monedas igualaran su cotización con respecto al peso (lo que no sucedió en el período). El ministro adoptó un discurso heterodoxo, crítico del FMI y de las calificadoras de riesgo, a quien acusó de "miopes". Paralelamente, solicitó a los grandes firmas locales la compra de "bonos patrióticos" por USD 1.000 millones.[501]

Las decisiones de Cavallo produjeron choques con los bancos locales, únicos compradores directores o indirectos de los títulos públicos que emitía el Estado argentino. Para el titular de Citibank Argentina, Carlos Fedrigotti,

> el ministro, más que adherirse a un estilo doctrinario liberal o aperturista, en este momento está aprobando medidas de corte eminentemente pragmático, que se ajustan a la coyuntura actual, después de tres años de desgaste. Y este tipo de activismo, probablemente, o no se entiende, o se mira con desconfianza.[502]

El reclamo de los bancos locales seguía focalizado en la necesidad de recuperar la viabilidad del Programa Financiero mediante la reducción del déficit a través de recortes del gasto, considerado el principal factor de desequilibrio de las cuentas públicas. El titular de la entidad, Escasany, reclamó una baja del "gasto primario", considerado por el banquero como "altísimo". El mismo jefe de gabinete y exbanquero, Chrystian Colombo, afirmaba que "enojarse con los mercados no conduce a nada, porque después hay que salir a pedirles dinero. (…) [El problema de la Argentina] no pasa por bajar unos puntitos el riesgo-país, sino por reducir el déficit público y privado".[503] La credibilidad desde el exterior era ya nula a inicios de mayo. Por un lado, según los principales bancos de inversión en Nueva York, los

[501] Según el organismo, "el nombramiento del ministro Cavallo constituyó un rompimiento radical con la orientación más ortodoxa de la política de los dos ministros anteriores y con la relación generalmente cooperativa que había existido entre el FMI y las autoridades argentinas" (FMI, 2004b: 82).
[502] Pablo Maas, Claudia Boragni y Sebastián Campanario, "Los bancos quieren ser aliados de Cavallo", *Clarín*, 24/06/01, p. 4.
[503] "Hay acuerdo con los bancos para canjear deuda pública", *Clarín*, 06/05/01, p. 3.

inversores eran escépticos con la política oficial y consideraban que las autoridades no tenían credibilidad para poder implementarlas (FMI, 2004b: 86). El "grupo de trabajo sobre Argentina" comunicaba a la gerencia que "ha aumentado la probabilidad de una crisis total" (2004b: 86).

Progresivamente, Cavallo fue abandonando su posición inicial. Para evitar la temida cesación de pagos de la deuda, en junio, el gobierno realizó una vasta operación de canje, voluntario y en condiciones de mercado, el "Megacanje", por USD 30 mil millones de dólares. La suma de los vencimientos de capital e intereses en el período 2001-2005 sumaba USD 79.912 millones, mientras que 2006-2030, USD 47.700 millones. Por eso, desde el gobierno, en una economía en recesión y caída de la recaudación impositiva, se buscaba extender los plazos de una deuda pública que vencía en 63% entre 2001 y 2005.[504] Según el ministro Cavallo,

> nuestro país propone esta operación de canje voluntaria por tres motivos. En primer lugar, porque reduce el riesgo de renovación, lo que agrega más grados de flexibilidad al manejo de la deuda pública, al tiempo que contribuye a una reducción de su costo. Segundo, suaviza el perfil de vencimientos de la misma, reduciendo la fuerte concentración que se evidenciaba en los próximos años. Esto, obviamente, redunda en una política de captación de fondos más racional y menos estresante. En tercer lugar, ajusta el financiamiento a la forma en que se distribuye la carga del déficit en el tiempo. La transición del sistema de seguridad social implica un déficit que se revertirá en el futuro y, por lo tanto, el canje traslada necesidades de financiamiento al período superavitario.[505]

Según la secretaría de Hacienda, los tenedores de los títulos elegibles para la operación eran 36% bancos, 29% AFJP, 26% inversores particulares y 9% compañías de seguros.[506] Aproximadamente 75-80% de las ofertas del Megacanje provinieron de inversores locales, en particular desde las AFJP.[507] De los USD 27.700 millones de la operación, UDS 20.000 millones (es decir, ¾) estaba en la cartera de los propios bancos o los inversores institucionales de su propiedad (AFJP, aseguradoras, fondos de inversión). De los datos en la distribución posterior de las comisiones a los agentes colocadores publicados por el ministerio de Economía, se desprende que 17,4% de los títulos fue colocado por BBVA Francés, 15,5% por Río, 10,6% por Citigroup, 9,0% por HSBC, 8,5% por Chase-JP Morgan, 7,8% por el Galicia, 16,8% por los bancos públicos y otros por 14,5%. Es decir, un tercio fue colocado por las dos entidades españolas (BBVA y Santander) que a su vez arrastraron dos

[504] "Por qué el Gobierno apuesta al canje de los bonos de la deuda", *Clarín*, 08/05/01, p. 18.
[505] Domingo F. Cavallo, "El canje no es una bala de plata", *La Nación*, Economía & Negocios, 28/05/01, p. 2.
[506] Javier Blanco, "Procuran postergar pagos de la deuda por 17.000 millones", *La Nación*, 25/05/01, p. 12.
[507] "Ofertas por US$ 33.300 millones", *La Nación*, Economía & Negocios, 03/07/01, p. 4.

inversores institucionales de su propiedad clave en el mercado local de títulos, las AFJP Consolidar (del BBVA) y Orígenes (del Santander y del Banco Provincia de Buenos Aires), acercando más de USD 10.000 millones en títulos para el éxito del Megacanje. El Banco Galicia, único banco local que integró el sindicato de entidades autorizadas por el gobierno a realizar el canje, llevó títulos por aproximadamente USD 2.400 millones de los cuales alrededor de la mitad eran de su propia cartera.[508]

Sin embargo, la operación tuvo los efectos contrarios a los esperados ya que los costos aceptados por el gobierno evidenciaban el grado de urgencia. Según el economista jefe del FMI, Michael Mussa, a cambio de reducir los vencimientos de 2001-2005 en USD 12 mil millones, el equipo económico aceptó tasas de 15% y un aumento en 2006-2030 en USD 66 mil millones (en Blustein, 2005: 129). Según Cavallo, "no hemos sido generosos. Lo que hemos sido es realistas. En una economía de mercado uno consigue cosas según cuál sea la demanda. Eso no se puede alterar desde la oferta".[509] En un evidente giro discursivo, el ministro declaraba que,

> sin dudas, desde que soy ministro de Economía, he tenido poco éxito en comunicar de manera clara y completa la política económica a los mercados. Apenas vuelva a la Argentina voy a redoblar los esfuerzos para que los mercados nos entiendan y mejoren su calificación del riesgo argentino.[510]

Ante la falta de crédito, el gobierno anunciaba un severo ajuste fiscal, la ley de "déficit cero", y daba prioridad al pago de los vencimientos. Como explica el entonces secretario de Hacienda Jorge Baldrich,

> la ley de "déficit cero" modificó la Ley de Administración Financiera por la cual uno tenía que ajustar el gasto público en función de observar el déficit que el Congreso te había dado. (…) Eso se continuó con otras cosas, como por ejemplo una ley del Congreso que presentó el Poder Ejecutivo de que los títulos públicos iban a tener prioridad para ser pagados con respecto a todo tipo de gasto público.[511]

Así, se adecuaba la totalidad de la estructura de las finanzas públicas argentinas al cumplimiento del Programa Financiero. El gasto se destinaría primero a los compromisos

[508] Esto produjo una polémica por el costo en USD 168 millones que el Estado debió abonar en concepto de comisiones a los agentes colocadores. Gustavo Bazzan, "Polémica por las comisiones del megacanje", *Clarín*, 12/06/01, p. 6; Maximiliano Montenegro, "El megaescandoloso reparto de la megacomisión de 150 millones", *Página/12*, 13/06/01, p. 8.
[509] Jorge Oviedo, "'Ahora hay que crecer'", *La Nación*, Economía & Negocios, 03/07/01, p. 1.
[510] "Cavallo dice que redoblará esfuerzos para que los mercados lo entiendan", *Clarín*, 08/07/01, p. 5.
[511] Entrevista con el autor, 02/05/08.

externos. Las transferencias de impuestos a las provincias y el resto del gasto (jubilaciones, salarios y pago a proveedores) serían variables mes a mes. Ante la falta de recursos, las provincias y la nación empezaron a emitir bonos para pagar salarios y a proveedores. A fines de 2001, los bonos provinciales representaban el 40% del circulante, por lo que de hecho funcionaban como cuasi-monedas.[512]

La ley de "déficit cero" fue apoyada por el FMI. Sin embargo, su radicalidad planteaba serias dudas sobre su viabilidad política, elemento agravado en el caso de la Alianza. Según Baldrich,

> a los organismos internacionales y a los mercados les pareció bien inicialmente, una buena decisión. El problema es que al poco tiempo quedó claro que políticamente iba ser difícil de implementar para un gobierno cada vez más débil. (…) La ley de déficit cero no alcanzaba. Y si eso no alcanzaba, nada alcanzaba.[513]

Esto se tradujo en un nuevo deterioro de la credibilidad. Días después del anuncio del "déficit cero", las notas de las agencias de calificación de riesgo se derrumbaron. S&P pasó de B a B- (la posición más baja en la categoría "más vulnerable"), Fitch de B+ a B- (lo mismo en la categoría "altamente especulativo") y Moody's de B2 a B3 (la posición más baja en la categoría "poca seguridad financiera"). Dos semanas después, Moody's rebaja nuevamente la nota a Caa1 ("muy poca seguridad financiera"). Como resultado, la confianza de los actores que conformaban la potencial demanda se deterioró aún más. En agosto, los grandes inversores institucionales ya "habían eliminado o reducido considerablemente su exposición crediticia frente a Argentina ante la expectativa de que era inevitable la crisis" (FMI, 2004b: 98). Sólo tenían USD 6 mil millones en títulos públicos argentinos (Santiso, 2003: 193). Por ello, el potencial de contagio de una cesación de pagos de Argentina se consideraba limitada. Los inversores ya la habían previsto ampliamente (FMI, 2004b: 93). En un informe de julio, JP Morgan asesoraba a sus clientes sobre un "hipotético" escenario de *default*, que los mercados asignaban de "alta probabilidad".[514] La ponderación de los títulos públicos argentinos en la elaboración del índice de riesgo-país para mercados semi-

[512] Si bien es anterior, el fenómeno fue particularmente intenso a partir de octubre 2001 con la aparición del Patacón en la provincia de Buenos Aires y los Lecop, a nivel nacional, que llegaron a representar 78% del valor nominal del stock total. La emisión de bonos fue avalada por el FMI para financiar el desequilibrio fiscal manteniendo el régimen de convertibilidad. Ver Schvarzer y Finkelstein (2003).
[513] Entrevista con el autor, 02/05/08.
[514] Maximiliano Montenegro, "El banco que organizó el megacanje especula con la cesación de pagos", *Página/12*, 25/07/01, p. 4.

periféricos de JP Morgan (EMBI) cayó del 23% en 2000 al 3% a finales del 2001 (Santiso, 2003: 180). Es decir, en menos de un año el país había desaparecido para los inversores internacionales. En una reunión en octubre entre el nuevo director gerente del FMI, Horst Köhler, y el recientemente conformado "Grupo Consultivo en Mercados de Capitales" compuesto por los representantes de los principales bancos de inversión e inversores institucionales (Citigroup, JP Morgan, Merrill Lynch, CSFB, American International Group, Putman Investments, PIMCO y otros gigantes financieros de Europa y Asia), estos últimos –ya retirados de la política de emisión de títulos públicos argentinos- solicitaron que el FMI presionara al gobierno para que iniciara una reestructuración forzada de la deuda. Como señalaba el representante del Citigroup, William Rhodes, para los grandes actores privados del sistema financiero mundial el caso argentino se había transformado en un obstáculo que dificultaba sus inversiones en otros mercados semi-periféricos (Blustein, 2005: 159-162).

Las consecuencias también se sintieron en el mercado doméstico. A mediados de julio, el gobierno emitió Letes aceptando una tasa récord de 14,01% promedio para colocar USD 828 millones a sólo 91 días. De modo similar al Megacanje, la aceptación de tasas tan elevadas para títulos en tan corto plazo favorecía la sensación que el Estado precisaba fondos a cualquier precio.[515] Es decir, los bancos locales ya se negaban en la práctica a suministrar más créditos al gobierno. El proceso de retiro de depósitos y el de caída de las reservas se aceleraron. En un discurso en la Bolsa de Comercio, Cavallo confesaba que "la realidad es que ya no conseguimos financiamiento para mantener este nivel de gasto. Que agotamos la capacidad receptiva de nuestros bonos de deuda aquí y en el exterior".[516]

Los últimos meses del 2001 estuvieron marcados por una sucesión de eventos que expresaron la completa inviabilidad de continuidad del Plan de Convertibilidad. La posición del FMI se tornó cada vez más intransigente. Los desembolsos, cada vez más inciertos, eran resultado de complejas y arduas negociaciones. Un factor clave en el cambio de política del organismo fue la victoria de los republicanos en las elecciones de 2000 y el acceso a la presidencia de George W. Bush.[517] A diferencia del período de Clinton, la nueva

[515] La tasa de 14,01% representaba además un alza de casi cinco puntos frente al 9,10% en la colocación de Letes a 91 días del 26 de junio 2001, apenas dos semanas atrás. "El gobierno se endeudó a una tasa récord en Letes", *La Nación*, 11/07/01, p. 11.
[516] "El gobierno se endeudó a una tasa récord en Letes", *La Nación*, 11/07/01, p. 11.
[517] Según Cavallo, el cambio de posición de Estados Unidos fue una de las causas principales del quiebre del Plan de Convertibilidad: "si el presidente George W. Bush hubiera tenido la misma visión y el estilo de liderazgo

administración no había nombrado ningún representante de las finanzas en el Departamento del Tesoro.[518] La alianza sociopolítica que reunía al Partido Republicano y a sectores de la economía real iniciaba un giro en la política estadounidense en materia de salvatajes, que tanto apoyo habían gozado bajo la presidencia de Clinton. El secretario del Tesoro, Paul O'Neill (quien de 1987 a 1999 había ocupado cargos de dirección en empresas industriales),[519] realizó duras declaraciones la economía argentina.

El gobierno debía enfrentar vencimientos por USD 2.700 millones hasta el final del año. La tercera semana de diciembre era la más crítica dado que vencían USD 1.416 millones. A comienzos de noviembre, las autoridades anunciaron un canje de deuda en dos fases: la Fase I con acreedores internos y la Fase II con los internacionales. El canje era caracterizado como "ordenado" en lugar de "voluntario". Estas decisiones produjeron el rechazo de los analistas financieros, tanto del FMI como de las agencias de calificación de riesgo. En particular, S&P notificó que de llevarse adelante la operación esto sería considerado una cesación de pagos. De todos modos, Cavallo avanzó en la implementación de la Fase I.[520] El gobierno impuso una tasa del 7%. A pesar de la oposición de los bancos, que calificaban a la operación de "compulsiva", finalmente, tras una reunión con De la Rúa y Cavallo, en un giro en su posición inicial de rechazo, los miembros de ABA se comprometieron a "poner el hombro".[521] Para la agencia de calificación de riesgo S&P, esta imposición implicaba un "incumplimiento de pago selectivo" (SD). Por su parte, a comienzos de diciembre, FMI anunció que no desembolsaría los préstamos acordados, lo que, a su vez, bloqueaba recursos del BM, BID y Tesoro español por USD 1.500 millones adicionales.[522]

A finales de noviembre, se produjo una nueva corrida bancaria. Ante el pánico generalizado, el primero de diciembre, el gobierno estableció el congelamiento parcial de los depósitos y

---

en los asuntos internacionales que su padre, el resultado habría sido completamente diferente" (Cavallo, 2004: 143).

[518] Bajo Clinton, el departamento del Tesoro había sido conducido por individuos ligados a los sectores financieros. Robert Rubin, quien fue secretario de 1995 a 1999, había trabajo previamente 27 años en el banco de inversión Goldman Sachs. Eric Dash y Louise Story, "Rubin Leaving Citigroup; Smith Barney for Sale", *The New York Times*, 09/01/09, p. B1.

[519] O'Neill fue ejecutivo entre 1977 y 1987 de la empresa de mayor producción mundial de papel, International Paper. Más tarde, hasta 1999, fue director ejecutivo en otro gigante industrial, la productora de aluminio Alcoa. "Paul O'Neill", *The Committe for a Responsible Federal Budget* (http://crfb.org/biography/paul-oneill).

[520] "Informe Monetario Financiero", *Centro de Estudios Financieros del IMFC*, 11/01, p. 12.

[521] Javier Blanco, "La banca dice que 'pondrá el hombro' al canje de la deuda", *La Nación*, Economía & Negocios, 07/11/01, p. 1.

[522] Claudio Zlotnik, "Apenas unos centímetros más de mecha", *Página/12*, 15/12/01, p. 4.

controles sobre los capitales. Finalmente, unas movilizaciones populares el 19 y 20 de diciembre llevaron a la renuncia del presidente De la Rúa. Unos días después, el presidente nombrado por la Asamblea Legislativa, el exgobernador peronista Adolfo Rodríguez Saá, anunciaba formalmente la cesación de pagos de la deuda. En un intento final por sostener el orden económico proponía la continuidad del Plan de Convertibilidad, la creación de otra moneda para uso interno y ofrecía el ministerio de Economía a representantes del liberalismo como Roberto Alemann, Manuel Solanet y Martín Redrado.[523] Finalmente, las disputas internas en el PJ llevaron a su caída una semana después de asumir. Duhalde asumía la presidencia y anunciaba el final del Plan de Convertibilidad.

[523] Matt Moffett, Peter Fritsch, Pamela Druckerman, Jacob Schlesinger y Marc Lifsher, "La cesación de pagos de la Argentina deja a sus vecinos en un rumbo incierto", *La Nación*, 24/12/01, p. 8; Jorge Oviedo, "La cesación de pagos es siempre dolorosa", *La Nación*, 24/12/01, p. 1.

Conclusión

Con la declaración de cesación pagos y el fin del Plan de Convertibilidad se cerraba una etapa en Argentina donde la integración al sistema financiero mundial, caracterizada como semi-periférica, había influido en las relaciones de poder de la coalición político-social gobernante en sus etapas de formación, consolidación y disolución. En esta coalición se habían reunido los representantes de partido político oficial que proveía la legitimidad democrática –primero el Partido Justicialista, luego la Alianza-, tecnócratas de *think tanks* en las posiciones de gestión estatal, grupos económicos locales articulados en el Consejo Empresario Argentino y, finalmente, los actores privados del sistema financiero mundial.

En el primer capítulo se estableció el marco teórico de la investigación. Se utilizaron las principales corrientes que emergieron desde mediados del siglo XX en los debates sobre

cómo observar la relación de poder para de este modo definir los diversos métodos empleados. Como se mencionó, la utilización de múltiples corrientes estuvo orientada a construir un modo de abordaje amplio que evitase las posibles deficiencias en el análisis de haberse considerado una sola perspectiva. A partir de esta indagación en la bibliografía existente se definieron tres dimensiones de las relaciones de poder: el estudio de los individuos que ocupaban las posiciones de gestión económica estatal (donde se compararon su formación educativa y las redes profesionales y sociales en las que estos funcionarios se insertaban), la toma de decisiones en la política de emisión de títulos públicos y, finalmente, la definición de la agenda política (en particular, la instalación de las ideas de irreversibilidad de las reformas y de imposibilidad de llevar adelante políticas alternativas). El resto de la investigación se basó en el análisis diacrónico del estudio de caso de la coalición político-social gobernante entre 1989 y 2001 a partir de este marco teórico.

En el segundo capítulo se observó cómo, ante la insolvencia del Estado, la necesidad de obtener el acceso al sistema financiero mundial influyó en un período de alta inestabilidad entre 1989 y 1991 que sería, en una mirada retrospectiva, la etapa de formación de la coalición político-social gobernante. La estrategia de generación de credibilidad entre los bancos comerciales acreedores y los grupos económicos locales derivó en la emergencia de actores, política y agenda que cumplían con las condiciones necesarias para el acuerdo del Plan Brady. Se realizó una comparación en los vínculos con sectores empresarios locales de tres *think tanks* ligados al liberalismo económico (Fundación Mediterránea, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas y Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina) a partir de la consideración de tres variables: socios patrocinadores, la composición de sus directorios y los estudios solicitados. Este estudio permitió dar cuenta de las similitudes y diferencias entre estas tres instituciones y sus vínculos políticos y con el mundo empresario, donde además se diferenció entre el Consejo Empresario Argentino y el Grupo de los Ocho. Se analizó, finalmente, la implementación de las reformas estructurales solicitadas por el FMI y la estrategia de estabilización de la economía local.

En el tercer capítulo, la investigación histórica del caso argentino se detuvo para observar las características de los actores privados del sistema financiero mundial, la transición de una coordinación centralizada con el Estado a través del Comité de Bancos en la fase pre-Brady a una descentralizada con los inversores en la post-Brady y el rol novedoso y central de la

percepción sobre el riesgo de cesación de pagos, donde influyen agencias de calificación de riesgo y bancos de inversión. Se realizó un estudio del proceso de negociaciones del Plan Brady, la caracterización de los actores que emergieron o se fortalecieron a raíz del mismo (inversores, calificadoras de riesgo y bancos de inversión) y las nuevas relaciones políticas que se establecieron entre el Estado argentino y sus acreedores.

En el cuarto capítulo se analizó la etapa de consolidación de la coalición político-social gobernante. Por un lado, la investigación se centró en la relación entre el régimen de convertibilidad y el balance de pagos, y el rol determinante adquirido para la estabilidad económica por la política de emisión de títulos públicos, característica que se profundiza tras la crisis del Tequila. Por otro lado, se observó cómo las decisiones gubernamentales también profundizaron la dependencia en la integración semi-periférica al sistema financiero mundial. La reforma previsional de 1993 tuvo amplias consecuencias en el vínculo entre la integración semi-periférica y las relaciones de poder en la coalición: favoreció el desarrollo del mercado doméstico de capitales, la emergencia de nuevos inversores locales como las AFJP y colocó a los bancos comerciales locales con un rol mayor en la política de emisión de títulos públicos (directamente o indirectamente como propietarios de las AFJP). A su vez, los grupos económicos locales se beneficiaron del acceso del Estado al sistema financiero mundial logrando emitir títulos privados en el mercado internacional y, de ese modo, incrementando sus necesidades de mantenimiento del Plan de Convertibilidad.

Finalmente, en el quinto capítulo se observó cómo la progresiva exclusión del sistema financiero mundial impactó en el proceso de disolución de la coalición político-social gobernante. A lo largo de la investigación se resaltó continuamente el aspecto progresivo de esta exclusión. En efecto, lejos de suceder en un momento determinado –lo que podría derivar en una conclusión errónea sobre la falta de anticipación de los actores privados del sistema financiero mundial-, tras el aumento de los vencimientos y los *shocks* externos, los grandes inversores institucionales internacionales iniciaron progresivamente su retiro lo que derivó en el aumento de la participación de los inversores minoristas y los locales, las AFJP en particular. Las diversas estrategias de salida de los grupos económicos locales profundizaron aún más la dependencia de la economía en las divisas que proveía la política de emisión de títulos públicos, lo que en un contexto de creciente incertidumbre afectaría la agenda política local y el vínculo entre el liderazgo peronista y el liberalismo económico

criollo. La imposibilidad de lograr la sustentabilidad del Programa Financiero derivaría, finalmente, y a pesar del rol del FMI, en la crisis de 2001.

En un primer momento, la reacción social a la crisis se tradujo en una condena a los dirigentes políticos que, como comprendían a las principales fuerzas, se había transformado en un repudio al sistema de partidos. En una encuesta de abril de 2002, la lista de "los que se tienen que ir" la encabezaban en los primeros cuatro lugares expresidentes, políticos (sin cargo), gobernadores y senadores nacionales. Los sectores financieros ("banqueros") recién ocupaban el lugar número 27.[524] Posteriormente, fue evidente que la reacción social era más amplia e incluía una percepción negativa sobre la política económica implementada durante la década del noventa. Ello se expresó en el rechazo masivo que anticipaban las encuestas a las posibilidades de Menem en la segunda vuelta de las elecciones presidenciales de 2003 y en la emergencia de una nueva coalición político-social articulada alrededor de una nueva variante del PJ, el kirchnerismo.[525]

El período del kirchnerismo –de modo similar al del menemismo- se ha caracterizado por una relativa estabilidad política y económica. Sin embargo, la estrategia del gobierno y la composición de la coalición político-social gobernante presentaban importantes diferencias. En particular, en toda la etapa posterior a la crisis del 2001 y hasta el momento en que se escriben estas líneas, a inicios del 2012, la Argentina permaneció excluida del sistema financiero mundial. En efecto, el 19 de junio de 2001 ha sido hasta ahora la última emisión de títulos públicos en el mercado internacional. En 2005 se produjo una gran reestructuración de la deuda pública y, posteriormente, en 2010, otra. Sin embargo, en ninguna de estas operaciones hubo nuevos fondos. La única colocación fue el bono Global 17 con el que se pagaron los intereses corridos por el segundo canje de deuda reestructurada en 2010. La existencia de juicios iniciados por tenedores de la deuda imposibilita colocar títulos en el mercado estadounidense.[526]

Ferrer (2007) ha escrito que

[524] *Noticias*, 18/04/02, p. 22.
[525] En la gran mayoría de los encuestas, Menem obtenía menos del 30%, frente al más de 70% de Néstor Kirchner. Marcos Foglia, "En todas las encuestas Kirchner va adelante con más del 70 por ciento", *Clarín*, 14/05/03, p. 13.
[526] Federico Molina, entrevista con el autor, 26/09/10.

> los países exitosos no prosperaron porque consiguieron cambiar su contexto externo, lo cual es imposible dada la insignificancia de su poder relativo, sino porque transformaron su relación con el resto del mundo a partir de su propia transformación interna. (…) Dicho de otro modo, somos impotentes para cambiar el mundo, pero decisivos para determinar cómo estamos en él (2007: 12).

Precisamente, el impacto de la "relación con el resto del mundo" sobre el proceso político ha sido el objeto estudio. De 1989 al 2001 la relación con el mundo se había estructurado alrededor de la integración semi-periférica del país al sistema financiero mundial. Como explica Rodrik, "la estrategia argentina se había basado en una idea simple: la reducción del riesgo soberano era la forma más rápida y segura de alcanzar los niveles de ingreso de los países ricos".[527] El resultado de esta estrategia y este modo particular de vinculación con el resto del mundo se había expresado en el balance de pagos, con el déficit en la cuenta corriente y la consiguiente dependencia en la evolución de la cuenta financiera. A partir del 2002, con la exclusión del sistema financiero mundial, el perfil del balance de pagos se modificó radicalmente con el fuerte incremento de la cuenta corriente y, en especial, el saldo de exportación de mercancías gracias a una evolución favorable de los términos de intercambio. En 2002-2004, el superávit comercial fue aproximadamente de USD 50 mil millones (Ferrer, 2004: 369).

Es decir, al igual que en gran parte de los noventa, ingresaron al país las divisas necesarias para asegurar la estabilidad económica. Sin embargo, a diferencia de entonces, la dependencia estructural de la cuenta financiera fue reemplazada por los ingresos provenientes de las exportaciones, a los que también aportaban otros rubros del balance de pagos. Por lo tanto, una vinculación al mundo basada en los flujos financieros había sido reemplazada por una estructurada en gran parte alrededor del comercio. Es decir, en un caso, una coalición se consolidó gracias al vínculo con el mercado internacional de capitales. En el otro, gracias al mercado internacional de bienes. A esta diferencia es necesario sumar que mientras la estrategia de estabilización del menemismo redujo el margen de maniobra gubernamental en un proceso de fuga hacia adelante, en el caso de kirchnerismo, al contrario, las opciones de políticas aumentaron progresivamente. Es decir, a los beneficios obtenidos por el comercio internacional, el gobierno tenía la opción de endeudarse si aceptaba las condiciones impuestas por los centros financieros mundiales (en particular en

[527] Dani Rodrik, "Reform in Argentina, Take Two, Trade One", *The New Republic*, 14/01/02.

cuanto a los acreedores excluidos de los proceso de reestructuración de 2005 y 2010, los *holdout*). La decisión de no emplear esta opción se debe a la composición de la coalición y a la prioridad dada –gracias a la posibilidad ofrecida por los precios agrícolas internacionales- a la autonomía frente a los actores privados del sistema financiero mundial.[528]

Si bien esta investigación se centró en la integración semi-periférica de la Argentina al sistema financiero mundial y sus impactos en las relaciones de poder en la coalición político—social gobernante, esta breve comparación permite presentar al menos en esta conclusión unas notas finales sobre una perspectiva más amplia sobre recursos económicos y poder político en Argentina. En efecto, que el ingreso de divisas sea a través del comercio o de la emisión de títulos públicos no es neutro desde el punto de las relaciones de poder. El tipo de vinculación económica del país con el resto del mundo, expresado de modo contable en el saldo del balance de pagos, parece ser determinante en las características del proceso político argentino y, en particular, sobre la estabilidad y la composición de las coaliciones político-sociales gobernantes.

Ferrer afirmaba ya en los sesenta que "los factores externos han jugado permanentemente un papel decisivo en el desarrollo del país" (citado en Ferrer, 2004: 17). Estos factores han sido ligados a aspectos vinculados con la seguridad (por ejemplo, durante la Guerra Fría) y con lo económico. Esto último, entre otros, se ha expresado a través de la necesidad de divisas, que ha operado permanentemente en el país como una de las principales restricciones a su desarrollo. Por ejemplo, en la etapa de economía primaria agroexportadora entre 1860 y 1930, esta restricción fue superada cuando la Argentina se incorporó en el expansivo comercio mundial. En este período, la estabilidad de las coaliciones político-sociales gobernantes es notoria. Por el contrario, la siguiente etapa de industrialización sustitutiva de importaciones enfrentó sucesivos cuellos de botella por la falta de oportunidades que brindaba el resto del mundo tanto comercial como financieramente, con el consiguiente impacto en el proceso político y la inestabilidad de las coaliciones político-sociales gobernantes. Recién con la caída del sistema de Bretton Woods

[528] En la apertura de las sesiones ordinarias del Congreso de 2012, la presidente Cristina Fernández afirmó "no hemos ido tomando nueva deuda. (…) Lo hacemos desde la experiencia, (…) desde lo que nos pasó a los argentinos (…) en 2001, cuando el país se desplomó. Por eso, no dependemos del financiamiento externo para crecer". "El discurso completo de Cristina Fernández de Kirchner", *Parlamentario*, 01/03/12. Disponible en http://www.parlamentario.com/noticia-42989.html.

se volvieron a generar oportunidades para el ingreso de divisas a través de los petrodólares. Posteriormente, los períodos del menemismo y, luego, del kirchnerismo, son otras etapas de vinculación al resto del mundo donde el ingreso de divisas permitió la estabilización no sólo de la economía sino también de la coalición político-social gobernante.

Como se ha argumentado en esta investigación, el vínculo económico con el resto del mundo no sólo impacta en la estabilidad de la coalición sino, además, en su composición, es decir, en las relaciones de poder en las sucesivas etapas de formación, consolidación y disolución. Por ejemplo, del mismo modo que en 1989 al 2001 donde los actores privados del sistema financiero mundial tuvieron una influencia decisiva, en el período de 1860 a 1930 este peso correspondió a aquellos vinculados al comercio agroexportador. Si bien esta influencia no es similar en el período posterior al 2002, también basada en el comercio, debido en particular al desarrollo del Estado, la exclusión del sistema financiero mundial sí se tradujo en una menor influencia de inversores, bancos de inversión y agencias de calificación de riesgo. La prima de riesgo soberano dejó de ser la principal variable seguida por los analistas y otras, como la evolución del precio de los productos agrícolas, aumentaron su importancia.

No se pretende con estas notas finales establecer un determinismo mecanicista de la evolución del balance de pagos sobre el proceso político argentino, lo que por otro lado precisaría de una nueva investigación. Pero sí presentar una perspectiva potencial para trabajos futuros sobre la influencia del vínculo económico del país con el resto del mundo en la estabilidad y composición de las coaliciones político-sociales gobernantes en la Argentina.

Bibliografía

Abolafia, Mitchel (1997), *Making Markets: Opportunities and Restraint on Wall Street*, Camridge, MA: Harvard University Press.

Acuña, Carlos H. (1995), *La burguesía industrial como actor político*, Universidad de Chicago, tesis doctoral, mimeo.

Acuña, Carlos H. y William H. Smith (1996), "La economía política del ajuste estructural: la lógica de apoyo y oposición a las reformas neoliberales", *Desarrollo Económico* 36(141): 355-389.

Adda, Jacques (1996), *La mondialisation de l'économie – 1, Genèse*, París: La Découverte.

Alsogaray, Álvaro C. (1989), *Bases liberales para un programa de gobierno (1989-1995)*, Buenos Aires: Editorial Planeta.

Althusser, Louis (1971), "Ideology and Ideological State Apparatuses" en *Lenin and Philosophy and Other Essays*, Londres: New Left Books: 127-186.

Aglietta, Michel y Sandra Moatti (2000), *Le FMI: de l'ordre monétaire aux désordres financiers*, París: Economica.

Aguilar Villanueva, Luis F. (ed.) ([1993] 1996), *Problemas públicos y agenda de gobierno*, México DF: Miguel Ángel Porrúa.

Aguirre, Ubaldo (1989), "Deuda externa bancaria: estrategias de negociación" en De la Balze, Felipe A.M. (coord.), *El financiamiento externo argentino durante la década de 1990*, Buenos Aires: Editorial Sudamericana: 167-184.

Almansi, Aquiles A. y Carlos A. Rodríguez (1989), "Reforma monetaria y financiera en hiperinflación", *CEMA*, Documento de Trabajo No. 67, agosto.

Alesina, Alberto y Roberto Perotti (1995), "Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries", *Economic Policy* 10(21): 205-248.

Alt, James E. y Alberto Alesina (1996), "Political Economy: An Overview", en Goodin, Robert E. y Hans-Dieter Klingemann (eds.), *A New Handbook of Political Science*, Oxford y Nueva York: Oxford University Press: 645-674.

Anderson, James (1975), *Public Policy-Making*, Nueva York: Praeger.

Argento, Analía y Ana Gerschenson (1999) *Quién es quién en la política argentina*, Buenos Aires: Perfil Libros.

Aron, Raymond (1950), "Social Structure and Ruling Class", *British Journal of Sociology* 1(1): 1-16.

Atkinson, Anthony B. (1996), "Political Economy, Old and New" en Goodin, Robert E. y Hans-Dieter Klingemann (eds.), *A New Handbook of Political Science*, Oxford y Nueva York: Oxford University Press: 702-713.

Auyero, Javier (2001), *La política de los pobres: las prácticas clientelistas del peronismo*, Buenos Aires: Ediciones Manantial.

Ávila, Jorge (2000), *Riesgo-argentino y performance macroeconómica*, Buenos Aires: Universidad del CEMA.

---- (2010), "A country-risk approach to the business cycle with an application to Argentina", *UCEMA*, Documento de Trabajo No. 435, noviembre.

Azpiazu Daniel (comp.) (2002), *Privatizaciones y poder económico: la consolidación de una sociedad excluyente*, Bernal: Universidad Nacional de Quilmes.

Azpiazu, Daniel y Martín Schorr (2001), "Privatizaciones, rentas de privilegio, subordinación estatal y acumulación del capital en la Argentina contemporánea", *Instituto de Estudios y Formación de la CTA*, diciembre: 1-83.

Babones, Salvatore (2005), "The Country-Level Income Structure of the World-Economy", *Journal of World-Systems Research* XI(1): 20-55.

Bachrach, Peter (1967), *The Theory of Democratic Elitism: A Critique*, Boston: Little, Brown.

Bachrach, Peter y Morton S. Baratz (1962), "Two Faces of Power", *The American Political Science Review* 57(3): 632-642.

---- (1963), "Decisions and Nondecisions: An Analytical Framework", *The American Political Science Review* 57(3): 632-642.

---- (1970), *Power and Poverty: Theory and Practice*, Nueva York: Oxford University Press.

Baldrich, Jorge (2003), "The Political Economy of Short Run Fiscal Policy: Some Evidence from Argentina 1994-2001", mimeo.

