

**“Análisis de la variación de los dictámenes de las
agencias calificadoras de riesgo hacia la
República Argentina. 2011-2019”**

Tesina de grado

Licenciatura en Relaciones Internacionales

Facultad de Ciencia Política y Relaciones Internacionales



Alumno: Agustín Albini. Legajo: A-1652/7

Octubre 2021

Director: Doctor José Marcelino Fernández Alonso.

Índice

Agradecimientos	3
Resumen	5
Introducción.....	6
Capítulo 1: Factores que determinaron los dictámenes de las agencias calificadoras de riesgo hacia la República Argentina durante 2011-2019.	13
Capítulo 2: Variación en los dictámenes de las agencias y su vínculo con el desempeño macroeconómico durante la segunda presidencia de Cristina Fernández (2011-2015).....	26
Capítulo 3: Capítulo 3: Variación en los dictámenes de las agencias y su vínculo con el desempeño macroeconómico durante el único período de Mauricio Macri (2015-2019).	43
Conclusiones finales	59
Bibliografía.....	62

Agradecimientos

Desde chico me gustó la historia. Aprenderla, poseerla, me resultaban cuestiones fundamentales para comprender desde dónde venimos, hacia dónde vamos y con qué herramientas contamos. Hoy, se ven reflejadas en estas páginas. Todo este proceso no hubiese sido posible sin el apoyo de una gran cantidad de personas a quienes a continuación agradezco.

A mi mamá, Lidia, por hacerme perseverar hasta el último minuto. Por empujarme siempre a hacer las cosas que ella no pudo hacer y a superar los miedos que ella no pudo superar. Por siempre tratar de buscar mi mejor versión.

A mi papá, Francisco, alias Paco, de quien aprendí lo que significa el trabajo honesto y el no esconderse nunca. De quien aprendí que a veces hablar menos implica expresar más. Y que nunca se suelta la mano, por más molesto que estés.

A mi abuela, Elsa, alias la Nuni, ejemplo incansable de superación y de enfrentarse a la adversidad sin prisa pero sin pausa, y sin queja pero sin aflojar. Apoyándose siempre en la familia. Compañera de risas, comidas y juegos.

A mi hermana, Ana Clara, con quien parecemos tan distintos, pero somos unidos en lo que importa. Además, descubrí que era mucho más cercano a ella de lo que pensaba a medida que crecía.

A mi pareja, Virginia, alias la Virgi, quien me transformó a nivel académico de un estudiante capaz pero tímido e inconsistente, a un alumno que supo como estudiar y llevar adelante la carrera como se la merecía. Como persona, me completó y complementó a niveles insospechados, y hablar con ella es como hacerlo conmigo mismo y con otra consciencia a la vez.

A mis amigos de la facultad, los que siempre están y estuvieron. A Fede, compañero desde el primer cursillo, quien supo llevar como nadie mi personalidad y a hacerme una mejor persona. A Valentín, por incansables aventuras y bancadas. Al otro Fede, Di Vito, alias Zurdo para mí, por ser un gran compañero, pese a ser un viejo encerrado en un cuerpo de 30 años. A la Cordi, a Sofi Zeballos, a Lula, a Santi, alias Toffi, y a un montón de gente más que no puedo seguir nombrando por cuestiones de tiempo, pero que saben que los quiero un montón.

A mi amigo Facundo de la secundaria, el único que me bancó en el momento que no me bancaba nadie, con quien compartimos muchas mañanas haciéndonos la vida más amena en un momento tan complicado como es la adolescencia.

A mi amigo Gustavo, que ya es un hermano de otra madre, con quien compartimos cantidad de experiencias. Salidas, paseos, bailes, nos sentíamos los reyes de la noche, porque conocíamos a todos y todos nos conocían. Me llevó a ser una persona más compañera y más ubicada, con mejor tino para relacionarme con todos.

A mi amigo Franco, otro hermano de otra madre, que es una de las personas más leales y solidarias que conocí. Nos conocimos por juntarnos a jugar a la Play y descubrimos que nos unían diez mil cosas más.

A mi amigo Lionel, alias el abogado, un tipo frontal y cabrón con un corazón enorme, que siempre está presente, de una u otra manera. De quien, de tanto en tanto, siempre recibo un mensajito para saber cómo estoy.

A mis primos Juan Manuel y Franco, porque cuando otras amistades no existían, siempre pude contar con ellos, y me hicieron pasar momentos hermosos. Así también, a mis tías Silvia y Elsa, alias Dubi y Piti respectivamente, porque pasé veranos increíbles en sus casas y siempre fui para ellas un hijo más, en la buena y en la mala.

A José, por acompañarme en este camino tan pero tan arduo, no sólo con la tesina sino hace ya más de 7 años, desde que empecé a escribir un paper sobre el tema. Y a Pilar, quien me brindó contención y guía en un ámbito tan competitivo y complejo como el académico, y además impulsándome a crecer dentro de la disciplina de las RRII.

Por último, mis agradecimientos que no me entraron, ya sea por cuestiones de tiempo o por no herir los sentimientos de nadie por no estar presentes, a todo el resto de los que saben que les tengo un cariño enorme. Y para mis abuelos que no conocí, Héctor y Aldo, o conocí muy poco, María, y que hoy me cuidan desde el cielo. Ahora sí, luego de las lágrimas, toca presentar mi tesina de grado.

Resumen

El presente trabajo tiene por objeto analizar la variación de los dictámenes de las agencias calificadoras de riesgo hacia la República Argentina, durante el período 2011-2019. En términos concretos, se estudian los factores que ponderaron estos dictámenes, la variación del impacto de tales dictámenes durante dos presidencias con diferente política externa financiera y la diferencia de preponderancia entre factores domésticos y globales a la hora de los dictámenes de las agencias. El recorte temporal elegido es el de la presidencia de Cristina Fernández (2011-2015) y Mauricio Macri (2015-2019).

Durante el trabajo se utiliza como marco teórico la perspectiva crítica de la Economía Política Internacional (EPI), en particular los de Susan Strange, para avanzar sobre el análisis de la operatoria de las agencias calificadoras y su alta importancia en el orden internacional actual, en especial respecto al orden financiero internacional. El diseño metodológico es de tipo mixto al combinar herramientas propias del enfoque cualitativo como asimismo del cuantitativo, con predominio del enfoque cualitativo en este diseño. La hipótesis de trabajo sostiene que *las notas de las calificadoras de riesgo hacia la República Argentina durante el período 2011-2019 reportaron una significativa incidencia de los factores cualitativos, todo lo cual conllevó a que las evaluaciones durante la administración Macri resultaran más favorables que las registradas durante la administración Fernández al ponderarse positivamente las reformas promercado más allá del derrotero de los factores cuantitativos.*

Introducción

Desde su surgimiento a principios del siglo XX en Estados Unidos, las agencias calificadoras de riesgo (ACR) han tenido una relevancia incremental en lo que respecta a las posibilidades de acceso al financiamiento externo de diversos Estados. Su labor es objeto de cuestionamientos por no pocos referentes políticos y académicos. En este sentido, a la hora de analizar el entramado en el que se desarrollan sus actividades, es posible determinar que este entramado, en ocasiones estudiado, pero raramente destacado, sirve a un complejo de intereses, especialmente los de los Estados con mejor posicionamiento internacional. Estas firmas, a su vez, se sostienen hoy día por su propio peso: las tres mayores, *Standard & Poor's*, *Moody's* y *Fitch Rating*, poseen el 90% del mercado de calificación de deuda, y resulta complejo el establecimiento de nuevas calificadoras, así como que éstas aumenten su participación en el mercado de calificación de deuda. Por tanto, el surgimiento de nuevas empresas calificadoras es muy dificultoso. Además, las tres mayores firmas ya mencionadas, si sufren alguna crítica, se recomponen rápidamente. Esto tiene su origen en los inversores y/o mercados depositan su confianza en estas empresas para calificar las deudas soberanas, y con ello, realizar o no operaciones en torno a ellas.

A su vez, los dictámenes de estas agencias calificadoras han sido objeto de pocos análisis en términos relativos con otros aspectos de la realidad económica internacional, si se considera la incidencia que supone su opinión o calificación para los Estados en desarrollo. En particular, el caso que aquí nos interesa analizar es la variación de las calificaciones de deuda hacia la República Argentina.

Históricamente, nuestro país se constituyó en país deudor, debido a la imposibilidad crónica de acumular ahorro. Además, registra un historial de incumplimiento del pago de la deuda dado en buena medida por las dificultades para hacer frente a los compromisos financieros externos (Reinhart y Rogoff, 2004). En función de lo antedicho, precisa de fondos externos para hacer frente a sus obligaciones, ya que buena parte de las divisas que genera suelen a pasar a ser categorizados como formación de activos en el exterior, o “fugas de divisas” conforme su denominación más general. Por tanto, implica un alto grado de dificultad el utilizarla para el financiamiento de infraestructura o estímulos hacia el interior de su economía. El rol de exportador de productos primarios o manufacturas de baja intensidad ha hecho que la República Argentina sea dependiente de factores exógenos, determinados los precios por los mercados internacionales y lo pone en una posición desigual respecto a países

desarrollados, que exportan bienes de capital o primarios y sus precios de exportación son menos volátiles.

Este trabajo se orienta a estudiar la variación de las calificaciones de la deuda argentina por parte de las agencias calificadoras de riesgo en el período 2011-2019. Este recorte temporal permite analizar administraciones con diferente signo político, cada una de las cuales diseñó y ejecutó estrategias diferentes de vinculación con los mercados de capital. Además, permite analizar distintas calificaciones de deuda y posibilidades de financiamiento. Asimismo, el estudio de ambas administraciones da cuenta de la diferencia en el tratamiento respecto a la deuda externa que las mismas sostuvieron.

Frente a este escenario, surge el siguiente interrogante, ¿qué variación tuvieron los dictámenes de agencias calificadoras de riesgo hacia la República Argentina durante los años 2011-2019? En este contexto, se manifiesta que el objetivo del presente trabajo es analizar la variación de las notas de las agencias calificadoras de riesgo respecto a la Argentina durante los años 2011-2019.

En consideración de tal objetivo general, se considera permitente avanzar sobre los siguientes objetivos específicos:

1. Escutar los factores que determinaron los dictámenes de las agencias calificadoras de riesgo hacia la República Argentina durante 2011-2019.
2. Indagar acerca de la variación de tales dictámenes hacia la República Argentina, diferenciando entre la segunda presidencia de Cristina Fernández (2011-2015) y la de Mauricio Macri (2015-2019).
3. Identificar el modo en el cual las calificadoras ponderaron los factores político-económicos que condicionan a nivel interno e internacional, a la hora de la realización de las calificaciones por parte de las agencias.

Este trabajo sostiene por hipótesis que *las notas de las calificadoras de riesgo hacia la República Argentina durante el período 2011-2019 reportaron una significativa incidencia de los factores cualitativos, todo lo cual conllevó a que las evaluaciones durante la administración Macri resultaran más favorables que las registradas durante la administración Fernández al ponderarse positivamente las reformas promercado más allá del derrotero de los factores cuantitativos.*

Cantor y Packer (1996) exponen las características primordiales de las agencias calificadoras de riesgo, como las calificaciones que otorgan las dos calificadoras de mayor envergadura, *Moody's Investors Service* y *Standard & Poor's*, sus criterios de calificación y comparaciones de dictámenes de deuda. En la misma línea, Kruck (2011) realiza una exploración teórica más profunda y compleja que la de los autores recién referenciados. En este mismo orden de cosas, Bone (2006) estudia, al igual que Cantor y Packer, las características de estas agencias, en especial los ratings que éstas proveen, cómo funcionan en el sistema internacional, y cómo afectan a la inserción financiera internacional de un país.

Más cercano en el tiempo es el trabajo de Whitman (2016), quien releva el rol histórico de las calificadoras desde su surgimiento. Así como también, estudia la presencia de otras calificadoras de riesgo en el mercado, su porcentaje de participación y los requisitos para la incorporación de una nueva calificadora a la *Securities and Exchange Commission*, SEC,¹.

Otro trabajo es el de Miranda (2012), que también estudia los factores subyacentes a los *ratings* de estas calificadoras, y además vincula tales calificaciones con el papel desarrollado por el Banco Central Europeo (*ECB*, en inglés) durante la crisis griega luego del año 2009 y su posterior rescate. Su interrogante reside en el nivel de influencia de las calificaciones de *Standard & Poor's* sobre las decisiones del ECB, afirmando en las conclusiones de su trabajo que la influencia tiende a variar en casos de crisis -donde el accionar de la ECB es mayormente político que económico- respecto a los casos que no hay crisis -durante las cuales la ECB sí tiene más en cuenta las calificaciones de *S&P* y motiva sus acciones de forma económica a priori que política.

Por otro lado, Pena Sánchez (2000) y Ramos (2004) analizan en la región latinoamericana el accionar de estas agencias calificadoras, así como también comparan y muestran diferencias de calificación para el mismo país, observando subjetividad en los dictámenes de estas agencias que suelen ser denominados objetivos, al estar basados en diversos factores racionales. Broker Bone (2002), realiza un estudio acerca de la credibilidad de las calificadoras, vinculándolo a su vez con los dictámenes de *Standard & Poor's* hacia la deuda soberana argentina durante el período 1993-2001, observando cuáles fueron los factores principales en la caída de estos dictámenes durante tal período.

¹ Comisión de Intercambios e Instrumentos Financieros, en inglés.

Entre otras producciones que se pueden mencionar respecto a la República Argentina y su inserción financiera internacional, se encuentra el de Nemiña (2012), quien analiza la política exterior financiera durante los años 1991-2011. En el mismo, distingue entre el período de la ley de convertibilidad (1991 a 2001) y el de la entrada de dólares genuinos, pero en un contexto restrictivo por el *default* argentino del año 2001 y las reestructuraciones de deuda llevadas a cabo en 2005 y 2010, respectivamente. También la contribución de Miranda (2009) resulta de interés para el tema a analizar, debido a que resalta no sólo las medidas tomadas para la inserción financiera, sino a su vez cómo es que se formulan las mismas, es decir, intenta develar la estructura decisora de esta política pública. En el mismo orden de cosas, Fernández Alonso (2014) da cuenta de las restricciones de la República Argentina a la hora de definir su inserción financiera internacional, teniendo en contra los reclamos de diversos tenedores de bonos o inversores a través de los Acuerdos Internacionales de Inversión (AII). Estos reclamos, por lo general sitos en el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI), sin dudas merman la confianza y el espacio de maniobra de la República Argentina a nivel internacional para la obtención de fondos extranjeros.

Para su desarrollo, esta tesina se asiste de las contribuciones teórico-metodológicas de la Economía Política Internacional (EPI). En este marco, se respalda principalmente en los aportes críticos de Susan Strange. Esta autora plantea que, desde la década de 1970, el sistema financiero internacional asumió un rol central y protagónico, desarrollando prácticas que exceden al Estado nacional y lo convierten en lo que denominó “estado hueco” (Strange, 1996). Para ese entonces, los Estados continuaban siendo los actores primordiales de la arena internacional, pero han mermado su poder frente a otros actores. En especial, Strange destacó el rol de la tecnología y de las finanzas en este escenario internacional, frente a los cuales los Estados son cada vez más deficientes o impotentes y se ven forzados a trabajar con estas fuerzas, entre las que se destacan las agencias calificadoras de riesgo como parte del poder financiero. Strange sostiene que “la autoridad de los gobiernos de todos los Estados, grandes y pequeños, fuertes y débiles, ha sido debilitada como resultado del cambio tecnológico y financiero, y la integración acelerada de las economías nacionales en una economía global de mercado” (Strange, 1996:13-14). A partir de la explicación de esta autora de la pérdida de poder estatal y del aumento en relevancia de diversos actores a nivel internacional (Strange, 1996), entre los que se destacan las agencias

calificadoras de riesgo, es que se puede explicar la relación entre el Estado argentino y estas empresas.

Asimismo, el trabajo de Kruck (2011) es el que nos permite comprender qué son las agencias calificadoras de riesgo, cómo han surgido y cuál es su regulación. En la misma línea, se encuentra Daniel Cash (2019). Cash no sólo se aboca al estudio de las calificadoras, sino que además releva tanto la situación que debería darse en la teoría y la divergencia con la que ocurre en la práctica. Cash y Kruck (2019, 2011), en sintonía con el análisis de Strange, convienen en que los Estados han entregado poder a estas agencias, ya que a ellas requieren los dictámenes acerca del valor de su deuda y su posible *default*, otorgándoles la potestad de determinar si los Estados solicitantes dejarán de cumplir sus obligaciones.

Cash (2019:17) define a la función principal de una agencia calificadora de riesgo como proveer de asistencia “a un rango de inversores en tomar decisiones de inversión de manera informada”. Además, Kruck (2011:18) agrega que esta función la llevan a cabo a través de la recolección de información dispersa sobre la situación financiera de los acreedores y el riesgo de impago de algunos instrumentos, y lo condensan en una nota o letra que representa una unidad simple de riesgo relativo al crédito. Y esta nota, para ambos autores, es una evaluación acerca de si el acreedor cumplirá en tiempo y forma sus obligaciones, reflejando la posibilidad de impago de un bono de acuerdo a sus términos originales, y es un servicio por el cual la agencia cobra una tasa (Cash, 2019; Kruck, 2011).

Por otro lado, para poder comprender las posibilidades de financiamiento externo argentino, es preciso saber, en primer lugar, qué se entiende por inserción financiera internacional de la República Argentina. Esta inserción financiera, a partir de la descripción de Nemiña y Cantamutto (2018, 2019) o Molina Díaz y Florido (2013), se puede comprender como las acciones desarrolladas por un Estado, en este caso la Argentina, en vistas a la obtención de divisas extranjeras necesarias para el funcionamiento de la economía. Tales acciones pueden ser: el tratamiento de la deuda externa, la relación con países acreedores o con posibilidades de convertirse en tales, estrategias de atracción de capitales extranjeros, la posición respecto al cambio o no de la arquitectura financiera internacional, entre otros.

A la hora de analizar los factores domésticos e internacionales, resulta importante comprender que no debe privilegiarse uno sobre otro. El debate que inició

James Rosenau (1969) y que continuaron autores como Putnam (1988) con su teoría de los juegos de doble nivel, procura determinar la existencia de una interacción constante entre los factores internos y externos. Esto implica que, si bien puede existir un mayor peso relativo de unos sobre otros, utilizar un sólo tipo de factor para explicar la política internacional resulta insuficiente.

El enfoque metodológico es de tipo mixto, con predominio del enfoque cualitativo. De acuerdo a Denzin y Lincoln (1994:4, citado por Baranger, 2009:3), “los estudios cuantitativos enfatizan la medición y el análisis de relaciones causales entre variables, y no de procesos”, mientras que, en el enfoque cualitativo, se observa “un énfasis en procesos o significados que no son rigurosamente examinados, o mensurados (si es que se los mide de alguna manera), en términos de cantidad, monto, intensidad o frecuencia”.