Basualdo, Eduardo M. (2001), *Sistema político y modelo de acumulación en la Argentina: notas sobre el transformismo argentino durante la valorización financiera, 1976-2001*, Buenos Aires: Universidad Nacional de Quilmes.

---- (2002), *Concentración y centralización del capital en la Argentina durante la década del noventa*, Bernal: Universidad Nacional de Quilmes.

---- (2006), *Estudios de la historia económica argentina*, Buenos Aires: Siglo XXI-FLACSO.

Basualdo, Eduardo M., Cecilia Nahon y Hugo J. Nochteff (2005), "Trayectoria y naturaleza de la deuda externa privada en la Argentina. La década del noventa, antes y después", *FLACSO – Argentina*, Área de Economía y Tecnología, Documento de Trabajo No. 14, Diciembre.

---- (2007), "La deuda externa privada en la Argentina (1991-2005): trayectoria, naturaleza y protagonistas", *Desarrollo Económico* 47(168): 193-224.

Bekerman, Marta (1990), "El impacto fiscal del pago de la deuda externa: la experiencia argentina, 1980-1986", *Desarrollo Económico* 29(116): 529-551).

Bertranou, Fabio M., Carlos O. Grushka y Rafael Rofman (2001), "Evolución reciente de la cobertura previsional en Argentina", julio, mimeo.

BID (2005), *The Politics of Policies*, Washington, DC: BID, David Rockefeller Center for Latin American Studies, Harvard University.

---- (2007), *Living with Debt: How to limit the risks of sovereign finance, Economic and Social Progress in Latin America, 2007 Report*, Washington, DC: Inter-American Development Bank, David Rockefeller Center for Latin American Studies Harvard University.

BIP (2000), "Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information", Working Paper No. 3, agosto.

Birnbaum, Pierre (comp.) (1975), *Le pouvoir politique*, Paris: Dalloz.

Bisang, Roberto, Mariana Fuchs y Bernardo Kosacoff (1992), "Internacionalización de empresas industriales argentinas", *Desarrollo Económico* 32(127): 323: 356.

Black, Duncan (1958), *Theory of Committees and Elections*, Cambridge: Cambridge University Press.

Blackwell, David W. y David Kidwell (1988), "An Investigation of Cost Differences between Public Sales and Private Placements of Debt", *Journal of Financial Economics* 22(2): 253-278.

Block, Fred L. (1977), "The Ruling Class does not Rule: Notes on the Marxist Theory of the State", *Socialist Revolution* 7(33): 6-28.

Block, Steven A. y Paul M. Vaaler (2004), "The price of democracy: sovereign risk ratings, bond spreads and political business cycles in developing countries", *Journal of International Money and Finance* 23: 917-946.

Blustein, Paul (2005), *And the Monet Kept Rolling In (and Out): Wall Street, the IMF, and the Bankrupting of Argentina*, Nueva York: PublicAffairs.

Borensztein, Eduardo, Kevin Cowan y Patricio Valenzuela (2006), "The 'Sovereign Ceiling Lite' and Bank Credit Ratings in Emerging Markets Economies", Banco Central de Chile y BID, Washington, DC. Mimeo.

Borensztein, Eduardo, Kevin Cowan, Barry Eichengreen y Ugo Panizza (2008), "Building Bond Markets in Latin America", en Borensztein, Eduardo, Kevin Cowan, Barry Eichengreen y Ugo Panizza (eds.), *Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang?*, Cambridge, MA y Londres: The MIT Press: 1-28.

Borón, Atilio (2002), "Imperio: dos tesis equivocadas", *OSAL* 6: 167-176.

Bottomore, Tom ([1964] 1993), *Élites and Society*, Nueva York: Routledge.

Bourdieu, Pierre (1994), "Stratégies de Reproduction et Modes de Domination", *Actes de la recherche en sciences sociales* 105: 3-12.

Bourguinat, Henri (1992), *Finance internationale*, París: Presses Universitaires de France.

Bouzas, Roberto y Saúl Keifman (1990) "El 'menú de opciones' y el programa de capitalización de la deuda externa argentina", *Desarrollo Económico* 29(116): 451-475.

Braun, Miguel, Antonio Cicioni y Nicolás J. Ducote (2000), "Should Think Tanks do Policy Implementation in Developing Countries? Lessons from Argentina", *CIPPEC*, Buenos Aires, mimeo.

Braun, Rudolf (1975), "Taxation, Sociopolitical Structure, and State-Building: Great Britain and Brandenburg-Prussia" en Tilly, Charles (ed.) *The Formation of National States in Western Europe*, Princeton, NJ: Princeton University Press: 243-327.

Brewer, John (1989), *The Sinews of Power: War, Money and the English State, 1688-1783*, Nueva York: Alfred A. Knopf.

Brewer, Gary y Peter Deleon (1983), *The Foundations of Policy Analysis*, Monterey: Brooks/Cole.

Bruno, Eugenio Andrea (2004), *El default y la reestructuración de la deuda*, Buenos Aires: Editorial Nueva Mayoría.

Bruno, Carlos y Daniel Chudnovsky (comp.) (2003), *¿Por qué sucedió? Las causas económicas de la reciente crisis argentina*, Buenos Aires: Siglo XXI de Argentina/CENIT.

Buchanan, James M. y Gordon Tullock (1962), *The Calculus of Consent*, Ann Arbor: University of Michigan Press.

Calvo Guillermo (2003), "La crisis argentina: una explicación", en Bruno, Carlos y Daniel Chudnovsky (comp.), *¿Por qué sucedió? Las causas económicas de la reciente crisis argentina*, Buenos Aires: Siglo XXI de Argentina/CENIT: 111-128.

Calvo, Guillermo y Enrique G. Mendoza (2000), "Rational Herding and the Globalization of Financial Markets", Journal of International Economics 51: 79-114.

---- (2005), "Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons from the Mexican Debacle" en Calvo, Guillermo A., *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?*, Cambridge, MA: MIT Press: 129-138.

Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi (2002), "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", trabajo presentado en la Annual Meetings of the Board of Governors, Inter-American Development Bank and Inter-American Investment Corporation, 11 de marzo, Fortaleza, Brasil.

Camdessus, Michel (1989), "Strenghtening the Debt Strategy: The Role of the IMF and the Banks", discurso pronunciado en el Institut d'Études Financières et Bancaires, París, 31 de mayo.

Camou, Antonio (1998), "Saber técnico y política en los orígenes del menemismo", *Perfiles Latinoamericanos* 7(12): 85-107.

---- (2006), "El Saber detrás del Trono: intelectuales-expertos, tanques de pensamiento y políticas económicas en la Argentina democrática (1985-2001)" en Garcé, Alfredo y Gerardo Uña (comp.), *Think Tanks y políticas públicas en Latinoamérica: dinámicas globales y realidades regionales*, Buenos Aires: Prometeo Libros: 139-176.

Cantor, Richard y Frank Packer (1996), "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 2(2): 37-54.

Cartwright, Dorwin (1959), "A Field Theoretical Conception of Power" en (ed.), *Studies in Social Power*, Ann Arbor: University of Michigan: 183-220.

Castellani, Ana y Alejandro Gaggero (2011), "Estado y grupos económicos en la Argentina de los noventa", en Pucciarelli, Alfredo (coord.), *Los años de Menem: la construcción del orden neoliberal*, Buenos Aires: Siglo Veintiuno Editores: 263-292.

Cavallo, Domingo (1984), *Volver a crecer*, Buenos Aires: Sudamericana/Planeta.

---- (2001), *Pasión por crear: en diálogo con Juan Carlos de Pablo*, Buenos Aires: Editorial Paneta.

---- (2004) "Argentina and the IMF during the Two Bush Administrations", *International Finance* 7(1): 137-150.

CEA (1995), *El sistema de seguridad social: una propuesta de reforma*, Buenos Aires: Ediciones Manantial.

---- (1996), *La administración pública nacional: propuesta para su reestructuración*, Buenos Aires: Ediciones Manantial.

---- (2000), *Propuesta de Federalismo fiscal*, Buenos Aires: Editorial Macchi.

Centeno, Miguel A. y Patricio Silva (eds.) (1998), *The Politics of Expertise in Latin America*, Londres y Nueva York: Macmillan Press & St. Martin's Press.

Charlot, Jean (1973), "Les élites politiques en France de la IIIe à la Ve République", *Archives Européennes de Sociologie* XIV: 78-92.

Charny, Jean-Paul (1995), *La stratégie*, Paris: Presses Universitaires de France.

Chase-Dunn, Christopher, Yukio Kawano y Benjamin D. Brewer (2000), "Trade Globalization since 1795: Waves of Integration in the World-System", *American Sociological Review* 65(1): 77-95.

Chesnais, François (1996), "Introduction générale", en Chesnais, François (comp.), *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*, París: Syros: 9-31.

Cho, Hye-Jee (2007), "Democracy and Sovereign Credit Ratings: Do Democratic Institutions Help Leftist Governments Restore Investor Confidence?", trabajo presentado en la Annual Meeting of the Midwest Political Science Association, 12-15 de abril, Chicago, IL, Estados Unidos.

Claessens, Stijn, Daniela Klingebiel y Sergio Schmukler (2003), "Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: The Role of Macroeconomic and Institutional Factors", *The World Bank Development Research Group*, WP No. 2986, marzo.

Cline, Ray S. (1977), *World Power Assessment*, Boulder, CO: Westview Press.

Cline, William R. (1995) *International Debt Reexamined*, Washington, DC: Institute for International Economics.

Coase, Ronald (1998), *The Firm, The Market and the Law*, Chicago: Chicago University Press.

Cobb, Roger y Charles Elder (1984), "Agenda-Building and the Politics of Aging", *Policy Sciences Journal* 13(1): 115-129.

Comisión Especial Investigadora de la Cámara de Diputados sobre Fuga de Divisas de la Argentina durante el año 2001 (2001), *Fuga de divisas en la Argentina*, Buenos Aires: Siglo XXI Editores Argentina.

Conesa, Eduardo (1989), "El Banco Mundial y la deuda externa argentina" en De la Balze, Felipe A.M. (coord.), *El financiamiento externo argentino durante la década de 1990*, Buenos Aires: Editorial Sudamericana: 95-106.

Corach, Carlos (2011), *18.885 días de política: visiones irreverentes de un país complicado*, Buenos Aires: Sudamericana.

Cowan, Kevin, Eduardo Levy Yeyati, Ugo Panizza y Federico Struzenegger (2006), "Sovereign Debt in the Americas: New Data and Stylized Facts", *BID*, Research Department WP No. 577, Washington, DC.

Cox, Robert W. (1987), *Production, Power and World Order: Social Forces in the Making of History*, Nueva York: Columbia University Press.

Crespo, Javier A. y Manuel Portela Moreno (1989), "El punto de vista de la banca acreedora" en De la Balze, Felipe A.M. (coord.), *El financiamiento externo argentino durante la década de 1990*, Buenos Aires: Editorial Sudamericana: 107-116.

Dahl, Robert (1957), "The Concept of Power", *Behavioral Science* 2: 201-215.

---- (1958), "A Critique of the Ruling Elite Model", *The American Political Science Review* 52(2): 463-469.

---- (1961), *Who Governs? Democracy and Power in an American City*, New Haven: Yale University Press.

---- (2006), *On Political Equality*, New Haven y Londres: Yale University Press.

Dalbosco, Hugo (2003) *Perfil de los funcionarios políticos en Argentina entre 1983 y 1999*, Universidad de San Andrés, tesis de maestría, mimeo.

Damill, Mario (2000), "El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la convertibilidad", *Boletín Informativo Techint* 303: 68-89.

Damill, Mario y Daniel Kampel (1999), "Acerca de la evolución de la prima de la deuda soberana de la Argentina", *Universidad de Palermo/CEDES*, Series Documentos de Economía No. 12, mayo.

Damill, Mario, Roberto Frenkel y Martín Rapetti (2005), "La deuda argentina: historia, default y reestructuración", *CEDES*, Documento de Trabajo No. 16, Buenos Aires.

De Imaz, José Luis (1964), *Los que mandan*, Buenos Aires: Editorial Universitaria de Buenos Aires.

De la Balze, Felipe A.M. (1989), "Resumen ejecutivo y conclusiones" en De la Balze, Felipe A.M. (coord.), *El financiamiento externo argentino durante la década de 1990*, Buenos Aires: Editorial Sudamericana: 13-45.

De Pablo, Juan Carlos (1991), "Los economistas y la actual transformación de la Argentina", *Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario*, septiembre. Disponible en http://www.juancarlosdepablo.com.ar.

Dezalay, Yves y Bryant G. Garth (2002), *La mondialisation des guerres de palais: la restructuration du pouvoir d'État en Amérique Latine, entre notables du droit et "Chicago Boys"*, París: Éditions du Seuil.

Dick, Harry (1960), "A Method for Ranking Community Influentials*", American Sociological Review* 25(3): 395-399.

Domhoff, William (1967), *Who rules America?*, New Jersey: Prentice Hall.

Domínguez, Jorge (ed.) (1997), *Technopols: Freeing Politics and Markets in Latin America in the 1990s*, Penn State Press.

Downs, Anthony (1957), *An Economic Theory of Democracy*, Nueva York: Harper.

Easton, David (1981), "The Political System Besieged by the State", *Political Theory* 9(3): 303-325.

Eichengreen, Barry (1996), *Globalizing Capital: A History of International Monetary System*, Princeton: Princeton University Press.

Eichengreen, Barry y Ashoka Mody (1998), "What Explains Changing Spreads on Emerging-Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment?", *NBER*, WP No. 6408.

Eichengreen, Barry y Ricardo Hausmann (1999), "Exchange Rates and Financial Fragility", *NBER*, WP No. 6408.

Eichengreen, Barry y Nathan Sussman (2000), "The International Monetary System in the (Very) Long Run", *FMI*, document de trabajo WP/00/43.

Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann y Ugo Panizza (2003), "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters", *NBER*, Working Paper no. 10036.

Elster, Jon (2007), *Explaining social behavior: more nuts and bolts for social sciences*, Nueva York: Cambridge University Press.

Evans, Peter, Dietrich Rueschemeyer y Theda Skocpol (eds.) (1989), *Bringing the State Back In*, Cambridge, Nueva York y Melbourne: Cambridge University Press.

Fabozzi, Frank J. (2001), *Bond Portfolio Management*, New Hope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates.

---- (2002), *Fixed Income Securities*, New York, NY: John Wiley & Sons.

Fama, Eugene F. (1965), "The behavior of stock market prices", *Journal of Business* 38(1): 31-105.

Farnetti, Richard (1996), "Le rôle des fonds de pension et d'investissement collectifs anglo-saxons dans l'essor de la finance globalisée", en Chesnais, François (comp.), *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*, París: Syros: 185-212.

Fernández, Roque B. (1979), "Hacia una reforma del sistema argentino de previsión social", *CEMA*, documento de trabajo No. 1, abril.

Fernández, Roque B., Sergio Pernice y Jorge M. Streb (2008), "Corporate Bond Markets in Argentina", en Borenstein, Eduardo, Kevin Cowan, Barry Eichengreen y Ugo Panizza (eds.), *Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang?*, Cambridge, MA, Londres: The MIT Press.

Ferrer, Aldo (1983), *"Vivir con lo nuestro" para romper la trampa financiera y construir la democracia*, Buenos Aires: El Cid Editor.

---- (2004), *La economía argentina: desde sus orígenes hasta principios del siglo XXI*, Buenos Aires: FCE.

---- (2007), "Prólogo", en Girón, Alicia y Eugenia Correa (coord.), *Del Sur hacia el Norte: economía política del orden económico internacional emergente*, Buenos Aires: CLACSO: 11-20.

Ferreira Rubio, Delia y Matteo Goretti (1996), "Cuando el presidente gobierna solo: Menem y los decretos de necesidad y urgencia hasta la reforma constitucional (julio 1989-agosto 1994)", *Desarrollo Económico* 36(141): 443-474.

FFIEC (1982), *Country Exposure Lending Survey*, Washington, DC: Federal Reserve Board of Governors.

FIEL (1990), *Argentina: hacia una economía de mercado*, Buenos Aires: Ediciones Manantial.

---- (1997), *El empleo en la Argentina: el rol de las instituciones laborales*, Buenos Aires: Color Efe.

FIEL, CEA (1991), *Argentina: la reforma económica 1989-1991: balances y perspectivas*, Buenos Aires: Ediciones Manantial.

FLACSO – Argentina (2005), "Informe técnico sobre la composición de las bases de datos de la deuda externa privada argentina (1991-1999)", Proyecto "Deuda externa e integración económica internacional de la argentina. 1990 – 2004" (ANPCyT / PICT 2003 Nº 14072).

FMI (1990), *International Capital Markets: Development and Prospects*, Washington, DC: FMI.

---- (1995), *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues*, Washington, DC: FMI.

---- (2000), *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, Washington, DC: FMI.

---- (2001), *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, Washington, DC: FMI.

---- (2004a), *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, Washington, DC: FMI.

---- (2004b), *Informe sobre la evaluación del papel del FMI en Argentina, 1991-2001*, Washington, DC: FMI.

---- (2005), *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, Washington, DC: FMI.

---- (2006), *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, Washington, DC: FMI.

Forcinito, Karina y Cecilia Nahón (2005), "La fábula de las privatizaciones: ¿vicios privados, beneficios públicos? El caso de Argentina (1990-2005)", *Ciclos* 15(30): 133-164.

Foucault, Michel ([1975] 2005), *Vigilar y castigar: nacimiento de la prisión*, Buenos Aires: Siglo XXI Editores Argentina.

---- ([1976] 1980), *The History of Sexuality*, vol. 1, Nueva York: Random House

---- (1987), "The Ethic of Care for the Self as a Practice of Freedom: an Interview with Michel Foucault on 20 January 1984" en Bernauer, James y David Rasmussen (eds.), *The Final Foucault*, Cambridge y Londres: MIT Press: 1-20.

---- (1991), “Governmentality” en Burchell, Graham, Colin Gordon y Peter Miller (eds.), *The Foucault Effect: studies in governmentality*, Hemel Hempstead: Harvester Wheatsheaf: 87-104.

Frediani, Ramón O. (1989), “La capitalización de la deuda externa”, *Boletín Informativo Techint* 257: 49-74.

Furtado, Celso (1970), *Théorie du développement économique*, París: Presses Universitaires de France.

---- ([1975] 1984), *El desarrollo económico: un mito*, México D.F.: Siglo Veintiuno Editores, S.A.

Galbraith, John Kenneth (1967), *El nuevo estado industrial*, Barcelona: Ariel.

---- ([1983] 2007), “Autonomie du pouvoir”, en *Économie hétérodoxe*, Paris: Éditions du Seuil: 22-195.

Gallie, Walter B. (1955-1956), “Essentially Contested Concepts”, *Proceedings of the Aristotelian Society* 56: 167-198.

Garcé, Adolfo y Gerardo Uña (comp.) (2006), *Think tanks y políticas públicas en Latinoamérica: dinámicas globales y realidades regionales*, Buenos Aires: Prometeo Libros.

Gerchunoff, Pablo y Guillermo Canovas (1995) “Privatizaciones en un contexto de emergencia económica”, *Desarrollo Económico* 34(136): 483-512.

Gerchunoff, Pablo y Juan Carlos Torre (1996) “La política de liberalización económica de la administración Menem”, *Desarrollo Económico* 36(143): 733-768.

Gerring, John (2007), *Case Study Research: Principles and Practices*, Nueva York: Cambridge University Press.

Gibson, Edward (1990) “Democracy and New Electoral Right in Argentina”, *Journal of Interamerican Studies and World Affairs* 32(3): 177-228.

Giddens, Anthony (1984), *The Constitution of Society*, Oxford: Polity.

Gramsci, Antonio (2003), *Notas sobre Maquiavelo, sobre la política y sobre el Estado moderno*, Buenos Aires: Nueva Visión.

Granovetter, Mark (1985), “Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness”, *American Journal of Sociology* 91: 481-510.

---- (2001), *Society and Economy: The Social Construction of Economic Institutions*, Cambridge, MA: Harvard University Press.

Griffith-Jones, Stephany y Osvaldo Sunkel (1989), *Debt and Development Crises in Latin America: The End of an Illusion*, Oxford: Clarendon Press.

Goldsheid, Rudolph ([1925] 1958), "A Sociological Approach to Problems of Public Finance" en Musgrave, Richard A. y Alan T. Peacock (eds.), *Classics in Theory of Public Finance*, Nueva York : Macmillan: 202-213.

Goldstein, Morris y Philip Turner (2004), "Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets", *Institute for International Economics*, Washington, DC.

Grossman, Sanford J. y Joseph Stiglitz (1980), "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *The American Economic Review*, 70(3): 393-408.

Guillén, Mauro F. (2011), *The rise of spanish multinationals: european business in the global economy*, Cambridge: Cambridge University Press.

Guttman, Robert (1996), "Les mutations du capital financier" en Chesnais, François (comp.), *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux,* París: Syros: 59-96.

Habermas, Jürgen (1984), *The Theory of Communicative Action*, vol. 1, Boston: Beacon Press.

Hardt, Michael y Antonio Negri (2002), *Imperio*, Buenos Aires: Paidós.

Harnecker, Marta (1987), *Estudiantes, cristianos e indígenas en la revolución*, México, DF: Siglo XXI Editores.

Heredia, Mariana (2004), "El proceso como bisagra. Emergencia y consolidación del liberalismo tecnocrático: FIEL, FM y CEMA" en Pucciarelli, Alfredo (coord.) *Empresarios, tecnócratas y militares. La trama corporativa de la última dictadura militar*, Buenos Aires: Siglo XXI Editores Argentina.

---- (2007), *Les métamorphoses de la représentation. Les économistes et la politique en Argentine (1975-2001)*, École des Hautes Études en Sciences Sociales, tesis doctoral, mimeo.

Hindess, Barry (1996), *Discourses of power: from Hobbes to Foucault*, Cambridge, MA: Blackwell Publishers.

Hobbes, Thomas ([1651] 1968), *Leviathan*, Londres: Penguin.

Huber, John D. y Cecilia Martínez-Gallardo (2008), "Replacing Cabinet Ministers: Patterns of Ministerial Stability in Parliamentary Democracies", *American Political Science Review* 102(2): 168-180.

Hunter, Floyd (1953), *Community Power Structure: A Study of Decision Makers*, Chapel Hill, NC: University of North Caroline Press.

Iglesias Illia, Hernán (2007), *Golden Boys: vivir en los mercados*, Buenos Aires: Planeta.

Jessop, Bob (2002), *The Future of the Capitalist State*, Cambridge: Polity Press.

Jones, Charles (1970), *An Introduction to the Study of Public Policy*, Belmont: Wadsworth.

Jones, Mark P., Pablo Sanguinetti y Mariano Tommasi (2000), "Politics, Institutions, and Fiscal Performance in a Federal System: An Analysis of the Argentine Provinces", *Journal of Development Economics* 61(2): 305-333.

Johnson, R. W. (1973), "The British Political Elite, 1955-1972", *Archives Européennes de Sociologie* XIV: 44-71.

Kaminsky, Graciela y Sergio Schmukler (2002), "Rating Agencies and Financial Markets" en Levich, Richard, Giovanni Majnoni y Carmen Reinhart (eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston/Dordrecht/Londres: Kluwer Academic Publishers: 227-249.

Karlsson, Georg (1962), "Some Aspects of Power in Small Groups" en Criswell, Joan H., Herbert Solomon y Patrick Suppes (eds.), *Mathematical Methods in Small Groups Processes*, Stanford: Stanford University Press: 193-202.

Kiguel, Miguel A. y Gabriel E. Lopetegui (1997), "Entendiendo el Riesgo País", Secretaría de Hacienda del ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos de la República Argentina, mayo, mimeo.

Kosacoff, Bernardo (1999), "Las multinacionales argentinas", *Boletín Informativo Techint* 300: 53-99.

Kosacoff, Bernardo y Adrián Ramos (2002), "Reformas de los noventa, estrategias empresariales y el debate sobre el crecimiento económico", *Boletín Informativo Techint* 310: 69-80.

Krugman, Paul (1989), "Market Based Debt Reduction Schemes" en Frenkel, Jacob, Michael Dooley y Peter Wickhamn (eds.), *The Analytical Issues in Debt*, Washington, DC: FMI: 258-278.

Krugman, Paul, Thomas Enders y William R. Rhodes (1994), "LDC Debt Policy", en Feldstein, Martin (ed.), *American Economic Policy in the 1980s*, Chicago: University of Chicago Press: 691-740.

Kuflas, Matías (2001), "El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas. Factores determinantes y transformaciones en

el universo de las grandes empresas de capital local", *CEPAL,* Serie Estudios y perspectivas No. 2, Oficina en Buenos Aires.

Kydland, Finn E. y Edward C. Prescott (1977), "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy* 85: 137-160.

Laclau, Ernesto (1975), "The specificity of the political: the Poulantzas-Miliband debate", *Economy and Society* 4(1): 87-111.

Lambertini, Adrián (1989), "Formación de mercado de capitales" en de la Balze, Felipe A. M. (coord.), *El financiamiento externo argentino durante la década de 1990*, Buenos Aires: Editorial Sudamericana: 224-233.

Lardic, Sandrine y Valérie Mignon (2006), *L'efficience informationnelle des marchés financiers*, París: Éditions La Découverte.

Lasswell, Harold D. y Abraham Kaplan (1950), *Power and Society*, New Haven: Yale University Press.

Lavergne, Néstor M. (2008), "Características del escenario de post-transición en América Latina", documento elaborado para la OEA, mimeo.

Leblang, David y Shanker Satyanath (2006), "Institutions, Expectations, and Currency Crises", *International Organization* 55(1): 81-122.

Levich, Richard M. (2001), "The Importance of Emerging Markets" en Litan, Robert E. y Richard Herring (eds.), *Brooking Wharton Paper on Financial Services 2001*, Washington, DC: Brooking Institution Press: 1-45.

Levitsky, Steven (2003), *Transforming labor-based parties in Latin America: Argentine Peronism in comparative perspective*, Cambridge: Cambridge University Press.

Llanos, Mariana (1998), "El presidente, el Congreso y la política de privatizaciones en la Argentina (1989-1997)", *Desarrollo Económico* 38(151): 743-770.

Lowi, Theodore J. (1972), "Four systems of policy, politics, and choice", *Public Administration Review* 32: 298-310.

Lukes, Steven ([1974] 2005), *Power: A Radical View*, New York, NY: Palgrave Macmillan.

Marcuse, Hebert (1972), *One Dimensional Man*, Londres: Abacus.

Mann, Michael (1986), *The Sources of Social Power*, vol. 1, Cambridge: Cambridge University Press.

---- (2004), "La crisis del Estado-nación en América Latina", *Desarrollo Económico* 44(174): 179-198.

March, James (1955), “An Introduction to the Theory and Measurement of Influence”, *The American Political Science Review* 49(2), June: 431-451.

Maruyama, Masao (1963), *Thought and Behavior in Modern Japanese Politics*, Oxford: Oxford University Press.

Marx, Karl y Friedrich Engels ([1845]1965), *The German Ideology*, Londres: Lawrence & Wishart.

---- (1951), *Études Philosphiques*, Paris: Ed. Sociales.

Maxfield, Sylvia (1998), “Understanding the Political Implications of Financial Internationalization in Emerging Markets Countries”, *World Development* 26: 1201-1219.

Mazzuca, Sebastián L. (2007), “Reconceptualizing Democratization: Access to Power Versus Exercise of Power” en Munck, Gerardo L. (ed.), *Regimes and Democracy in Latin America: Theories and Methods*, New York, NY: Oxford University Press: 39-49.

McKinsey (1994), *The Global Capital Market: Supply, Demand, Pricing and Allocation*, Washington, DC: McKinsey Financial Institutions Group.

Menem, Carlos (1988), *Argentina, ahora o nunca: ideas para un proyecto nacional actualizado*, Buenos Aires: Proyección Editora.

Merelman, Richard (1968), “On the Neo-elitist Critique of Community Power”, *American Political Science Review* 62: 451-460.

Mérieux, Antoine y Christophe Marchand (1995), *Les marchés financiers américains*, París: Le Monde Éditions.

Miliband, Ralph (1970), “The Capitalist State: Reply to Nicolas Poulantzas”, *New Left Review* 59: 53-60.

---- (1973), “Poulantzas and the Capitalist State”, *New Left Review* 82: 83-92.

Miller, Delbert (1958a), “Industry and Community Power Structure: A Comparative Study of an American and an English City”, *American Sociological Review* 23(1): 9-15.

---- (1958b), “Decision-Making Cliques in Community Power Structures: A Comparative Study of an American and English City”, *The American Journal of Sociology* 64(3): 299-310).

Mills, Charles Wright ([1956] 2000), *The Power Elite*, New York, NY: Oxford University Press.

Miotti, Luis y Carlos Quenan (2006), “Argentina’s structural crisis”, en Coriat, Benjamin, Pascal Petit y Geneviève Schémeder (eds.), *The Hardship of Nations: Exploring the Paths of Modern Capitalism*, Cheltenham: Edward Elgar Pub: 211-224.

Morgenthau, Hans J. (1965), *Politics Among Nations*, Nueva York: Knopf.

Mosley, Lana (2003), *Global Capital and National Governments*, Cambridge: Cambridge University Press.

Mussa, Michael (2002), *Argentina y el FMI: del triunfo a la tragedia*, Buenos Aires: Planeta.

Mustapic, Ana María (2000), "'Oficialistas y diputados': las relaciones Ejecutivo-Legislativo en la Argentina", *Desarrollo Económico* 39(156): 571-595.

Navarro, Mario F. (1995) "Democracia y reformas estructurales: explicaciones de la tolerancia popular al ajuste económico", *Desarrollo Económico* (35) 139: 443-466.

Nieto Parra, Sebastián y Javier Santiso (2007), "The usual suspects: a primer on investment banks' recommendations and emerging markets", *OECD Development Centre*, Working Paper No. 258, París, enero.

Niskanen, William (1971), *Bureaucracy and Representative Government*, Chicago: Aldine-Atherton.

Novaro, Marcos (2009), *Argentina en el fin de siglo: democracia, mercado y nación (1983-2001)*, Buenos Aires: Paidós.

Nye, Joseph S. (2011), *The future of power*, Nueva York, NY: PublicAffairs.

OCDE (2004), *Code de l'OCDE sur la libération des mouvements de capitaux : quarante années d'expérience*, París: OCDE.

---- (2005), *Les pensions privées: classification et glossaire de l'OCDE*, París: OCDE.

---- (2008), *Latin American Economic Outlook 2009*, París: OCDE.

O'Donnell, Guillermo (1984), "Apuntes para una teoría del Estado" en Oszlak, Oscar (comp.), *Teoría de la burocracia estatal*, Buenos Aires: Ed. Paidós.

---- (2004), "Notas sobre la democracia en América Latina" en PNUD, *La democracia en América Latina: hacia una democracia de ciudadanas y ciudadanos: el debate conceptual sobre la democracia*, Buenos Aires: Alfaguara: 11-82.

Offe, Claus (1975), "The Theory of the Capitalist State and the Problem of Policy Formation" en Lindberg, Leon N. et al. (eds.), *Stress and Contradiction in Modern Capitalism: Public Policy and the Theory of the State*, Lexington, MA: Lexington Books: 125-144.

ONU (1988), "La crisis de la deuda externa y el desarrollo: hacia una solución duradera del problema de la deuda", *Asamblea General de las Naciones Unidas*, Informe del Secretario General, 43° período de sesiones, A/43/647, 30 de septiembre.

Ostiguy, Pierre (1990), *Los capitanes de la industria: grandes empresarios, política y economía en la Argentina de los años 80*, Buenos Aires: Editorial Legasa.

Oszlak, Oscar (1985), *La formación del Estado argentino*, Buenos Aires: Editorial de Belgrano.

---- (2003), "Profesionalización de la función pública en el marco de la nueva gestión pública" en Arellano, David, Rodrigo Egaña, Oscar Oszlak y Regina Pacheco (eds.), *Retos de la profesionalización de la función pública*, Caracas: CLAD, AECI, MAP, FIIAPP.

Pagani, Luis, Luis Traverso y Juan Quiroga (2003), "Luis Pagani, Chairman of Grupo Arcor, on the Globalization of Argentine Firms*", The Academy of Management Executive* 17(3): 56-59.

Palmer, David E. (2000), "U.S. Bank Exposure to the Emerging Market Countries during Recent Financial Crises", *Federal Reserve Bulletin*, February: 81-96.

Paradiso, Juan Ignacio (2005), *La crise de la dette argentine: causes, conséquences et renégociation*, Université de Cergy-Pontoise, tesis de maestría, mimeo.

Pareto, Vilfredo ([1915-1919] 1963), *A Treatise on General Sociology*, Nueva York: Dover

Partnoy, Frank (1999), "The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Dow for the Credit Rating Agencies", *Washington University Law Quaterly* 77(3): 619-712.

Pellegrin, Roland y Charles Coates (1956), "Absentee-Owned Corporations and Community Power Structure", *The American Journal of Sociology* 61(5): 413-419.

Plihon, Dominique (1996), "Déséquilibres mondiaux et instabilité financière: la responsabilité des politiques libérales" en Chesnais, François (comp.), *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*, París: Syros: 97-141.

PNUD (2004a), *La democracia en América Latina: hacia una democracia de ciudadanas y ciudadano*s, Buenos Aires: Alfaguara.

---- (2004b), *La democracia en América Latina: hacia una democracia de ciudadanas y ciudadanos: compendio estadístico*, Buenos Aires: Alfaguara.

PNUD, OEA (2010), *Nuestra democracia*, México, DF: FCE.

Poggi, Gianfranco (1978), *The Development of the Modern State: A Sociological Introduction*, Stanford, CA: Stanford University Press.

Posadas, Laura (1994), "El nuevo sistema de jubilaciones y pensiones y el déficit previsional público", *Estudios* 68, Córdoba.

Poulantzas, Nicos (1969), "The Problem of the Capitalist State, *New Left Review* 58: 67-78.

---- (1973), *Hegemonía y dominación en el Estado moderno*, Buenos Aires: Ediciones Pasado y Presente, Siglo XXI Argentina.

---- (1986), "Class Power" en Lukes, Steven (ed.), *Power*, New York: New York University Press: 144-155.

Prior, Chris y Tom Lott (2001), *Vault Career Guide to Investment Banking*, Nueva York, NY: Vault Inc.

Przeworski, Adam (2003), *States and Markets*, Cambridge: Cambridge University Press.

Przeworski, Adam y Michael Wallerstein (1988), "Structural Dependence of State on Capital", *American Political Science Review* 82(1): 11-29.

Ramírez, Hernán (2000), *La Fundación Mediterránea y de cómo construir poder: la génesis de un proyecto hegemónico*, Córdoba: Ferreyra Editor.

---- (2007), *Corporaciones en el poder: institutos económicos y acción política en Brasil y la Argentina: IPES, FIEL y Fundación Mediterránea*, San Isidro: Lenguaje Claro.

Ranney, Austin (ed.) (1968), *Political Science and Public Policy*, Chicago: Markham.

Redrado, Martín (1989), "El desarrollo de la crisis de endeudamiento (algunas reflexiones para la Argentina)" en De la Balze, Felipe A.M. (coord.), *El financiamiento externo argentino durante la década de 1990*, Buenos Aires: Editorial Sudamericana: 151-166.

Reinhart, Carmen (2001), "Do Sovereign Credit Ratings Anticipate Financial Crises? Evidence from Emerging Markets", *University of Maryland*, mimeo.

---- (2002), "Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises" en Levich, Richard, Giovanni Majnoni y Carmen Reinhart (eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston/Dordrecht/Londres: Kluwer Academic Publishers: 251-268.

Repetto, Fabián (2002), "La economía política de las reformas parciales: el caso de la administración pública y las políticas frente a la pobreza en la Argentina", VII Congreso Internacional del CLAD sobre la Reforma del Estado y de la Administración Pública, Lisboa, Portugal, 8-11 de octubre.

Rhodes, William R. (2011), *Banker of the world: leadership lessons from the front lines of global finance*, Nueva York, NY: McGraw Hill.

Riker, William (1962), *The Theory of Political Coalitions*, New Haven: Yale University Press.

---- (1964), "Some ambiguities in the notion of power", *American Political Science Review* 58(2): 341-349.

Rodrik, Dani (1995), "Why is there multilateral lending?", *NBER*, Working Paper No. 5160.

Roig, Alexandre (2007), *La monnaie impossible: la convertibilité argentine de 1991*, París: École des Hautes Etudes en Sciences Sociales, tesis doctoral, mimeo.

Russel, Bertrand (1938), *Power: A New Social Analysis*, Londres: Allen & Unwin.