Por lo tanto, en la perspectiva cualitativa, la recolección de datos residió en la identificación de los principales factores utilizados y esgrimidos por las calificadoras, y el establecimiento de políticas públicas por parte de las administraciones argentinas. El análisis de los datos surgió a partir de la lectura y contrastación de los mismos, a los corpus establecidos a través del análisis cuantitativo, permitiendo falsabilizar la hipótesis. En la perspectiva cuantitativa se destaca, como técnica de recolección, la obtención de informes otorgados por las agencias calificadoras de riesgo y cifras provenientes de fuentes oficiales. Se conformó *corpus* de datos de los principales indicadores macroeconómicos argentinos, así como calificaciones y fundamentaciones de las agencias. Se los categorizó y ordenó.

En el despliegue de su diseño metodológico, el trabajo se asiste de fuentes primarias y secundarias. En las fuentes primarias, se encuentran los comunicados de prensa o documentos de páginas web de las agencias calificadoras de riesgo. Las agencias que tienen todos sus comunicados y documentos disponibles en línea es *Moody's* y *Standard & Poor's*, en tanto que *Fitch Ratings* sólo tiene publicados desde el año 2019, haciendo necesario recurrir a fuentes secundarias, particularmente periódicos. Además, como fuentes primarias gubernamentales argentinas, se encuentran el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), el Banco Central de la República Argentina (BCRA) y las publicaciones del Ministerio de Relaciones Exteriores, Comercio Internacional y Culto. Respecto a las fuentes secundarias, se destacan los trabajos académicos y artículos de periódicos.

Las dos variables generales planteadas para este trabajo a partir de la hipótesis existente, son, a saber: la variación de las notas de las agencias calificadoras de riesgo hacia la República Argentina, y la situación macroeconómica general de la República Argentina.

Para dar cuenta de estas variables, se utilizaron los siguientes indicadores: los factores de los dictámenes de las agencias calificadoras de riesgo; la diferenciación entre los dictámenes de las tres principales calificadoras; las reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina (BCRA); la deuda soberana externa y en moneda extranjera de la Argentina; el estado de la balanza de pagos, es decir, cuenta corriente, capital y financiera; la política cambiaria y el tipo de cambio; la posición del país respecto a la arquitectura financiera internacional.

En lo referente a la estructura de la tesina, se compone de 3 capítulos y conclusiones finales. En el primer capítulo, dedicado al primer objetivo específico, se estudian los factores teóricos utilizados por las agencias calificadoras de riesgo, tanto a nivel cualitativo como cuantitativo; el segundo y tercer capítulo, procuran indagar e identificar las variaciones de los dictámenes de las agencias y los factores político-económicos utilizados por éstas durante las presidencias de Fernández (2011-2015) y Macri (2015-2019). Por último, se ponen a consideración las conclusiones finales.

Capítulo 1: Factores que determinaron los dictámenes de las agencias calificadoras de riesgo hacia la República Argentina durante 2011-2019

Este capítulo se propone estudiar los factores que determinan las calificaciones soberanas realizadas por las agencias calificadoras de riesgo (ACR). Esto permite dotarle de sustento teórico a los acontecimientos que posteriormente se analizan, como ser las notas otorgadas por cada agencia, sus cambios y las motivaciones que esgrimen las empresas. Como se ha mencionado en la introducción, tres son las ACR que poseen el 90% del mercado en lo que respecta a la calificación de instrumentos financieros, a saber: *Standard & Poor's (S&P)*, *Moody's* y *Fitch Rating (Fitch)*. Cada una de estas empresas poseen un sistema de calificación propio, pero que, de acuerdo con David Tennant y Marlon Tracey (2016), Andreas Kruck (2011) y Daniel Cash (2018), tienden a ser bastante similares. A continuación, se especifica qué se entiende por calificación de deuda soberana y el resultado que esta tiene para cada firma. Asimismo, los factores que ponderan cada una de las agencias, sus diferencias y similitudes, y posteriormente se analiza la posibilidad de subjetividad al interior de estos sistemas de calificación.

En primer lugar, resulta primordial definir qué se entiende por calificación de deuda soberana. Laura Jaramillo (2010:4) define a la misma como la “evaluación de la capacidad y voluntad de un gobierno del repago de sus deudas en tiempo y forma” y tiene por objetivo ser “medidas cualitativas a largo plazo de la probabilidad de impago, elaboradas por las agencias calificadoras de riesgo”. De acuerdo a Ashok Bhatia (2002), estas agencias consideran dos tipos de *default* o impago de esta deuda: uno es el impago indiscutido de la deuda (*outright default*) y otro es el impago por reestructuración (*restructuring default*). El impago indiscutido de la deuda, implica la “falta del pago de una suma material del interés o el capital de un instrumento de deuda en su vencimiento o en períodos de aplicación del capital o de gracia”, mientras que el impago por reestructuración supone la “posposición, intercambio o cualquier otra reestructuración de un instrumento de deuda de una manera que puede parecer coercitiva, involuntaria y en apuros” (Bhatia, 2002:9). La dificultad radica en distinguir qué eventos representan un impago por reestructuración, lo que requiere de la definición por parte de las agencias de si la reestructuración es coercitiva o voluntaria. Como esta clarificación de si es coercitiva o voluntaria se hace *ex ante*, es decir, previas al hecho de reestructuración, ponen en juego matices, como por ejemplo si la reestructuración fue voluntaria en espíritu, pero en la práctica fue obligada (Tennant y Tracey, 2016:16-17). Es interesante destacar en este punto que entre los eventos de *default* que consideran las calificadoras no se incluye el impago a la deuda con otros Estados (por ejemplo, el Club de París) u

organismos multilaterales de crédito (como el Banco Mundial o el Fondo Monetario Internacional), sino que se trata de la capacidad de honrar de forma voluntaria y capaz las deudas con los acreedores privados (Tennant y Tracey, 2016:17).

En tal sentido, hay una divergencia entre qué se mide exactamente en la calificación de la deuda para cada agencia calificadora. En el caso de *S&P*, simplemente trata de reflejar la posibilidad de que ocurra un *default*, sin importarle la magnitud o gravedad del mismo, el tiempo que el gobierno permanece en tal situación y el costo total de tal *default*. *Moody's*, por su parte, va un poco más allá, ya que su intención es medir las probabilidades de pérdida por parte de los inversores (*expected loss*), al estudiar no sólo la probabilidad del *default* sino también el ritmo de recuperación post *default*. *Fitch*, a su vez, usa un modelo híbrido: califica a los emisores por su probabilidad de impago y a los instrumentos por su expectativa de pérdida (Tennant y Tracey, 2016:17). La divergencia observada no se destaca en la calificación de aquella deuda soberana de los Estados industrializados, donde la diferencia en la calificación suele ser mínima, sino que la variación se manifiesta en la calificación de las deudas de grado especulativo.

Resulta menester definir antes de continuar con el análisis, cuáles son las notas que efectivamente utilizan las empresas aquí estudiadas para calificar a la deuda soberana de los Estados, tal como se observa en la tabla 1.

Tabla 1: categorías de las calificaciones otorgadas por las agencias calificadoras de riesgo.

Descripción	S&P	Moody's	Fitch	Nivel
Alta	AAA	Aaa	AAA	Inversión
Alta Media	AA+	Aa1	AA+	
	AA	Aa2	AA	
	AA-	Aa3	AA-	
Superior Media	A+	A1	A+	
	A	A2	A	
	A-	A3	A-	
Baja Media	BBB+	Baa1	BBB+	
	BBB	Baa2	BBB	
	BBB-	Baa3	BBB-	
Especulativa	BB+	Ba1	BB+	Especulativo
	BB	Ba2	BB	
	BB-	Ba3	BB-	

Descripción	S&P	Moody's	Fitch	Nivel
Altamente especulativa	B+	B1	B+	
	B	B2	B	
	B-	B3	B-	
Riesgo substancial	CCC+	Caa1	CCC+	
	CCC	Caa2	CCC	
	CCC-	Caa3	CCC-	
Extremadamente especulativa	CC	Ca	CC	
	C	Ca	C	
En default	RD	C	RD	
	SD	/	SD	
	D	/	D	

Fuente: elaboración propia a base de World Government Bonds (2020).

De acuerdo a Pena Sánchez (2000), “existe una gran cantidad de inversores institucionales que tienen por norma no invertir en papeles que no tengan las características de *investment grade*” o nivel de inversión. Por tanto la capacidad para tomar deuda de un Estado, se restringe notablemente cuando su deuda soberana está por debajo de la categoría de nivel de inversión. se restringe notablemente la capacidad deudora de un Estado por debajo de este nivel.

Se determinan aquí entonces los factores de calificación de deuda soberana utilizados por las tres grandes agencias calificadoras estudiadas.

En primer lugar, se pone en consideración el caso de *Moody's*. Esta firma evalúa primero la fortaleza económica e institucional del soberano para determinar la solidez de la economía del país. En esta evaluación de la economía, *Moody's* se concentra en el potencial de crecimiento, la diversificación, la competitividad, el ingreso nacional y la escala de la economía, teniendo en cuenta también un posible boom del crédito, ya que un exceso de éste podría generar inestabilidad e inflar los indicadores. En el aspecto institucional, su evaluación refleja su capacidad y voluntad de repago, y si el gobierno posee capacidad para implementar políticas que estimulen el crecimiento. En tal sentido, *Moody's* afirma que “cerca del 30% de *defaults* soberanos han estado directamente relacionados a debilidades institucionales y políticas, desde la inestabilidad política a problemas para gobernar y balancear el presupuesto, incluyendo la negativa del impago” (*Moody's*, 2019). Paralelamente a este análisis, *Moody's* estudia la fortaleza fiscal para determinar el estado de las finanzas gubernamentales. El peso relativo de la

deuda se evalúa al examinar la relación de la deuda tanto con el Producto Bruto Interno (PBI) como con los ingresos fiscales. Luego de estos análisis se combina el estudio fiscal con el económico y político para determinar la fortaleza financiera del gobierno. A esto se le suma la posibilidad de una serie de eventos de riesgo que son considerados, lo que puede reducir su calificación. Entre estos eventos se pueden resaltar el riesgo político (tanto doméstico como geopolítico), riesgo de liquidez gubernamental, riesgo del sector bancario y vulnerabilidades externas (Tennant y Tracey, 2016:18-19).

Standard & Poor's, por su parte, tiene un sistema de calificación crediticia similar al de *Moody's*. Realiza un perfil económico y de efectividad institucional como asimismo de gobernanza de cada soberano para reflejar “la resiliencia de la economía de un país, la fortaleza y estabilidad de sus instituciones civiles, y la efectividad de su diseño de políticas” (S&P, 2020). Sin embargo, S&P, parece considerar más factores que *Moody's* en tal evaluación, al estar basado el puntaje de la “efectividad institucional” y gubernamental en los siguientes factores:

- A. La estabilidad, predictibilidad y efectividad del diseño de políticas e instituciones políticas del Estado calificado, considerado el factor más importante en este aspecto.
- B. La transparencia y *accountability* de las instituciones, datos y procesos, el cual provee información adicional y actúa como calificador del primer factor.
- C. La cultura de pago de la deuda soberana por parte de un Estado.
- D. Riesgos de seguridad externos (como guerra o posibilidad de tal). Estos dos últimos aspectos son utilizados para hacer ajustes necesarios a la calificación.

S&P también computa puntajes monetarios, fiscales y externos por cada deuda soberana, los cuales combina para formular un perfil de desempeño y flexibilidad. Este perfil refleja la visión de S&P en torno a la “sostenibilidad del balance fiscal gubernamental y el peso de la deuda, en vistas a la posición externa del país, así como la flexibilidad fiscal y monetaria del gobierno” (S&P, 2020). Tres factores son tenidos en cuenta en esta determinación, a saber:

- 1. El estado de la divisa en transacciones internacionales;
- 2. La liquidez externa del Estado, que actúa como indicador de la capacidad de la economía para generar el intercambio comercial necesario para hacer frente a sus obligaciones públicas y privadas para con los no residentes;

3. La posición económica internacional del Estado, lo cual muestra los activos y pasivos de los residentes, tanto en moneda local como extranjera, relativo al resto del mundo.

El puntaje fiscal de *S&P* es similar al de *Moody's* ya que da cuenta de la sostenibilidad de un gobierno soberano de su deuda y su déficit. Este indicador “refleja el alcance de la autoridad monetaria para cumplir con su mandato, mientras que apoya el crecimiento económico sostenible y atenúa shocks económicos o financieros de gran magnitud” (*S&P*, 2020). *Standard & Poor's* resalta que la inclusión del puntaje monetario es importante, puesto que una política monetaria flexible puede ayudar a desacelerar o prevenir el deterioro del valor crediticio en tiempos de dificultades. Esto se da porque la política monetaria puede ser utilizada como un instrumento de estabilización tanto para facilitar las condiciones crediticias cuando está a la baja o para ajustarlas cuando está en un boom de crecimiento. Primero se formula el perfil de desempeño y flexibilidad a partir de la combinación de los puntajes externo, fiscal y monetario. A su vez, se combina con la efectividad institucional y de gobierno y el perfil económico, para determinar una calificación inicial para la deuda soberana. Ésta se vuelve definitiva luego de aplicar algunos ajustes suplementarios (Tennant y Tracey, 2016:19-21).

En el caso de *Fitch*, su análisis del riesgo soberano contiene cuatro amplios factores los cuales tienen ponderación diferencial. A continuación, se detallan dichos factores junto con su respectivo porcentaje de ponderación:

1. Desempeño macroeconómico, políticas y perspectivas, con un peso relativo de 10,3%;
2. Características estructurales de la economía (47,4%);
3. Finanzas públicas (25,4%) y
4. Finanzas externas (16,9%).

Fitch afirma que el “registro de una estabilidad macroeconómica, apuntalado por un marco de políticas creíbles, tiene una influencia positiva tangible en las credibilidades y notas de la deuda soberana” (*Fitch*, 2020). Esta calificadora realiza una evaluación de la volatilidad macroeconómica utilizando un cálculo a 10 años de la desviación de los cambios porcentuales anuales del PBI, el índice de precios al consumidor (IPC) y la tasa efectiva y real de cambio de divisas (*REER* en inglés). La agencia entonces resalta que una tasa de inflación alta y volátil durante un extendido período de tiempo efectos a largo plazo y lleva a bajas notas de deuda.

Las características principales de la economía, incluyendo el riesgo político, son las de mayor peso en el análisis de riesgo que realiza *Fitch*. *Fitch* utiliza el ingreso nacional per cápita como un valor imperfecto del tipo de actividades que se realizan en el Estado analizado. Un PBI per cápita alto, sugiere que el empleo está relacionado con actividades con alto valor agregado, permitiendo a la economía responder de forma más cómoda a shocks externos.

Para *Fitch*, el riesgo político es una consideración clave, y la firma destaca que “la voluntad política y la capacidad para movilizar recursos necesarios para honrar las obligaciones financieras son un elemento clave de la credibilidad soberana” (*Fitch*, 2020). Además, las relaciones del Estado con la comunidad internacional, incluyendo el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial puede influir la calificación soberana de deuda de *Fitch*. Por lo general, prevalece en la consideración la relación con el FMI, y se otorga ratings más bajos a aquellos países que ante un escenario de dificultades, se niegan o son incapaces de concordar el auxilio financiero (que incluye condicionalidades políticas) con el Fondo. Sin embargo, cabe aclarar que recibir apoyo financiero de emergencia es visto como una señal de peligro y lleva a un perfil crediticio más débil.

El manejo de las finanzas públicas por parte de un gobierno es el segundo elemento con mayor peso en el análisis de *Fitch*. Los factores considerados incluyen la sostenibilidad del peso de la deuda pública, el *stock* de activos financieros presentes en el mercado y que son inembargables, pasivos de contingencia y el intercambio comercial del país. *Fitch* también examina la estructura de la deuda, siendo su maduración, tasa de interés y monedas que lo componen, factores importantes en la determinación del riesgo.

Por último, *Fitch* toma en consideración a las finanzas externas del Estado en su análisis de las condiciones crediticias soberanas. Al respecto, releva la composición y *stock* de los activos y pasivos externos, así como la capacidad de la economía de generar intercambio comercial (*Fitch*, 2020). Este intercambio comercial, por supuesto, es uno de los aspectos que permite cumplir con las obligaciones en materia de deuda externa. El estado de la balanza comercial es estudiado para dar cuenta de la volatilidad y potencial vulnerabilidad de lo recibido en ingresos externos y transferencia. La vulnerabilidad en términos de intercambio comercial y otros shocks es también considerada, ya que examina la dependencia hacia las *commodities*, tomando en

consideración si es una canasta diversificada o puede llegar a ser una sola, como el turismo (Fitch, 2020:24).

A continuación, se presenta una tabla la cual compara las variables utilizadas por cada agencia calificadora.

Tabla 2.

	<i>Fitch</i>	<i>Moody's</i>	<i>Standard & Poor's</i>
Macroeconomía/ Crecimiento	<p>PBI per cápita. Consistencia de la política fiscal y monetaria y credibilidad del marco de políticas. Sostenibilidad de crecimiento a largo plazo. Competitividad de la economía. Demanda por la divisa local. Capacidad para implementar políticas macroeconómicas contracíclicas. Composición de la cuenta corriente.</p>	<p>PBI per cápita. Volatilidad a largo plazo de la salida nominal. Escala de la economía. Integración en zonas económicas y de comercio.</p>	<p>Velocidad y patrón del crecimiento económico. Alcance y eficiencia de la política monetaria. Tamaño y composición de los ahorros y las inversiones. Expansión monetaria y crediticia. Comportamiento de los precios en ciclos económicos.</p>
Finanzas públicas	<p>Activos financieros gubernamentales. Activos soberanos en el exterior. Volatilidad de los ingresos públicos. Relación del ingreso público respecto al PBI. Dinámicas a mediano plazo de la deuda pública. Credibilidad del marco fiscal de políticas e instituciones. Flexibilidad financiera.</p>	<p>Capacidad gubernamental para elevar los impuestos, bajar el gasto, vender activos u obtener divisas extranjeras (ejemplo: de las reservas).</p>	<p>Recaudación y gastos estatales, y tendencias al superávit o déficit. Compatibilidad de la postura fiscal con factores monetarios y externos. Flexibilización y eficiencia en el incremento de la recaudación pública. Efectividad y presiones del gasto público. Tamaño y estado general de las empresas estatales no financieras.</p>
Deuda	<p>Tamaño y ritmo de crecimiento de la deuda pública. Composición de la deuda pública (maduración, tasa de interés y divisa). Pasivo de contingencia gubernamental. Maduración y estructura actual de los activos y pasivos externos. Distribución de los pasivos externos y activos por sector. Registro de pagos.</p>	<p>Nivel de deuda. Pago de intereses e ingresos. Estructura de la deuda pública. Peso del repago de la deuda. Dinámicas de la deuda. Pasivos condicionales. Profundidad financiera.</p>	<p>Deuda pública general neta y bruta; deuda externa neta y bruta. Porcentaje del ingreso destinado a intereses. Peso del pago de la deuda. Perfil de maduración y divisas que la componen. Acceso a financiamiento concesionado. Profundidad y extensión del mercado de capitales local.</p>
Sector financiero	<p>Indicadores de riesgo macro-prudenciales. Calidad y supervisión del sector bancario. Porcentaje del sector bancario bajo propiedad extranjera.</p>	<p>Fortaleza del sector financiero. Pasivos de contingencia del sector bancario.</p>	<p>Robustez del sector financiero. Efectividad del sector financiero.</p>