Sabato, Jorge F. (1991), *La clase dominante en la Argentina moderna: formación y características*, Buenos Aires: CISEA, Ediciones Imago Mundi

Sabato, Jorge y Jorge Schvarzer (1991), "Funcionamiento de la economía y poder político en la Argentina: trabas para la democracia" en Sabato, Jorge F., *La clase dominante en la Argentina moderna: formación y características*, Buenos Aires: CISEA, Ediciones Imago Mundi: 243-280.

SAFJP (2006), *El régimen de capitalización a 12 años de la reforma previsional: 1994-2006*, Buenos Aires: SAFJP.

Santiso, Javier (2003), *The Political Economy of Emerging Markets: Actors, Institutions and Financial Crises in Latin America*, Nueva York: Palgrave Macmillan.

Sassen, Saskia (2007), *A sociology of globalization*, Nueva York: W.W. Norton & Company.

Schelling, Thomas C. (1960), *The Strategy of Conflict*, Oxford: Oxford University Press.

Schinasi, Gary y Todd Smith (2001), "Portfolio Diversification, Leverage, and Financial Contagion", *IMF Staff Papers* 47(2): 159-176.

Schulthess, Walter y Gustavo Demarco (1993), "Argentina: Evolución del Sistema Nacional de Previsión Social y propuesta de reforma", *CEPAL*, Santiago de Chile.

---- (2000), "El financiamiento del régimen previsional público en Argentina después de la reforma", *CEPAL*, Serie Política Fiscal No. 11, Santiago de Chile.

Schulze, Roberto O. y Leonard U. Blumberg (1957), "The Determination of Local Power Elites", *American Journal of Sociology* 63(3): 290-296.

Schumpeter, Joseph (1950), *Capitalism, Socialism and Democracy*, Nueva York: Harper.

Schvarzer, Jorge (1977), "Las empresas industriales más grandes de la Argentina: una evaluación", *Desarrollo Económico* 17(66): 319-337.

--- (1989), *Bunge & Born: crecimiento y diversificación de un grupo económico*, Buenos Aires: CISEA, Grupo Editor Latinoamericano.

---- (1994), "La reforma económica en la Argentina: ¿qué fuerzas sociales y para qué objetivos?", *Revista de Economía Política* 14(4): 76-96.

---- (1998), *Implantación de un modelo económico: la experiencia argentina entre 1975 y el 2000*, Buenos Aires: A-Z editora.

---- (2002), *Convertibilidad y deuda externa*, Buenos Aires: Eudeba.

Sevares, Julio (2002a), *Por qué cayó la Argentina: imposición, crisis y reciclaje del orden neoliberal*, Buenos Aires: Grupo Editorial Norma.

---- (2002b), "Riesgo y regulación en el mercado financiero mundial", en Gambina, Julio (comp.), *La globalización económico-financiera: su impacto en América Latina*, Buenos Aires: CLACSO: 309-332.

Shapley, Lloyd. S. y Martin Shubik (1954), "A Method of Evaluating the Distribution of Power in a Committee System", *American Political Science Review* 48(3): 787-792.

Sharkansky, Ira (ed.) (1970), *Policy Analysis in Political Science*, Chicago: Markham.

Shumway, Nicolás (1993), *La invención de la Argentina: historia de una idea*, Buenos Aires: Emecé Editores.

Sidicaro, Ricardo (2010), *Los tres peronismos: Estado y poder económico, 1946-1955, 1963-1976, 1989-1999*, Buenos Aires: Siglo Veintiuno Editores.

Simón, Javier y Mariano Palamidessi (2007), "Las fundaciones financiadas por el empresariado", en Palamidessi, Mariano, Claudio Suasnábar y Daniel Galarza (comp.), *Educación, conocimiento y política: Argentina, 1983-2003*, Buenos Aires: Manantial: 161-185.

Smith, Roy C. e Ingo Walter (2002), "Rating Agencies: Is There an Agency Issue?" en Levich, Richard, Giovanni Majnoni y Carmen Reinhart (eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston/Dordrecht/Londres: Kluwer Academic Publishers: 289-318.

Sorensen, Georg (2004), *The Transformation of the State: Beyond the Myth of Retreat*, Nueva York: Palgrave Macmillan

Soros, George (1999) "Capitalism's Last Chance?", *Foreign Policy* 113: 55-66.

Stone, Deborah A. (1988), *Policy Paradoxes and Political Reason*, Glenview: Scott, Foresman and Company.

Strange, Susan (1998), *Mad money: when markets outgrow governments*, Ann Arbor: The University of Michigan Press.

Sylla, Richard (2002), "An Historical Primer on the Business of Credit Rating" en Levich, Richard, Giovanni Majnoni y Carmen Reinhart (eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston/Dordrecht/Londres: Kluwer Academic Publishers: 19-40.

S&P (2008) “Sovereign Credit Ratings: A Primer”, RatingsDirect, 29 de mayo. Disponibe en sitio web.

Tellis, Ashley, Janic Bially, Christopher Layne, Melissa McPherson y Jerry Solinger (2000), *Measuring National Power in the Postindustrial Age: Analyst’s Handbook*, Santa Monica, CA: RAND.

Thompson, Andrés A. (1994), “Think Tanks en la Argentina. Conocimiento, instituciones y política”, *CEDES*, Buenos Aires, mimeo.

Thurow, Lester C. (1996), *El futuro del capitalismo*, Buenos Aires: Javier Vergara Editor.

Tommasi, Mariano (1996), “Instituciones y resultados fiscales”, *Desarrollo Económico* 38(149): 409-438.

Torre, Juan Carlos (1997), “El lanzamiento político de las reformas estructurales en América Latina”, *Política y Gobierno* 7(2): 471-498.

UNCTAD (1994), *World Investment Report: Transnational Corporations, Employment and the Worlplace,* Nueva York/Ginebra: United Nations.

---- (2011), “Sovereign debt restructuring and international investments agreements”, *IIA Issue Note* (2), july.

Uña, Gerardo, Giselle Cogliandro y Juan Labaqui (2004), “Políticas públicas y toma de decisiones: los think tanks en Argentina”, *Fundación Konrad Adenauer*, Documento de Trabajo, Buenos Aires, mimeo.

Vaaler, Paul, Burkhard Schrage y Steven Block (2006), “Elections, Opportunism, Partisanship and Sovereign Ratings in Developing Countries”, *Review of Development Economics* 10(1): 154-170.

Valdés, Juan Gabriel (1995), *Pinochet’s economists: The School of Chicago in Chile*, Cambridge, Cambridge University Press.

Veigel, Klaus F. (2009), *Dictatorship, democracy, and globalization: Argentina and the cost of paralysis, 1973-2001*, University Park, PA: The Pennsylvania State University.

Verbitsky, Horacio (1991), *Robo para la Corona: los frutos prohibidos del árbol de la corrupción*, Buenos Aires: Planeta.

Von Stein, Lorenz ([1885] 1958), “On Taxation” en Musgrave, Richard A. y Alan T. Peacock (eds.), *Classics in Theory of Public Finance*, Nueva York, NY: Macmillan: 28-36.

Wallerstein, Immanuel (1974), *Semi-Peripheral Countries and The Contemporary World Crisis*, New York City: Academic Press.

---- (1997), *The Capitalist World Economy*, New York City: Cambridge University Press.

Weber, Max ([1921-1922] 1978), *Economy and Society: an outline of interpretative sociology*, Berkley: University of California Press.

Weller, Nicholas y Melissa Ziegler, (2008), "Tax Man Cometh: Income taxation as measure of state capacity", trabajo presentado en la Midwest Political Science Conference, Chicago, Illinois, 3-7 de abril.

White, Lawrence J. (2002), "The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis" en Levich, Richard, Giovanni Majnoni y Carmen Reinhart (eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston/Dordrecht/Londres: Kluwer Academic Publishers: 41-63.

Periódicos consultados

Ámbito Financiero

Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Boletín Oficial

Clarín

Diario Popular

El Cronista

El Economista

El Heraldo de Buenos Aires

El País (España)

Fortune (Francia)

La Nación

La Prensa

Mercado

Mercado Córdoba

Noticias

Panorama

Página/12

Prensa Económica

Revista IDEA

Somos

The New York Times

The Wall Street Journal

Entrevistas

Realizadas por el Archivo de Historia Oral de la Argentina Contemporánea, Programa de Historia Política, Instituto Gino Germani, Facultad de Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires.

Brodersohn, Mario: secretario de Hacienda (1985-1989).

Fernández, Roque: presidente del BCRA (1991-1996) y ministro de Economía (1996-1999).

Kiguel, Miguel: subsecretario de Financiamiento (1996-1999), jefe de gabinete de asesores del ministerio de Economía (1998-1999 y 2001).

Liendo, Horacio: director del BCRA (1991), subsecretario de Financiamiento (1991-1992), secretario de Coordinación Legal, Técnica y Administrativa (1992-1996).

Loser, Claudio: director del departamento de Hemisferio Occidental del FMI (1994-2002).

Sourrouille, Juan: ministro de Economía (1985-1989)

Realizadas por el autor

Almansi, Áquiles: director del BCRA (1996-2000).

Assefh, Aizar: subsecretario de Industria (1993-1996 y 2001).

Baldrich, Jorge: subsecretario de Programación Regional (1994-1996) y secretario de Hacienda (2001).

Machinea, José: presidente del BCRA (1986-1989) y ministro de Economía (1999-2001).

Martínez, Alfonso: director ejecutivo del Consejo Empresario Argentino (1997-2002).

Marx, Daniel: subsecretario de Financiamiento (1992-1994) y secretario de Finanzas (1999-2001).

Molina, Federico: director de la Dirección de Informaciones y Negociaciones Crediticias (1993-1996), director nacional de la Oficina Nacional de Crédito Público (1996-2003) y representante financiero de la República Argentina en Washington (2003-2006).

Anexo I – Definiciones de notas de las agencias de calificación de riesgo

Standard & Poor's

Nota	Definición
AAA	Un emisor calificado como 'AAA' presenta una capacidad EXTREMADAMENTE FUERTE para cumplir con sus compromisos financieros. La calificación 'AAA' es la calificación más alta otorgada por Standard & Poor's.
AA	Un emisor calificado como 'AA' presenta una capacidad MUY FUERTE para cumplir con sus compromisos financieros. Este emisor difiere poco de otros con la calificación más alta.
A	Un emisor calificado como 'A' presenta una capacidad FUERTE para cumplir con sus compromisos financieros, pero es un poco más susceptible a condiciones y situaciones económicas adversas que los emisores calificados en categorías más altas.
BBB	Un emisor calificado como 'BBB' presenta una capacidad ADECUADA para cumplir con sus compromisos financieros. Sin embargo, condiciones económicas adversas o cambios coyunturales probablemente conducirán al debilitamiento de su capacidad para cumplir con sus compromisos financieros.
BB, B, CCC y C	Los emisores calificados en estas categorías son considerados como poseedores de características especulativas importantes. La categoría 'BB' indica el menor grado de especulación y la de 'CC' el mayor grado. Aunque tales emisores probablemente tendrán algunas características de calidad y protección, éstas podrían verse superadas en ocasión de una elevada incertidumbre o de importantes exposiciones a condiciones adversas.
BB	Un emisor calificado con 'BB' es MENOS VULNERABLE, en el corto plazo que otros emisores con calificaciones más bajas. Sin embargo, este emisor enfrenta constante incertidumbre y exposiciones ante situaciones financieras, económicas o comerciales adversas, lo que puede llevar a reducir su capacidad para cumplir con sus compromisos financieros.
B	Un emisor calificado con 'B' es MÁS VULNERABLE a un incumplimiento de pago que los emisores con calificaciones 'BB', pero presenta capacidad para cumplir con sus compromisos financieros. Condiciones financieras, económicas y comerciales adversas probablemente perjudicarían la capacidad y voluntad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros.
CCC	Un emisor calificado con 'CCC' es ACTUALMENTE VULNERABLE y depende de condiciones financieras, económicas y comerciales favorables para cumplir con sus compromisos financieros.
CC	Un emisor calificado con 'CC' es ACTUALMENTE FUERTEMENTE VULNERABLE a un incumplimiento de pago.
Sigos de más (+) o menos (-)	Las calificaciones de 'AA' a 'CCC' pueden modificarse agregándoles un singo de más (+) o menos (-) para mostrar su posición relativa dentro de las principales categorías de calificación.
R	Un emisor que recibe la calificación 'R' está bajo supervisión reglamentaria debido a sus condiciones financieras. Durante la vigencia de ese proceso, los reguladores tienen el poder de decidir a favor de una clase de obligaciones en detrimento de otras o cumplir con una obligación en detrimento de otra.
SD y D	Un emisor con calificación 'SD' (Selective Default: Incumplimiento de pago selectivo) o 'D' no han cumplido una o más de sus obligaciones financieras (con o sin calificación) a su vencimiento. Se atribuye calificación 'D' cuando Standard & Poor's considera que un incumplimiento de pago será general y que el deudor no pagará puntualmente ninguna o casi ninguna de sus obligaciones. Se atribuye una calificación 'SD' cuando Standard & Poor's considera que se trata de un incumplimiento en

	relación con una emisión específica o clase de obligaciones, pero que el emisor continuará honrando otras emisiones o clases de obligaciones dentro de los plazos establecidos.
NR	Estas siglas indican que no se le ha asignado ninguna calificación al emisor.
Perspectiva	La perspectiva / tendencia de la calificación (outlook) de Standard & Poor's evalúa la dirección potencial de la calificación de largo plazo para el mediano y largo plazo (generalmente de seis meses a dos años). Al atribuir una perspectiva / tendencia de la calificación, se tienen en cuenta los cambios en las condiciones económicas y/o de negocios. Una perspectiva no es, necesariamente, una anticipación de cambios en la calificación o de una futura inclusión de la calificación en el listado de Revisión Especial (CreditWatch). Positiva significa que la calificación puede ser subida. Negativa significa que la calificación puede ser bajada. Estable significa que probablemente la calificación probablemente no cambiará. En desarrollo significa que la calificación puede ser revisada al alza o a la baja.
Creditwatch	El listado de Revisión Especial o CreditWatch destaca la dirección potencial de una calificación de corto o largo plazo. Se enfoca en los eventos identificables y las tendencias de corto plazo que colocan a las calificaciones bajo la vigilancia especial de los analistas de Standard & Poor's. Ello puede incluir fusiones, capitalizaciones, referendos, acciones reglamentarias o anticipación de acontecimientos operativos. Las calificaciones aparecen en el listado de CreditWatch cuando ocurre un evento tal o un desvío de la tendencia esperada y las informaciones adicionales se vuelven necesarias para evaluar la calificación actual. Sin embargo, la inclusión de una calificación en CreditWatch no significa que sufrirá inevitablemente un cambio y, siempre que sea posible, una gama de calificaciones alternas será presentada. La intención del CreditWatch no es incluir todas las calificaciones en proceso de revisión y, además, las calificaciones pueden ser modificadas sin haber sido incluidas previamente en CreditWatch. La designación "positiva" significa que la calificación puede subir; "negativa" significa que la calificación puede bajar; y "En desarrollo" significa que la calificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Fuente: Elaboración sobre datos de la subsecretaria de Financiamiento de la República Argentina, en base a Bloomberg.

Moody's

Nota	Definición
Aaa	Los emisores calificados como Aaa ofrecen una seguridad financiera excepcional. Por más que la solvencia crediticia de estas entidades pueda presentar cambios, puede considerarse que es muy poco probable que los mismos alteren la solidez fundamental de su posición.
Aa	Los emisores calificados como Aa ofrecen una seguridad financiera excelente. Junto con el grupo Aaa, constituyen lo que generalmente se denomina "entidades de alta calidad". Tienen una calificación más baja que las entidades Aaa porque los riesgos a largo plazo pueden ser mayores.
A	Los emisores calificados como A ofrecen una buena seguridad financiera. Sin embargo, pueden presentarse factores que sugieran cierta susceptibilidad a deteriorarse en el futuro.
Baa	Los emisores calificados como Baa ofrecen una seguridad financiera adecuada. Sin embargo, pueden faltar ciertos elementos de protección, o los mismos pueden no ser confiables por un largo período de tiempo.
Ba	Los emisores calificados como Ba ofrecen una seguridad financiera cuestionable. Frecuentemente la capacidad de estas entidades para honrar sus obligaciones puede ser moderada, y puede no estar protegida en el futuro.
B	Los emisores calificados como B ofrecen poca seguridad financiera. La garantía del pago de obligaciones en un largo período de tiempo es pequeña.
Caa	Los emisores calificados como Caa ofrecen muy poca seguridad financiera. Pueden encontrarse enincumplimiento de sus obligaciones o pueden existir factores de peligro en relación con la puntualidad en el pago de sus obligaciones.
Ca	Los emisores calificados como Ca ofrecen extremadamente poca seguridad financiera. Tales entidades frecuentemente no cumplen sus obligaciones y tienen grandes dificultades.
C	Los emisores calificados como C pertenecen a la categoría más baja. Generalmente no cumplen con sus obligaciones y su potencial de recuperación es muy bajo.
Nota	Moody's utiliza los modificadores numéricos 1, 2 y 3 en cada categoría genérica de calificación desde Aaa hasta Caa. El modificador 1 indica que el emisor está en el extremo más alto de su categoría; el 2 indica una posición media en el rango de calificación; el 3 indica que el emisor está en el extremo más bajo de su categoría.
Perspectiva	Ésta consiste en la opinión acerca de la probable dirección que tomarán los ratings de un emisor a medio plazo, definido en general como un periodo de 18 meses. Las perspectivas se dividen en 4 categorías: positiva, negativa, estable, incierta. Moody's no mantiene una perspectiva si el emisor se encuentra en revisión (ver más abajo) de cara a un posible cambio en el rating.
Credit Watch	Un emisor entra en la lista de vigilancia cuando se encuentra en revisión para una posible subida, o en revisión para una posible bajada, o (con menos frecuencia) en revisión con dirección incierta. La revisión formal concluye normalmente al cabo de un plazo de 90 días.
Withdrawn	Cuando Moody´s deja de calificar a un emisor sobre el cual mantenía una calificación, se utiliza el símbolo WR.

Fuente: Elaboración sobre datos de la subsecretaría de Financiamiento de la República Argentina, en base a Bloomberg.

Fitch Ratings

Nota	Definición
AAA	Máxima calidad crediticia. Las calificaciones 'AAA' indican la más baja expectativa de riesgo crediticio. Se asignan únicamente en caso de capacidad de pago de compromisos financieros excepcionalmente fuerte. Es muy poco probable que esta capacidad se vea afectada negativamente por acontecimientos previsibles.
AA	Calidad crediticia muy elevada. Las calificaciones 'AA' indican que existe una expectativa de riesgo crediticio muy reducida. Indican muy fuerte capacidad para el pago de los compromisos financieros. Esta capacidad no es significativamente vulnerable a acontecimientos previsibles.
A	Calidad crediticia elevada. Las calificaciones 'A' indican una expectativa de riesgo crediticio reducida. La capacidad de pago de los compromisos financieros se considera fuerte. No obstante esta capacidad puede ser más vulnerable a cambios en circunstancias y en condiciones económicas en comparación con las calificaciones más elevadas.
BBB	Calidad crediticia buena. Las calificaciones 'BBB' indican que actualmente es baja la expectativa de riesgo crediticio. La capacidad de pago de los compromisos financieros se considera adecuada, si bien cambios adversos en las circunstancias y condiciones económicas tienen mayor posibilidad de afectar esa capacidad. Es la categoría de grado de inversión más baja.
BB	Especulativo. Las calificaciones 'BB' indican que existe la posibilidad de que surja riesgo crediticio, particularmente como consecuencia de un cambio adverso en la situación económica. No obstante, las alternativas financieras o de negocio podrían permitir que se cumpliesen con los compromisos financieros. Los títulos calificados en esta categoría no se consideran grado de inversión.
B	Altamente especulativo. Para emisores y títulos performing, la calificación 'B' indica que existe significativo riesgo crediticio, aunque mantiene un limitado margen de seguridad. Los compromisos financieros se están cumpliendo actualmente, sin embargo, la capacidad de pago se encuentra condicionada a un ambiente de negocios y económico favorable y sostenido. Para obligaciones o títulos individuales, puede indicar obligaciones bajo estrés o default con potencial de recupero muy alto. Dichas obligaciones tendrían una Calificación de Recupero 'R1' (sobresaliente).
CCC	Para emisores y títulos performing, el default es una posibilidad cierta. La capacidad de cumplir con los compromisos financieros depende exclusivamente de condiciones de negocio y económicas favorables y sostenidas. Para obligaciones o títulos individuales, puede indicar obligaciones bajo estrés o default con potencial de recupero promedio a superior. Las diferencias en la calidad crediticia pueden ser marcadas utilizando los signos más y menos. Dichas obligaciones tendrían una Calificación de Recupero de 'R2' (superior), o 'R3' (bueno), o 'R4' (promedio).
CC	Para emisores y títulos performing, el default es probable. Para obligaciones o títulos individuales, puede indicar obligaciones bajo estrés o default con Calificación de Recupero de 'R4' (promedio) o 'R5' (por debajo del promedio).
C	Para emisores y títulos performing, el default es inminente. Para obligaciones o títulos individuales, puede indicar obligaciones bajo estrés o default con potencial de recupero por debajo del promedio o pobres. Dichas obligaciones tendrían una Calificación de Recupero de 'R6' (pobre).
RD	Indica una entidad que no ha realizado los pagos a término (dentro del período de gracia aplicable) respecto de algunas, pero no todas, sus obligaciones financieras materiales, y que continúa honrando otras clases de obligaciones.
D	Indica una entidad o soberano que ha incumplido (default) respecto de todas sus obligaciones financieras. Default generalmente se define como una de las siguientes:- fracaso de un emisor de realizar pagos puntuales de principal y/o intereses bajo los términos contractuales de cualquier obligación financiera;- proceso de bancarrota, administración de quiebra, liquidación o cesación de los negocios del emisor; o – canjes bajo estrés u otro tipo de canje forzado de obligaciones, donde los acreedores

	son ofrecidos títulos con términos estructurales o económicos disminuidos comparados con las obligaciones existentes.Las calificaciones de default no se asignan prospectivamente; dentro de este contexto, el no pago de un instrumento que contiene cláusulas de diferimiento o período de gracia no será considerado default hasta que haya expirado dicho diferimiento o período de gracia. Los emisores serán calificados 'D' ante una situación de default. Las obligaciones en default o bajo estrés típicamente se calificarán en el rango de las categorías de calificación de 'C' a 'B', dependiendo de sus perspectivas de recupero y otras características relevantes.
Nota	Los modificadores "+" o "-" pueden ser agregados para demostrar un estatus relativo dentro de una categoría de calificación. Dichos sufijos no se agregan a la calificación del largo plazo 'AAA', a las categorías por debajo de 'CCC', o las categorías de corto plazo excepto 'F1'. (Los modificadores +/- solo se usan para hincar diferencias en la categoría CCC para emisiones o títulos, mientras que los emisores calificados con CCC no usan modificadores.).
Rating Watch	Las calificaciones se colocan bajo Rating Watch para notificar a los inversores que existe una razonable probabilidad de un cambio en la calificación y la posible dirección de dicho cambio. El Rating Watch se designa "Positivo", indicando una posible suba, "Negativo" para una posible baja, y "En Evolución" si la calificación puede ser subida, bajada o mantenida. El Rating Watch típicamente ese resuelve en un periodo muy corto de tiempo.
Perspectiva	La perspectiva indica la dirección en que posiblemente se moverá una calificación durante el transcurso de un período de uno a dos años. Las Perspectivas pueden ser positivas, estables o negativas. Una perspectiva positiva o negativa no implica que un cambio sea inevitable. Del mismo modo, las calificaciones con perspectiva estable pueden ser subidas o bajadas antes de que se cambie a positiva o negativa la perspectiva, en caso de que las circunstancias así lo requieran. Ocasionalmente, Fitch Ratings puede no identificar la tendencia fundamental. En estos casos, la Perspectiva se puede describir como en evolución.

Fuente: Elaboración sobre datos de la subsecretaría de Financiamiento de la República Argentina, en base a Bloomberg.

Anexo II – Miembros del Consejo Empresario Argentino, 1989-2001

1989	1991	1993	1996	2000
Armando Braun (Prod. agropecuario)	Armando Braun (Prod. agropecuario)	Armando Braun (Prod. agropecuario)	Armando Braun (Prod. agropecuario)	Armando Braun (Prod. agropecuario)
Alcides López Aufranc (Acindar)	Alcides López Aufranc (Acindar)	Arturo Acevedo (Acindar)	Arturo Acevedo (Acindar)	Arturo Acevedo (Acindar)
Federico Zorraquín (Garovaglio y Zorraq.)	Federico Zorraquín (Garovaglio y Zorraq.)	Federico Zorraquín (Garovaglio y Zorraq.)	Federico Zorraquín (Garovaglio y Zorraq.)	Federico Zorraquín (Garovaglio y Zorraq.)
Pedro Simoncini (Rader)	Pedro Simoncini (Rader)	Pedro Simoncini (Rader)	Pedro Simoncini (Rader)	Pedro Simoncini (Rader)
E. Ruete Aguirre (Grupo Roberts)	E. Ruete Aguirre (Grupo Roberts)	E. Ruete Aguirre (Grupo Roberts)	E. Ruete Aguirre (Grupo Roberts)	E. Ruete Aguirre (Grupo Roberts)
Juan Munro (Massalín)	Juan Munro (Massalín)	Juan Munro (Massalín)	Juan Munro (Massalín)	Juan Munro (Massalín)
Luis Flynn (Cargill)	Luis Flynn (Cargill)	Luis Flynn (Cargill)	Luis Flynn (Cargill)	Luis Flynn (Cargill)
Francisco Soldati (Comercial del Plata)	--	Santiago Soldati (Comercial del Plata)	Santiago Soldati (Comercial del Plata)	Santiago Soldati (Comercial del Plata)
Fulvio Pagani (Arcor)	--	Hugo D'Alessandro (Arcor)	Hugo D'Alessandro (Arcor)	Hugo D'Alessandro (Arcor)
Francisco Díaz Telli (Tecnicagua)	Francisco Díaz Telli (Tecnicagua)	Francisco Díaz Telli (Tecnicagua)	Francisco Díaz Telli (Tecnicagua)	Francisco Díaz Telli (Tecnicagua)
Julio Hojman (BGH)	Julio Hojman (BGH)	Julio Hojman (BGH)	Julio Hojman (BGH)	Alberto Hojman (BGH)
Jorge Born (Bunge y Born)	Jorge Born (Bunge y Born)	Octavio Carabello (Bunge y Born)	Octavio Carabello (Bunge y Born)	Francisco de Narváez (Casa Tía)
Carlos Dietl (ex presid. de Bolsa)	Carlos Dietl (ex presid. de Bolsa)	Carlos Dietl (ex presid. de Bolsa)	Carlos Dietl (ex presid. de Bolsa)	José Martínez de Hoz (ex presidente CEA)
Juan Gerlach (Gerlach-Campbell)	Juan Gerlach (Gerlach-Campbell)	Juan Gerlach (Gerlach-Campbell)	Juan Gerlach (Gerlach-Campbell)	Manuel Sacerdote (Banco de Boston)
Carlos Pulenta (Peñaflor)	Carlos Pulenta (Trapiche)	Carlos Pulenta (Trapiche)	Carlos Pulenta (Trapiche)	Carlos Oliva Fuentes (Swift)
Félix de Barrio (Liquid Carbonic)	Félix de Barrio (Liquid Carbonic)	Félix de Barrio (Sisteco)	Félix de Barrio (Sisteco)	Norberto Morita (Bemberg)
Ricardo Grüneisen (Astra)	Ricardo Grüneisen (Astra)	Ricardo Grüneisen (Astra)	Ricardo Grüneisen (Astra)	Javier d'Ornellas (VASA Vidrería)
Víctor Savanti (IBM Argentina)	Víctor Savanti (IBM Argentina)	Víctor Savanti (IBM Argentina)	Francisco de Narváez (Casa Tía)	Eduardo Casabal (Pérez Companc)
Franco Macri (Sevel)	Franco Macri (Sevel)	Francisco de Narváez (Casa Tía)	José Martínez de Hoz (ex presidente CEA)	Eduardo Escasany (Banco Galicia)
Tomás Hudson (Duperial)	Tomás Hudson (Duperial)	José Martínez de Hoz (ex presidente CEA)	Manuel Sacerdote (Banco de Boston)	Luis Otero Monsegur (Banco Francés)
José E. Estenssoro (Sol/Petróleo)	José E. Estenssoro (Sol/Petróleo)	Manuel Sacerdote (Banco de Boston)	Carlos Oliva Fuentes (Swift)	Héctor Magnetto (Grupo Clarín)
Arturo Carou (Destilería San Igna.)	Francisco de Narváez (Casa Tía)	Carlos Oliva Fuentes (Swift)	Norberto Morita (Bemberg)	Sebastián Bagó (Laboratorios Bagó)
Pedro de Ocampo (Productor agro.)	José Martínez de Hoz (ex presidente CEA)	Norberto Morita (Bemberg)	Javier d'Ornellas (VASA Vidrería)	José E. Rohm (Bco. Grl. Negocios)
Rafael Gaviola (Monsanto Arg.)	Manuel Sacerdote (Banco de Boston)	Javier d'Ornellas (VASA Vidrería)	Eduardo Casabal (Pérez Companc)	Luis Mario Castro (Unilever)
Ernesto E. Grether (Etam)	Carlos Oliva Fuentes (Swift)	Ricardo Lanusse (Pedro y A. Lanusse)	Eduardo Escasany (Banco Galicia)	Alberto Grimoldi (Grimoldi)
Amín Massuh (Massuh)	Norberto Morita (Bemberg)	Eduardo Casabal (Pérez Companc)	Luis Otero Monsegur (Banco Francés)	Juan C. Masjoan (Telecom)
Gilberto Montagna	Javier d'Ornellas	Eduardo Escasany	Oscar Imbellone	Federico Braun

(Terrabusi)	(VASA Vidrería)	(Banco Galicia)	(Refinerías de Maíz)	(Prod. Agropecuario)
Rubén Puentedura (Pasa Petroquímica)	Ricardo Lanusse (Pedro y A. Lanusse)	Luis Otero Monsegur (Banco Francés)	Patricio Zavalía Lagos (Alpargatas)	José G. Cartellone (Cartellone Constr.)
		Oscar Imbellone (Refinerías de Maíz)	Héctor Magnetto (Grupo Clarín)	Luis M. Bameule (Quickfood)
		Patricio Zavalía Lagos (Alpargatas)	Sebastián Bagó (Laboratorios Bagó)	Eduardo Costantini (Consultatio)
			José E. Rohm (Bco. Grl. Negocios)	Eduardo Elsztain (IRSA)
			Luis Mario Castro (Unilever)	Alejandro Estrada (Banco Privado)
			Alberto Grimoldi (Grimoldi)	Jorge Ferioli (Petrolera San Jorge)
			Juan C. Masjoan (Telecom)	Alejandro M. de Hoz (S.C. Johnson & Son)
			Jorge Brea (Shell)	Martín Mayer Wolf (Nidera)
			Carlos de Jesús (Esso)	Carlos Miguens (SADESA)
			Alberto Guil (Supermerc. Norte)	Roberto Monti (YPF)
			Adolfo Navajas Artaza (Las Marías)	Jorge Mostany (Ford)
			Jaime P. Nuñez (Bagley)	Juan Peirano (Banco Velox, Disco)
			Héctor F. Pereda (Pilagá)	Agostino Rocca (Techint)
				Oscar Vignart (Dow Chemical)

Fuente: Elaboración propia sobre datos de Ostiguy (1990), FIEL, CEA (1991); CEA (1996, 2000); "Consejo Empresario", *La Nación*, 20/04/91, p. 16; "Los treinta cubiertos", *La Nación*, Economía & Negocios, 12/05/93, p. 1; "Los que dieron el sí", *Somos*, 17/05/93, p. 61; Fernando Flores, "Ruete Aguirre al frente del CEA", *El Cronista*, 16/04/93, p. 15; "Soldati será el nuevo referente", *La Nación*, Economía & Negocios, 26/01/97, p. 3; "Soldati presidirá el Consejo Empresario", *Clarín*, 09/04/97, p. 27; Eduardo De Simone, "Desempleo, tema del Consejo Empresario", *La Nación*, 11/04/97, p. 13; "La industria también hace sus replanteos", *La Nación*, 18/03/00, p. 19; "Ciento quince", *La Nación*, Economía & Negocios, 26/08/10, p. 9.

Anexo III – Long résumé en français

Introduction

En prenant la présidence d'un Etat en faillite en 1989, Carlos Menem a fait appel aux deux secteurs qui avaient la capacité de redémarrer le flux de devises ver le pays, interrompue depuis la déclaration de défaut par le Mexique en 1982. La stratégie du gouvernement d'alliances avec des groupes économiques locaux et les secteurs financiers internationaux, avec la participation de technocrates de *think tanks* du libéralisme économique local, permit la stabilisation économique du pays en 1991 et l'accès de l'État, après 10 ans d'exclusion, au crédit privé externe grâce aux accords avec les banques créancières dans le cadre du plan Brady.

Cette recherche classe l'Argentine comme un pays «semi-périphérique» (Wallerstein, 1974), bien que le terme habituellement utilisé soit «marchés émergents». La priorité est donnée

au premier nom pour trois raisons. Tout d'abord, il évite l'aspect téléologique que la notion d'«émergent» implique. Deuxièmement, parce qu'il est utile pour le distinguer des marchés «centraux» ou «développés» (Etats-Unis, Europe et Japon), et aussi des «périphériques». Tandis que ces derniers sont exclus du système financier mondial et ont seulement accès au crédit externe public bilatéral ou multilatéral, les pays semi-périphériques sont capables de se financier par le crédit privé externe. Enfin, le terme «semi» exprime l'élément central de ces marchés : leur lien « *in-out* » avec le système financier mondial, selon la définition du FMI (2001). C'est-à-dire, l'accès externe au crédit privé est variable, avec des phases d'inclusion et d'exclusion.

La phase d'inclusion des années quatre-vingt-dix a eu des caractéristiques différentes de la précédante, la période 1976-1981, où le crédit externe prive avait pris la forme de prêts accordés par les banques commerciales. Le directeur exécutif de la Citibank, Walter Wriston, avait déclaré que les États ne pouvaient pas tomber en faillite parce qu'ils « ont » plus que ce qu'ils « doivent » (Rhodes, 2011 : 133). Ce point de vue est entré en collision avec la réalité en 1982 lorsque le gouvernement mexicain a annoncé son incapacité à faire face aux paiements du service de la dette extérieure (Rhodes, 2011 : 82). Avec le cas du Mexique a commencé la « bombe de la dette ». Il s'agissait d'une « bombe » en raison de l'exposition de 214% du capital des grandes banques américaines aux marchés semi-périphériques (Palmer, 2000 : 94). Selon William Rhodes, haut directeur du Citibank,

> la peur dans le marché était que le défaut du Mexique finirait avec certaines banques vénérables, y compris Bank of America, Citibank, Chase Manufacturers Hanover, Chemical Bank (...) et des banques internationales en Europe et au Japon. (...) Il peut sembler banal aujourd'hui, mais l'incapacité d'un grand pays de répondre à ses paiements de la dette n'avait pas de précédent à l'époque (Rhodes, 2011 : 81-84).

La « bombe de la dette » fut résolue par le plan Brady. L'élément essentiel fut la substitution des prêts bancaires par des titres. Les pays semi-périphériques ont ainsi accédé à une nouvelle forme de financement, jusque-là réservée exclusivement aux pays centraux. Le plan Brady a créé un nouveau marché où les titres négociés provenaient des pays semi-périphériques. En effet, tandis que le créancier d'un prêt est généralement le même au cours du temps, le titre, une fois émis et acheté par un investisseur, peut ensuite être vendu, ce qui permet le développement d'un marché.

Ce nouveau marché présentait deux différences importantes avec celui des pays centraux. D'un côté, c'était un marché réduit. En 2000, la capitalisation boursière dans le monde entier du marché de titres publics s'élevait à 31,1 milliards de dollars, dont 95,3% correspondaient aux marchés centraux et seulement 4,7% aux semi-périphériques (Levich, 2001: 6). De l'autre côté, étant donné que les pays semi-périphériques sont sous-développés politiquement et économiquement, les investisseurs estiment qu'ils offrent moins de sécurité dans le paiement de leurs obligations. Par conséquent, contrairement aux centraux, le risque de défaut de paiement représente une incertitude supplémentaire qui affecte les décisions d'achat et de vente des investisseurs sur le marché des titres des pays semi-périphériques. Cette perception des investisseurs sur le risque de défaut de paiement varie. Avec elle, l'accessibilité des pays semi-périphériques au financement international à travers l'émission de titres publics.