Finanzas externas	Flujos de capital. Inclinación de los no residentes a proveer crédito y adquirir activos domésticos. Porcentaje de los egresos destinados al pago de la deuda externa. Adecuación de las reservas.	Dinámicas de la balanza de pagos. Reservas en moneda extranjera. Acceso a capitales extranjeros. Indicador de la vulnerabilidad externa.	Impacto de las políticas fiscal y monetaria sobre las cuentas externas. Estructura de la cuenta corriente. Composición de los flujos de capital. Adecuación de las reservas.
Tipo de cambio	Régimen de tipo de cambio. Indización y dolarización.	Régimen de tipo de cambio. Indización y dolarización.	Compatibilidad del régimen del tipo de cambio. Indización y dolarización.
Política	Riesgo de guerra. Legitimidad del régimen político. Relaciones con la comunidad internacional y sus instituciones.	Guerra. Grado de consenso político. Caos político. Eficiencia y previsibilidad de la acción gubernamental. Nivel de transparencia política.	Estabilidad y legitimidad de las instituciones políticas. Participación popular en los procesos políticos. Orden de la sucesión al liderazgo. Transparencia en los objetivos y decisiones de política económica. Seguridad pública. Riesgo geopolítico.
Estructural/ Institucional	Efectividad gubernamental. Apertura a los flujos de capitales internacionales y al comercio. Fortaleza del ámbito empresarial, capital humano y gobernanza. Respeto a las normas y a los derechos de propiedad. Control de la corrupción.	Transparencia. Nivel de innovación. Inversión en capital humano. Respeto a los derechos de propiedad.	Eficiencia del sector público. Factores institucionales, como la independencia del banco central. Puntualidad, cobertura y transparencia en los reportes. Competitividad y beneficios en el sector privado.
Otros	Índice de ahorros. Apertura de la economía al comercio. Dependencia de los commodities.	Terremotos. Huracanes. Crisis especulativas.	Prosperidad, diversidad y grado de orientación al mercado. Diferencias en el ingreso. Proteccionismo y otras influencias que no provienen del mercado. Flexibilidad laboral.

Fuente: FMI (2010:101-102).

En consideración de los elementos utilizados por las agencias calificadoras de riesgos para su evaluación, Tennant y Tracey (2016) explicitan que difieren substancialmente entre ellas en su forma de combinar los factores para determinar la nota del crédito soberano. Estos autores afirman que “*Moody’s* organiza sus cuatro factores principales en una escala de quince puntos y los combina en tres etapas; *S&P* organiza sus cinco factores principales en una escala de once puntos y los combina en cinco etapas; y *Fitch* incluye sus cuatro factores amplios como diecinueve variables en un modelo de regresión múltiple, del cual deriva sus ponderaciones y calificaciones preliminares” (Tennant y Tracey, 2016:24). Sin embargo, los factores principales son muy similares para las tres agencias. De acuerdo a un informe del FMI (2010), el PBI per cápita, el nivel y composición de la deuda, algún indicador de la estabilidad política, la fortaleza del sector financiero y los recursos del mismo tipo que tiene el gobierno, así como el tipo de cambio, son elementos que recorren el análisis de las tres calificadoras. Sin embargo, la diferencia se nota en el peso relativo y la cantidad de variables utilizadas dentro de estos factores. Es así como *Moody’s*, es el que menos variables utiliza, ya que pone un mayor énfasis en los eventos de riesgo, en tanto que *Fitch* y *S&P* le otorgan mayor peso relativo a los pasivos de contingencia del Estado que analizan. Sin embargo, *Moody’s* y *S&P*, parecen sopesar un número de factores más amplio que *Fitch* en lo que refiere a estructura económica general, siendo que *Moody’s* considera a la innovación y a la inversión en capital humano, así como *S&P* incluye las diferencias en el ingreso y medidas proteccionistas. Un trabajo del FMI (2010) plantea estas diferencias relativas en los factores no sólo entre agencias, sino entre diferentes países, determinando que la relevancia otorgada por estas agencias a cada factor depende del tipo de país estudiado.

Este listado de variables utilizadas por las agencias para determinar el riesgo soberano, resulta muy amplio. Sin embargo, si se coteja y compara estas variables usadas por cada una de las calificadoras, se obtienen variables que representan un común denominador a todas las firmas. Estas variables, además, son las más relevantes para las tres. Es por ello entonces que luego de la extensa descripción de los factores que determinan las calificaciones de las agencias calificadoras de riesgo se pone en cuestión en este trabajo si existe o no espacio o margen para la subjetividad. La primera aseveración a la que se podría arribar, luego de cotejar las diversas variables y subvariables que utilizan las agencias calificadoras de riesgo, que además son indicadores económicos no maleables por los evaluadores, es que la combinación de todos estos datos a través de una lente que se supone imparcial -las agencias- permite

realizar calificaciones de deuda soberana a través de factores objetivos, y, por tanto, no hay margen para la subjetividad.

Sin embargo, diversos elementos dan cuenta que esto es falso. Las agencias calificadoras vieron su auge a nivel global luego de la caída del orden de Bretton Woods, el incremento en instrumentos financieros y la expansión del mercado privado de capitales. En este sentido, los países emergentes procuraron nuevos fondos en este mercado privado, y para ello demandaron notas de deuda por parte de las calificadoras a partir de la década del 90 (Kruck, 2011). Esto se encuentra en consonancia a lo expuesto por Bhatia (2002), quien sostiene también que fue en la década de 1990 que comenzaron a ampliarse las calificaciones soberanas a los países emergentes, afirmando entonces que hace menos de tres décadas que se analiza a los países no miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Esto resulta de especial relevancia debido a que “los países se encuentran bajo una presión en incremento [al existir] inversores que apuntan [...] a obtener la seguridad de una evaluación de una agencia calificadora, ante la posibilidad de invertir en lugares lejanos del globo” (Sinclair, 2005:139). Tales inversores encuentran esta seguridad o confort, en el amplio conocimiento que dicen las agencias calificadoras de los emisores de los instrumentos financieros a analizar, conocimiento específico que ha sido cuestionada por ser tan breve el período en el que hubieran podido adquirirlo, es decir, este espacio de tiempo menor a 30 años (Ferri, 2004).

Por tanto, si bien utilizan un número reducido de variables con importancia relativa similar, tiende a existir una discrepancia entre las tres mayores agencias respecto a la calificación de la deuda soberana, tanto su nota como en la frecuencia con la que anuncian las subas y bajas de las mismas. De acuerdo a Arezki, Candelon y Sy (2011), *S&P* es quien más seguido cambia las calificaciones soberanas, seguido de *Moody's*, y en último lugar, *Fitch*. Esto resulta relevante, debido a que la baja en la nota puede reducir el flujo y costes del financiamiento externo, especialmente si pasa de un grado de inversión a uno especulativo. Afecta tanto al Estado o al ámbito público, como además incrementa las dificultades y costos para el sector privado, y por ello, en repetidas ocasiones, los anuncios de cambios de nota, originaron reclamos y contestaciones por parte de los Estados soberanos. Estas protestas rara vez son atendidas o respondidas por las agencias calificadoras, al ser parte de la cultura del secretismo respecto a los métodos utilizados por las empresas.

Con la crisis asiática de finales de la década de 1990 se suscitaron diversas críticas hacia las agencias. Esto desembocó en la publicación de libros con ratios financieros, tanto por parte de *Moody's* como *S&P*, relacionados con sus calificaciones de deuda. No obstante, no fueron sido 'explícitos acerca del peso relativo otorgado a las variables en sus evaluaciones finales' (Jaramillo, 2010:4), por lo que la publicación de tales libros no implica una mayor claridad en los determinantes utilizados para calificar la deuda soberana. Asimismo, se resalta que, si bien existe un mayor nivel de transparencia respecto a los ratios utilizados, el análisis cuantitativo representa sólo un aspecto que determina la calificación. Al respecto, Sinclair (2005:34) concluye que "las calificaciones combinan información cuantitativa y cualitativa, produciendo fundamentalmente un resultado cualitativo – un juicio".

En la misma línea, Kruck (2011:26) afirma que "resulta bastante claro que, al fin y al cabo, factores subjetivos [...] también cuentan cuando la nota es determinada". Esto usualmente es relativizado y menospreciado por las agencias en favor de los factores cuantitativos del proceso. Esto puede generar confusión o ser engañoso de acuerdo a una investigación del FMI (2010). La misma concluyó que el elemento cualitativo es tan importante como el cuantitativo, y que el elemento cualitativo presenta un nivel de flexibilidad que asimismo permite la existencia de subjetividad al interior del juicio que se emite. Esto se observa especialmente, dice Sinclair (2005), en las variables políticas que son analizadas o retomadas por las agencias, y que convierten por lo tanto a la calificación de la deuda soberana como una de las más subjetivas del área.

A modo de recapitulación

Este capítulo se propuso determinar la ponderación de los determinantes de la calificación de deuda soberana por parte de las agencias calificadoras de riesgo. Las empresas tienden a destacar y sobreestimar a los factores cuantitativos, aquellos medibles en forma de variables económicas y financieras. Sin embargo, como se analiza aquí, no existe especificación por parte de las empresas del peso relativo otorgado a las variables utilizadas. Asimismo, se afirma que poseen metodologías similares y un conocimiento amplio y detallado de activos financieros del Estado calificado. Esto no es del todo cierto, ya que, como se definió antes, el plazo en el que han calificado a economías emergentes o en transición -como es el caso de Argentina- es menor a 30 años, que se entiende como de poca extensión. Además, se difiere, en ocasiones sustancialmente, respecto a la calificación otorgada por cada una de las agencias a la

deuda soberana de cada Estado, generando suspicacias y dificultades para el inversor, así como problemas de financiamiento para el calificado.

Por otro lado, los elementos cualitativos -en particular, los factores políticos y el propio juicio de la agencia calificadora- modifican y alteran las calificaciones que en principio sólo contienen elementos cuantitativos, y, por tanto, dan lugar a subjetividades en la calificación de deuda, lo que también genera una diversidad de calificaciones. Es por ello que, efectivamente, entender que sólo los factores destacados por las agencias, es decir, aquellos cuantitativos, son los que determinan las calificaciones, resulta erróneo. Un análisis más asertivo incluye tanto los elementos cuantitativos como los cualitativos.

En los próximos dos capítulos se indaga acerca de la variación de tales dictámenes hacia la República Argentina durante la segunda presidencia de Cristina Fernández (2011-2015) y la de Mauricio Macri (2015-2019). En el mismo orden de cosas, se contrasta la preponderancia de los factores domésticos y globales a la hora de la realización de las calificaciones por parte de las agencias.

Capítulo 2: Variación en los dictámenes de las agencias y su vínculo con el desempeño macroeconómico durante la segunda presidencia de Cristina Fernández (2011-2015).

El presente capítulo analiza las variaciones de los dictámenes de las agencias calificadoras de riesgo durante la presidencia de Cristina Fernández, vinculado al desempeño macroeconómico y a la estrategia hacia los flujos de capitales, lo que permite un mejor abordaje de tales variaciones.

Cristina Fernández de Kirchner inició su segundo mandato presidencial el 10 de diciembre de 2011, tras haber sido reelecta por un total de 54,11% de los votos. De acuerdo a lo expuesto por Esteban Actis et al. (2017), para el segundo período presidencial de Cristina Fernández, el contexto internacional se tornó más restrictivo, observando sus efectos especialmente a nivel económico².

Por ello, resultaba lógico que Argentina buscara apoyo en el mercado financiero internacional. Sin embargo, se produjo una combinación de no poder y no querer. Por una parte, no pudo porque el conflicto con los *holdouts* a partir del año 2011 comenzó a ser adverso a ella y le restó confianza a los posibles inversores. Además, la relación con Estados Unidos era distante y recibió poco apoyo de Obama al respecto. Por otro lado, no quiso, en primer lugar, por las críticas que venía realizando a la Arquitectura Financiera Internacional (AFI) desde su participación en el G-20 (Abeles y Kiper, 2010; Raimondi, 2014). Asimismo, las inversiones en cartera que no podía concentrar, las podría haber obtenido de “otras inversiones”, como ser, un préstamo del FMI. Sin embargo, la mala experiencia que Argentina había sufrido con el Fondo, y la negativa a ser monitoreados por el organismo, impidió también obtener divisas de esta parte.

Las notas de las agencias calificadoras de riesgo durante la segunda presidencia de Cristina Fernández son presentadas a continuación en la siguiente tabla.

² En este sentido, Matías Kulfas sostiene que “a fines de 2011, la macroeconomía argentina mostraba importantes desajustes. El tipo de cambio prácticamente no se había movido en los años precedentes, mientras que los costos internos crecían de manera notable. Las importaciones se incrementaron en un escenario de elevado consumo interno. La política energética no logró expandir la inversión, mientras crecía la demanda tanto en hogares como en la actividad productiva, de modo que el sector se tornó deficitario y debió recurrir a costosas importaciones para evitar el colapso. La industria argentina, que había crecido de manera virtuosa hasta 2008, mostraba señales de estancamiento en términos de creación de empleo y problemas de competitividad en algunas ramas, y no hubo nuevas políticas industriales para profundizar y fortalecer los logros anteriores; el panorama mostraba un peso mayor de las importaciones y un abultado déficit externo” (Kulfas, 2014:10-11).

Tabla 3: calificaciones de deuda soberana en moneda extranjera a largo plazo de las agencias calificadoras de riesgo, período 2011-2015.

Fecha	S&P	Perspectiva	Moody's	Persp.	Fitch	Persp.
5 Oct 2011	B	Estable	B3	Estable	B	Estable
23 Apr 2012	B	Negativa				
17 Sep 2012			B3	Negativa		
30 Oct 2012	B-	Negativa			B	Negativa
27 Nov 2012					CC	
10 Sep 2013	CCC+	Negativa				
17 Mar 2014			Caa1	Estable		
17 Jun 2014	CCC-	Negativa				
30 Jul 2014	SD					
31 Jul 2014			Caa1	Negativa	RD	
2 Nov 2015			Caa1	Estable		
24 Nov 2015			Caa1	Positiva		

Fuente: elaboración propia a base de *World Government Bonds y Trading Economics* (2020).

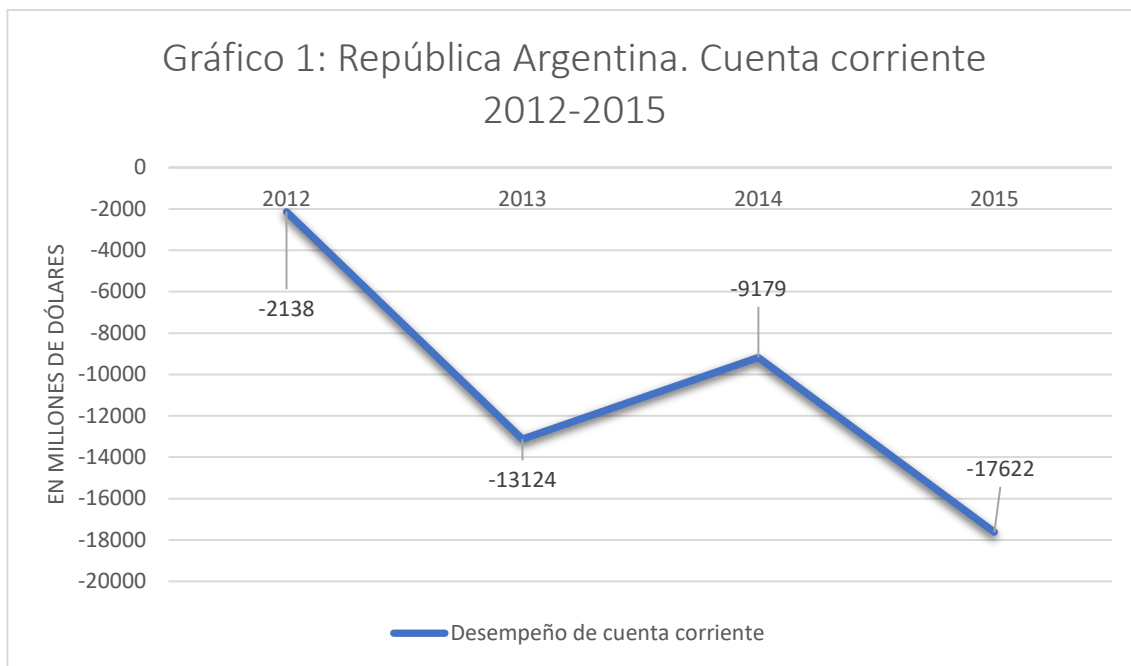
El primer dato a tener en cuenta de esta tabla es que las notas de las agencias eran buenas para octubre de 2011. El buen desempeño macroeconómico que había llevado adelante Argentina desde el 2003, se había visto reflejado en una mejora en las calificaciones, recuperando una calificación que poseía en los niveles previos a la crisis del año 2002 (*World Government Bonds*, 2020).

Standard & Poor's fue la primera en rebajar la calificación de deuda soberana argentina en el período estudiado. Lo hizo en abril de 2012, alegando que la expropiación de Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) y diversas políticas implementadas implicaban un mayor riesgo macroeconómico y posibles problemas de liquidez (BBC Mundo, 2012; *Ámbito Financiero*, 2012). Argumentos similares fueron esgrimidos por *Moody's Investor Service* para justificar el cambio de la perspectiva de estable a negativa en septiembre de ese año (*Moody's*, 2012; *El Litoral*, 2012), entre los

que se destaca, además de la expropiación de YPF, los controles en las importaciones y el impago de la deuda con el Club de París. Finalmente, *Fitch* fue la última de las tres en realizar una primera modificación a la calificación en octubre de 2012, ya que cambió la perspectiva de deuda de estable a negativa, aunque mantuvo una B como nota. Al respecto, la principal preocupación que argumentó hacía referencia al fallo adverso de Griesa en el juicio contra los *holdouts*, así como el embargo de la fragata A.R.A. Libertad en Ghana, en el marco del mismo caso. *S&P* también bajó la calificación, B a B-, y mantuvo la perspectiva negativa, con la misma tesis que *Fitch* (ICN, 2012; Fortuna Perfil, 2012; eLeVe, 2012).

En noviembre de 2012, *Fitch* fue la primera en volver a bajar la calificación de la deuda soberana, a CC, tal como se observa en la tabla 3. Rebajar la calificación de B a CC implica 5 escalones, de altamente especulativa a extremadamente especulativa, reduciendo aún más las posibilidades de acceso al crédito por parte de Argentina. *Fitch* estableció que consideró latente la posibilidad de un *default* y que el impago de una sola obligación, la de los *holdouts*, desembocaría en “una cascada de *defaults* de pago sobre todos los títulos de deuda emitidos bajo régimen de derecho internacional”. (*Fitch*, 2012; RFI, 2012; *Ámbito Financiero*, 2012).

Las calificadoras de riesgo, tuvieron en consideración para la elaboración de las notas, en parte los datos macroeconómicos que se analizaron a continuación.