L'hypothèse de cette recherche est la suivante : grâce à l'intégration semi-périphérique de l'Argentine, les acteurs privés du système financier mondial ont influencé les relations de pouvoir dans la coalition socio-politique qui a gouverné le pays entre 1989 et 2001 dans ses phases de formation, consolidation et dissolution. Le rôle de ces acteurs fut crucial pour deux raisons principales. Tout d'abord, la stratégie de stabilisation de l'économie en 1991 a produit une dépendance structurelle du crédit privé externe. Deuxièmement, ces relations structurelles ont défini las restrictions et les possibilités dans les relations de pouvoir au sein de la coalition, ce qui affecta sa composition. Ceci a permis le renforcement de secteurs dans la coalition qui ont pris des décisions de politique économique qui ont approfondi la dépendance de la stabilité économique envers l'émission de titres publics. Ainsi, il y a eu un processus dynamique et interactif entre la dépendance structurelle et les décisions de politique économique.

La mondialisation et la formation du système financier mondial

Les caractéristiques de l'intégration au monde à travers le crédit privé externe après le plan Brady présentaient des différences significatives avec le période précédente, 1976-1981. Non seulement il y avait eu une substitution de l'instrument qu'exprimait ce lien (des prêts aux titres) mais aussi s'était produite la formation d'un système financier mondial par l'apparition du processus de « mondialisation ».

Après la Seconde Guerre Mondial, le système financier était en grande partie un système de financement public bilatéral et multilatéral des déséquilibres des paiements internationaux. En absence d'un marché international de capitaux de taille significative, le financement extérieur des pays était limité aux prêts du FMI et la Banque mondiale. Par conséquent, le déficit du compte courant de la balance des paiements ne pouvait pas s'accumuler sur plusieurs années (Adda, 1996 : 94-95). À la fin des années soixante-dix, les pays centraux ont peu à peu abandonné les restrictions des mouvements de capitaux (OCDE, 2004).

Les changements technologiques et les politiques ont eu un impact sur le commerce, l'investissement et la finance. Tout d'abord, les tarifs appliqués aux importations dans les pays industrialisés ont diminué de 40% vers la fin des années quarante à 5% à la fin des années quatre-vingt (Adda, 1996 : 68-71). Deuxièmement, à partir des années cinquante il y a eu une augmentation du taux de croissance de l'investissement étranger direct (IED). En 1985, les flux ont monté rapidement, passant d'un taux annuel de 50 milliards de dollars à 200 milliards de dollars, en particulier dans le domaine des services (Adda, 1996). Troisièmement, le secteur de la finance internationale a été celui qui a connu les plus grands changements ces dernières décennies, avec l'intégration mondiale des marchés de capitaux. Le terme «mondialisation financière» désigne en fait les interconnexions entre les systèmes monétaires et les marchés financiers intérieurs, à la suite des politiques de libéralisation et déréglementation, qui ont permis la formation d'un système financier à l'échelle mondiale (Chesnais, 1996 : 10). Le ratio des transactions financières par rapport au PIB a augmenté de 15 à 1 en 1970, à 30 à 1 en 1980 et de 78 à 1 en 1990 (Guttman, 1996 : 83). Pour la première fois, un marché mondial sans possibilité de contrôles par la volonté publique nationale a fait son apparition. Ce processus n'est pas seulement une continuité –par le biais des flux accrus d'échanges, d'investissement et de crédit- mais une mutation où l'économie mondiale crée une propre dynamique qui échappe de plus en plus contrôle de l'Etat (Adda, 1996 : 3-4).

Le système financier mondial est devenu un réseau plus dense d'opérations au-delà des frontières nationales et a organisé en un méga-marché avec des lois, des prix et des acteurs propres. On ne part plus nécessairement de l'intérieur vers l'international : l'inverse est aussi valable. Les conditions de fonctionnement du marché de la finance mondialisé influencent les volumes et les prix auxquels les Etats sont financés (Bourguinat, 1992 : 21-23). Toutefois, cette unification du système financier mondial ne devrait pas être interprétée comme la

formation d'un réseau spatial uniforme ou «village planétaire», car les relations asymétriques de pouvoir sont maintenues. En début des années quatre-vingt-dix, le système était structuré autour du dollar américain car c'était la seule monnaie utilisée dans tous les marchés (Bourguinat, 1992 : 29).

Les caractéristiques de la recherche

Cette recherche répond à la question-problème de la façon dont les caractéristiques de l'intégration semi-périphérique de l'Argentine au système financier mondial ont façonné les relations de pouvoir au sein de la coalition socio-politique au pouvoir de 1989 à 201. Par conséquent, cette recherche est une étude de cas. L'objet d'étude est le système d'alliances entre le gouvernement et des acteurs sociaux qui ont formé une coalition socio-politique. J'analyse donc les mécanismes par lesquels le lien semi-périphérique entre l'Argentine et le système financier mondial modifie les relations de pouvoir de cette coalition dans ses étapes historiques de la formation, la consolidation et la dissolution.

Pour analyser cet impact, j'ai d'abord utilisé la bibliographie sur le concept de pouvoir afin de construire un cadre théorique pour observer l'articulation entre ressources économiques et pouvoir politique. Deuxièmement, j'ai étudié la politique d'émission de titres publics en prenant appui sur un ensemble d'entretiens auprès des protagonistes, la base de données des émissions de titres publics du Bureau National de Crédit Public et celle de titres privés de la revue *Prensa Económica*, un large corpus d'articles de presse et la bibliographie spécialisée sur le marché de titres.

La recherche compte cinq chapitres. Dans le premier, je construis un cadre théorique pour observer les relations de pouvoir au sein de la coalition socio-politique. L'objectif du deuxième chapitre est de scruter comment la stratégie consistant à faire appel aux secteurs ayant la capacité de mobiliser des ressources économiques vers le pays a influencé la formation de la coalition. Dans le troisième chapitre, j'analyse les caractéristiques des acteurs privés du système financier mondial qui ont émergé après l'accord du plan Brady. L'objectif du quatrième chapitre est d'examiner comment l'intégration semi-périphérique au système financier mondial consolide les relations de pouvoir de la coalition. Enfin, l'objectif du cinquième chapitre est de voir comment l'exclusion progressive du système financier international affecte le processus de dissolution de la coalition socio-politique au pouvoir.

Chapitre 1

L'articulation entre pouvoir politique et ressources économiques

D'abord, je vais définir le concept de pouvoir et analyser l'articulation entre le pouvoir politique et des ressources économiques. Ensuite, j'établis des méthodes pour observer les relations de pouvoir. Le concept de pouvoir présente deux facettes. D'un côté, c'est le noyau de tout élément lié à la politique. Selon Morgenthau (1965), «sans ce concept, une théorie de la politique (...) serait tout à fait impossible » (1965 : 3-4). De l'autre, c'est un concept flou, difficile à définir. Par conséquent, son observation est une opération délicate et pleine d'obstacles. Lukes (2005) prévient que « notre façon de penser sur le pouvoir est controversée et peut avoir des conséquences importantes » (2005 : 62). Par conséquent, le concept de pouvoir est un dilemme : il est à la fois impossible de l'éviter et, en même temps, de le saisir avec précision.

1. Le concept de pouvoir

a. Pouvoir et ressources

La notion de base sur le pouvoir suppose qu'*A* affecte *B* dans un sens favorable à ses propres intérêts. Pour Dahl (1957), *A* exerce son pouvoir sur *B* dans la mesure où il impose à *B* une action que B ne ferait pas autrement. Pour Russell (1938 : 25), le pouvoir est la production

des effets prévus. Sur cette notion de base, les deux conceptualisations principales du pouvoir ont été comme une possession (une capacité) ou une relation asymétrique. Maruyama (1963 : 292-272) les a appelées les concepts substantiel et relationnel de pouvoir. Giddens (1984 : 16) a signalé que «le pouvoir n'est pas une ressource en lui-même. Les ressources sont les moyens par lesquels le pouvoir est exercé ». Lukes (2005 : 70) appelle «l'erreur du véhicule » à la confusion entre le pouvoir et les ressources. Pour Nye (2011 : xiii), une erreur qui doit être évitée dans l'analyse des relations internationales est «confondre le pouvoir avec les ressources dont dispose l'État ». Le concept de pouvoir substantiel tombe dans l'erreur du véhicule. Par conséquent, cette recherche choisit le point de vue relationnel du pouvoir.

Plusieurs auteurs ont énoncé un classement des ressources du pouvoir. Dahl (2006) inclut l'argent, l'information, le temps, la nourriture, la menace de la force, l'emploi, les amitiés, le statut social, le droit de vote, entre autres. Pour Mann (1986), les ressources sont économiques, idéologiques, militaires et politiques. De même, pour O'Donnell (1984), les «ressources de la domination » sont la coercition physique, les ressources économiques, l'information et l'idéologie.

b. Pouvoir politique et ressources économiques

Selon Birnbaum (1975), le pouvoir politique constitue une dimension de l'organisation des systèmes sociaux qui, au cours du temps et de la complexité des sociétés modernes s'est asimilé à la bureaucratie d'Etat (1975 : 1-2). Dans cette perspective, le pouvoir politique est synonyme de l'influence sur l'État. Tous les individus et groupes d'une communauté cherchent à influencer le processus politique pour que les décisions prises dans l'État soient favorables à leurs intérêts. Dans le cas particulier des acteurs qui ont des ressources économiques, comment influencent-ils ce processus ? Je distingue trois voies d'influence des acteurs disposant des ressources économiques sur l'État : ils utiliseront les mécanismes d'accès au pouvoir politique, les mécanismes d'exercice du pouvoir politique et le système politique dans son ensemble.

Une première voie d'influence politique des agents économiques consiste à peser sur les mécanismes d'accès au pouvoir politique. Dans ce cas, «les mécanismes typiques sont les coups d'État, la menace de coup, la manipulation des élections» (Mazzuca, 2007 : 45). Une

seconde voie d'influence est sur les mécanismes d'exercice du pouvoir politique. Dans ce cas, les acteurs peuvent affecter les différentes étapes du processus de politique publique à travers un *lobby*, dans le gouvernement pendant les phases de formulation (ou droit de veto) et d'exécution, dans le parlement, pour toute approbation ou modification. Une troisième voie d'influence prend en compte du système politique dans son ensemble. Comme l'a noté Offe (1975), l'État dans le capitalisme a des caractéristiques spécifiques qui le distinguent d'autres formes étatiques dans d'autres modes de production. Tout d'abord, l'État est exclu de l'organisation directe de la production capitaliste et de l'allocation du capital privé. Deuxièmement et conséquence de la première caractéristique, l'État dépend, pour sa survie, de recettes sur lesquelles, de par leurs origines mêmes, il n'a pas de contrôle immédiat. Troisièmement, parce que le capitalisme ne peut pas s'autoréguler en raison des défaillances du marché, l'Etat doit créer et maintenir les conditions nécessaires pour l'accumulation du capital. Pour ces raisons, le degré d'autonomie de l'Etat sur les agents économiques a des limites strictes: il ne peut pas détruire la base économique qui génère ses ressources financières.

Ainsi, l'État dépend structurellement des décisions privées d'investissement qui affectent la production de richesse et, par conséquent, des ressources que l'Etat peut obtenir. Pour Block (1977), les capitalistes peuvent opposer leur veto aux politiques publiques par le biais de leurs décisions de faire varier le taux d'investissement et, par conséquent, affectant les finances publiques. De même, Przeworski et Wallerstein (1988) soutiennent que la propriété privée des ressources de production limite l'éventail des résultats qui peuvent résulter du processus politique.

2. L'analyse des relations de pouvoir

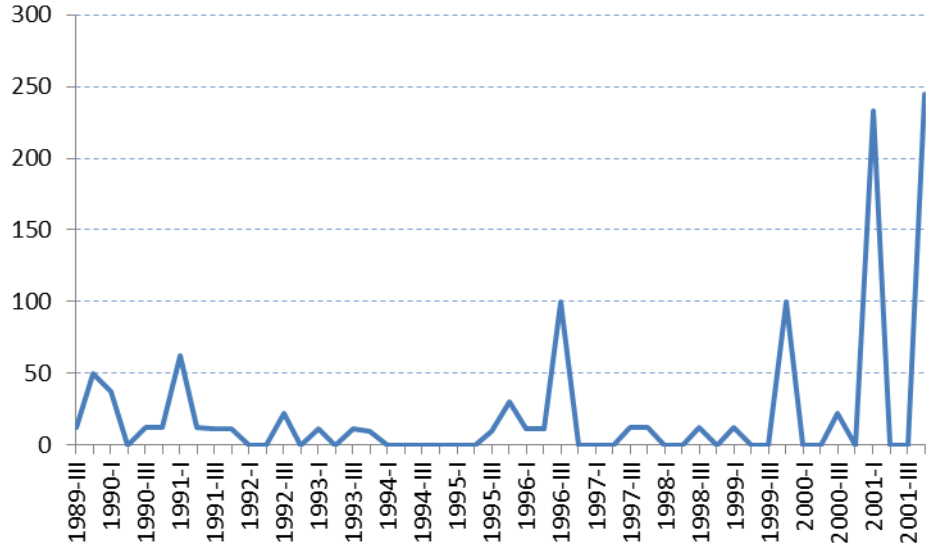
L'objectif de cette deuxième section du chapitre est de construire des méthodes d'observation des relations de pouvoir. Comme nous l'avons déjà mentionné, les différentes « dimensions du pouvoir » (*faces of power*) proviennent principalement des débats en sociologie et en science politique aux États-Unis.

a. Les postes-clés

Aux débuts des années cinquante, la sociologie américaine a abordé la question du pouvoir et des élites dirigeantes. Cette première dimension a été appelée le courant «élitiste». Les principaux auteurs ont été Mills (1956) et Hunter (1953) qui ont présenté les deux méthodes utilisées par le courant élitiste : la « méthode de position » et celle de « réputation ». La première, utilisée par Mills, est basée sur la sélection des individus identifiés comme les plus puissants et influents en raison de leur statut officiel dans les domaines économiques, politiques et sociaux formellement institutionnalisé dans une communauté. La tâche est d'observer quels individus occupent des postes clés (Schulze et Blumberg, 1957 : 291). La seconde méthode, « de réputation », a été développée par Hunter. Selon Dick (1960 : 395), «sa principale caractéristique consiste essentiellement à demander à un groupe de 'nommer' ou 'voter' pour les personnes considérées comme étant les plus influentes dans la communauté ».

La première méthode d'observation utilisée dans ce travail est précisément celle « de position », c'est-à-dire, l'étude des individus qui occupaient des postes clés dans le secteur public et privé. Lorsque j'analyse la politique d'émission de titres publics, j'observe les fonctionnaires qui ont formé les équipes au ministère de l'Économie («l'équipe économique») et le conseil d'administration de la Banque Centrale d'Argentine (BCRA) entre 1989 et 2001. L'analyse sera utilisée de deux manières. D'un côté, la durée des fonctionnaires dans leur poste. Ceci est interprété comme un indicateur de la stabilité du cabinet et, par conséquent, de la coalition socio-politique. Selon la BID (2005), entre 1988 et 2000, l'Argentine a été l'un des pays les plus stables au niveau du cabinet de ministres en Amérique latine (2005 : 63). Comme le montre le Graphique 1.1, au niveau de l'équipe économique, l'Argentine a été relativement stable, à l'exception des périodes critiques (1989-1999 et 2001) ou des changements institutionnels (de ministres en 1996, de gouvernement en 1999). D'autre part, je réalise un prosopographie des fonctionnaires, en particulier leurs carrières universitaires et professionnelles. Ainsi, j'analyse comment les équipes économiques utilisent deux ressources de pouvoir : les réseaux et la connaissance d'expert.

Graphique 2.1 – Changements dans l'équipe économique en Argentine, 1989-2001



Source: Élaboration propre basée sur les données de Dalbosco (2003) y le Journal Officiel.

b. Le processus de politiques publiques

Le courant élitiste a été critiqué par la science politique pluraliste. La différence réside dans la méthode, « décisionnelle », qui a conduit à des conclusions opposées (Hindess, 1996 : 3). La méthode décisionnelle est basée sur l'observation du pouvoir des acteurs « importants » sur les sujets « importants », définis comme ceux qui affectent un grand nombre d'individus. Pendant que les élitistes analysent les postes clés, les pluralistes étudient le processus des politiques publiques dans les sujets « importants ». Selon Dahl (1958), pour analyser une relation de pouvoir, il est nécessaire d'avoir un conflit entre les préférences assumées, démontrées dans des actions qui sont donc observables.

L'étude de processus de prise de décisions dans les politiques publiques a une abondante bibliographie. D'une part, la perspective fonctionnaliste a façonné le processus dans un cycle divisé en les étapes de formation de l'agenda, la formulation, exécution et l'évaluation. D'autre part, une deuxième ligne développée par Lowi (1972) affirme que c'est le type de politique publique (distributive, de réglementation ou de redistribution) qui détermine le jeu politique et les relations entre individus, groupes et l'Etat. Récemment, ce qui a été appelé «économie politique» (*political economy*) a cherché à intégrer la dynamique de la politique à l'étude des politiques publiques.

La deuxième méthode utilisée dans ce travail pour observer les relations de pouvoir est l'analyse des politiques publiques. Plus particulièrement, je fais une étude d'économique politique de la politique d'émission de titres publics. Cette politique a cristallisé les relations entre les acteurs de la coalition socio-politique au pouvoir. De 1993 à 2001, l'émission de titres publics a constitué un mécanisme essentiel pour le financement de l'économie, stabilisée en 1991 grâce au plan de Convertibilité, surtout après 1994, avec la fin de revenus par les privatisations. En suivant la bibliographie sur les politiques publiques, j'analyse le processus de la politique d'émission de titres publics dans ses phases de formulation et exécution.[529]

c. Agenda politique et idéologie

Une critique de la théorie pluraliste est venu de ce qu'on a appelé le courant «néo-élitiste», qui a critiqué les limites des élitistes et des pluralistes aux aspects observables des relations de pouvoir. Ainsi, affirment-ils, l'analyse de la dimension publique du pouvoir marginalise l'autre, privée, où sont décidées quelles sont les questions qui feront ou non partie de l'agenda (Hindess, 1996 : 4). Pour les néo-élitistes il est nécessaire de considérer la possibilité qu'un acteur ait une capacité limitée à prendre de décisions dans le but d'éviter des conflits : ceci est appelée les «non-décisions». Ainsi, le pouvoir est exercé « en limitant les prises de décisions à des questions relativement 'sûres' » (Bachrach et Baratz, 1970 : 6).

Cette perspective a été enrichie par les théories sur les mécanismes de domination sociale, en particulier la question de l'idéologie. Comme Lukes dit, « le pouvoir est plus efficace quand il est moins observable» (2005 : 1). En particulier, il y a quatre théories principales: la radical de Lukes (2005), la marxiste, développée surtout par Gramsci (2003) et par Althusser (1971), la critique, par Marcuse (1972) et Habermas (1984), et la perspective de Foucault, qui a varié au fil des ans (voir Foucault, 1980, 1987, 1991, 2005). Ces approches théoriques ont été critiquées en raison de difficultés d'observation, ce qui présente un sérieux défi à l'analyse scientifique. Lukes (2005) soutient que c'est une erreur de « passer d'une difficulté méthodologique à une réclamation de fond. Il ne s'ensuit pas que, juste parce qu'il est

[529] Pour Claudio Loser, directeur de l'hémisphère occidental du FMI entre 1994 et 2002, dans la première moitié des années quatre-vingt-dix, «il a eu beaucoup d'agrent des privatisations qu'en quelque sorte a remplacé la nécessité d'emprunter». Loser, Claudio, interview dans le cadre de l'Archive d'Histoire Oral de l'Argentine Contemporaine, Programme d'Histoire Politique, Institut Gino Germani, Faculté de Sciences Sociales de l'Université de Buenos Aires (ci-après AHO), 18/12/07.

difficile, voire impossible, de montrer comment le pouvoir est exercé dans une situation donnée, il devient impossible de d'arriver à la conclusion que ceci n'a pas passé » (2005 : 41).

La dimension de l'agenda et l'idéologie sont utiles dans cette recherche. Tout d'abord, parce qu'elles sont au centre de l'interaction entre les décisions de politique économique et les perceptions des acteurs privés du système financier mondial. La stratégie d'émission de signaux de l'État vers les agents économiques fait partie de la nécessité de renforcer la confiance et la crédibilité dans un contexte caractérisé par l'incertitude et la volatilité. L'idée centrale était qu'il fallait réduire la marge de manœuvre du gouvernement afin de générer plus de crédibilité.

La montée de la question de la crédibilité a fortement secoué le processus de construction de l'agenda politique. D'une part, comme on le verra, l'idée d'irréversibilité des réformes structurelles et de sortie du régime de convertibilité s'est installée. D'autre part, en connexion avec la première, la croyance que toute formulation de politiques alternatives était impossible : plus précisément, de démarrer une négociation politique de dette au-delà des *swaps* volontaires. Ces deux idées d'irréversibilité et d'impossibilité allaient dans le même sens : le passé ne serait pas modifié et que l'avenir suivrait le même chemin. Au fil du temps, ces questions ont de plus en plus disparu de l'agenda politique. Elles ont été progressivement exclues. Lors de l'élection présidentielle en 1999, les principaux candidats étaient d'accord sur ces deux points centraux.

Dans les deux cas, il y avait des facteurs objectifs et subjectifs expliquant l'installation des idées d'irréversibilité et d'impossibilité. Dans le premier cas, la hausse des coûts de sortie du régime de convertibilité. Dans le second cas, la hausse des coûts de négociation en raison de la substitution institutionnelle de la dette publique à travers les accords du plan Brady qui ont changé des prêts bancaires en titres. Mais au-delà des facteurs objectifs, des questions idéologiques ont influencé. D'une part, au niveau international, la montée d'une vision de l'économie depuis les années soixante-dix, avec la crise financière de l'État-providence, qui s'est invitée comme l'idéologie dominante (Consensus de Washington). D'autre part, des changements idéologiques en Argentine. La problématisation de l'hyperinflation de 1989 a été définie de manière à permettre la formation d'un programme radical conduisant à la

transformation de l'économie, l'Etat et la société. Plus précisément, la crise a été expliquée par le déficit public dû en partie par les entreprises publiques cataloguées d’inefficaces.

Chapitre 2

La synthèse historique : les conditions nécessaires pour l'accès au crédit privé externe et la formation de la coalition socio-politique au pouvoir

Le 8 Juillet 1989, Carlos Menem, du Parti Justicialiste (péroniste), a assumé la présidence. Sans accès au crédit privé externe depuis la crise mexicaine de 1982, l'Etat était en défaut de paiements de la dette depuis 1988. L'hyperinflation de 1989, avec la dissolution de la monnaie locale, el austral, symbolisa le degré de détérioration des capacités étatiques (Sidicaro, 2010 : 159).

En 1988, le représentant du Citibank, Ricardo Handley, déclara que «le plus important est que l'Argentine revienne vers les marchés (...). Je dirais que c'est encore difficile tant que nous ne pouvons pas répondre à toutes les conditions nécessaires ».[530] Quatre ans plus tard, en 1992, le gouvernement argentin faisait une restructuration de la dette, réunissant ainsi « toutes les conditions nécessaires » pour l'accès au crédit privé externe. Comme l'explique un négociateur argentin de la dette, Daniel Marx,

> les changements sont la conséquence de plusieurs choses, pas seulement le changement de gouvernement. Plus précisément, entre '88 et '91, premièrement, il y a eu un grand changement dans la stratégie américaine qui s'est matérialisée par un changement de

[530] "Diálogos", *Ámbito Financiero*, 10/06/88, p. 14.

> stratégie des autres pays et des organisations internationales, avec le passage du plan Baker au plan Brady. Deuxièmement, il y avait des questions qui ont été résolues, qui étaient liées à la question politique, mais en partie aussi à l'égard de programmes de stabilisation macroéconomique. Troisièmement, la stratégie [argentine] s'est adaptée à tout ceci.[531]

Les conditions d'accès au crédit privé externe étaient le changement de la stratégie américaine et, au niveau interne, la résolution de la «question politique» et les programmes économiques nationaux. Selon Marx,

> la question politique a été un facteur interne important : quel était le soutien politique du président dans sa stratégie de la dette et ce qu'il pouvait exécuter, surtout si cela signifiait un changement de direction. Ceci était lié aux autres politiques, à savoir les programmes monétaires et budgétaires, l'inflation, la stabilisation en général, et les programmes de déréglementation et, dans le cas de l'Argentine, de privatisation.[532]

Face à l'effondrement de leurs économies, qui conduirait à une hyperinflation dans de nombreux cas, la dépendance aiguë sur le capitale de l'Etat éliminait la possibilité d'une stratégie autonome de la dette : l'accès aux marchés internationaux passait nécessairement par un accord dans le cadre du plan Brady. Tous les grands débiteurs semi-périphériques ont restructuré leurs dettes à travers ce plan. Le processus par lequel l'Argentine a réuni les conditions nécessaires d'un retour au système financier mondial a façonné le processus de formation de la nouvelle coalition socio-politique au pouvoir.

1. Les changements internationaux

Au début des années quatre-vingt, la crise a été perçue dans les centres mondiaux comme un problème de liquidité, ce qui impliquait des emprunts temporaires, et non de solvabilité, ce qui impliquait une restructuration. En 1985, il était clair que le crédit privé externe ne reviendrait pas. Compte tenu de ce scénario, le nouveau secrétaire américain au Trésor, James Baker, changea la stratégie internationale. La deuxième phase -1986 à 1988- a été ordonnée autour du plan Baker, ce qui a impliqué un changement dans les conditionnalités au-delà de l'ajustement orthodoxe afin d'équilibrer à court terme la balance des paiements, et fixer des objectifs à long terme de réforme structurelle. Ainsi, la crise était maintenant vue comme d'insolvabilité. Mais le plan échoua par manque de soutien des banques commerciales (Banque Mondiale, 1992; Bouzas et Keifman, 1990) et l'incapacité des gouvernements débiteurs à atteindre les objectifs de réformes (Cline, 1995).

[531] Entretien avec l'auteur, 21/12/07.
[532] Entretien avec l'auteur, 21/12/07.

Au cours des années 1982-1988, les banques créancières ont accumulé un capital pour «créer des réserves dans leurs bilans et de renforcer leur situation financière à l'égard des possibles défauts des débiteurs » (de la Balze, 1989 : 15). En 1987, lors de l'effondrement du plan Cruzado et la déclaration de moratoire par le président brésilien José Sarney, la Citibank a annoncé qu'elle passait 3 milliard de dollars aux réserves. La stratégie de la banque visait à prouver aux autorités brésiliennes qu'elles ne pouvaient pas utiliser la menace de défaut. Plusieurs banques créancières américaines et britanniques ont suivi la stratégie de la Citibank. Parallèlement, les banques ont continué à recevoir les paiements des intérêts, qui en moyenne doublaient leurs nouveaux prêts à la région (de la Balze, 1989 : 15). Ainsi, les banques ont réduit leur exposition en proportion de leur capital.

Le tournant définitif de la stratégie américaine de la dette a été pris en 1988 sous l'influence de deux hommes du monde de la finance, Nicholas Brady et David Mulford. La proposition, qui a rapidement adopté le nom de Plan Brady, était axée sur la réduction volontaire et de marché de la dette, de donner des garanties du secteur public pour convaincre les banques et sur une plus grande tolérance pour les arriérés des paiements des intérêts. C'était «de marché» parce que la réduction était basée sur le prix des titres de la dette sur les marchés secondaires, et « volontaire » parce les banques avaient le choix entre faire des prêts supplémentaires ou accepter une réduction de la dette (Krugman, 1989). Les organismes multilatéraux, le FMI et la Banque mondiale, jouaient un double rôle sous le plan Brady. D'une part, ils devaient financer la création d'un fonds de 24 milliards de dollars pour réduire la dette et garantir les paiements d'intérêts par les emprunteurs. [533] D'autre part, l'objectif du soutien était que les débiteurs mettent en marche des programmes de réduction de la dette et, surtout, des réformes structurelles de leurs économies approuvées par le FMI. Ainsi, la nouvelle stratégie de la dette mettait en place un agenda chez les pays débiteurs qu'ils devaient exécuter s'ils voulaient entrer dans le plan Brady (Conesa, 1989 : 95).

Bien qu'il ait varié en fonction des particularités nationales, en générale le plan Brady présentait un menu d'options comprenant un bon *discount* (30-35% de réduction de la valeur du principal, des intérêts au taux LIBO plus 13/16, une maturation de 30 ans, et des bons coupon zéro du Trésor américain comme garantie), un bon *par* pour les banques des

[533] Luis Muñoz, "El FMI y el Banco Mundial aportarían U$S 24.000 millones para el plan Brady", *Ámbito Financiero*, 28/03/89, p. 4.

pays où la réglementation et la structure fiscale faisaient préférable le maintien de la valeur nominale et une réduction de l'intérêt (en général à un taux fixe de 6%, avec une maturité et des garanties semblables au bon *discount*) ou des options alternatives et moins utilisés de racheter la dette ou faire de nouveaux prêts (Cline 1995 : 232).

Enfin, les changements économiques internationaux ont complété les conditions externes nécessaires à la viabilité du plan Brady. La récession économique aux États-Unis au début des années quatre-vingt-dix a entraîné une baisse des taux d'intérêt par la Réserve fédérale. Accompagnée par une sortie des capitaux en Asie en raison de déficit important du compte courant, ceci a favorisé l'accumulation d'une masse d'argent disponible dans le monde, prête à être placée sur les marchés qui offraient des rendements plus élevés.

2. Les changements internes

L'exécution de l'agenda économique du plan Brady en Argentine a été le résultat de deux processus. Premièrement, la montée des idées économiques libérales et, dans le même temps, le changement interne au sein du PJ. Deuxièmement, et en rapport avec le premier point, l'élection de Menem et sa stratégie d'alliance dans un processus continu de formation d'une coalition socio-politique.

a. « La question politique » : la montée des idées économiques libérales et le changement au seindu du PJ

La montée des idées économiques libérales en Argentine a été consolidée durant les années quatre-vingt, tantôt sur le contenu –ouvrir l'économie et, surtout, réduire le rôle de l'État, désigné comme principal responsable de l'hyperinflation de 1989-, tantôt sur la façon dont les politiques devaient être mises en œuvre, ce qui se traduisit par la stratégie de «choc de confiance ».

La crise de 1989 avait favorisé la diffusion des idées libérales faite par certains journalistes et le parti politique de l'idéologie économique libérale, l'Union du Centre Démocratique (UCD). Les idées de privatisation et de réduction de l'appareil d'Etat avaient le soutien de 60% de la société selon les sondages (Novaro, 2009 : 314). Álvaro Alsogaray, chef de file de l'UCD, avait perçu le progrès des idées de libérales :

> Principalement au cours des cinq dernières années, au cœur de la société argentine s'est opérée une profonde évolution intellectuelle et un profond changement de mentalité dans le sens d'abjurer l'étouffante dépendance à l'égard de l'État et de pencher pour des degrés de liberté plus grands. Cette transformation est particulièrement sensible dans le domaine économique. Jusqu'à récemment, dans ce domaine s'imposaient les idées étatistes et interventionnistes, associées à un Etat surdimensionné, tout-puissant et omnipotent, soi-disant capable de réguler la vie quotidienne de chacun dans le pays. Aujourd'hui, il y a un rejet marqué de la bureaucratie, la technocratie, ainsi que des organismes et entreprises de l'État (Alsogaray, 1989 : 69).

Face à la crise, pour Alsogaray il était nécessaire de poursuivre une politique d'attraction des capitaux « qui n'étaient pas en Argentine » (Alsogaray, 1989 : 72) Pour cela, il était nécessaire d'avoir une stratégie spécifique afin d'inspirer la confiance nécessaire chez les investisseurs étrangers (attraction des capitaux) et nationaux (rapatriement des capitaux).

Comme l'a fait remarquer Novaro (2009), le climat idéologique antiétatique a coïncidé avec une demande d'ordre après le chaos de l'hyperinflation, ce qui a favorisé la concentration de pouvoir dans l'État autour de Menem (2009 : 314-139). Ceci a permis la viabilité du processus d'implémentation de la politique économique dans le cadre de la stratégie du « choc de confiance ». Pour Alsogaray,

> la confiance est donc essentielle, soit pour attirer des capitaux, soit pour empêcher leur départ. Je crois fermement que la solution au problème du capital, qui se trouve dans le rétablissement de la confiance, doit être recherchée par un «choc» et non pas par une politique « gradualiste ». (...) Il faut déraciner un système économique et social, avec ses corrélations juridiques et politiques, introduites voici quarante ans (Alsogaray, 1989 : 34, 75-76).

Menem a adopté les idées économiques libérales dans le cadre d'une stratégie d'alliance avec les capitaux nationaux et internationaux. La faible institutionnalisation du PJ, sans bureaucratie centrale, règles ou procédures formelles efficaces, permettait aux dirigeants du parti de maintenir leurs liens avec les bases sociales tout en adaptant, simultanément, leurs stratégies de programme et alliances aux changements sociaux (Levitsky, 2003 : 5). Pour Menem, cette flexibilité lui permit d'une part, d'adopter des idées économiques libérales et, d'autre part, de former une nouvelle alliance socio-politique. Les syndicats péronistes passèrent à une position subordonnée, en grande partie grâce au processus interne du PJ appelé la «Rénovation péroniste» (Corach, 2011 : 116).

b. Les nouveaux alliés

En juillet 1989, Menem nomma Miguel Roig au poste de ministre de l'Economie, cadre de l'un des plus importants groupes économiques du pays, Bunge & Born (Schvarzer, 1994). La nomination de cadres de Bunge & Born à la tête du Ministère de l'Economie en 1989 faisait partie d'une stratégie d'alliance avec des grandes entreprises nacionales, articulées au sein du Conseil des Entreprises d'Argentine (CEA). Cette alliance allait durer au-delà de la présence directe du CEA dans l'État.

Les organisations patronales: G-8 et CEA

Dans la période analysée, les entreprises ont articulé leurs positions autour de deux organismes : le Groupe des Huit (G-8) et le Conseil des Entreprises d'Argentine (CEA). Toutefois, l'organisation et la composition des deux entités étaient différentes, ce qui avait un impact sur leur cohérence et idéologie.

Le G-8 était composé par les présidents de différentes organisations d'entreprises: l'Union Industrielle Argentine (UIA), la Chambre Argentine de Commerce, la Chambre Argentine de la Construction (CAC), l'Union Argentine de la Construction, la Société Rurale Argentine (SRA), la Bourse de Commerce de Buenos Aires, l'Association des Banques Argentines (ADEA) et l'Association des Banques de la République Argentine (ABRA). Cet organisme regroupait des représentants des différents secteurs économiques, incluant des entreprises grandes, moyennes et petites. Le G-8 a apporté son soutien aux principales décisions de politique économique de la période. Cependant, des dissensions internes existaient sur la question des conditions de financement du secteur privé. D'une part, au début du débat sur la réforme des retraites, ce qui conduirait au développement du marché local des capitaux, le G-8 n'arriva pas à définir une position commune de soutien. D'autre part, la question des taux d'intérêt élevés a conduit en 1999 à la dissolution du G-8 et la formation du Groupe Productif, avec l'UIA, la CAC et une autre organisation rurale, les Confédérations Rurales Argentines.[534]

Ces différences internes ne sont pas exprimées au sein du CEA. Ce n'était pas un organisme de représentation mais un rassemblement informel de personnes qui occupaient les postes

[534] "Virtual fractura de las entidades del Grupo de los 8", *Clarín*, 04/09/99, p. 13.

de direction dans les grandes entreprises du pays. Au début de la décennie, les principales entreprises argentines étaient familiales : celles qui étaient cotées en bourse étaient contrôlées par un actionnaire majoritaire ayant au moins 60% du capital (Schvarzer, 1998 : 198). C'est pour cette raison que durant cette décennie, la plupart de membres du CEA était des propriétaires. En général, il s'agisait d'entreprises liées à l'étranger, exportateurs de matières premières ou industrielles, représentants de capitaux étrangers ou de grandes entreprises liées au marché international de capitaux (Kosacoff, 1999). À l'exception d'YPF et de Telecom, les entreprises privatisées avaient peu de présence directe dans le CEA. Selon Ruete Aguirre (président du CEA, 1993-1997), « l'instrumentation est assez difficile, parce que de nombreux actionnaires des sociétés privatisées font déjà partie du Conseil. Nous voulons des décideurs».[535]

A la différence du G-8, la plus grande homogénéité dans la composition du CEA a expliquée sa cohérence idéologique. La recherche d'une vision commune était précisément l'objectif du CEA. Sa ligne idéologique était le libéralisme économique. Le CEA ne fit aucune critique au sujet des taux d'intérêt élevés dans la période et a soutenu activement la réforme des retraites. En 1993, Ruete Aguirre a même déclaré que «c'est nous qui avons suggéré [à Menem] la réforme des retraites que le gouvernement a adoptée ».[536] Comme le CEA « n'avait pas de structure adéquate et n'était pas un centre de recherche », la production de documents était confiée à ceux « qui, selon nous, connaissaient bien les sujets ».[537] Par conséquent, la formulation de l'idéologie, de l'agenda, et même des politiques publiques, revenait, dans un processus de division du travail, à ceux qui possédait la connaissance d'expert, en plus des réseaux.