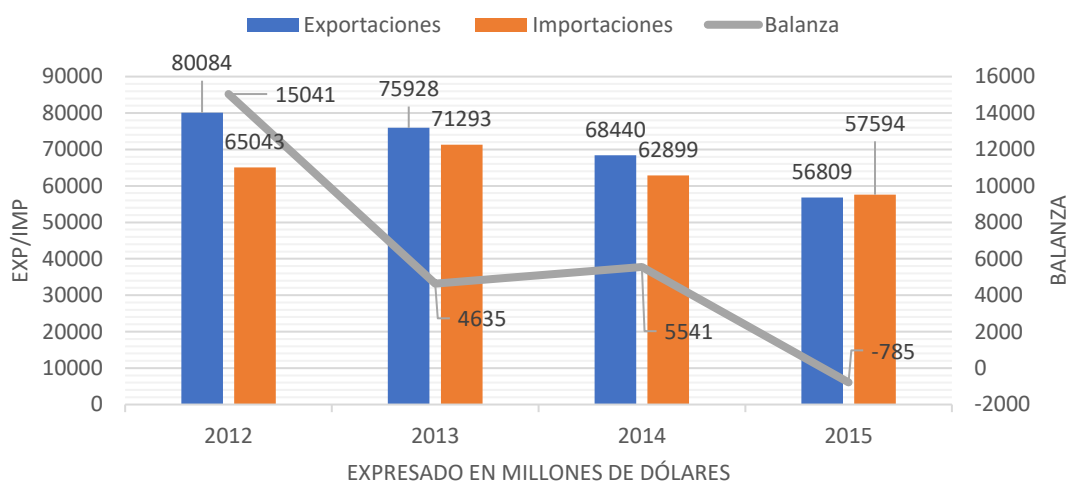


Fuente: elaboración propia a base del INDEC (2020).

En el avanzar del año 2012 el desempeño macroeconómico argentino comenzó a decaer. La cuenta corriente resultó deficitaria por US\$ 2.138 millones de dólares ese año. La cuenta corriente se compone de las subcuentas de bienes y servicios, ingreso primario (renta) e ingreso secundario (transferencias corrientes)³.

³ En el primer ítem, bienes y servicios, el Instituto Nacional de Estadística y Censo (INDEC), divide en dos esta subcuenta: entre bienes, por un lado, y servicios por otro. Los bienes, por su parte, hacen referencia a la exportación e importación de diferentes productos entre residentes y no residentes. Los servicios, por otro, representan gastos como viajes turísticos, transportes, o comunicaciones, entre otros. El segundo ítem, ingreso primario o renta, registra las entradas y salidas de la renta de la inversión, es decir, del dinero producido por la inversión directa, en cartera o de otro tipo en Argentina. Debe diferenciarse de la inversión en sí, que se registra como una operación extraordinaria en la cuenta financiera y no en la cuenta corriente (Marini, 2015:236).

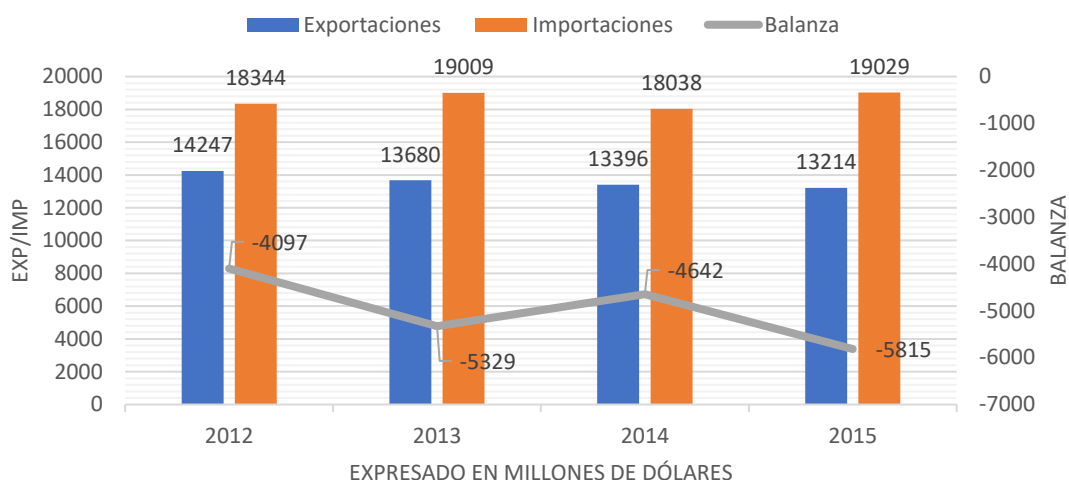
Gráfico 2: República Argentina. Balanza comercial de bienes 2012-2015



Fuente: elaboración propia a base del INDEC (2020).

En 2012, la balanza comercial de bienes resultó superavitaria, al exportar por 80.004 millones de dólares e importar por 65.043 millones de dólares, lo que dio como resultado 15.041 millones de dólares a favor. Los principales productos de exportación fueron los oleaginosos, representando 4 de las 5 principales mercaderías vendidas por US\$ 21.911 millones de dólares, es decir, el 27,38% del total. Incluso, si sólo se contabiliza los productos de la soja y sus derivados, ellos representan 17.209 millones de dólares, o 21,51% del total, destacando su relevancia para la economía argentina. Por lo que, si el precio y demanda de los mismos decaía, la situación desmejoraría.

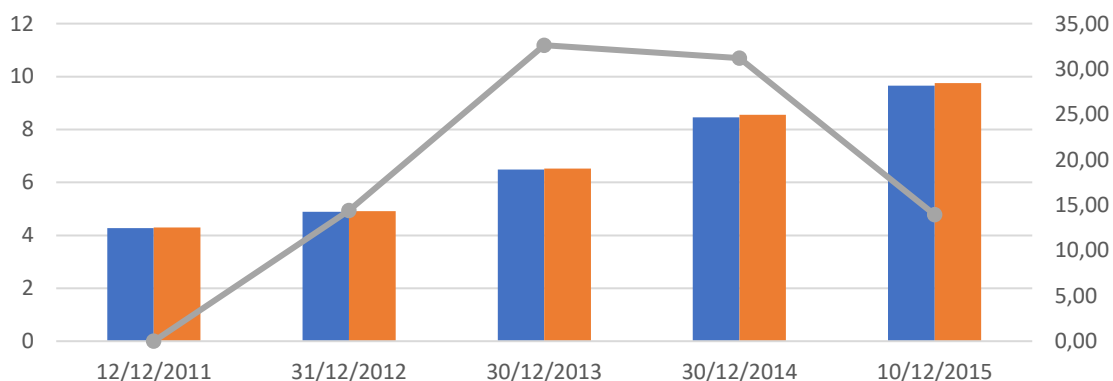
Gráfico 3: República Argentina. Balanza comercial de servicios 2012-2015



Fuente: elaboración propia a base del INDEC (2020).

Por otra parte, el comercio de servicios fue deficitario por US\$ 4.097 millones, al ingresar US\$ 14.247 millones y egresar US\$ 18.344 millones. Ante el aumento en las importaciones de bienes, el gobierno argentino estableció las declaraciones juradas anticipadas de importación (DJAI), destinado a complejizar, y, por tanto, desalentar estas importaciones.

Gráfico 4: Tipo de cambio. República Argentina, 2011-2015

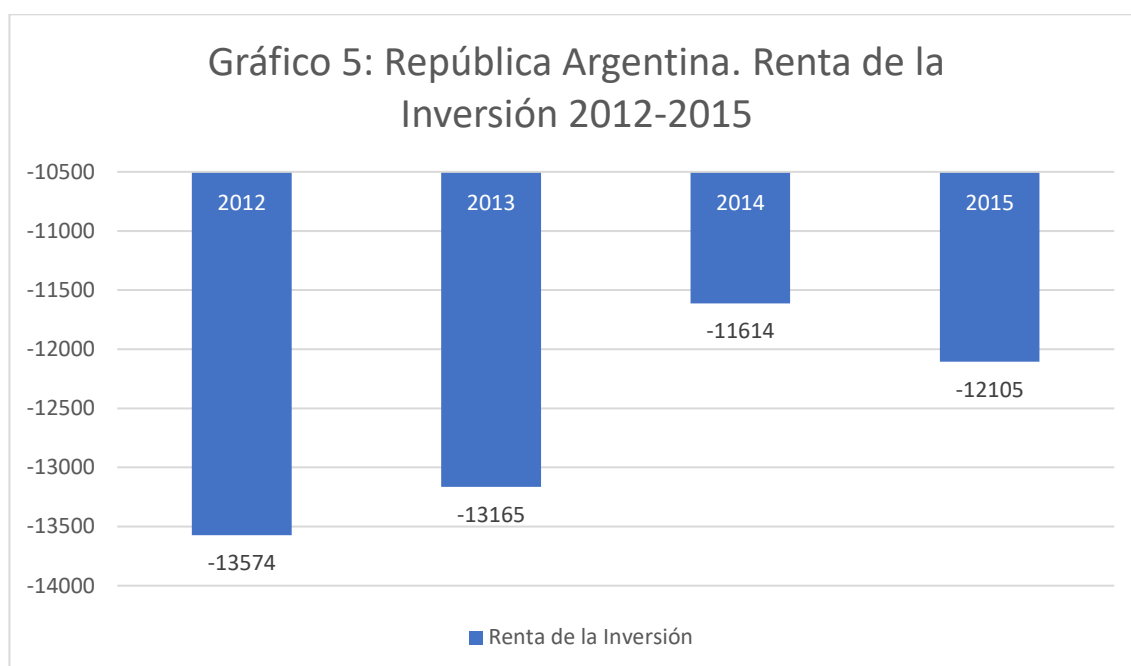


	12/12/2011	31/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	10/12/2015
Compra	4,27	4,89	6,485	8,46	9,655
Venta	4,3	4,92	6,525	8,56	9,755
Variación porcentual		14,42	32,62	31,19	13,96