Les think tanks: FIEL, Fondation Méditerranéenne et CEMA

En Argentine, la question des *think tanks* a été largement étudiée.[538] La contribution faite ici cherche à observer les différents liens entre FIEL, la Fondation Méditerranéenne (FM) et le CEMA avec les membres du CEA dans le cadre d'une analyse comparative. En suivant

[535] "'Con Menem hay una coincidencia total'", *Panorama*, 07/93, p. 10.
[536] Facundo Landívar, "'La Argentina de los pantalones largos es la que supera los personalismos'", *La Nación*, 25/07/93, p. 6.
[537] Alfonso Martínez, entretien avec l'auteur, 26/08/10.
[538] Entre autres, voir Thompson (1994), Braun et al. (2000), Ramírez (2000, 2007), Heredia (2004, 2007), Uña et al. (2004), Garcé et Uña (2006).

Ramirez (2007), l'analyse se concentre sur trois domaines: les partenaires financiers, la composition des conseils et les recherches demandées.

Sauf brièvement en mars 2001, les membres de FIEL n'ont pas occupé des postes dans l'administration publique au cours de la période étudiée. C'est le *think tank* qui avait les liens plus étroits avec le CEA. FIEL a été fondé en 1964 par la Chambre Argentine de Commerce, l'UIA, la Bourse de Commerce et la SRA afin de divulguer des idées économiques alternatives au structuralisme de la CEPALC, dominant à l'époque.[539] Les premières contributions furent le produit de la Fondation Ford. Plus tard, la base de partenaires financiers s'est étendue : en 1991, parmi les 156 entreprises, on comptait les grandes organisations patronales (ADEBA, ABRA, Bourse de Commerce, Chambre Argentine de Commerce, SRA). La moitié était membres du CEA (FIEL et CEA, 1991). FIEL a reproduit les différences observées entre le G-8 et le CEA. Au début des années quatre-vingt-dix, l'UIA a quitté FIEL en désaccord avec son orthodoxie libérale. En même temps, le *think tank* faisait les rapports annuels du CEA, tels que FIEL (1990), FIEL et CEA (1991), CEA (1995, 1996). En 1991, le conseil était composé de personnes liées au CEA ou à des institutions financières : Victor Savanti (IBM / CEA), Juan Munro (Massalin / CEA), Roque Maccarone (Banque Río), Federico Zorraquín (Garovaglio et Zorraquín / CEA), Guillermo Alchouron (SRA), Marcelo Heredia, Mario Vazquez, Alcides López Aufranc (Acindar / CEA), Manuel Sacerdote (Banque de Boston / CEA), Adalbert Krieger Vasena (CSFB), Luis Otero Monsegur (Banque Français), Fernando de Santibañes (Banque de Crédit Argentin), Santiago Soldati (Comercial del Plata / CEA), José E. Estenssoro (Sol Petróleo / CEA) (FIEL et CEA 1991 : 312).

Les deux autres *think tank* avaient des liens avec des factions du CEA, plus proches des groupes industriels nationaux dans le cas de la FM, plus étroitement liés aux exportateurs agricoles et aux secteurs financiers dans le cas du CEMA. Ces différences seront visibles dans leurs propositions pour stabiliser l'économie argentine dans les années quatre-vingt-dix.

La FM a été créée dans les années soixante-dix dans le contexte d'un mouvement syndical industriel provincial, en particulier dans la province de Córdoba. Ses fondateurs étaient Fulvio Pagani, propiétaire de la société Arcor, Piero Astori, détaillant de matériaux de construction, et José Ignacio Castro Garayzábal, cadre de Renault et producteur agricole

[539] FIEL pretendía ser la "CEPAL del sector privado" o la "CEPAL liberal" (Heredia, 2004: 337).

(Ramírez, 2007). Tous les trois étaient membres de l'Association des Industriels de Córdoba, qui finalement deviendra l'Union Industrielle de Córdoba. Pour promouvoir leurs intérêts, ils créèrent un centre d'études économiques à orientation fédérale.[540] Le processus aboutira à la FM, dirigée jusqu'en 1991 par Pagani et Astori. Au sein de la FM fut créé l'Institut de Recherches Économiques de la Réalité Argentine et Latino-américaine (IIERAL) réunissant des économistes de l'Université Nationale de Córdoba, sous la direction de Domingo Cavallo.[541] Après les opérations de nationalisation de la dette privée d'environ 200 groupes d'affaires argentins décidée par la BCRA en 1982 sous la présidence de Cavallo, une filiale s'installa à Buenos Aires où de grandes industriels ont devenu des partenaires financiers, tel que Bagley, Bagó, Bridas, Ledesma et Massuh (Heredia, 2004). Ces industriels formaient les «capitaines d'industrie». En comparaison avec les exportateurs agricoles et les secteurs financiers, leurs activités étaient plus liées au processus de production locale, ce qui expliqua l'existence de positions politiques différentes, en particulier quant aux relations avec le péronisme. Dans le même temps, ils ont internationalisé leurs opérations, ceci que leur permettait de ne plus dépendre de la protection de l'État, à l'encontre d'autres secteurs industriels liés à l'UIA.[542] Enfin, on ne registre aucune étude menée par le FM pour le compte du CEA dans cette période.

Le CEMA s'est caractérisé par ses liens avec les grands groupes associés aux exportations agricoles et de la finance. En parallèle, il a développé une institutionnalisation académique par le biais de la création d'une université, source de financement pour être moins de dépendant des entreprises locales. L'entité a été créée en 1978 en tant que centre de recherche et d'enseignement à l'initiative d'un entrepreneur, Domingo Catena, et de son conseiller financier, Pedro Pou, un économiste diplômé de l'Université de Chicago (Argento et Gerschenson, 1999 : 252). La création du CEMA avait pour but de promouvoir les idées économiques libérales et, dans le même temps, d'affrondir la stratégie visant à créer un centre d'expertise. Catena a articulé le support financier en créant la Fondation Pays, avec Bunge & Born, la Banque de Boston et de 10 autres sociétés. Pou, pour sa part, a attiré d'autres économistes de l'Université de Chicago, comme Roque Fernández et Carlos

[540] "La hora de los 'Mingo-boys'", *Prensa Económica*, 04/91, p. 6; Roberto Reyna y Gustavo Bastos, "¿Adónde va la Fundación Mediterránea?", *Mercado Córdoba*, 01/95, p. 45.
[541] Daniel Santoro, "El semillero del nuevo plan", *Clarín*, 01/02/91, p. 11; "Fundación Mediterránea", *Somos*, 04/02/91, p. 6.
[542] Le processus d'internationalisation des grands industriels est analysé par Bisang et al. (1992).

Rodríguez.[543] Le CEMA s'est développé grâce au financement des coûts d'inscription des étudiants et des dons provenant des sociétés de la Fondation Pays. En 1992 fut créé l'Institut Universitaire de Macroéconomie Argentine qui allait devenir en 1997 l'Université du CEMA (UCEMA).[544] En 1997, les seuls partenaires financiers étaient Catena, Bunge & Born, la Banque de Boston, Cargill (filiale de la multinationale agro-exportation) et la Banque de Crédit Argentin.[545] Le conseil se composait d'économistes (Lagos, Fernandez, Rodriguez, Pou) et de partenaires financiers (Santibañes, Ferreres, Catena et Manuel Sacerdote, représentant de la Banque de Boston dans le pays).[546] Principalement liée aux exportations agricoles et aux secteurs de la finance, la relation CEMA /CEA a été confiée à Martín Lagos (directeur exécutif du CEA jusqu'en 1997), Bunge & Born, et Sacerdote (président du CEA, 1999-2002). L'absence de secteurs industriels dans les partenaires financiers est à souligner. Les membres du CEMA avaient des fortes positions anti-industrielles et favorables à une ouverture radicale de l'économie. Certains membres avaient travaillé dans des rapports du CEA dirigés par FIEL. Plus tard, sous la présidence de Sacerdote, le CEMA a été responsable des rapports, comme CEA (2000).

c. La synthèse historique : le leadership politique péroniste et l'agenda économique libéral

L'alliance entre le PJ et les groupes économiques nationaux fut perçue comme une sorte de «synthèse historique» :

> En Argentine, au début des années quatre-vingt-dix, beaucoup de gens avaient l'impression qu'il y avait eu un changement fondamental dans l'histoire du pays, un changement fondamental dans le péronisme. Beaucoup de gens qui n'étaient pas péronistes ont interprété cela comme un changement historique, une sorte de synthèse de l'histoire argentine du XXème siècle. Apparemment, les conditions avaient été créées pour une autre politique économique différente de celle en vigueur pendant la plus grande partie du siècle.[547]

Les secteurs liés au libéralisme économique ont compris qu'avec cette synthèse, ils réunissaient finalement le pouvoir politique necessaire à la mise en œuvre de leur agenda,

[543] Luis Cortina, "La cuna fue Chicago", *La Nación*, Economía & Negocios, 16/02/97, p. 1.
[544] "Informe final: evaluación externa, Universidad del CEMA", CONEAU.
[545] Luis Cortina, "La cuna fue Chicago", *La Nación*, Economía & Negocios, 16/02/97, p. 1.
[546] Information sur le site de UCEMA (http://www.ucema.edu.ar/institucional/autoridades); Silvia Naishat, "Crece la universidad que fundó Roque", *Clarín*, 06/06/97, p. 27.
[547] Aquiles Almansi, entretien avec l'auteur, 17/12/08.

après avoir échoué deux fois auparavant, en 1967-1969 avec Krieger Vasena (fondateur de la CEA) et en 1976-1981 avec Martínez de Hoz (première président de la CEA), comme l'indique FIEL (1990 : 12-13). Cette troisième tentative historique, à la différence des précédentes, devait procéder à des réformes majeures soutenues dans le temps. Les réformes devaient éviter le problème d'inconsistance temporelle, condition fondamentale de la stratégie de génération de la crédibilité vers les investisseurs locaux et étrangers.

3. L'agenda d'accès au Brady: les réformes structurelles et la stabilisation économique

Le premier pas nécessaire pour accéder au plan Brady était d'avoir un plan de moyen terme de paiements de la dette. Ceci exigeait comme condition préalable un plan économique crédible et cohérent, ce qui, à son tour, impliquait le soutien des organismes multilatéraux, des banques créancières et une action pour rapatrier les capitaux des grands groupes économiques locaux qui s'étaient échappés pendant les années quatre-vingt (de la Balze, 1993 : 29). Les deux principales exigences pour avoir accès au Brady, les réformes structurelles et la stabilisation économique, étaient d'une nature différente. Dans le premier cas, il fallait suivre une feuille de route où le défi consistait à mettre en œuvre des politiques conçues par le FMI. Dans le second cas, la condition était un objectif et non une politique. C'est pour cela que la conception de la stabilisation économique venait des technocrates locaux.

a. Le « choc de confiance » : les postes clés et les politiques

Le premier signe clair du gouvernement péroniste fut donné par les nominations aux postes clés de la gestion économique. La nouvelle équipe économique était contrôlée par des cadres de Bunge & Born, Miguel Roig (décédé une semaine après) et Néstor Rapanelli au poste du ministre, Orlando Ferreres, comme secrétaire de coordination économique. L'autre partie de l'équipe était composée de membres du PJ et du parti libéral économique, l'UCD. À la BCRA, Menem nomma des personnes ayant des liens étroits avec le marché financier local comme d'abord Javier González Fraga, et ensuite, après son départ, Egidio Iannella. La vice-présidence fut occupée par Erman González, un homme qui avait accompagné Menem dans son gouvernement dans la province de La Rioja, et ensuite par Roque Fernández, du CEMA. L'alliance avec l'UCD avait un fort contenu symbolique, montrant clairement la

décision de Menem de rompre avec le passé pro-étatisme du PJ, démontrant ainsi la crédibilité de sa réforme.

Le second signal fut la décision de Menem de suivre la feuille de route fixée par le FMI. En septembre de 1989, Menem annonça un accord pour l'obtention d'un crédit *stand-by* d'un montant de 1.500 millions de dollars.[548] Le mémorandum d'accord fixa l'agenda des réformes structurelles à exécuter. Selon Roque Fernández,

> l'accord avec le FMI avait tout défini. (...) [C'était] le seul. Les autres accords n'étaient que des renégociations du premier. Celui-ci était au premier plan. Après, on ajustait un objectif, on ajustait un autre. Mais celui-ci fut le seul, l'unique (AHO, 24/10/07).

Les principaux points du mémorandum consistaient en une réforme fiscale avec la généralisation de la TVA et la suppression des exemptions existantes, la privatisation des entreprises publiques, la libéralisation des échanges avec une réduction tarifaire, une plus grande régulation de la demande d'argent et une réforme du système bancaire.[549] Les lois de Réforme de l'Etat et d'Urgence Économique ont accordé au gouvernement les pouvoirs nécessaires pour mettre en œuvre les réformes exigées par le FMI (Cavallo, 2001 : 153-154). Conformément à la stratégie du «choc de confiance », l'Argentine fut le pays de la région qui mit en œuvre les réformes structurelles le plus rapidement et le plus radicalement. En 1991, la plupart des réformes étaient faites (voir PNUD, 2004b : 150). En particulier, le processus de privatisation fut la plus radicale de la région (Azpiazu et Schorr, 2001 : 11). Les privatisations contribuèrent à réduire le déficit budgétaire et le stock de dette (l'État ayant payé ses obligations en vendant ses actifs, à savoir, les entreprises publiques). Aussi, ce fut une incitation à la participation des grands groupes économiques locaux qui ainsi rapatrièrent les capitaux, retirés de l'Argentine pendant les années quatre-vingt. Entre 1990 et 1994, période où la plupart des privatisations ont été menées, les recettes de l'État furent 19 milliards de dollars (Azpiazu et Schorr, 2001 : 12).

Le processus de privatisation était le reflet du système d'alliances établies par le gouvernement avec les banques créancières et les groupes locaux dans le but de constuire une coalition socio-politique. Il y eut une « triple alliance » pour les privatisations qui comprenait « les plus grands groupes économiques locaux », « un nombre considérable de

[548] "Acuerdo de la Argentina con el Fondo Monetario", *El Cronista*, 20/09/89, p. 1.
[549] "Texto completo del memorándum de entendimiento con el FMI", *Ámbito Financiero*, 13/10/89, p. 1.

banques étrangères et / ou locales » et «certaines sociétés transnationales» (Azpiazu et Schorr, 2001 : 15). Entre autres, les banques créancières comme la Chase Manhattan, CSFB, Chemical Bank et, en particulier, Citicorp, qui, en 1992 créa la société Citicorp Equity Investment (CEI). Une grande partie des groupes nationaux n'ont pas participé et ont préféré rester dans leur secteur traditionnel d'activité, d'autres ont participé dans une logique de «d'intégration productive», et seulement un nombre réduit eut une participation active (Castellani et Gaggero, 2011). Parmi ces derniers, c'était principalement des membres du CEA comme Pérez Companc, Soldati, Grüneisen et Macri, ceci dans divers secteurs d'activité comme l'électricité (production, distribution et transport), le gaz (transport et distribution), le pétrole, le réseau de métro, télécommunications, chemins de fer, eau, industrie de l'acier (Azpiazu et Shorr, 2001 : 18). C'est la raison pour laquelle il n'y eut pratiquement pas de nouveaux membres au CEA venant des nouvelles entreprises privatisées.

Les réformes structurelles ont été perçues positivement par les banques créancières et les groupes économiques locaux. Le directeur local de la Citibank, Ricardo Handley, a exprimé son soutien au programme économique.[550] Dans les journaux, le CEA a fait part de son « ferme soutien au programme ».[551] Cependant, la stratégie de Rapanelli contre l'inflation échoua, comme l'ont démontré les hyperinflations en décembre 1989, qui ont conduit à la chute de la première équipe économique, et ensuite en mars 1990. Les premières réformes avaient été bien accueillies, mais ce n'était pas suffisant. Il fallait un plan de stabilisation de l'économie.

En mars 1990, David Mulford a expliqué que «bien que le gouvernement [argentin] ait tenu des discussions préliminaires avec les banques créancières, il ne peut pas y avoir des négociations sérieuses si la situation interne reste instable ».[552] Le président de la division internationale du Manufacturers Hanover, Donald McCouch, a exprimé son soutien aux politiques du gouvernement, expliquant qu'«avant un accord, le plan économique doit être bien réglé ».[553] Santiago Soldati, président de la CEA, a déclaré que

[550] "La banca extranjera comprometió su apoyo al programa económico", *La Nación*, 14/09/89, p. 20.
[551] "Existe solución", *La Nación*, 16/07/89, p. 25.
[552] "Mulford", *Clarín*, 22/03/90, p. 8.
[553] "Respaldo externo al plan económico", *La Nación*, 24/03/90, p. 6.

> pour atteindre de véritables réformes dans un pays comme l'Argentine, vous ne pouvez pas penser à une approche gradualiste. Le manque de crédibilité exige un choc intégral de politiques simultanées afin de transmettre un sentiment de conviction irréversible.[554]

Dans un document rédigé par FIEL à la demande du CEA, il a été indiqué que les « solutions d'amélioration de la crédibilité de la réforme économique doivent restreindre la marge de manœuvre des gouvernements actuel et futurs» (FIEL, 1990 : 142).

b. La stabilisation de l'économie et la montée de la technocratie

La construction d'une stabilité crédible a été réalisée grâce à la technocratie locale. À la fin des années quatre-vingt, dans un monde dominé par des taux de change flottants, l'idée de taux de change fixe n'a pas été courant et ne jouissait pas du soutien du FMI. Les origines du plan de Convertibilité remontent à des propositions similaires de la FM et du CEMA qui, pourtant, avaient des objectifs différents.

En 1989, pendant la campagne présidentielle, l'équipe de Cavallo fit une proposition à Menem venant de Horacio Liendo. Le projet consistait à créer une caisse d'émission avec un taux de change fixé en fonction de la relation entre les actifs et passifs de la BCRA. La circulation du dollar n'était pas prévue. L'idée avait été suggérée à Menem par Cavallo. Cependant, afin de privilégier les suggestions des cadres de Bunge & Born, l'idée avait été abandonnée (Roig, 2007 : 33-38). Par ailleurs, un projet semblable avait déjà été conçu en 1989 par le CEMA, en particular par Almansi et Rodríguez (1989). Selon les auteurs, un programme de stabilisation devait donner l'assurance que la BCRA ne serait pas obligé à utiliser l'émission, ce qui à son tour exigeait une monnaie stable. Les auteurs proposaient donc une dollarisation ou, si cela n'était pas possible, la création d'une nouvelle monnaie entièrement convertible au dollar américain à un taux de change de un pour un fixé par la loi. Dans ce deuxième cas, la nouvelle monnaie était émise exclusivement en échange de dollars, maintenant ainsi une base de 100% (1989 : 17-19).

Entre la conception de ces deux projets et la mise en œuvre du plan de Convertibilité, il y a eu une période de transition. La deuxième équipe économique, après celle de Rapanelli, était dirigée par Erman González, ancien ministre de l'Économie de Menem dans la province de La Rioja. Les membres de l'UCD étaient plus nombreux. Pendant cette période

[554] Fernando Flores, "Un ajuste fiscal de shock propone el Consejo Empresario Argentino", *El Cronista*, 18/04/90, p. 12.

d'instabilité entre décembre 1989 et janvier 1991, la technocratie a accru son influence au sein de la coalition socio-politique au pouvoir. En particulier, par le plan Bonex, un plan monétaire récessif. Annoncé le 28 décembre 1989, c'était une idée de Roque Fernández qui fut mise en place par Cavallo et Felipe Murolo, l'homme de la FM à la BCRA (Fernández, AHO, 21/10/07; Cavallo, 2001 : 149). Grâce au plan Bonex et à l'amélioration des prix de l'exportation, le compte courant eut un excédent de 1,8 milliard de dollars.[555] Le résultat a été une combinaison d'une réduction de la base monétaire, une inflation plus faible, la rentrée de devises et l'augmentation des réserves de la BCRA. Les conditions nécessaires pour la mise en place du plan de Convertibilité étaient données.

En 1991, les technocrates occupèrent les principaux postes de décision, avec la FM au ministère de l'Economie et le CEMA à la BCRA. La montée de la FMI fut le fait de Cavallo, lié au péronisme depuis son élection comme député en 1987, conseiller économique de Menem pendant la campagne électorale et ministre des Affaires Étrangères en 1989-1991. Nommé ministre de l'Economie en janvier 1991, Cavallo fit appel aux membres de la FM (Cavallo, 2001 : 160). Par contre, les membres du CEMA n'avaient pas d'importants liens avec le péronisme avant l'élection présidentielle. En 1989 Roque Fernández était entré au nouveau gouvernement, d'abord comme conseiller externe au ministère de l'Économie, puis comme vice-président à la BCRA grâce aux liens étroits entre le CEMA et deux cadres du groupe Bunge & Born, le nouveau ministre Miguel Roig et le secrétaire de coordination économique Orlando Ferreres (Fernández, AHO, 24/10/07). Devenu président de la BCRA en janvier 1991, Fernández recruta d'autres membres du CEMA.[556]

Le plan de Convertibilité, rendu public le 20 mars 1991, se fondait sur deux principes. D'abord, un soutien total de la base monétaire par des réserves de la BCRA à un taux de change fixe convertible (un dollar américain égale à 10.000 australes). Deuxièmement, l'indexation fut interdite, mettant ainsi un terme à toutes les clauses des ajustements de prix (Roig, 2007 : 45). L'effet du plan fut immédiat, avec une baisse du taux d'inflation mensuel de 27% en février à 1% en août.[557] Le plan réussissait à stabiliser l'économie et à réduire la marge de manœuvre du gouvernement. Ainsi, le plan assurait une crédibilité nécessaire à la

[555] *Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires*, 25/11/91, p. 61.
[556] "Asume hoy el nuevo directorio del BCRA", *Ámbito Financiero*, 07/02/91, p. 1; "Directivos de la banca oficial", *La Nación*, 07/02/91, p. 6.
[557] *Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires*, 25/11/91, p. 55-57.

politique économique. Le représentant de la Banque de Boston, Manuel Sacerdote, déclara que « depuis la Loi de Convertibilité, nous regardons avec un certain degré d'optimisme le développement du programme économique mis en œuvre par le gouvernement ».[558]

Le plan de Convertibilité était plus proche du projet du CEMA que celui de la FM. Pour les deux *think tank*, la convertibilité était un instrument à des objetifs différents. Pour Cavallo, c'était un plan anti-inflation qui devait progressivement accroître la confiance dans la monnaie locale pour ainsi retrouver une certaine marge de manœuvre du gouvernement. Pour le CEMA c'était un plan définitif qui devait couper pour toujours la marge de manœuvre du gouvernement. Ces différences s'étalèrent au grand jour en 1992, lorsque Cavallo essaya de flexibiliser le plan en raison du déficit de la balance commerciale prévu pour 1993. Les déclarations successives du ministre finalement produisirent une panique bancaire et la perte de réserves de la BCRA afin d'éviter une crise monétaire. Enfin, Menem, pour qui la non-dévaluation était un slogan politique, rejeta la stratégie de Cavallo et se déclara favorable, au contraire, à un approfondissement de la dollarisation de l'économie afin de réduire, aux yeux des investisseurs étrangers, le risque de change (Damill et Kampel, 1999 : 26).

Ainsi, en 1991 le gouvernement avait mise en place les réformes structurelles, stabilisé l'économie et réduit la marge de manœuvre du gouvernement. La transition de 1989 à 1991 pour compléter les « conditions nécessaires » d'accès au plan Brady avait déterminé les principales décisions de politique économique et, dans le processus, formé un nouvelle coalition socio-politique au pouvoir.

[558] "Cárdenas fue reelecto", *Ámbito Financiero*, 26/04/91, p. 6.

Chapitre 3

La substitution des prêts bancaire par des titres et les nouvelles relations politiques de l'intégration semi-périphérique

En 1992, après une phase très courte de négociations, le gouvernement argentin réussit à restructurer sa dette avec une conversion de 23 milliards de dollars en prêts en titres publics. Ainsi commença une période de stabilité atteinte grâce à l'intégration au système financier mondial. Cependant, les relations politiques entre l'Etat et le marché international seraient différentes de la précédente période de 1976-1981, avec une transition d'une coordination « centralisée » à une « décentralisée ». Les motifs étaient la mondialisation, processus qui avait transformé l'économie mondiale pendant les années quatre-vingt, et le plan Brady, qui avait produit une dispersion de la propriété la dette.

1. La négociation du plan Brady

La proposition conçue par Brady et Mulford était axée sur une restructuration « volontaire » de la dette (menu d'option) et « de marché » (taux de réduction selon la cotisation sur le

marché secondaire). Toutefois, en dépit de cette conception, la mise en œuvre du plan Brady a été le résultat d'une négociation politique, comme en témoigne le primer cas, le mexicain (Camdessus, 1989 ; Cline, 1995). Le cas argentin fut, selon le chef du Comité de Banques, William Rhodes, « le plus rapide négociation, à ce jour, pour une restructuration importante de la dette internationale » (Rhodes, 2011 : 70, 75). Selon le négociateur argentin, Daniel Marx, l'explication était qu'il y avait eu avant une longue phase de « pré-négociation » pour ainsi « encadrer le cas à l'avance ».[559]

a. La pré-négociation

La pré-négociation eut lieu de 1989 à 1992. Pendant cette période, les fonctionnaires argentins avaient des réunions avec « des gens qui prenaient des décisions au-dessus du Comité (…), en général, les PDG des banques ».[560] Vers la fin de 1989, le PDG de Citicorp, John Reed, avait indiqué que, avant de négocier, le gouvernement argentin devait rattraper son retard sur le paiement des intérêts dus et avancer avec les privatisations afin de réduire le stock de la dette.[561] Le PDG du Chase Manhattan, Arthur Ryan, avait déclaré que l'économie de l'Argentine devrait satisfaire les exigences suivantes:

> premièrement, continuer à améliorer l'économie nationale, y compris la privatisation et les autres réformes. Deuxièmement, la résolution du problème de la dette extérieure. Ce dernier point se fait en trois étapes. Tout d'abord, un accord avec le FMI. Deuxièmement, la résolution des intérêts dus. Troisièmement, la renégociation de l'ensemble de la dette.[562]

La stratégie de réduction du stock de dette a été mise en place grâce aux programmes de capitalisation de la dette. Timidement lancé en 1984 (Bouzas et Keifman, 1990), il y a eu depuis 1987 trois types de programmes : de nouveaux projets d'investissement privé visant à accroître la capacité d'exportation du pays, la capitalisation des « *on-lending* » (dette privée externe) et le remboursement anticipé des prêts bancaires et des réescomptes de la BCRA. Entre 1987 et 1989, la réduction du stock de dette grâce aux trois programmes fut marginal, 1,4 milliards de dollars (Frediani, 1989 : 54). Contrairement au gouvernement de Raúl Alfonsín, celui de Menem a inclus les programmes de capitalisation par l'intermédiaire

[559] Entretien avec l'auteur, 21/12/07.
[560] Daniel Marx, entretien avec l'auteur, 21/12/07.
[561] "Encuentro de Carlos Menem con John Reed", *Clarín*, 15/11/89, p. 4.
[562] Alejandro Matvejczuk, "El Chase prefiere ver antes de creer en el plan", *Clarín*, 09/05/91, p. 16.

des privatisations, option qui était devenue viable grâce aux changements dans la législation des États-Unis en 1987 et 1988.

Dans le cas des intérêts dus, la situation du gouvernement argentin était plus grave que les autres pays latino-américains : en mars 1990, 6,15 milliards de dollars, alors que pour le Brésil le montant s'élevait à 5,30 milliards de dollars.[563] Toutefois, la résolution ne faisait pas partie des conditions d'entrée au plan Brady. Le FMI et la Banque Mondiale ont conditionné leurs prêts aux progrès des réformes structurelles, tout en donnant aux pays débiteurs la possibilité de refinancer automatiquement les intérêts dus à travers leur accumulation unilatérale. Ainsi, les pressions exercées sur les besoins de devises étrangères et sur le budget qu'impliquaient le paiement de la dette ne constituaient pas un obstacle à la stabilisation de l'économie. Par conséquent, l'accumulation des intérêts dus fut une condition implicite et nécessaire à la réussite du plan Brady (Cline, 1995 : 239). Le gouvernement argentin rejeta la demande des banques créancières qui voulaient négocier d'abord les intérêts dus et continua à soutenir la position qui consistait à négocier l'ensemble de la dette. De manière symbolique, en juin 1990 le gouvernement accepta de virer 40 millions de dollars par mois pour le paiement des arriérés, soit un montant total de 60 millions de dollars en 1991.[564]

b. La négociation

Depuis la crise mexicaine de 1982, les banques créancières avaient mis en place, pour chaque pays débiteur, un comité de négociation. Généralement ce comité était composé d'une dizaine de grandes institutions qui négociaient au nom de centaines d'autres banques de taille moyenne et petite. Dans le cas argentin, en 1992 le comité, composé de 13 banques, était présidé par William Rhodes du Citicorp.[565] Ainsi, la prise de décision était centralisée par les dirigeants de grandes banques. La fonction réelle du comité n'était pas de décider mais d'articuler une position en commun. Les banques avaient des situations différentes en termes de niveaux d'exposition, d'intérêts dans la région et d'origine

[563] "Argentina es el líder en atrasos en los pagos", *Ámbito Financiero*, 04/05/90, p. 9.
[564] "Confirman mayores pagos a la banca", *Clarín*, 08/01/91, p. 18.
[565] Les 13 banques étaient Bank of America, The Bank of Tokyo, The Chase Manhattan Bank, Citibank, Crédit Lyonnais, Crédit Suisse, Dresdner Bank, Lloyds Bank, Manufacturers Hannover Trust Company, Morgan Guaranty Trust, The Royal Bank of Canada et, depuis novembre 1988, Midland Bank y Sanwa Bank (Crespo et Portela Moreno, 1989 : 115).

nationale, ce qui impliquait divers règlements et régime fiscal en leur pays d'origine (Rhodes, 2011 : 68). La coordinatrice du Comité de Banques, Rima Ayas, a expliqué que la plus grande difficulté dans la négociation était de «parvenir à un consensus entre toutes les banques ».[566] Par conséquent, l'objectif principal était d'obtenir un consensus suffisant pour arriver ainsi une « masse critique », qui dans le cas du Mexique s'était traduite par la participation de 80% des banques créancières (Rhodes, 2011 : 69). Du côté débiteur, en 1990 le gouvernement argentin avait créé une commission pour la stratégie de la dette conduite par Menem et intégré par d'autres fonctionnaires des pouvoirs exécutif et législatif.[567] Toutefois, comme indiqué, les véritables négociations n'avaient pas commencé, en se concentrant sur la réduction du stock de dette stocks et les négociations avec le FMI.

Suite à la mise en place du plan de convertibilité, le gouvernement procéda à deux émissions de titres publics totalisant 500 millions de dollars et une autre en 1992 pour 250 millions de dollars. Les émissions avaient été rendues possibles avant que l'accord du plan Brady par le fait que le gouvernement argentin n'était pas tombé en défaut de paiement des titres, à la différence des prêts bancaires.[568] Pour les analystes financiers, les placements de ces titres en 1991 et 1992 ont montré les attentes favorables des investisseurs après la stabilisation de l'économie.[569]

Au début de 1992, l'équipe argentine de négociation fut restructurée. Daniel Marx et Horacio Liendo étaient les responsables d'aboutir à un accord avec le Comité des Banques.[570] Les négociations commencèrent à New York le 30 janvier de 1992. Le gouvernement présenta sa proposition visant à restructurer sa dette de 31 milliards de dollars, dont 8 milliards de dollars en intérêts arriérés, suivant les lignes directrices établies par le plan Brady. En mars, le Comité de Banques répondit officiellement, en rejetant la plupart des points. Les créanciers proposaient une réduction du capital moins élevé, des taux d'intérêts plus élevés, l'utilisation généralisée de tous les titres dans les privatisations et un paiement en espèces de 1,2 milliard de dollars pour les arriérés d'intérêts.[571] Le

[566] Germán Sopeña, "Mayor confianza bancaria tras el Plan Brady", *La Nación*, 19/04/92, p. 8.
[567] "Menem preside la comisión de deuda", *La Nación*, 02/06/90, p. 6.
[568] Federico Molina, entretien avec l'auteur, 26/09/10.
[569] Germán Sopeña, "Mayor confianza bancaria tras el Plan Brady", *La Nación*, 19/04/92, p. 17; Federico Molina, entretien avec l'auteur, 26/09/10.
[570] "Más fondos y mayor ajuste", *Clarín*, 02/04/92, p. 5.
[571] Marcelo Bonelli, "Dura carta de la banca acreedora ante la propuesta argentina", *Clarín*, 09/03/92, p. 16.

gouvernement présenta une nouvelle offre, acceptant un paiement en espèces pour les intérêts arriérés, une utilisation plus souple des titres dans les privatisations, en incluant la promesse d'augmenter substantiellement le montant des actions des entreprises publiques qui seraient vendues.[572] Le Comité de Banques demanda 1,1 milliard de dollars de paiement en espèces pour les intérêts arriérés et une augmentation des taux d'intérêts.

Enfin, différents acteurs intervinrent pour obtenir un accord plus rapidement. D'abord, le gouvernement des États-Unis. Ainsi lors d'une réunion, Cavallo demanda à Rhodes, Mulford et le président de la Réserve Fédérale, Alan Greenspan, que la réduction de capital soit supérieure au 35% obtenu par le Mexique en 1989 afin de présenter l'accord comme un succès.[573] D'autre part, le gouvernement américain a également fait pression sur le Comité des Banques. Dans le cadre de la campagne présidentielle de 1992, le président Bush voulait annoncer la fin de la «bombe de la dette » commencée en 1982.[574] Deuxièmement, les banques américaines ont aussi fait pression pour un accord rapide et ainsi libérer les fonds immobilisés pour constituer les réserves contre des crédits requis par la Réserve fédérale.[575] Cela était particulièrement important pour Citicorp, fortement affectée par la crise immobilière de 1990 aux États-Unis. Troisièmement, en Argentine, les groupes d'affaires locaux intervenaient parce que le plan Brady leur permettait d'accéder aux lignes de crédit, au financement bancaire à long terme et au marché financier international grâce à l'émission titres privés. Selon Daniel Marx, la pression exercée par le secteur privé local a fortement influencé le gouvernement argentin à accélérer les négociations.[576]

Enfin, les négociations se sont accélérées au cours de la réunion annuelle de la BID en avril 1992, avec un accord sur la réduction de capital (environ 35%) et les intérêts (4 à 6%). Le Comité des Banques a accepté de réduire le paiement en espèces : il a été convenu d'un paiement de 400 millions de dollars plus 300 millions de dollars en titres garantis. Les paiements mensuels ont été fixés à 70 millions de dollars.[577] Après plusieures réunions entre les représentants des banques et des gouvernements des États-Unis et de l'Argentine, les

[572] Guillermo Kohan "Argentina aceptó pagar 'cash' a los banqueros", *Ámbito Financiero*, 11/03/92, p. 1.
[573] Marcelo Bonelli, "Deuda: reunión cumbre de banqueros", *Clarín*, 24/03/92, p. 16.
[574] Marcelo Bonelli, "EE.UU. impulsa un rápido acuerdo de la Argentina con la banca acreedora", *Clarín*, 25/03/92, p. 15.
[575] Alejandro Colle, "Insólito: banqueros aliados de Argentina por la deuda", *Ámbito Financiero*, 11/02/92, p. 13.
[576] Entretien avec l'auteur, 21/12/07.
[577] Marcelo Bonelli, "Argentina arregló con los bancos acreedores e ingresó al Brady", *Clarín*, 08/04/92, p. 3.

banques ont choisi 65% de bons *par* et 35%, *discount*. Finalement, le gouvernement argentin a payé 3,1 milliards de dollars pour acheter des titres du Trésor des États-Unis, les seules garanties acceptées par les banques. Les accords avec le FMI en mars de 1992 furent indispensables pour cela.[578]

c. Le bilan du plan Brady

La réduction de 35% du capital du bon *discount* équivaut à une réduction de 8,5% de la dette totale aux banques et de 4,4% de la dette totale publique. Le consultant financier Miguel Broda a jugé que le plan Brady était en fait une réduction de 3-4% du stock de la dette et, par conséquent, n'apportait aucun soulagement réel.[579]

Il reste donc à établir quel est le bilan du plan Brady. Premièrement, la décision des gouvernements latino-américains de participer à ce plan n'a pas beaucoup changé leur capacité économique, mais il s'agissait d'une démonstration explicite de la volonté politique d'accepter les règles du système financier mondial (Claessens et al., 2003). C'était l'abandon des stratégies de rupture et un élément clé de la crédibilité pour les investisseurs. Deuxièmement, le plan Brady a permis l'accès au crédit privé externe à travers une nouvelle source de financement pour l'Etat et les grandes entreprises locales, l'émission de titres de dette. Troisièmement, les banques créancières ont récupéré un pourcentage élevé d'une dette qui avait été cotisée à 10% dans les marchés secondaires et, grâce à la substitution des prêts par des titres, la distribution de la propriété de la dette entre un grand nombre d'investisseurs ce qui représentait l'abandon définitif de la concentration des risques.

Suite à l'accord avec le Comité des banques, les paiements des obligations augmentaient en 1993, en raison des exigences pour entrer dans le plan Brady, et chutaient fortement pendant les années suivantes et avaient une forte augmentation à partir de 1999, initiant un période critique jusqu'à 2004.[580]

[578] Germán Sopena, "Cavallo: nueva etapa para la deuda externa", *La Nación*, 30/09/91, p. 1.
[579] Norma Nethe, "El Brady no aliviará la deuda", *El Cronista*, 10/04/92, p. 7.
[580] Eduardo De Simone, "Fuertes desembolsos para ingresar en el Plan Brady", *La Nación*, 15/02/93, p. 8.

2. Les relations politiques dans l'intégration semi-périphérique de l'Argentine après l'accord du plan Brady

Avec le développement de la mondialisation, le marché international de titres publics avait connu une forte expansion, passant de 4 milliards de dollars en 1981 à 31 milliards de dollars en 1999 (Levich, 2001 : 7). Depuis les années soixante-dix, les Etats ont changé leur mode de financement, avec un rôle croissant de la dette et la stagnation de la charge fiscale. Le ratio de la dette par rapport au PIB de plusieurs pays a considérablement augmenté à des niveaux historiquement observés en temps de guerre (Levich, 2001 : 21). Par conséquent, les budgets des États étaient plus intégrés au système financier mondial (Guttman, 1996 : 60).

a. États semi-périphériques et marchés de titres

Comme indiqué précédemment, l'intégration semi-périphérique était caractérisée par une accessibilité variable au crédit privé externe en fonction de la perception des risques par les acteurs privés du système financier mondial sur la volonté politique et la capacité économique d'un débiteur de faire face à ses obligations (FMI, 2001). La perception du risque était affectée par des facteurs externes et internes.

Les facteurs externes venaient des turbulences d'autres marchés semi-périphériques (effet de contagion), de la volatilité des prix des actifs financiers dans les marchés centraux et des perspectives de croissance mondiale (FMI, 2001 : 41, 60). D'autre part, il y avait aussi des causes internes, révisées après les accords du plan Brady. Traditionnellement, le risque d'un pays était associé aux niveaux de la dette par rapport au PIB ou aux exportations. Cependant, la littérature économique a ajouté à ce point de vue quantitatif, une analyse qualitative qui prend en compte la structure de la dette. Fernandez et al. (2008) soutiennent que la «structure de la dette » est un concept multidimensionnel qui inclut le type de monnaie, la maturité, les coûts prévus de la renégociation, les types de détenteurs de la dette, entre autres (2008 : 96). Dans le cas de pays semi-périphériques, la structure de la dette est liée à leur incapacité à placer à long terme une dette émise en monnaie nationale. Eichengreen et Hausmann (1999) l'ont appelé le «péché originel»: la monnaie locale ne pouvait pas être utilisée pour placer la dette à l'étranger ou à long terme du marché local.

Donc, d'une part, les Etats semi-périphériques latino-américains avaient leur dette externe publique en monnaie étrangère. En 1991-2001, la monnaie locale a représenté 1,8% de la valeur nominale des émissions réalisées par l'État argentin sur le marché international. D'autre part, le développement du marché intérieur des capitaux fournirait une base d'investisseurs plus stable à l'État, réduisant ainsi l'impact de la volatilité du marché international sur le budget national, puisque, en théorie, ceci permettait à l'Etat d'éviter «péché originel ». Toutefois, dans le cas de l'Argentine, la participation de la monnaie étrangère dans la dette publique intérieure augmenta pendant la période, dépassant 90% en 2001.

Pour comprendre les relations politiques dans ce type d'intégration et les différences par rapport à la période pré-Brady, il est nécessaire d'approfondir l'analyse des caractéristiques des acteurs émergents privés dans le système financier mondial. La substitution de l'instrument financier, du prêt au titre, a modifié le type de créanciers et, par conséquent, leurs relations avec les débiteurs. Dans l'après-Brady, au moment de leur émission, les titres incluent un calendrier précis des paiements dus par le débiteur. C'est le « marché primaire », où l'émetteur vend le titre à un investisseur. Les paiements promis que l'émetteur s'engage à faire à des dates précises ont deux composantes: le remboursement du montant du prêt à un moment prédéterminé (maturation) et aussi le paiement périodique des intérêts au long de la durée de vie du titre, fixés sur le « coupon » et dont la valeur est définie au moment de l'émission (Fabozzi, 2001 ; 2002). Après la phase du marché primaire, l'acheteur initial peut vendre le titre à d'autres investisseurs (marché secondaire). Par conséquent, le créancier analyse d'une part, si l'émetteur continuera à payer ses dettes et, d'autre part, l'évolution du prix du titre sur les marchés secondaires. Alors qu'en règle générale la banque est le créancier du prêt jusqu'à son échéance, les investisseurs font des transactions quotidiennes de titres sur le marché secondaire (Fabozzi, 2002 : 1). La valeur réelle d'un titre fluctue tout au long de sa maturation, c'est-à-dire, il est soumis en permanence à l'évaluation du marché. Une loi des finances établit que le prix réel varie dans la direction opposée à l'évolution des taux d'intérêt puisque l'investisseur est guidé par le rendement du titre (Fabozzi, 2001 ; 2002 ; BID, 2007).

Les principaux acteurs privés impliqués dans la politique de l'émission des titres publics sont des investisseurs, qui achètent et vendent les titres, les agences de notation du risque, qui

établissent la qualité de crédit de l'émetteur, et les banques d'investissement, qui agissent comme intermédiaires entre l'émetteur et l'investisseur sur le marché primaire et, en même temps, participent sur le marché secondaire comme conseiller des investisseurs dans leurs décisions d'achat-vente.

b. Les investisseurs institutionnels et de détail

Les investisseurs sont des acteurs individuels ou des organisations qui utilisent l'épargne. Les investisseurs individuels peuvent être des grandes fortunes ou de petits épargnants (Bruno, 2004 : 187). Ces derniers, également appelés les investisseurs de détail, n'ont pas leurs fonds placés dans une institution mais ils agissent directement sur le marché, en général à travers le conseil de banques commerciales où ils ont placé leurs économies. Les investisseurs institutionnels et les détaillants sont diffèrents par les montants et les informations qu'ils gèrent. Pour Miguel Kiguel, sous-secrétaire des Finances 1996-1999, « la grande distinction entre les investisseurs professionnels et de détail était en terme de vision» (AHO, 22/11/07).

Les investisseurs institutionnels ramassent des fonds des épargnants. L'argent récolté est géré par des gestionnaires afin d'obtenir des profits plus élevés. Ce type d'investisseur s'est développé avec la mondialisation. En 2000, ils possédaient 25% de la dette publique des pays semi-périphériques et, en Amérique latine, ces actifs s'élevaient à 10% du PIB régional (FMI, 2006). Ils peuvent être répartis entre fonds de pension, fonds de placement, compagnies d'assurance, caisses d'épargne et fondations (Fabozzi, 2001). Les banques commerciales ont également agi comme investisseurs sur les marchés intérieurs : en Amérique latine au cours des années quatre-vingt-dix, les banques avaient en moyenne un stock de titres publics égal à 25% du crédit intérieur (FMI, 2006). Dans l'ensemble, il y avait trois principaux types d'investisseurs : les « *crossover* », les spécialisés en l'Amérique Latine et les locaux. Les *crossover* étaient des institutions ou des individus d'origine américaine ou européenne qui participaient aussi, mais dans une moindre mesure, dans les marchés semi-périphériques à la poursuite de bénéfices impossibles à obtenir dans les pays développés. Selon le FMI, les décisions d'investissement des *crossover* constituent un facteur clé dans la détermination des flux de capitaux vers les pays semi-périphériques (FMI, 2001 : 2). Comme l'ont souligné Calvo et Mendoza (2005),

> un petit changement dans leurs attentes peut conduire à des changements soudains et inattendus de portefeuille, des blocages aux flux de capitaux, la contagion aux pays soi-disant indépendants et, en général, une plus grande volatilité du marché.

Les décisions d'investissement des investisseurs institutionnels sont prises par des gestionnaires qui gèrent leurs fonds. En général, les investisseurs peuvent être passifs ou actifs. Dans le premier cas, les gestionnaires se contentent de reproduire des indices de marché, ce qui augmente la possibilité de comportements grégaires. Dans le deuxième cas, il existait plusieurs stratégies : l'analyse fondamentale accompagnée d'une visite dans les pays, l'application de techniques quantitatives de comportement supposée anticiper les prix à venir, entre autres. Leur mode de fonctionnement qui encourage horizon de placement est à court terme.[581] Selon Mohamed El-Erian, stratège du fonds PIMCO, le plus grand investisseur au monde sur le marché de titres, l'horizon temporel des gestionnaires dépend des références utilisées pour évaluer leur performance et du processus de suivi de ses propres clients, trimestriel ou mensuel (Santiso, 2003 : 74). D'une part, le revenu personnel dépend de son évaluation. Sa rémunération est partagée entre un salaire de base et une prime, qui peut représenter jusqu'à deux tiers du total (Blustein, 2005 : 68). Celle-ci est calculée sur la rentabilité à court terme obtenue par le gestionnaire (Santiso, 2003 : 108). L'évaluation est effectuée généralement en fonction d'un indice de référence préalablement établi, ce qui peut encore raccourcir l'horizon temporel du gestionnaire puisque ceux-ci varient quotidiennement (Fabozzi, 2002 : 404). D'autre part, l'horizon temporel dépend aussi des objectifs de placement, qui dépend du type d'établissement, ses demandes de leurs clients et des statuts de l'entité (Fabozzi, 2002 : 397).

Dans un marché fragmenté, régi par l'interaction de l'offre et la demande, l'indicateur utilisé pour mesurer la perception des investisseurs sur le niveau de risque de défaut des obligations par un débiteur est la prime de risque ou « risque-pays ». Selon Santiso (2003), la prime de risque exprime la « voix » des marchés financiers (2003 : 18). Damill et Kampel (1999) la définissent comme « le risque de défaut sur les obligations de la dette acquise par un gouvernement central » (1999 : 3). La prime de risque est estimée par le taux d'intérêt additionnel qu'un pays doit payer en comparaison avec un titre similaire sans risque. Pour le marché latino-américain, les titres de référence sont ceux du Trésor américain. Cette prime a deux composantes : le «risque économique», ce qui reflète la capacité du débiteur à honorer

[581] Aquiles Almansi, entretien avec l'auteur, 17/12/08.

ses engagements, et le «risque politique», qui reflète la volonté politique et la capacité du gouvernement à garantir le paiement (Damill et Kampel, 1999 : 3-4). En bref, selon Avila (2000),

> la prime de risque pays est une mesure statistique du risque macro-économique ou de l'incertitude systémique d'un pays. C'est le coût financier de la méfiance qu'un pays inspire comme opportunité d'investissement fixe dans le moyen ou long terme (2000 : 11).

Les variations de la prime de risque avaient un impact sur la capacité d'endettement. La cotisation sur les marchés secondaires affecte le taux d'intérêt sur le marché primaire. Selon Federico Molina, « en général, les placements suivaient les valeurs du marché secondaire ».[582] Cette tendance est observée en Argentine en 1992-2001 lorsqu'on compare chez les titres publics argentins l'indice EMBI + de JP Morgan et le taux additionnel d'intérêt des émissions par rapport au bons du Trésor américain sur le marché primaire.[583]

Le plan Brady a également changé la façon dont les créanciers effectuent l'analyse des risques. Comme l'a expliqué Ricardo Schefer,

> les investisseurs institutionnels se soucient que le prix des bons ne baisse pas, car cela affecte la valeur réelle. La comptabilité est différente, avec des règles différentes (...). Le prix des actifs bancaires n'augmente pas et ne descend pas. Lorsqu'une banque accorde un crédit de 100 australes, elle note cette valeur et cette valeur reste. Le problème pour un directeur de banque n'est pas le marché. Le risque pour lui c'est l'auditeur interne ou la banque centrale. (...) Mais les gestionnaires des investisseurs institutionnels ont un comportement différent, puisqu' ils suivent des règles différentes.[584]

Pour les investisseurs institutionnels *crossover*, les marchés semi-périphériques étaient, selon Kiguel, «des investissements exotiques (...) pour obtenir un peu plus de rendement » (AHO, 22/11/07). Comme l'ont souligné Calvo et al. (2002),

> dans la mesure où il y a des coûts fixes élevés (par rapport à la taille des projets) pour avoir des informations sur un pays particulier, les économies d'échelle entraînent la formation de groupes de spécialistes, ou d'investisseurs avertis, qui mènent le marché du capital (2002 : 5-6).

[582] Entretien avec l'auteur, 26/09/10.
[583] L'indice EMBI+ de JP Morgan, crée en 1992 pour observar l'évolution des titres Brady, est utilisé conventionelment pour observer la prime de risque.
[584] Julio Nudler, "Ni mega ni mini, ni internacional ni local: el canje sigue retobado", *Página/12*, 14/10/01, p. 6.

c. Les agences de notation

Les agences de notation sont des entreprises responsables de l'analyse de la qualité de l'émetteur de la dette, c'est-à-dire, de sa volonté politique et de sa capacité économique à payer ses obligations. Grâce à la note à laquelle l'émetteur est qualifié, l'agence établit sa qualité de crédit. Les notes des agences ont deux distinctions majeures, «*investment grade*» et «*speculative grade*».

Le rôle réel des agences de notation n'est pas de produire de nouvelles informations inconnues pour les investisseurs. Avec la révolution technologique, les prix du marché international de capitaux contiennent toutes les informations disponibles. Les agences de notation sont des instruments pour réguler le niveau de risque des investisseurs. Les décisions des gestionnaires sont régies par les statuts de leur institution qui définissent les objectifs de placement en fonction des notes (Partnoy, 1999 : 683-684). À leur tour, les États émettent des titres avec des notes puisque cela facilite leur accès au marché international des capitaux. La plupart des investisseurs préfèrent les titres avec de notes (Cantor et Packer, 1996 : 38).

Par conséquent, le rôle des agences de notation, plutôt que de prédire la capacité ou la volonté de payer de l'émetteur, est de réguler le niveau de risque des placements d'un investisseur. La plupart des investisseurs institutionnels sont des marchés centraux. Leurs statuts restreignent leurs investissements à des titres de qualité. Par conséquent, un émetteur qui obtient la note *investment grade* a accès à une base d'investisseurs plus large et plus stable (FMI, 2000 : 58). Selon Kaminsky et Schmukler (2002), une baisse dans une note de la dette impliquant un passage d'*investment grade* à *speculative grade* peut avoir un effet dramatique sur les prix, car la demande pour ces titres diminue. Ceci augmente la prime de risque et donc le taux d'intérêt au moment de l'émission.

La notation n'affecte pas seulement les États nationaux, mais à tous les émetteurs de la même nationalité, y compris les gouvernements et le secteur privé. En effet, comme l'ont signalé Kiguel et Lopetegui (1997),

> il est habituel que la note attribuée à l'Etat national (...) impose un plafond sur la notation des entreprises du secteur privé, parce que si l'État a des difficultés à payer votre dette, en particulier la dette extérieure, les entreprises peuvent avoir des difficultés à accéder aux devises nécessaires pour respecter leurs engagements (1997 : 6).

Donc, l'*investment grade* est un avantage pour l'État mais aussi pour les grandes entreprises privées qui ont la capacité d'accéder au crédit privé externe. Selon Reinhart (2002),

> les notes des agences jouent un rôle crucial dans la détermination des conditions et la mesure dans laquelle les pays accèdent aux marchés internationaux de capitaux. (...) Pendant que pour les pays industrialisés l'accès aux marchés de capitaux est pris pour acquis, l'accès des marchés émergents au marché international des capitaux est précaire et très variable. Pour les marchés émergents la note des agences joue un rôle le plus important (2002 : 251).

L'industrie des agences de notation s'est concentrée et développé depuis les années soixante-dix. D'une part, sur les 150 agences existantes selon la Banque des Règlements Internationaux (BRI, 2000 : 14), seulement trois agences dominent le marché : S&P, Moody's et Fitch Ratings. Ce sont les seules qui ont la reconnaissance de la Securities and Exchange Commission. En 2000, S&P et Moody's avaient 80% du marché des notations de crédit (Smith et Walter, 2002 : 290). En outre, l'industrie s'est élargie. En 1975, 5.500 bons émis par des entreprises privées ont été qualifiés. En 2000, Moody's avait qualifié 20 mille émetteurs publics et privés aux États-Unis et 1.200 étrangers (Partnoy, 1999 : 615). En 1980, S&P notait seulement une douzaine d'émetteurs étatiques tandis qu'en 2008, 118 pays (S&P, 2008 : 18). Les notes des trois agences coïncident (Tableau 3.1).

Tableau 3.1 – Les notes de crédit : comparaison des échelles pour la dette à long terme par Moody's, Standard & Poor's et Fitch

MOODY'S	STANDARD & POORS	FITCH
Aaa	AAA	AAA
Aa1	AA+	AA+
Aa2	AA	AA
Aa3	AA-	AA-
A1	A+	A+
A2	A	A
A3	A-	A-
Baa1	BBB+	BBB+
Baa2	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BBB-
Ba1	BB+	BB+
Ba2	BB	BB
Ba3	BB-	BB-
B1	B+	B+
B2	B	B
B3	B-	B-
Caa1	CCC+	CCC+
Caa2	CCC	CCC
Caa3	CCC-	CCC-
Ca	CC	CC
C	C	C
	SD y D	D

Note: Les 10 premières lignes correspondent à l'« *investment grade* ». Les suivantes, au « *speculative grade* ».
Source: Ministère de l'Économie, Argentine.

d. Les banques d'investissement

Contrairement aux banques commerciales, les banques d'investissement ne remplissent pas le rôle traditionnel de réception de dépôts pour prêter. Les banques d'investissement ont un double rôle dans le système financier mondial. Sur le marché primaire, agir comme intermédiaires entre acheteurs et vendeurs d'actions et d'obligations. Dans ce cas, sa fonction est de réunir le capital nécessaire pour effectuer l'opération. Ceci inclut notamment une stratégie de marketing pour les présentations aux investisseurs potentiels (le *roadshow*), en particulier, lorsque les émetteurs sont les gouvernements, lors des réunions annuelles des organisations multilatérales où les banques d'investissement organisent des réunions parallèles où les fonctionnaires de tout pays rencontrent des représentants des investisseurs (Loser, AHO, 18/12/07). D'autre part, sur le marché secondaire, les banques d'investissement font l'analyse du marché et fournissent des conseils aux investisseurs. Les banques d'investissement ont des analystes qui suivent les évolutions du marché et font des

recommandations aux investisseurs au sujet de leurs décisions d'achat et de vente. Selon Nieto Parra et Santiso (2007), les analystes des banques d'investissement influent sur les flux de capitaux.

L'industrie de la banque d'investissement, comme celle des agences de notation, est concentrée. En Argentine, en particulier, sur le total des montants issus de la dette extérieure publique en 1991-2001, cinq banques ont placé 54,8%, excluant les *swaps* en 2001, et 68,0%, avec eux (Tableau 3.2).

Tableau 3.2 – Participation des agents de placement des titres publics argentins sur le marché international, 1991-2001 (% du montant total émis)

Institution	Sans swaps 2001	Avec swaps 2001
JP Morgan	15,1	25,1
Deutsche	11,6	8,0
Credit Suisse First Boston	10,8	22,2
Morgan	8,9	6,1
Goldman Sachs	8,4	6,6
Autres européens	7,8	5,4
Banques japonaises	7,7	5,3
Chase	6,1	4,2
Salomon	4,9	4,2
Merrill Lynch	4,7	3,2
UBS + Warburg	3,5	2,4
Paribas	3,3	2,4
ABN Amro	3,2	2,2
Autres	3,0	2,0
Autres États-Unis	1,0	0,7

Notes: Les estimations sont établies sur la valeur en dollars au moment de l'émission. Dans les prêts syndiqués, le montant a été divisé par le nombre de souscripteurs. « Morgan » = Morgan Guaranty Trust, Morgan Stanley Dean Witter. « Chase » = Chemical Bank, Chase Manhattan, Chase Investment Bank. « Chase » et JPMorgan sont présentés séparément malgré la fusion de 2000, car en 2001 les données sont séparées. « Deutsche" = Deutsche Bank, Morgan Grenfell. «Warburg» = SG Warburg, SBC Warburg Dillon Read. « Salomon » = Salomon Brothers, Salomon Smith Barney. Bankers Trust est considéré comme sous la rubrique «Autres États-Unis » parce qu'il n'a pas participé après son achat par la Deutsche Bank en 1998.
Source: Bureau National de Crédit Public.

Grâce à cette position comme intermédiaires entre les émetteurs et les investisseurs, les banques d'investissement étaient des partenaires clé des fonctionnaires afin d'expliquer le « sentiment du marché » et de l'influencer. Selon Molina,

> les banques faisaient une description de l'état du marché et des perspectives à court terme; consultaient sur les évolutions dans le programme financier et, quand elles décidaient de donner un mandat, on discutait la situation économique (...) et on répondait aux questions des investisseurs.[585]

Les banques d'investissement sont dans une position structurelle clé dans le système financier mondial par leur contact avec les émetteurs –qu'elles conseillent sur le placement de titres- et aux investisseurs, puisqu'elles donnent aussi des conseils à propos de leurs décisions d'investissement.

3. Les nouvelles relations politiques

a. Surveillance et confiance

Dans l'après-Brady était apparu un marché avec nouvelles caractéristiques. Jusque-là, sur le marché international des capitaux on échangeait exclusivement des titres publics et privés de pays centraux où le risque perçu de défaut des paiements était pratiquement nul. Jusqu'en 1992, les notes des agences de notation n'étaient qu'«*investment grade*». Depuis l'inclusion de pays semi-périphériques, la gamme et la variation des notes se sont accrues (S&P, 2008 : 18).

Pour les pays semi-périphériques où le financement par l'émission de titres publics est devenu central, la prime de risque s'est transformée en une variable économique clé dans la mesure où elle a affecté les taux d'émission sur le marché primaire, c'est-à-dire, la capacité d'un État à emprunter et obtenir de nouveaux financements. Donc, la prime de risque déterminait si la politique d'endettement était soutenable. L'un des objectifs de la politique économique était donc d'obtenir la confiance des investisseurs afin de réduire la prime de risque. D'autre part, l'importance de la prime de risque faisait que las évaluations des agences de notation et les recommandations des banques d'investissement devenaient aussi des éléments clés pour la politique économique.

[585] Entretien avec l'auteur, 26/09/10.

b. La coordination décentralisée

Lorsqu'on analyse les négociations sur le plan Brady on observe une coordination centralisée au sein du Comité des Banques. En revanche, à la suite du plan Brady, la propriété de la dette s'est dispersée dans le marché secondaire entre un grand nombre d'investisseurs. La position des créanciers se coordonnait de façon décentralisée à partir de l'interaction entre l'offre et la demande, résultat du grand nombre de décisions d'investissement et qui se reflétait dans la prime de risque.

Toutefois, les différences dans le type et la taille des investisseurs ont persisté. Les grands investisseurs institutionnels avaient la capacité d'influer directement sur les fonctionnaires, au-delà de leur rôle spécifique sur le marché, grâce à leur capacité à rassembler une masse critique de capital pour les émissions, ensuite suivie par d'autres investisseurs. Selon le ministre Machinea,

> je suis allé à New York et non pas seulement pour parler aux banques d'investissement, mais aussi pour rencontrer des investisseurs institutionnels (...). Les grands investisseurs institutionnels, qu'il s'agisse de fonds de pension ou d'assurance ou autre chose, et nous savions qu'ils étaient impliqués dans le marché latino-américain ou des actifs en Argentine, étaient aussi des gens à qui parler, ils mobilisaient de nombreuses ressources. Les pourparlers étaient très semblables à celles que nous avions avec les banques d'investissement.[586]

À leur tour, pour les fonctionnaires, les banques d'investissement étaient des intermédiaires nécessaires avec des investisseurs. Mais elles n'étaient pas leurs représentants, comme lors du Comité des Banques. Par conséquent, les marges de négociation entre débiteurs et créanciers s'étaient réduites après le plan Brady. Selon Machinea,

> la différence [dans les années quatre-vingt-dix] est beaucoup plus compliquée, car il est vrai que cela dépend de ce que disent 10 personnes sur le marché, les banques d'investissement, mais ces banques d'investissement n'ont pas nécessairement la dette dans leur portefeuille. Par conséquent, on ne parle pas directement avec les créanciers, mais on parle à quelqu'un qui va conseiller les créanciers et, par conséquent, il n'y a presque pas de possibilité de négociation, ce qui complique considérablement le scénario.[587]

En résumé, dans l'après-Brady, le gouvernement devait, en premier lieu, renforcer de façon permanente la crédibilité et la confiance en raison de la fragmentation de la propriété de la dette et de la primauté des mécanismes décentralisées dans la détermination de la prime de

[586] Entretien avec l'auteur, 18/12/08.
[587] Entretien avec l'auteur, 18/12/08.

risque. D'autre part, il y avait des contacts directs avec les secteurs qui avaient la capacité d'influer sur les secteurs du marché, comme les banques d'investissement et des grands investisseurs institutionnels.

Chapitre 4

Intégration dans le système financier mondial et consolidation de la coalition socio-politique au pouvoir

Au début des années quatre-vingt-dix, les capitaux sont revenus en Argentine. Cet afflux de devises était nécessaire pour soutenir le plan de Convertibilité. Avec la fin des privatisations vers 1994, la politique d'émission de titres publics est devenue indispensable pour le financement de l'économie.

1. Le rôle structurel de la politique d'émission de titres sous le plan de Convertibilité

Après les plans de Convertibilité et Brady, l'endettement a acquis un rôle central pour la stabilité structurelle du système économique mis en place en 1991. Lorsque, en 1994 les revenus extraordinaires des privatisations ont pris fin, cette politique est devenue nécessaire

pour l'entrée de devises étrangères. Ce processus a renforcé les positions dans la coalition au pouvoir des secteurs les plus liés au système financier mondial.

a. Plan de Convertibilité et la balance des paiements

Le principe de base du plan de Convertibilité était le plus ferme soutien de la base monétaire par des réserves en or et en devises à la BCRA à un taux de change fixe de la monnaie locale (l'austral, puis le peso) avec le dollar américain. Selon les équations de base des comptes nationaux, la variation des réserves de la BRCA est égale au solde de la balance des paiements (INDEC, 2007 : 40). Donc, dans une économie avec un taux de change fixe, la base monétaire devait être réglée directement selon le solde de la balance de paiements. D'où l'évolution de ce solde était au centre de la viabilité du plan de Convertibilité.

Selon la méthodologie de l'INDEC (2007), la balance de paiements est un dispositif comptable qui résume les opérations de l'économie d'un pays avec le reste du monde. Elle est composée du compte courant, du compte de capital, du compte financier et, comme les données proviennent de différentes sources, une catégorie résiduelle d'erreurs et d'omissions. L'analyse de l'évolution de la balance des paiements en Argentine de 1992 à 2001 montre que le déficit du compte courant a été financé par le compte financier. Cette dernière variable s'est déourlée sur trois phases. Dans la première, 1992-1994, l'Etat, le secteur privé non financier et le secteur financier (sans la BCRA) avaient un solde positif et donc, ont favorisé l'afflux de devises. La crise mexicaine de 1995 a entraîné le retrait du secteur privé non financier. Dans la deuxième, 1996-1999, les trois secteurs ont à nouveau contribué. Dans la troisième, 2000-2001, l'État était le seul secteur avec un solde positif : en 2000 avec le secteur public no financier, en 2001 avec la BCRA. Lorsqu'on analyse le compte financier du secteur public non financier, on observe le rôle fondamental du gouvernement national (sur les gouvernements provinciaux et les entreprises publiques). Le solde positif du gouvernement national en 1994-2000 fut produit par la politique d'émission de titres publics.

L'analyse de la balance des paiements montre le rôle clé du gouvernement national dans le financement du régime de convertibilité par le biais de la politique de l'émission de titres publics. Et, comme il a été mentionné, le taux d'intérêt sur le marché primaire suivait l'évolution de la prime de risque. Étant donné le rôle central de la politique d'émission des

titres publics, ce qui explique pourquoi la prime de risque a eu un impact décisif sur le compte financier de la balance des paiements.

La dépendance de l'économie envers le compte financier de la balance de paiements n'a pas été perçue comme une faiblesse du plan de Convertibilité par les protagonistes au cours de la période. À la fin de 1992, Cavallo a dit que « je n'ai pas peur du déficit du compte courant de la balance des paiements. Le plan Brady permettra des entrées de capitaux pour le financer. Dans ce cas, je me réjouis du déficit ».[588] Le point de vue officiel était partagé par les *think tank* du libéralisme économique, comme FIEL, FM et CEMA. Pour Kiguel, membre du CEMA, elle « représente le succès de l'Argentine ».[589] Pour Pou, la convertibilité et l'ouverture de l'économie « nous obligent à être surveillés par les investisseurs et ceci, à son tour, nous oblige à corriger les déviations ».[590]

b. L'économie politique de l'émission de titres publics sur le marché international

En Argentine, selon la loi sur la Gestion des Finances Publiques (*Ley de Administración Financiera*), la politique d'émission de titres est mise en œuvre par le Bureau National de Crédit Public, créé en 1996 au Secrétariat de Finances ou Financement du ministère de l'Économie.

La loi de finances établit le déficit chaque année et, par conséquent, également le plafond des emprunts pour le financer. Pendant la période, si les besoins de financement augmentaient, le gouvernement modifiait par décret le montant maximum autorisé.[591] La séquence planifiée des émissions par le gouvernement est visible dans le Programme Financier, le plan de financement de l'État sur le marché sur une période en général des trois à cinq ans.[592] Le Programme Financier montre le calendrier des échéances et l'estimation du déficit budgétaire, qui définissent les besoins de financement.[593] Pour sa conception, les fonctionnaires du Secrétariat aux Finances se réunissent avec les grands investisseurs et les banques d'investissement pour connaître la situation sur le marché de la demande

[588] Eleonora Gosman, "Firmaron el Brady, pero aún no se sabe a cuánto llega la quita", Clarín, 07/12/92, p. 4.
[589] Craig Torres, "Argentina, Its Economy Sizzling, Is Cool to IMF", *The Wall Street Journal*, 02/04/98, p. 14.
[590] "Defensa del 'piloto automático'", *Página/12*, 21/05/98, p. 17.
[591] Jorge Baldrich, entretien avec l'auteur, 02/05/08.
[592] Jorge Baldrich, entretien avec l'auteur, 02/05/08.
[593] José Machinea, entretien avec l'auteur, 17/12/08.

potentielle des titres publics.[594] La sélection de la banque d'investissement agissant comme intermédiaire entre le gouvernement et les investisseurs dépendait de celle du marché où allait être placée la dette (États-Unis, Europe ou Japon). Dans la période analysée, la nationalité de chaque monnaie avait une importante corrélation avec celles des banques d'investissement (voir le Tableau 4.1).

Tableau 4.1 – Participation des agents de placement de titres publics argentins sur le marché international par monnaie d'émission, 1991-2001 (%)

Monnaie	Agents de placement							
USD	JPMorgan (32,6)	Goldman (18,0)	Salomon (8,9)	Merrill L. (8,0)	Chase (7,0)	Deutsche (5,9)	Morgan (5,5)	Autres (14,2)
DEM	CSFB (37,7)	Deutsche (31,1)	Dresdner (9,9)	ABN Amro (6,5)	Warburg (5,1)	Bayerische (4,7)	Morgan (4,7)	Autres (0,3)
ITL	Chase (39,0)	Paribas (24,1)	Deutsche (13,2)	Crédito Italiano (8,9)	JP Morgan (8,8)	Intensa (4,8)	Autres (1,2)	
NLG	ABN Amor (63,9)			Chase (29,4)		ING (6,7)		
ESP	Santander (63,6)				Central Hispano (36,4)			
ATS	Creditanstalt (100,0)							
GBP	Warburg (61,3)			UBS (19,4)		HSBC (19,4)		
FRF	Société Générale (72,4)				Morgan (27,6)			
CHF	CSFB (85,1)			Paribas (7,5)		Deutsche (7,5)		
EUR	Morgan (24,2)	Deutsche (16,4)	CSFB (14,0)	Intensa (10,1)	ABN Amor (8,6)	Paribas (7,5)	Warburg (6,4)	Autres (12,9)
JPY	Nikko (48,2)	Nomura (21,2)	Yamaichi (9,8)	Merrill L. (5,4)	Salomon (5,4)	Daiwa (4,9)	Autres (5,2)	
CAD	Paribas (100,0)							
ARS	Deutsche (33,3)			UBS (33,3)		Goldman (33,3)		

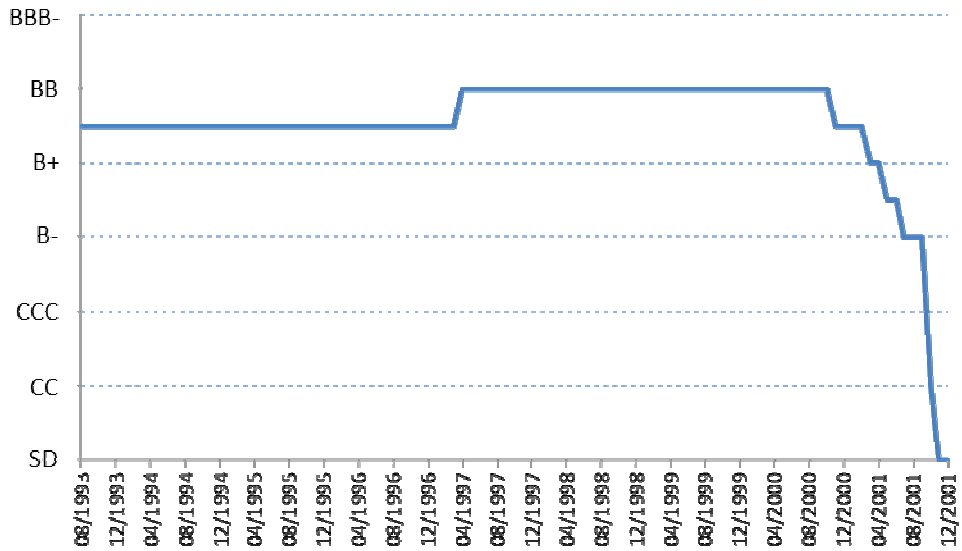
Notes: Les estimations sont établies sur la valeur en dollars au moment de l'émission. Dans les prêts syndiqués, le montant a été divisé par le nombre de souscripteurs. « Morgan » = Morgan Guaranty Trust, Morgan Stanley Dean Witter. « Chase » = Chemical Bank, Chase Manhattan, Chase Investment Bank. « Chase » est séparée de JPMorgan malgré la fusion de 2000, car en 2001 les données sont séparées. « Deutsche » = Deutsche Bank, Morgan Grenfell. «Warburg» = SG Warburg, SBC Warburg Dillon Read. « Salomon » = Salomon Brothers, Salomon Smith Barney. Bankers Trust est considéré comme sous la rubrique «Autres États-Unis » parce qu'il n'a pas participé après son achat par la Deutsche Bank en 1998.
Source: Bureau National de Crédit Public.

[594] Jorge Baldrich, entretien avec l'auteur, 02/05/08.

Si l'on considère que la monnaie est un indicateur approximatif des marchés dans lesquels la dette était placée, la corrélation entre la nationalité de la monnaie d'émission et celle de la banque d'investissement qui agit comme agent de placement est logique. L'exception fut constituée par la banque Chase, une entité d'origine américaine avec une forte participation dans le placement des lires. La raison venait de sa présence importante en Italie en tant que banque commerciale, ses contacts avec les banques italiennes et sa « capacité de distribution ».[595]

Les banques d'investissement ont agi sur la base réduite d'investisseurs à cause des notes des agences de notation. L'État argentin a été évalué par S&P, Moody's et Fitch dans la catégorie des « *speculative grade* » pendant toute la période. Par conséquent, la base d'investisseurs des titres du gouvernement argentin était réduite et volatile (voir Figures 4.1, 4.2 et 4.3).

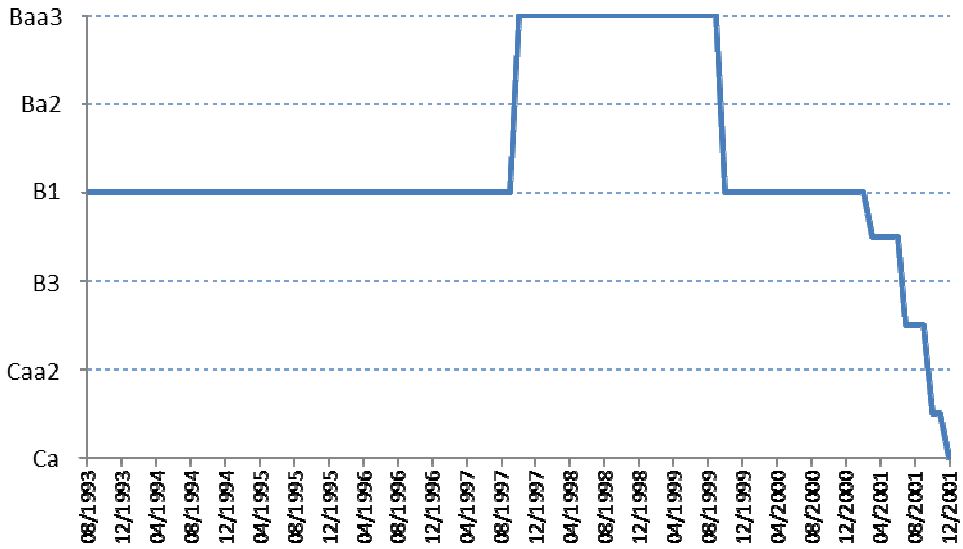
Figure 4.1 – Évaluation de S&P sur les titres publics argentins, 1993-2001 (notes)



Note: Dette en monnaie étrangère à long terme.
Source: Secrétariat de Financement.

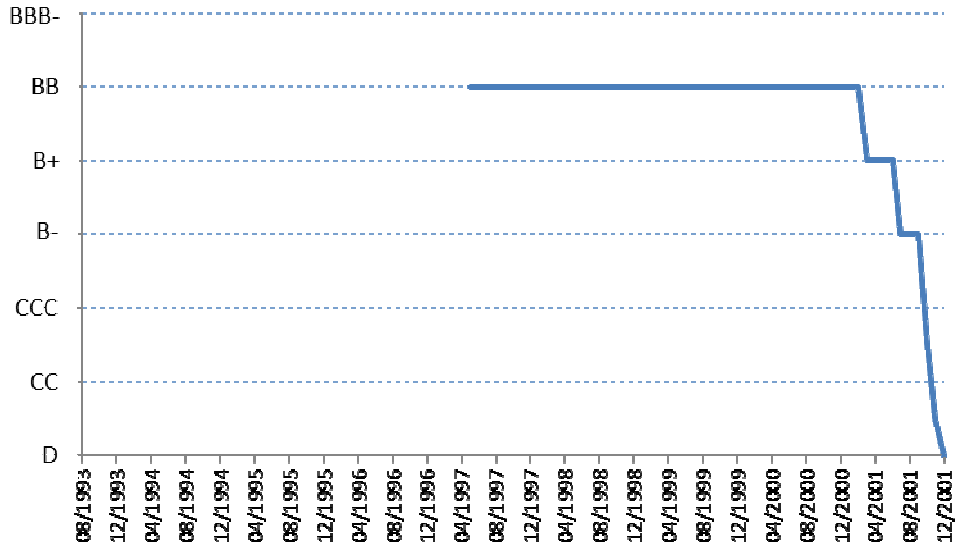
[595] Federico Molina, entretien avec l'auteur, 26/09/10.

Figure 4.2 – Évaluation de Moody's des titres publics argentins, 1993-2001 (notes)



Note: Dette en monnaie étrangère à long terme.
Source: Secrétariat de Financement.

Figure 4.3 – Évaluation de Fitch des titres publics argentins, 1993-2001 (notes)



Note: Dette en monnaie étrangère à long terme.
Source: Secrétariat de Financement.

Dans le cadre de la dépendance structurelle de la stabilité économique de la politique d'émission de titres publics, obtenir l'«*investment grade*» pour accéder à une plus large base d'investisseurs a été un objectif central des différentes équipes économiques à travers le

période. Pour Kiguel, « le grand défi est d'améliorer les notes de crédit et d'obtenir l'*investment grade* tant convoité ».[596]

c. La crise mexicaine de 1994 et l'approfondissement de la stratégie économique

En décembre 1994 la «crise du Tequila » a éclaté, crise qui a conduit le gouvernement du Mexique à dévaluer sa monnaie. Déjà depuis février 1994, la Réserve Fédérale avait commencé une politique de hausse des taux d'intérêts. Le LIBOR à 6 mois, qui en décembre de 1993 était 3,5%, doublait un an plus tard.[597] Ceci a produit un renversement des flux de capitaux entre le marché des États-Unis et ceux d'Amérique Latine (Thurow, 1996). Parmi les pays de la région, l'Argentine était celui qui avait le plus de similitudes avec le Mexique, avec un déficit du compte courant financé par l'excédent du compte financier. John Reed, de Citicorp, avait déclaré un mois avant le déclenchement de la crise que « le Brésil et la Chine, qui n'ont pas de déficit commercial, sont mieux perçus que le Mexique et l'Argentine, qu'ils l'ont ».[598] Les changements de décision des investisseurs ont durement touché l'Argentine : entre décembre 1994 et mars 1995, les dépôts ont diminué de 11% et les prix des titres publics, de plus de 25%.[599] L'État et le secteur privé avaient perdu l'accès au financement international privé. Les prêts du FMI, le BID et la Banque Mondiale et l'aide des groupes d'affaires nationaux et des banques internationales ont permis maintenir la stabilité économique pendant cette période de crise.[600]

La crise mexicaine a soulevé des craintes dans de nombreux cercles d'un frein, voire d'une suspension des réformes structurelles dans la région. Cependant, au lieu de remettre en cause le plan de Convertibilité, la crise a conduit à son renforcement et à la consolidation de sa légitimité interne et externe. Le président du CEA, Ruete Aguirre, a déclaré que « le plan de Convertibilité a fait montre d'une grande solidité parce que de telles crises sont rares ».[601] Dans un rapport de janvier 1996, la banque d'investissement Goldman Sachs a noté que «s'il y a eu un pays qui est resté fidèle à son programme économique pendant les

[596] Miguel A. Kiguel, "Un gran desafío", *La Nación*, 28/10/99, p. 16.
[597] Données de Mortgage-X.com.
[598] Julio Nudler, "'No sé si gana Menem'", *Página/12*, 19/11/94, p. 6.
[599] Timothy O'Brien, Thomas T. Vogel Jr. y Michael R. Sesit, "La Argentina pide a los países industrializados una línea de crédito de US$ 3000 millones", *La Nación*, Economía & Negocios, 14/03/95, p. 5.
[600] "Más deuda para pagar la vieja", *Página/12*, 11/05/95, p. 5; "El Citi sale a colocar 1.000 millones afuera", *Clarín*, 21/03/95, p. 21.
[601] "Empresarios confían en el plan económico", *La Nación*, 15/01/95, p. 12.

pires moments de la crise financière de 1995, c'est bien l'Argentine» (cité dans Blustein, 2005 : 29). Selon le FMI, « la crise mexicaine de 1994-95 a marqué un tournant dans la position du personnel du FMI sur le taux de parité fixe ». Depuis 1995, « la position était clairement favorable » (FMI, 2004b : 18).

En matière de politique économique, la conséquence de la survie de la convertibilité à la crise mexicaine fut l'approfondissement de la stratégie visant à renforcer la crédibilité auprès des investisseurs. La position des secteurs de la coalition au pouvoir, crédibles dans les centres financiers mondiaux, s'en est trouvée renforcée. Par conséquent, après les conflits entre Menem et Cavallo, qui avaient entraîné le départ du ministre, à la mi-1996, le CEMA dominait les principales positions de gestion économique de l'État: Roque Fernandez comme ministre de l'Economie, Pedro Pou à la présidence de la BCRA. Ces nominations étaient en elle-même un signal aux acteurs privés du système financier mondial pour renforcer la crédibilité de la politique économique.

2. Les investisseurs locaux y le marché national de capitaux

La dépendance sur le financement par le biais des émissions obligataires s'est accrue par les décisions de la coalition socio-politique au pouvoir. La réforme des retraites de 1993 a permis le développement du marché national de capitaux, l'émergence d'investisseurs institutionnels locaux avec les nouveaux fonds de pension privés (les AFJP) et, en produisant un déficit dans les comptes publics, l'augmentation des besoins d'endettement par l'intermédiaire de l'émission de titres publics.

a. La participation des investisseurs locaux

Selon les données de restructuration de la dette publique en 2003, 50% de la dette éligible était détenue par des argentins et 38% étaient en Argentine.[602] Cela démontre l'importante participation des investisseurs locaux dans le marché national et aussi sur le marché international. Les principaux investisseurs locaux étaient les fonds privés de pension, les compagnies d'assurance et les fonds communs de placement. En parallèle, les banques commerciales locales ont également acheté la dette émise par le gouvernement national.

[602] "Reunión de los Grupos de Trabajo Consultivos", *Ministerio de Economía y Producción*, 10/03, p. 10.

La réforme des retraites de 1993 a été propulsée par les différents secteurs du libéralisme économique, comme les *think tank* tels que le CEMA (voir Fernandez, 1979), et les grands patrons du CEA.[603] En 1992, le FMI avait demandé cette réforme (FMI, 2004b : 59) et également, par l'intermédiaire de William Rhodes, le Citigroup.[604] Suite à la réforme, deux systèmes coexistaient. D'une part, il y avait une base commune administrée par l'État, les prestations de retraite aux travailleurs qui remplissent les conditions d'âge et d'années de cotisations. D'autre part, pour le bénéfice supplémentaire, le travailleur devait choisir entre un système administré par l'Etat à travers l'Administration National de Sécurité Sociale (ANSeS) ou un autre de capitalisation individuelle géré par les AFJP.[605] Les cotisations patronales étaient recouvrées par l'Etat tandis que les contributions des travailleurs allaient à l'ANSeS ou aux AFJP en fonction de leur choix (Bertranou et al, 2001 : 3).

La réforme des retraites a produit un déficit dans les comptes publics au cours d'une période caractérisée par « des coûts de transition», où l'Etat a continué à payer les pensions actuelles (jusqu'à disparaître) et a perdu les recettes provenant des cotisations des travailleurs qui sont allés aux AFJP (Schulthess et Demarco, 2000 : 5). Le projet de loi comprenait une projection du déficit au cours de cette période de transition financé par le «placement de titres chez les propres AFJP, avec une estimation que cela ne compromettrait pas plus de 40 à 50% de leurs fonds » (Schulthess et Demarco, 2000 : 8 .) Le déficit a été plus élevé que prévu (voir Schulthess et Demarco, 2000 ; Damill et al., 2005). Le FMI a estimé que le coût fiscal pour le gouvernement fédéral a été de 2,7% du PIB (FMI, 2004b : 61). Considérant en plus les coûts de financement par des émissions de titres chez les AFJP (les intérêts), González Fraga a estimé le coût total de la réforme à un tiers de la dette publique en 2001.[606]

b. La propriété des investisseurs locaux

Selon les données de la restructuration de la dette publique locale à la fin 2001, un indicateur de la participation des investisseurs locaux, les principaux créanciers étaient des AFJP (19 milliards de dollars), des banques commerciales locales (16 milliards de dollars), des

[603] "Respaldo empresarial a la gestión de Menem", *La Nación*, Economía & Negocios, 12/05/93, p. 1.
[604] "Para Rhodes, hay que promover la industria", La Nación, 07/12/92, p. 6.
[605] Gustavo Demarco, "Nueva ley previsional: síntesis y cuestiones debatidas", *Actualidad Económica*, 11/93, p. 23.
[606] Javier González Fraga, "Reforma previsional: ¿un lujo caro?", *La Nación*, 17/06/01, p. 14.

compagnies d'assurance (4 milliards de dollars) et des fonds de placement (un milliard de dollars).[607] Les banques commerciales locales étaient des créanciers directs et, grâce à la réforme de la Loi des Établissement Financiers, aussi indirects en tant qu'actionnaires des AFJP et des fonds de placement.[608]

Entre 1994 et 2001 il y a eu une concentration du système des AFJP et une centralisation de leur propriété. En 1994, il y avait 23 AFJP. Les cinq premiers géraient 60,3% des fonds. Les principaux actionnaires étaient Banco Crédito Argentino, Banco Francés et Banco de Galicia (Consolidar), le groupe Roberts (Máxima), Banco Río et Citibank (Siembra), Banco Nación (AFJP Nación) et Banco Provincia de Buenos Aires et Banco Santander (Orígenes).[609] En 2001, les AFJP n'étaient que 12. Les cinq premiers géraient 80,4% des fonds. Leur propriété avait été centralisée et passée sous contrôle d'établissements étrangers en raison de la réforme du système bancaire après la crise du Tequila. De même, en 2001, les trois premiers fonds communs de placement géraient de 50% des fonds et étaient détenus par des banques étrangères.[610]

Jusqu'en 1997, les grandes banques étaient possédées par des familles argentines. Avec la crise du Tequila, le gouvernement a lancé une réforme du système bancaire : l'égalité de traitement des entités à capitaux étrangers et des exigences de régulation accrues, plus encore que les Accords de Bâle (Fernandez, AHO, 7/11/07). L'attente du gouvernement était que les épargnants auraient davantage confiance dans un système dominé par des grandes banques qui étaient des filiales de grands groupes internationaux, ayant plus accès au crédit étranger, et, éventuellement, le soutien de leurs maisons d'origine. En fin de compte, la réforme bancaire visait à modifier l'absence d'un prêteur de dernier recours qu'impliquait le plan de Convertibilité. La politique du gouvernement fut accompagnée par le secteur privé de l'étranger, avec l'expansion de groupes espagnols en Amérique latine au cours de la décennie. BBV et Santander sont devenus actionnaires des grandes banques (BBV avec Banco Crédito Argentino et Banco Francés, Santander avec Banco Río), et donc des AFJP

[607] Javier Blanco, "Quieren transferir la deuda de las provincias a las AFJP", *La Nación*, 27/11/01, p. 14.
[608] "Sistema financiero", *Memoria ABRA*, 1994, p. 43.
[609] "Nadie saca los pies del plato", *Negocios*, 11/94, p. 32; "Informe especial AFJP: los socios", *Apertura*, 05/94, p. 45; "Quién es quién", *Negocios*, Cómo elegir la mejor jubilación, 06/94, p. 43.
[610] Roberto Navarro, "Los dueños del canje", *Página/12*, Cash, 20/05/01, p. 7.

(Guillén, 2011). Le Banco Roberts fut acquis par HSBC. Les familles propriétaires avaient choisi une stratégie de sortie après la crise mexicaine, à l'exception de Banco de Galicia.

En raison de ces facteurs, les 10 plus grandes banques sont passées de 50% à 68% des dépôts (Bleger, 2000 : 27). En parallèle, la partie des dépôts capturés par les banques étrangères a augmenté, d'environ 20% en 1991 à 40% en 1997 et à 50% en 1998.[611] La modification de la structure de propriété des grandes banques commerciales a eu un impact sur les AFJP. Si en 1994, les banques nationales privées contrôlaient près de 39,2% des fonds de pension, en 2001, seulement 1,5%. A l'inverse, les banques étrangères privées avaient augmenté de 21,9% à 59,6%. En tant que propriétaires des compagnies d'assurance et d'autres établissements financiers non bancaires, la participation des banques privées étrangères avaient augmenté à 71,8% en 2001 (SAFJP, 2006 : 193).

c. L'État et les investisseurs locaux : la coordination centralisée

Alors que les banques commerciales locales et les AFJP étaient des créanciers avec des montants similaires en 2001, leurs stratégies d'investissement en titres publics argentins étaient différentes. Les banques investissaient dans des titres à court et moyen terme sur le marché national de capitaux, comme les Lettres du Trésor (Letes). Les AFJP, par contre, investissaient dans des titres de long terme sur le marché national et, aussi, sur l'international comme les Bons de Trésor (Bontes).[612]

En raison de la concentration des investisseurs locaux, la relation avec l'État était une « coordination centralisée ». Selon Machinea,

> sur le marché local on peut discuter avec les fonds de pension pour voir combien chacun d'eux est prêt à financer. (...) Il y a 5 ou 10 acteurs qui sont pertinents. C'est la même chose avec certaines banques commerciales. Comme ce sont eux qu'ont les ressources, le dialogue ressemble plus à ce qu'il était dans les années quatre-vingt avec les banques créancières à l'étranger.[613]

Grâce à leur participation directe ou indirecte dans la politique d'émission des titres publics, les banques locales, dont les principaux propriétaires et les gestionnaires faisaient partie du

[611] Marcelo Bonelli, "La banca nacional apunta contra el Banco Central", *Clarín*, 22/11/98, p. 22.
[612] Federico Molina, entretien avec l'auteur, 26/09/10.
[613] Entretien avec l'auteur, 17/12/08.

CEA, exprimant de manière concrète leur alliance avec le gouvernement en augmentant la demande pour les titres publics.

3. La participation des groupes économiques

Grâce au plan Brady et à l'accès de l'État au système financier international, les grandes entreprises locales ont eu un nouveau moyen de financement. L'émission de dette privée s'est concentrée en cette période sur un nombre réduit d'entreprises. Dans le cas des placements de titres privés sur le marché international, cette concentration était encore plus importante. La raison de cette exclusivité est que les banques d'investissement s'intéressent seulement par des émissions en grands montants, ce qui exclut les moyennes et petites entreprises. En Argentine, en 1994-2004, seules les grandes entreprises ont utilisé le financement en titres (Fernandez et al., 2008). En revanche, les petites et moyennes entreprises ne pouvaient être financées que par des crédits bancaires.

Le financement des grandes entreprises locales par l'émission de dette privée a eu deux conséquences politiques importantes. D'abord, ceci impliquait des nécessités objectives différentes par rapport aux entreprises qui n'avaient pas eu accès au financement à travers des titres privés. Les modes de financement différents expliquent les différentes positions sur les taux locaux d'intérêt élevés et sur la réforme des retraites entre l'UIA et le CEA. Ensuite, ceci a consolidé la coalition socio-politique au pouvoir. La durabilité de l'accès aux financements internationaux devenait un besoin commun des grandes entreprises et de l'État. Cette communion d'intérêts s'exprimait dans la continuité de la stratégie de politique économique visant à créer de la crédibilité auprès des investisseurs, des banques d'investissement et des agences de notation. L'accès du secteur privé au système financier mondial dépendait de l'accès de l'État. En 1996-2006, 79% des entreprises privées des marchés semi-périphériques avaient une note inférieure à l'État de leur pays, 15% la même, et seulement 5% une supérieure (Borensztein et al., 2006).

a. L’émission de titres privés: une nouvelle source de financement pour les grandes entreprises locales

En Argentine, entre la fin des années quatre-vingt et le début des années quatre-vingt-dix, il y a eu plusieurs changements qui ont permis l'émission de titres par les entreprises. D'une part, il y eu la création des instruments financiers. En 1988, les Obligations Négociables (ON) ont été autorisées. Ensuite ont fait leur apparition d'autres instruments tels que les papiers commerciaux et les euro-bons. Enfin, la politique du gouvernement a favorisé le développement du marchés national de capitaux en réduisant l'inflation, l'émergence des entreprises privatisées et par la réforme de la régulation des titres privés, en particulier sur les questions fiscales (Fernandez et al., 2008 : 90).

Comme le signalent Basualdo et al. (2007 : 194), «malgré l'importance du processus de d’endettement privé en Argentine, l'absence d'études approfondies sur cette questionn est à souligner ». C’est pourquoi cette recherche a reconstruit la série d'émissions de titres privées par les entreprises locales entre 1989 et 2001, à partir des données disponibles dans les archives du magazine *Prensa Económica*.

Le Tableau 4.1 présente les données en fonction de la branche d'activité. Il y a eu deux phases d'émission intenses (1992-1993 et 1997-2000). Seulement 225 entreprises ont accédé au marché des capitaux (local ou international) pendant cette période, dont 10 ont concentré 42,6% du total. Les banques ont émis 38,3%, les secteurs de pétrole, gaz et électricité, 21,8% et les entreprises de télécommunications, 17,8%. Le Tableau 4.2 présente l'émission en fonction de la propriété. Les entreprises privatisées représentaient 31,5% du total des émissions. Les sociétés contrôlées par des membres du CEA, 31,7% du total. En outre, les membres de la CEA avaient aussi des actions dans les consortiums qui contrôlaient certaines entreprises privatisées. Dans ce dernier cas, la participation était de 15,2%. Enfin, il est intéressant de noter qu’en 1995, année affectée par la crise mexicaine, les entreprises privatisées et celles qui étaient contrôlées par des membres du CEA ont placé 92,3% du total. Cela reflète leur plus grande capacité à accéder au financement par l'émission de titres privés par rapport aux autres entreprises considérées.

Tableau 4.1 – Emissions de titres privés argentins par branche d'activité sur tous les marchés, 1989-2001 (%)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Total
Banques	0,0	0,0	40,1	37,1	41,8	40,4	22,7	31,5	35,2	35,5	33,9	45,4	66,2	38,3
Télécommunications	0,0	0,0	13,7	9,3	12,6	8,4	18,7	7,1	15,8	23,4	37,8	14,6	16,6	17,8
Gaz	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	12,5	15,8	10,3	5,3	4,3	5,5	12,4	0,0	8,0
Pétrole	0,0	46,6	7,1	8,3	3,4	11,8	15,0	9,4	9,1	8,9	8,6	0,0	0,0	7,7
Énergie électrique	0,0	0,0	0,0	5,0	3,5	14,7	4,6	17,4	6,9	3,9	1,5	5,1	0,0	6,1
Holding	0,0	12,7	11,5	17,3	5,3	3,7	8,6	6,9	6,9	2,9	3,8	1,6	0,0	5,6
Aliments	0,0	22,0	1,7	2,3	5,3	1,4	3,2	9,9	2,9	9,7	6,2	2,4	0,0	5,1
Métallurgie	0,0	0,0	11,4	5,1	8,3	2,2	3,5	4,0	4,9	2,5	0,1	0,0	0,0	3,6
Construction	0,0	0,0	2,1	9,8	4,0	1,5	2,2	2,1	4,8	0,9	0,0	1,4	0,0	2,3
Transport	0,0	0,0	0,0	0,4	0,3	0,1	0,0	0,1	5,3	4,9	1,7	0,0	14,6	2,2
Textile	21,9	18,7	9,2	2,4	2,8	1,0	1,5	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1
Papiers	78,1	0,0	2,9	2,5	0,7	0,0	0,6	1,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Autres	0,0	0,0	0,3	0,5	2,0	2,3	3,6	0,2	1,4	3,1	0,9	0,0	2,6	1,7
Montant (M dollars)	12,8	118,0	862,5	3.088,9	7.534,6	4.164,2	3.589,5	4.027,7	8.668,9	8.556,5	6.039,4	5.853,5	1.027,0	53.543,4

Source: Prensa Económica

Tableau 4.2 – Participation des entreprises privatisées et des membres du CEA dans les émissions de titres privés argentins sur tous les marchés, 1989-2001 (%)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Total
Empr. Privatisées	0,0	0,0	0,0	17,6	27,4	40,4	46,1	42,9	29,0	37,8	26,1	26,6	31,2	31,5
CEA	100,0	53,4	84,6	63,2	32,8	17,2	46,2	37,8	28,9	19,1	26,9	32,3	20,0	31,7
Participation CEA	0,0	0,0	0,0	15,5	22,7	22,2	7,3	5,8	18,9	16,5	11,6	13,2	0,0	15,2

Note: "CEA" = entreprises sous propriété de membres du CEA. "Participation CEA" = entreprises privatisées où des membres du CEA font partie du consortium majoritaire.
Source: Prensa Económica.

b. La dette externe privée

A partir du plan Brady, les grandes entreprises locales ont eu accès au marché international. Le comportement de la dette extérieure du secteur privé a été étudié par Basualdo et al. (2005 ; 2007). Ces études ont également observé deux phases d'endettement privé externe séparées par la crise mexicaine: 1991-1995 et 1997-1998.

Pour le secteur privé non financier, les prêts bancaires, qui représentaient 89% de sa dette en 1991, était tombé car les titres, marginaux au début de la décennie, ont augmenté à 42% en 1999 (Basualdo et al., 2007: 200). Pendant la crise mexicaine de 1995 il y a un «effet de substitution». Face aux difficultés d'accès, les grandes entreprises ont augmenté leur endettement sous prêts bancaires. Après la crise se sont produites les plus grandes émissions de titres sur le marché international. Cela indique que le financement par des émissions de titres était préférable pour les grandes entreprises par rapport aux prêts bancaires.

Seulement 84 entreprises ont accédé au financement en titres sur le marché international (Basualdo et al, 2007 : 205). Au début de la décennie, ce financement a été dominé par les grands groupes d'affaires locaux. Plus tard, avec les privatisations, les partenariats entre capitaux étrangers et locaux qui ont formé les consortiums controlant les entreprises privatisées ont passé en première place en 1993-1998. À la fin de la période, en raison de du processus de dénationalisation après la crise mexicaine, des conglomérats étrangers ont passé à la première place. Dans le club très fermé des 84 entreprises, les 20 entreprises avec plus de ventes en Argentine expliquent 75% de l'endettement total en titres (2007: 207).

Le financement externe via des prêts bancaires fut plus accessible : 300 entreprises ont eu accès, dont les 20 plus grandes ont représenté seulement 47% de l'endettement total (2007 : 210). Parmi ces 300 entreprises, seulement 20% ont eu accès à une autre forme d'emprunt. À l'inverse, des 84 entreprises qui ont utilisé les titres, 58% ont pris aussi un autre type de dette. Pour les auteurs, «ces éléments confirment le caractère plus exclusif de l'emprunt en titres » (2007 : 211).

Chapitre 5

L’exclusion du système financier mondial et la dissolution de la coalition socio-politique au pouvoir

L'intégration semi-périphérique avec le reste du monde avait eu des conséquences majeures sur les processus de formation et de consolidation de la coalition socio-politique au pouvoir. La crise mexicaine avait contribué à cette dynamique en augmentant la légitimité interne et externe du plan de Convertibilité. À la fin de 1995, le gouvernement national avait à nouveau accédé au système financier mondial. Toutefois, le scénario post-Tequila a été caractérisé par des différences substantielles par rapport à la période précédente.

1. La politique d'émission de titres publics après la crise du Tequila

a. Les échéances et la stratégie de titres publics d'après-crise

À la fin de 1995, le scénario post-Tequila se présentait bien avec l'accès renouvelé au système financier mondial, intensément utilisé. Dans la période 1995-1998, le gouvernement argentin a été le plus grand émetteur de la dette en Amérique latine, en battant le Mexique, le Brésil et les entreprises privées. Le Tableau 5.1 montre la forte augmentation des montants émis dans la seconde moitié de la décennie.

Tableau 5.1 – Quantité d'émissions, montant émit et montant moyen par émission dans les placements de titres publics argentins sur tous les marchés, 1991-2001 (millions de dollars)

Année	Quantité d'émissions	Montant	Montant par émission
1991	2	500	250,0
1992	1	250	250,0
1993	6	2.121	353,5
1994	19	2.600	136,8
1995	16	4.726	295,4
1996	44	13.050	296,6
1997	44	11.424	259,6
1998	55	14.990	272,5
1999	83	15.549	187,3
2000	80	16.480	206,0
2001	38	6.280	165,3

Note: Le montant est la valeur nominale en dollars américains au moment de l'émission. Les swaps sont exclus.
Source: Bureau National de Crédit Public.

Le placement de titres sur les marchés internationaux après la crise mexicaine a été un signal pour les investisseurs que la politique économique ne serait pas changée. Le président du CSFB, John Hennessy, a déclaré que la première émission après la crise mexicaine signifiait «la pleine acceptation qu'en Argentine il n'y aura pas de changement de règles ».[614] Les

[614] Germán Sopeña, "Hennessy: cambió la idea de la Argentina", *La Nación*, 10/08/95, p. 21.

placements de la dette signifiaient la continuité du plan de Convertibilité. Ainsi, les décisions économiques ont continué à bâtir une crédibilité auprès des investisseurs. La stratégie la politique d'émission de titres publics de l'équipe économique du CEMA avait, selon le secrétaire du Trésor (1996-1999) Pablo Guidotti, trois piliers, « une plus grande maturité dans la dette à long terme », « le choix de deux marchés de capitaux alternatifs comme le dollar et l'euro» et «une politique délibérée de réduire les engagements envers les organisations multilatéraux ».[615]

Le premier pilier était le résultat d'une nécessité. Le scénario de l'après-Tequila avait un profil élevé de maturités en raison du déficit budgétaire primaire provoqué en grande partie par la réforme des retraites (Damill et al., 2005), l'émission de 1,2 milliards de dollars en titres BOCON pour payer des dettes antérieurs avec des prestataires et des retraités, la chute de la valeur du dollar face aux monnaies européennes et du yen, l'augmentation des paiements des intérêts sur les bons Brady, et enfin, la maturité de la dette émise dans la première moitié de la décennie.[616] Selon le Bureau du Vérificateur Général, les échéances à venir étaient de 81 milliards de dollars, dont 53,5% étaient concentrées en 1997-2001, 22,9% en 2002-2006 et 23,6% en 2007-2023.[617]

Pour éviter une augmentation de la perception du risque des investisseurs internationaux, l'équipe économique a décidé d'élever la maturité de la dette émise.[618] Selon Kiguel, « nous avons essayé de donner une prévisibilité à tout ce qui était lié au financement» (AHO, 22/11/07). C'était une fuite en avant : le gouvernement émettait plus de dette pour payer les paiements grandissants. Cette stratégie fut possible en raison des conditions du marché en 1996-1998, qui permettait un meilleur accès au système financier mondial : la prime de risque était tombée depuis la crise du Tequila et en 1997 elle touchait son plus bas niveau dans la période (260 PB),[619] l'analyse des banques d'investissement était positive[620] et les notes des trois grandes agences de notation s'amélioraient, ce qui consolidait la stratégie du gouvernement d'atteindre l'«*investment grade*».

[615] Roberto García Lerena, "Creció la deuda en 1997", *La Nación*, 06/07/98, p. 11.
[616] "La deuda externa vuelve a pesar", *Clarín*, 28/01/96, p. 16.
[617] "Se concentran fuertes pagos hasta el 2001", *La Nación*, 26/12/96, p. 15
[618] Federico Molina, entretien avec l'auteur, 26/09/10.
[619] Données de JP Morgan en Ávila (2010).
[620] "Los analistas mantienen una visión positiva", *El Cronista*, 15/02/96, p. 12.

b. Les chocs externes et le changement de stratégie

Au-delà de l'augmentation de maturités, en 1998 s'est produit plusieurs chocs externes :

> y compris une inversion des flux de capitaux vers les marchés émergents après le défaut déclaré par la Russie en août 1998 ; l'affaiblissement de la demande des principaux partenaires commerciaux, notamment le Brésil ; la chute des prix du pétrole et d'autres produits de base ; le renforcement global du dollar américain contre l'euro ; et la dévaluation de 70% du real par rapport au dollar américain au début de 1999. Le PIB réel s'est contracté de plus de 3% dans la seconde moitié de 1998. (...) L'économie ne s'en est jamais remise jusqu'à la fin de la convertibilité (FMI, 2004b : 21).

Les chocs externes ont forcé un changement vers une stratégie «plus défensive » dans la politique d'émission de titres publics selon Kiguel, avec des termes plus courts.[621] Il y eu un changement dans la perception des principaux acteurs privés du système financier mondial. Le premier indicateur fut les recommandations des banques d'investissement à leurs clients. Dans la Figure 5.1 on observe les différences entre l'Argentine, le Brésil et le Mexique en 1998-2002. En moyenne, les recommandations pour les titres mexicains sont positives («acheter»), pour les brésiliens sont proches de zéro («neutre») et pour les Argentins, après le troisième trimestre de 1998, sont négatives («vendre»).

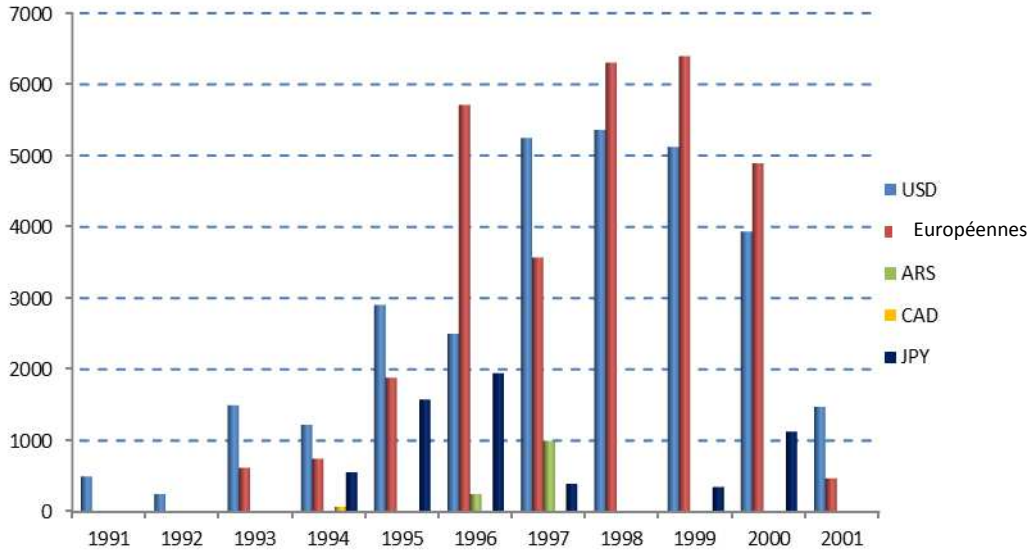
[621] "El Gobierno buscará 13 mil millones", *La Nación*, 19/11/97, p. 13.

Figure 5.1 – Les recommandations des banques d'investissement pour les titres publics de l'Argentine, du Brésil et du Mexique, 1998-2002 (moyenne)

Note: Les recommandations des banques d'investissement sont classées en trois groupes: « acheter » (1), « neutres » (0) et « vendre » (-1). Les moyennes des recommandations de chaque période sont additionnées.
Source: OCDE (2008).

Le deuxième indicateur est la monnaie d'émission de titres publics. Dans le chapitre précédent, nous avons observé la relation, à l'exception de la lire italienne, entre la nationalité de la monnaie émise et celle de l'agence de placement. Dans la Figure 5.2 on observe la prédominance du dollar américain pendant la première moitié de la décennie et, ensuite, celle des monnaies européennes, sauf pour les années 1997 et 2001.

Figure 5.2 – Les émissions de titres publics argentins dans le marché international par monnaie, 1991-2001 (millions de dollars)

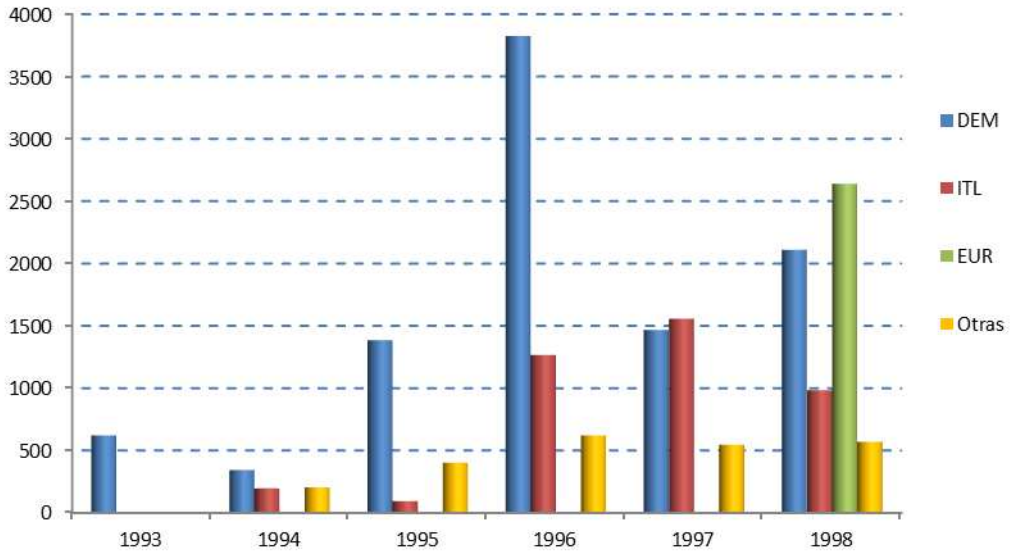


Notes: Les estimations sont établies sur la valeur en dollars des montants placés au moment de l'émission. « Européennes » = livre sterling, franc suisse, mark allemand, peseta espagnole, schilling autrichien, lire italienne, franc français, florin hollandais et l'euro. Les *swaps* de 2000 et 2001 sont exclus.
Source: Bureau National de Crédit Public.

Alors que le marché du dollar était dominé par des investisseurs institutionnels, dans la zone euro il y avait également des investisseurs de détail. La principale différence entre les grands investisseurs et les détaillants était « en termes de vision », car les premiers « étaient bien conseillés, avec des économistes qui observaient plusieurs pays» (Kiguel, AHO, 22/11/07). Comme l'explique Kiguel, la demande de titres du gouvernement argentin était composée en premier par « des investisseurs institutionnels aux États-Unis et en Europe (...) qui profitaient d'un rendement supplémentaire ». Ensuite, « sont apparus en Europe après ce qu'on a appelé les clients de détail. Cela fut fondamental en l'Italie » (Kiguel, AHO, 22/11/07). Selon l'analyste de la banque d'investissement BCP, Walter Molano, « en tenant compte de la diminution de l'appétit des investisseurs institutionnels, le *sell side* s'est déplacé vers le marché de détail européen. (...) Plus de 30 milliards d'euros ont été obtenus en Europe » (en Santiso, 2003 : 178). Selon Kiguel, « les investisseurs institutionnels étaient plus défensifs et moins disposés à financer l'Argentine. Le changement de stratégie est survenu aux alentours de 1999, où l'idée était de placer des titres plus petits, plus orientés vers l'investisseur de détail européen» (Kiguel, AHO, 22/11/07). La Figure 5.3 présente les émissions en monnaie européenne en 1993-1998, où jusqu'en 1996 ont dominé le mark

allemand et les lires italiennes. La banque d''investissement Chase Bank, avec « la capacité de distribution » en Italie, a eu sa plus grande activité dans la politique d'émission de titres publics en 1996-2000, en particulier en 1999 (voir le Tableau 5.2). La présence accrue des investisseurs de détail signifia qu' « en Europe il y avait plus d'émissions et de montants plus réduits en comparaison aux États-Unis » (Kiguel, AHO, 22/11/07). Ceci s'est traduit par une diminution des montants annuels moyens par émission (voir le Tableau 5.1).

Figure 5.3 – Les émissions de titres publics argentins sur la marché international en monnaie européenne, 1993-1998 (millions de dollars)



Notes: Les estimations sont établies sur la valeur en dollars des montants placés au moment de l'émission. «Autres» = livre sterling, franc suisse, peseta espagnole, schilling autrichien, franc français et florin hollandais.
Source: Bureau National de Crédit Public.

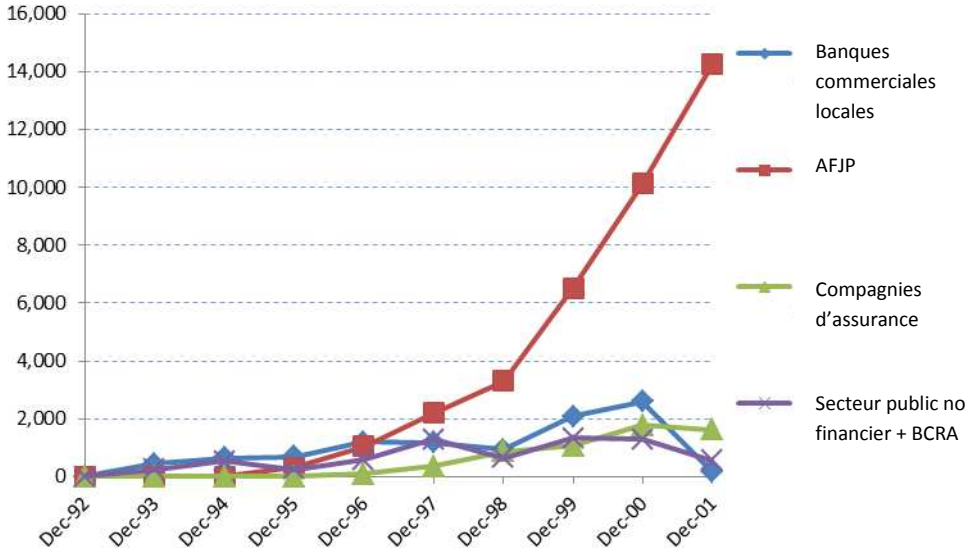
Tableau 5.2 – Les agents de placement des titres publics argentins sur le marché international, 1991-2001 (millions de dollars)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Total
JP Morgan	0	0	0	300	0	500	3.750	2.313	1.283	1.377	657	10.180
Deutsche	0	0	308	408	346	1.638	544	1.063	1.783	1.500	225	7.814
CSFB	200	250	308	158	1.168	2.991	0	73	1.262	745	157	7.311
Morgan	300	0	0	0	0	0	0	1.966	2.207	1.528	0	6.001
Goldman Sachs	0	0	0	600	0	750	0	250	1.701	2.403	0	5.703
Autres euro.	0	0	0	175	322	325	832	1.330	722	1.403	200	5.308
Japonais	0	0	0	350	1.580	1.949	394	0	251	659	0	5.183
Chase	0	0	125	321	48	551	527	510	1.583	335	157	4.157
Salomon	0	0	333	35	0	500	500	500	223	1.231	0	3.321
Merrill Lynch	0	0	333	79	0	500	1.500	269	213	281	0	3.176
UBS + Warburg	0	0	0	31	0	485	861	989	0	0	0	2.366
Paribas	0	0	0	73	0	79	735	479	426	465	0	2.257
ABN Amor	0	0	0	0	0	145	571	1.237	215	0	0	2.168
Autres	0	0	333	0	0	0	0	685	0	433	550	2.002
Autres Etats-Unis	0	0	381	70	225	0	0	0	0	0	0	676
Total	500	250	2.121	2.600	3.688	10.413	10.214	11.664	11.869	12.359	1.945	67.623

Notes: Les estimations sont établies sur la valeur en dollars au moment de l'émission. Dans les prêts syndiqués, le montant a été divisé par le nombre de souscripteurs. « Morgan » = Morgan Guaranty Trust, Morgan Stanley Dean Witter. « Chase » = Chemical Bank, Chase Manhattan, Chase Investment Bank. « Chase » est séparée de JPMorgan malgré la fusion de 2000, car en 2001 les données sont séparées. « Deutsche » = Deutsche Bank, Morgan Grenfell. «Warburg» = SG Warburg, SBC Warburg Dillon Read. « Salomon » = Salomon Brothers, Salomon Smith Barney. Bankers Trust est considéré comme sous la rubrique «Autres États-Unis » parce qu'il n'a pas participé après son achat par la Deutsche Bank en 1998.
Source: Bureau National de Crédit Public.

En parallèle, la « stratégie défensive » s'est traduite depuis 1998 par une croissante participation sur le marché international des investisseurs locaux, en particulier les AFJP (voir Figure 5.4).

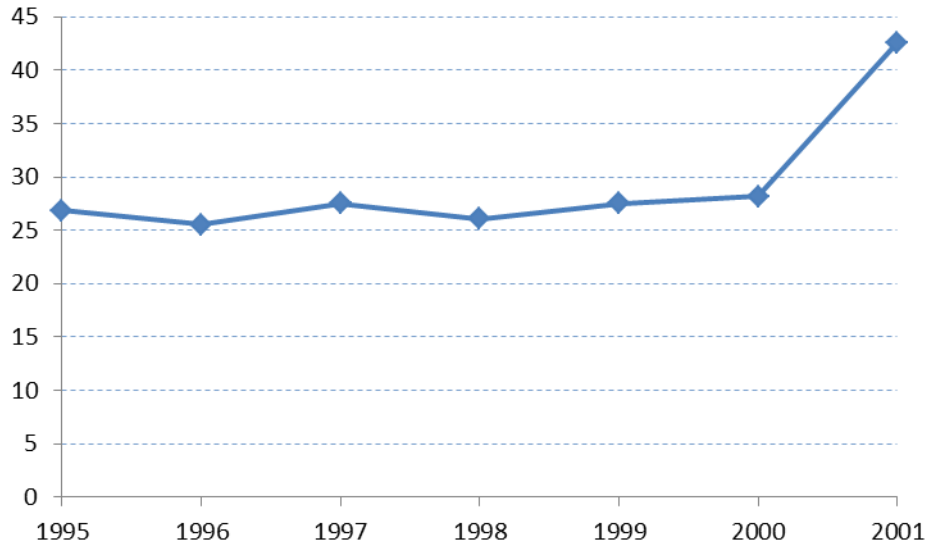
Figure 5.4 – Portefeuille des résidents en titres publics argentins placés à l'étranger, 1992-2001 (millions de dollars)



Source: INDEC.

Enfin, la « stratégie défensive » a produit une augmentation des placements dans le marché national des capitaux après 1998 et surtout en 2001 (voir Figure 5.5), « à travers la création des Letes et des Bontes » (Kiguel, AHO, 22/11/07).

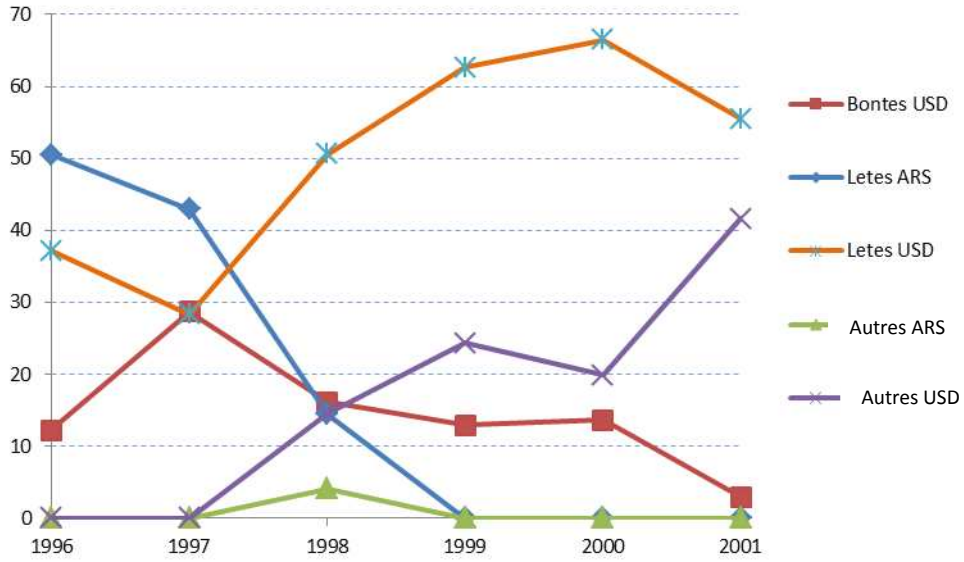
Figure 5.5 – La dette publique intérieure en Argentine, 1995-2001 (% de la dette publique totale)



Source: Cowan et al. (2006).

Malgré la stabilité relative jusqu'en 2000, l'analyse du type de titres placé sur le marché national indique que l'impact de la perte de crédibilité de la politique d'émission des titres publics était antérieur. Les Bontes, titres de plus longue durée, ont fortement chuté après 1997. Les Letes (de durée plus courte) en pesos ont chuté après 1996 et disparu en 1999. Par contre, les Letes en dollars ont augmenté (voir Figure 5.6). Cela indique aussi une plus grande implication des banques commerciales locales sur le marché national, la plupart consacrée à l'achat de Letes.

Figure 5.6 – L'émission de titres publics sur le marché national de capitaux en Argentine par titre et par monnaie, 1996-2001 (%)



Notes: Les estimations sont établies sur la valeur en dollars au moment de l'émission. Les *swaps* sont exclus.
Source: Bureau National de Crédit Public.

2. L'affaiblissement de la coalition socio-politique au pouvoir et l'approfondissement de la dépendance sur la perception des acteurs privés du système financier mondial

a. Les changements dans les groupes économiques locaux

Après la crise mexicaine, il y eut un changement dans la propriété des grandes entreprises argentines suite à un processus de dénationalisation.

Pendant la première moitié de la décennie, les groupes locaux avaient établi un lien avec des investisseurs étrangers dans les consortiums qui contrôlaient des entreprises privatisées, dans les nouveaux fonds de pension privés et les secteurs des supermarchés et des télécommunications. En 1990-1993, plus de la moitié des IED étaient liés aux privatisations et aux concessions des services publics (Kosacoff et Ramos, 2002). Dans la seconde moitié de la décennie, les capitaux étrangers ont été dirigés vers l'achat d'entreprises privées. En 1990-2000, 88% de la valeur des fusions et acquisitions était de capitaux étrangers (Kuflas, 2001 : 27). La vente des entreprises publiques au secteur privé avait atteint 19 milliards de dollars. Le transfert des entreprises des capitaux nationaux aux investisseurs étrangers a dépassé 30

milliards de dollars.[622] À la fin de la décennie, les entreprises à capitaux étrangers ont contribué à plus de 30% du PIB et représentaient plus de la moitié des ventes des 1000 plus grandes entreprises dans le pays.[623]

La contrepartie de la propriété étrangère était la plus faible présence de groupes locaux économiques entre les grandes sociétés. Après la crise du Tequila, les grands capitaux nationaux ont eu quatre stratégies : 1) l'approfondissement de l'insertion d'exportation primaire, 2) la reconversion productive dans l'agriculture et l'agro-industrie, 3) l'approfondissement de l'intégration au marché national par quelques groupes peu exposés à la concurrence internationale, 4) « retrait rapide » (Castellani et Gaggero, 2011 : 279-285). Les facteurs explicatifs du changement stratégique de groupes d'affaires locaux étaient les suivants: 1) à l'instar des grands investisseurs institutionnels, une action préventive par une perte de crédibilité sur la viabilité du plan de Convertibilité, 2) un endettement excessif qui devaient être résolu en vendant des actifs, 3) l'incapacité à rivaliser avec des capitaux étrangers dans une économie ouverte. Simultanément, le changement d'orientation des investissements des grands groupes locaux s'est traduit par une accélération de la fuite des capitaux. La cohérence des besoins et des intérêts des groupes locaux avec le reste de la coalition socio-politique au pouvoir a éclaté. En conséquence, le secteur privé non financier avait un solde négatif dans la balance des paiements depuis 1998. La politique des émissions de titres publics était le support exclusif pour l'afflux de devises. L'endettement croissant de l'État argentin avait dépassé ses besoins et finançait toute l'économie par le biais des devises obtenues sur le marché international injectées ensuite surs le marché intérieur (Damill, 2000).

b. Le veto à la « péronisation » de l'économie

Le retrait des groupes locaux a coïncidé avec un affaiblissement de l'association entre le leadership péroniste et l'agenda du libéralisme économique. Après la crise mexicaine il y a eu une forte détérioration des conditions sociales, en particulier sur le marché du travail. Compte tenu des demandes, Menem a ratifié la stratégie du gouvernement, en disant que «si nous voulons éviter de plus grands maux, nous devons respecter les engagements

[622] "Otras voces, otros ámbitos", *Mercado*, 06/99, p. 46.
[623] "Otras voces, otros ámbitos", *Mercado*, 06/99, p. 46.

externes faits ». Le président a dit qu'il n'allait pas « péroniser » l'économie.[624] L'expression caractérisait le processus politique argentin dans la phase finale de la convertibilité: un agenda politique dominé par l'idée d'une impossibilité double, celle de revenir en arrière, mais aussi de modifier le sentier pour l'avenir. Les piliers de l'ordre économique établi en 1991 étaient exclus des sujets de discussion: ni le plan de Convertibilité ni la politique d'endettement ne pouvaient être changés.

Des raisons subjectives et objectives expliquaient cette double impossibilité. D'une part, le plan de Convertibilité jouissait d'un consensus social élevé dans une population qui n'oubliait pas le chaos qui l'avait précédé. D'autre part, la capacité à aborder un autre cours était limitée par des facteurs objectifs. Tout d'abord, avec la stratégie de production de crédibilité auprès des investisseurs, basée sur la réduction de la marge de manœuvre du gouvernement, la politique officielle avait augmenté les coûts de la sortie du plan de Convertibilité avec une dollarisation croissante de l'économie (FMI, 2004b : 34). Deuxièmement, à la suite du plan Brady et à l'atomisation des créanciers, l'absence de coordination centralisée impliquait une difficulté opérationnelle à mettre en œuvre une restructuration de la dette publique, une condition nécessaire pour une politique alternative économique au plan de Convertibilité. Pour ces raisons, la chef du FMI, Michel Camdessus, pouvait affirmer en 1996 sa «confiance dans la continuité du modèle économique, non seulement parce que je fais confiance aux hommes qui le mènent, mais parce que le processus est irréversible ».[625]

Compte tenu des difficultés objectives et subjectives, les principales forces politiques du pays ont peu à peu cessé tout débat sur la politique économique. Compte tenu de la dépendance structurelle de l'économie de la politique de la dette, cela signifiait aussi accepter la stratégie de production de crédibilité auprès de ceux qui composaient la demande potentielle pour les titres publics (les investisseurs) et ceux qui avaient une influence sur cette demande (banques d'investissement et agences de notation). Il fallait donner des signaux positifs pour générer la confiance et encourager la perception (le «risque pays») des acteurs privés financiers (le «marché»). La surveillance des acteurs financiers privés, présentée de manière monolithique comme «les marchés», assumait ainsi les

[624] Mauricio Carini, "Menem envió señales para afuera y para adentro", *La Nación*, 28/06/95, p. 16.
[625] "Apoyo del FMI a Roque Fernández", *La Nación*, 28/07/96, p. 5.

caractéristiques du Panoptique de Foucault, le type idéal de diagramme du pouvoir où peu importe qui l'exerce et même s'il est exercé si celui qui est dominé sait qu'il est surveillé.[626] En conséquence, à l'élection présidentielle de 1999, les expressions de la tranquillité parmi les secteurs plus liés à l'ordre économique, comme les propriétaires de banques locales, ce sont multipliés.

Ce processus était particulièrement aigu dans le cas de l'Union Civique Radicale (UCR), le parti associé à l'hyperinflation et où l'ancien président Raúl Alfonsín, qui représentait des positions contraires aux réformes structurelles, avait encore une grande influence. Suite à l'accord entre l'UCR et un front de centre-gauche, le Frepaso, qui conduisit à la formation de l'Alliance, ses principaux dirigeants ont suivi la stratégie visant à renforcer la crédibilité des investisseurs. Pour envoyer un signal de confiance, ils ont rapidement nommé José Machinea comme ministre de l'économie potentiel. Cette décision fut saluée par les grands patrons locaux. Le candidat de l'Alliance, le radical Fernando de la Rúa, gagna rapidement le soutien d'investisseurs locaux et étrangers, par opposition au candidat péroniste, le gouverneur de la province de Buenos Aires, Eduardo Duhalde, qui prônait une stratégie de retour aux sources du péronisme.[627] La candidature de Duhalde montrait les limites de l'*aggiornamiento* du péronisme aux idées du libéralisme économique. En décembre 1999, de la Rúa était le nouveau président du pays.

3. L'exclusion du système financier mondial

Le nouveau gouvernement faisait face à un contexte d'accès plus difficile au crédit privé externe, ce qu'était essentiel pour la viabilité de la politique de l'émission de titres publics. La viabilité du Programme Financier a été de moins en moins crédible auprès des investisseurs, en dépit de la stratégie défensive qui avait donné la priorité à des détaillants européens, les banques commerciales locales et les AFJP. A des capacités économiques limitées s'étaient ajoutées les faiblesses politiques de l'Alliance. La nouvelle base des partis politiques de la coalition avait des capacités inférieures en raison de dissensions internes et de son influence limitée sur les provinces et le Congrès.

[626] Sur le concept de Panoptique, voir Focault (2005 : 204-208).
[627] Paola Juárez, "Duhalde buscó el aval empresario", *La Nación*, 20/08/98, p. 7.

a. Le « test de marché »

Contrairement aux équipes économiques de Menem, dans le gouvernement de l'Alliance il y avait une importante influence des partis politiques. Les membres de l'équipe économique de 1999 avaient un profil très différent aux précédents. Ils ne venaient pas d'un *think tank* comme le CEMA, FIEL ou FM. L'équipe était le résultat de la nécessité du président De la Rúa d'avoir simultanément l'approbation des investisseurs et des partis de l'Alliance, en particulier l'UCR. Contrairement à la période Menem, la relation entre le gouvernement et le parti présentait des contradictions abondantes. D'une part, contrairement au PJ, l'UCR était un parti avec une forte bureaucratie centrale, avec les règles formelles et des procédures. D'autre part, cette bureaucratie centrale était dominée par l'ancien président Alfonsín, qui assumait le rôle de garant des positions socialdémocrates à laquelle il avait conduit l'UCR. Le passé de Machinea en tant que président de la BCRA sous le gouvernement d'Alfonsín était une source de suspicions pour certains secteurs du libéralisme économique, en particulier du CEMA. Pour contrer cette méfiance potentielle, De la Rúa avait nommé plusieurs économistes au cabinet de ministres, plus proches de l'agenda du libéralisme économique, et avait assuré la continuité de Pou à la présidence du BCRA.

Le gouvernement s'est concentré sur la réduction du déficit budgétaire primaire pour régénérer la crédibilité des investisseurs (FMI, 2004b : 50). Au début de 2000, le gouvernement a annoncé une augmentation des impôts et a commencé un affrontement avec les gouverneurs, tenus responsables pour une partie substantielle du déficit du secteur public argentin. Selon López Murphy, principal économiste de FIEL et ministre à la Défense, « avec les efforts déployés par le gouvernement, nous voulons présenter un horizon clair pour les investisseurs. Le problème clé est le risque-pays ».[628] Pour Machinea, cette stratégie n'était pas une option, c'était une nécessité:

> ce qu'on finit par faire n'est souvent pas un choix de ce qu'on préfère faire mais de ce qu'est faisable. Alors, le coup était : « nous ne pouvons pas élargir le déficit parce que personne ne nous financera, nous ne pouvons pas dévaluer parce que nous sommes au sein de la convertibilité. Donc, la seule chose à faire est de convaincre le marché que nous irons bien pour qu'il nous prête, et s'il nous prête suffisamment et les taux d'intérêts baissent, peut-être cela contribuera-t-il à relancer le marché ». Ainsi, plutôt qu'une position idéologique,

[628] Mauricio Carini, "Respaldo del Citigroup al gobierno argentino", *La Nación*, 15/11/00, p. 17.

> ceci était, compte tenu des restrictions, ce qu'on peut faire en termes de politique économique.[629]

La stratégie initiale du gouvernement fut soutenue par des investisseurs. Le chef de l'ABA, Eduardo Escasany, avait déclaré que « le gouvernement a pris des mesures que, même si elles ont un coût politique élevé, sont sans aucun doute correctes ». [630] Le PDG de Citigroup, Weill Stanford, évaluait que « dans deux ou trois ans, l'Argentine pourrait atteindre l'*investment grade* car le gouvernement fait bien les choses ».[631]

Cependant, cette stratégie produisit de fortes tensions au sein de l'Alliance. En octobre 2000, le vice-président et chef du Frepaso, Carlos Alvarez, donna sa démission. Les faibles capacités politiques de l'Alliance affectaient la crédibilité des investisseurs et ont suscité des critiques dans les *think tank*. Chez les proches de De la Rúa, on commaçait à penser « que l'Alliance n'était plus l'outil dont on avait besoin pour gouverner, qu'il fallait accélérer la transition vers une nouvelle coalition de soutien et d'un nouveau cabinet » (Novaro, 2009 : 584).

Tout au long de 2000, l'accessibilité au crédit privé externe s'est progressivement fermée : la prime de risque avait augmenté à 800 PB et les évaluations des agences de notation étaient tombées. Les difficultés d'accès au crédit privé externe avaient augmenté le financement multilatéral, bien que les analystes du FMI –comme ceux du secteur privé- perdaient progressivement la crédibilité dans la viabilité du plan de Convertibilité (FMI, 2004b : 67; Blustein, 2003 : 54). En fin d'année, face à la clôture du marché international, le gouvernement négocia avec le FMI un «soutien exceptionnel» de 40 milliards de dollars. L'aide se focalisait sur les deux composantes du Programme Financier pour réduire les besoins de financement et restaurer ainsi la confiance des investisseurs : le crédit couvrait les échéances à court terme et exigeait la réduction du déficit budgétaire primaire. La stratégie se basait sur une approche catalytique, où le financement du FMI devait favoriser la reprise de confiance des investisseurs et des évaluateurs des risques. Par conséquent, le soutien du FMI imposait un «test de marché» à l'efficacité du programme (FMI, 2004b : 69-72). Toutefois, à la fin de février 2001, il était clair que la performance fiscale s'était

[629] Entretien avec l'auteur, 17/12/08.
[630] Sebastián Campanario, "'Hay que pensar en favor de todos, no de un sector'", *Clarín*, 02/07/00, p. 4.
[631] "Un 'muy bien felicitado, siga así' del Citigroup", *Página/12*, 13/04/00, p. 6.

considérablement déviée des objectifs. Au début de mars, le Congrès rejeta la réforme des retraites et de la santé et Machinea démissionnait. Enfin, le gouvernement mettait en œuvre la réorientation des alliances dans une tentative de reconstruire une synthèse explicite avec libéralisme économique local.

b. Le dernier pari

Après l'échec de «test de marché», le gouvernement chercha à approfondir la stratégie pour générer tous les signaux positifs possibles aux investisseurs, y compris la nomination des fonctionnaires. En mars 2001, De la Rúa nomma comme ministre d'Économie López Murphy, qui fit appel aux économistes de FIEL, *think tank* étroitement lié au CEA. Le pari central de cette nouvelle équipe était de réduire le déficit primaire en réduisant fortement les dépenses publiques. Après les annonces de nouvelles mesures, il y eut plusieurs manifestations et la moitié du cabinet des ministres donna sa démission. De la Rúa retira son soutien à López Murphy, qui a dû démissionner après deux semaines. Le Président nomma ensuite Cavallo, qui s'entoura des économistes de la FM. L'arrivée de l'architecte du plan de Convertibilité était conçue comme un signe clair de la décision politique de maintenir l'ordre économique existant.

Le manque de soutien politique du Président aux mesures proposées par López Murphy affecta la crédibilité des acteurs privés dans le système financier mondial. En mars, les trois agences avaient baissé leurs notations, les marchés américains anticipaient une éventuelle dévaluation du peso (Paradiso, 2005 : 11) et les investisseurs institutionnels spécialisés dans l'Amérique latine réduisaient leurs investissements de titres publics argentins (Santiso, 2003 : 182). Également la méfiance augmentait chez les investisseurs locaux : un processus de retrait des dépôts avait commencé, acompagné d'une accélération de la fuite des capitaux. Rapidement, l'économie argentine manquait de devises et la viabilité de la convertibilité était sérieusement affectée.

Cavallo s'est doté de pouvoir institutionnel. Le Congrès adopta une loi visant à déléguer des pouvoirs spéciaux et le nouveau ministre réussit à faire sortir Pou de la BCRA. Sa stratégie initiale consistait à augmenter l'afflux de devises par le secteur privé local à travers des régimes de compétitivité (subventions, exonérations) et une réforme de la Loi de Convertibilité. Les décisions de Cavallo provoquèrent des tensions avec les banques locales,

les seuls acheteurs –directes ou indirects- des titres émis par l'État argentin. Les demandes des banques locales étaient axées sur la nécessité de rétablir la viabilité du Programme Financier en réduisant le déficit à travers de réduction des dépenses, considérées comme le principal facteur de déséquilibre des comptes publics.

Peu à peu, Cavallo abandonna sa position initiale. En juin, le gouvernement fit une restructuration massive de la dette publique par 30 milliards de dollars pour étendre les termes de maturités.[632] Toutefois, l'opération eut l'effet inverse : les taux d'intérêt élevés acceptés par le gouvernement montraient le degré d'urgence. Par la suite, étant donné le manque de crédit, le gouvernement annonça un ajustement budgétaire sévère via la loi du «déficit zéro» et l'annonce que les paiements des titres auraient priorité sur d'autres dépenses publiques.[633] Toutefois, l'aspect radical des décisions engendra des doutes quant à la capacité politique de l'Alliance à les appliquer.

Ceci amena une nouvelle détérioration de la crédibilité, avec de nouvelles baisses dans les évaluations des agences de notation. Le risque de propagation d'un défaut de l'Argentine était considéré comme limité. Les investisseurs avaient déjà pris leurs précautions (FMI, 2004b : 93). Dans un rapport de juillet, la banque JP Morgan avertissait ses clients au sujet un « hypothétique » scénario de défaut, qui avait une « forte probabilité ».[634] Les taux d'intérêt des Letes augmentaient, le retrait des dépôts s'accélérait. Les réserves de la BCRA, que le gouvernement utilisait pour maintenir la base monétaire, diminuaient rapidement. À la fin de la période, le FMI –sous l'influence de la nouvelle administration de George W. Bush- retira son soutien. En novembre, le gouvernement avait annoncé une nouvelle conversion de la dette avec des taux d'intérêt imposés aux banques locales, ce qui était considéré par S&P comme un « *selective default* ». Face à retrait massif des dépôts en novembre, le gouvernement mit en place de nouveaux contrôles. En décembre, le FMI annonça qu'il n'allait pas autoriser le déboursement des prêts accordés. Enfin, des manifestations populaires le 19 et le 20 décembre conduisirent à la démission du président De la Rúa. Dans les semaines suivantes, les présidents de transition annoncérent le défaut de la dette et la fin de la convertibilité.

[632] Domingo F. Cavallo, "El canje no es una bala de plata", *La Nación*, Economía & Negocios, 28/05/01, p. 2.
[633] Jorrge Baldrich, entretien avec l'auteur, 02/05/08.
[634] Maximiliano Montenegro, "El banco que organizó el megacanje especula con la cesación de pagos", *Página/12*, 25/07/01, p. 4.

Conclusion

Avec la déclaration de défaut des paiements de la dette et la fin du plan de Convertibilité, une période se fermait où l'intégration semi-périphérique de l'Argentine auprès du système financier mondial avait affecté les relations de la coalition socio-politique au pouvoir dans ses étapes de formation, consolidation et dissolution.

Le premier chapitre a défini le cadre théorique de la recherche. Dans le deuxième chapitre, nous avons vu comment, face à l'insolvabilité de l'Etat, la nécessité d'obtenir l'accès au système financier mondial a influencé toute une période de grande instabilité entre 1989 et 1991 qui, rétrospectivement, a été une étape de formation de la coalition socio-politique au pouvoir. Dans le troisième chapitre, l'analyse s'est portée sur les caractéristiques des acteurs privés du système financier mondial, la transition d'une coordination centralisée par l'intermédiaire du Comité des Banques dans le pré-Brady à une coordination

décentralisation avec des investisseurs dans l'après-Brady et le rôle central de la perception du risque de défaut de paiement, influencée par des agences de notation de crédit et des banques d'investissement. Le quatrième chapitre s'est penché sur la phase de consolidation de la coalition socio-politique au pouvoir. Enfin, le cinquième chapitre a examiné l'exclusion progressive du système financier mondial et son impact sur le processus de dissolution de la coalition.

La réaction sociale à la crise de 2001 a entraîné un rejet du système de partis et une perception négative de la politique économique mise en œuvre au cours des années quatre-vingt-dix. En 2003, une nouvelle coalition socio-politique a émergé autour d'une nouvelle variante du PJ dirigée par Néstor Kirchner. Cette coalition, comme celle de la période du plan de Convertibilité, s'est caractérisée par une relative stabilité politique et économique. Cependant, la stratégie du gouvernement et la composition de cette nouvelle coalition socio-politique avait des différences significatives : le pays était exclu du système financier mondial. Le profil de la balance des paiements a été radicalement changé, avec la forte augmentation du compte courant et, en particulier, du solde des exportations de biens grâce à de meilleurs termes de l'échange. En 2002-2004, l'excédent commercial était d'environ 50 milliards de dollars (Ferrer, 2004 : 369). C'est-à-dire, comme dans les années quatre-vingt-dix, il y eut un afflux de devises dans le pays qui assurait la stabilité économique. Cependant, contrairement à cette époque, la dépendance structurelle du compte financier a été remplacée par des recettes provenant des exportations. Par conséquent, une relation extérieure basée sur les flux financiers avait été remplacée par une approche structurée essentiellement autour du commerce.

Cette brève comparaison permet de présenter dans cette conclusion des notes finales sur une perspective plus large quant aux relations entre les ressources économiques et le pouvoir politique en Argentine. Le fait que l'entrée de devises étrangères se fasse à travers le commerce ou l'émission de titres publics n'est pas neutre du point de vue des relations de pouvoir. Tout au long de l'histoire de l'Argentine, les besoins de devises étrangères ont fonctionné de façon continue comme l'un des principaux obstacles à son développement. La façon dont ce problème a été résolu -reflétée dans le profil de la balance des paiements- semble être déterminante dans les caractéristiques du processus politique argentin et, en particulier, sur la stabilité et la composition des coalitions socio-politiques au pouvoir.

Nicolas CAPUTO

Ressources économiques et pouvoir politique

Résumé

Prenant appui sur un ensemble d'entretiens auprès des protagonistes, la base de données des émissions de titres publics du Bureau National de Crédit Public et un large corpus d'articles de presse, cette recherche analyse la relation entre ressources économiques et pouvoir politique en étudiant l'impact de l'intégration semi-périphérique au système financier mondial sur la coalition socio-politique au pouvoir en Argentine de 1989 à 2001. Cette coalition était composée des partis politiques au gouvernement, ce qui garantissait la légitimité démocratique, des technocrates des think tanks du libéralisme économique, des grandes entreprises locales et des acteurs privés du système financier mondial.

L'Argentine représente un cas d'intégration « semipériphérique », c'est-à-dire, avec un accès variable au crédit privé externe en fonction de la perception des principaux acteurs privés du système financier sur le risque de défaut des paiements de la dette. Cette intégration a joué un rôle important sur la formation, la consolidation et la dissolution de la coalition socio-politique au pouvoir.

Résumé en anglais

This research explores the link between economic resources and political power focusing on how Argentina's semi-peripheral integration into the global financial system influenced power relations within the country's ruling coalition between the years 1989 and 2001. The findings are supported by evidence from interviews of decision-makers, the National Public Credit Office database on sovereign debt issues, and a large body of press articles. This ruling coalition during this period comprised political parties in government, granting democratic legitimacy, technocrats from economic liberal think tanks and players with economic resources including local business groups and private actors of the global financial system.

Unlike those central countries that make up the "core" of the global system, or periphery countries, which are at the margins or are excluded from this system, Argentina represents a case of a "semi-peripheral" integration. This can be seen in the country's variable access to external private borrowing which is dependent how the major private players in the financial system perceive the risk of debt default. This integration has had an impact on the formation, consolidation, and dissolution of the socio-political ruling coalition.

Argentine – Dette publique – Mondialisation – Plan Brady – Banques d'investissement – Agences de notation – Investisseur institutionnel – Pouvoir