Compra Venta Variación porcentual

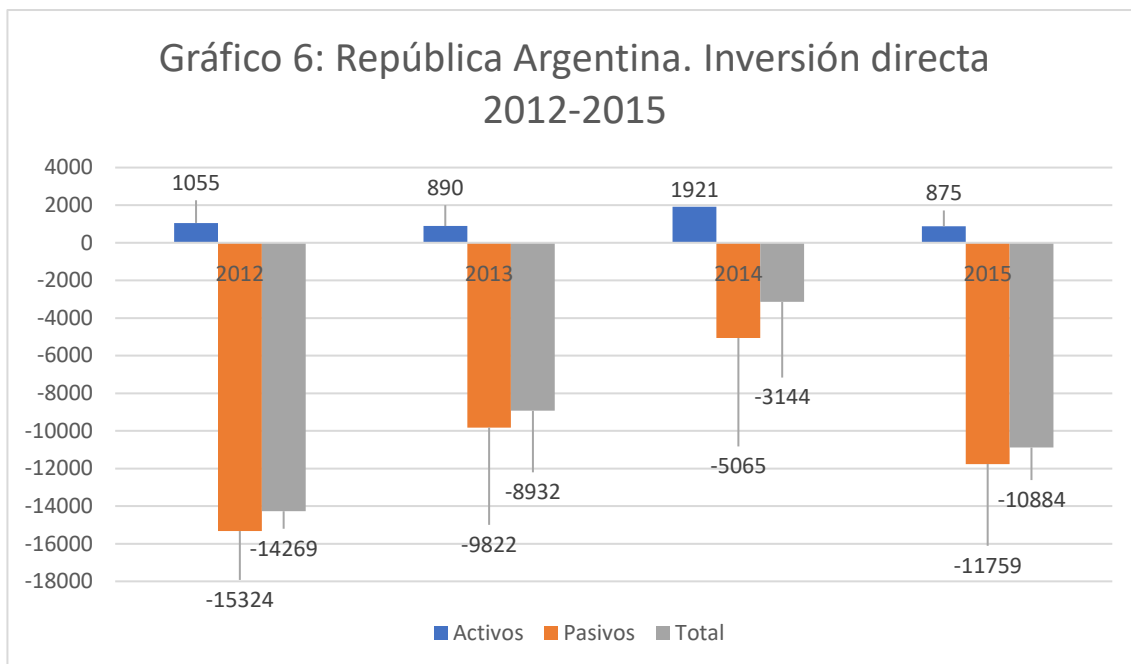
Fuente: elaboración propia a base del Banco de la Nación Argentina (2021).

A su vez, el tipo de cambio comenzó a ser intervenido por el gobierno nacional a través de diversas medidas, con el fin de evitar una mayor caída en las reservas (Badosa, 2015). El valor del dólar para compra en el Banco de la Nación Argentina, era, al momento de la asunción de Cristina Fernández, de 4,30 pesos argentinos. El inicio de estos controles cambiarios dio lugar a la expansión de un mercado paralelo de divisas, del cual se destacaba el dólar ilegal o dólar *blue*, denominado así por no estar bajo control del gobierno (Badosa, 2015).



Fuente: elaboración propia a base del INDEC (2020).

Por otro lado, a su vez, la subcuenta de renta de la inversión fue deficitaria por US\$ 13.574 millones en 2012. Esto significaba que el dinero producido por otras inversiones era deficitario.



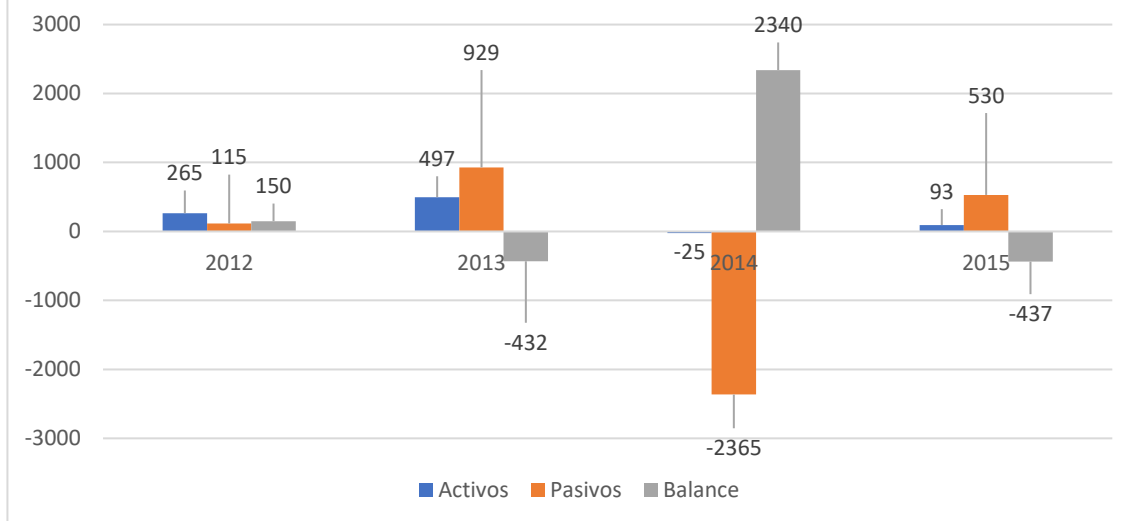
Fuente: elaboración propia a base del INDEC (2020).

Asimismo, la cuenta capital y financiera⁴ también resultó deficitaria por US\$ 2.788 millones en el mismo año. No obstante, cabe aclarar que no fue deficitaria en todas sus categorías. La inversión directa experimentó un déficit de US\$ 14.269 millones

⁴ La misma, de acuerdo a la clasificación establecida en el Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2009), es subdividida en cuenta de capital y cuenta financiera, utilizando el INDEC la misma metodología. La cuenta capital implica la transferencia de capital y condonación de pasivos sin una contrapartida, en tanto que la cuenta financiera “muestra la adquisición y disposición netas de activos financieros y pasivos. La cuenta se subdivide en cinco categorías: inversión directa, inversión de cartera, instrumentos financieros derivados, otra inversión y activos de reserva” (INDEC, 2020).

Para Marini (2015:238), la inversión directa “implica la compraventa de activos tangibles e intangibles iniciales o subsiguientes, la reinversión de utilidades, transferencias accionarias o participaciones de capital que reflejen un interés duradero entre residentes y no residentes”, mientras que la inversión en cartera “comprende las transacciones en títulos de participación de capital o de deuda ya sean bonos, pagarés, instrumentos del mercado monetario y otros”, y por último por “otras inversiones”, se entiende a los “créditos comerciales, billetes, depósitos bancarios, préstamos de organismos internacionales, etc.”.

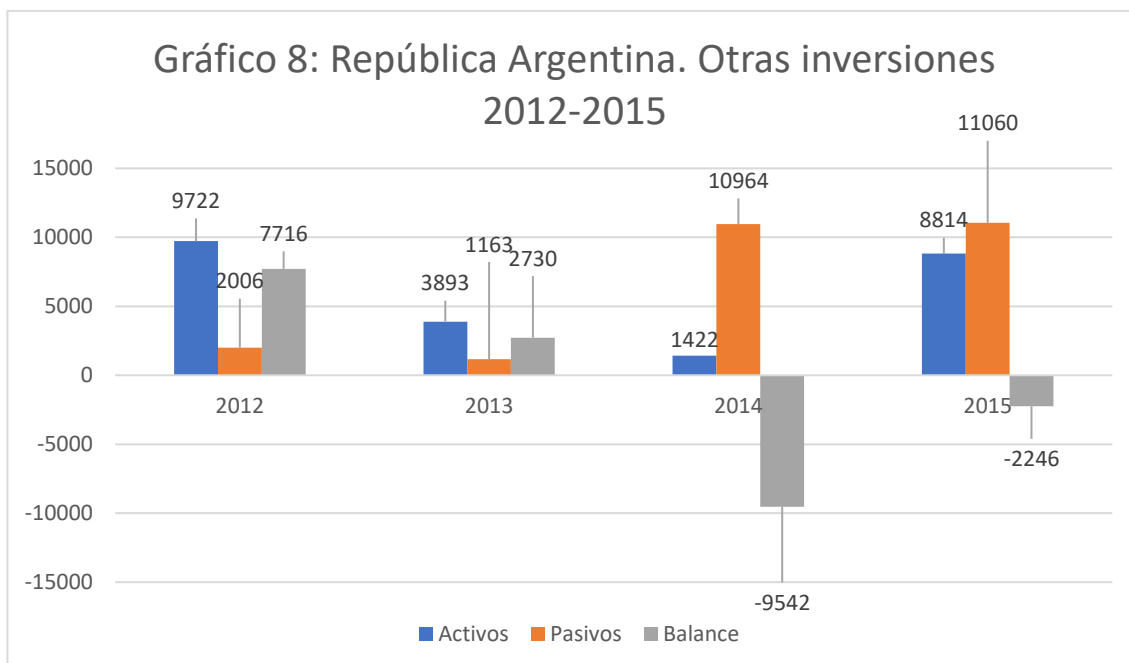
Gráfico 7: República Argentina. Inversión en cartera
2012-2015



Fuente: elaboración propia a base del INDEC (2020).

En tanto que la inversión en cartera tuvo un déficit de apenas US\$ 150 millones. Estos bajos niveles se daban por la restringida capacidad para tomar deuda que tenía la Argentina.

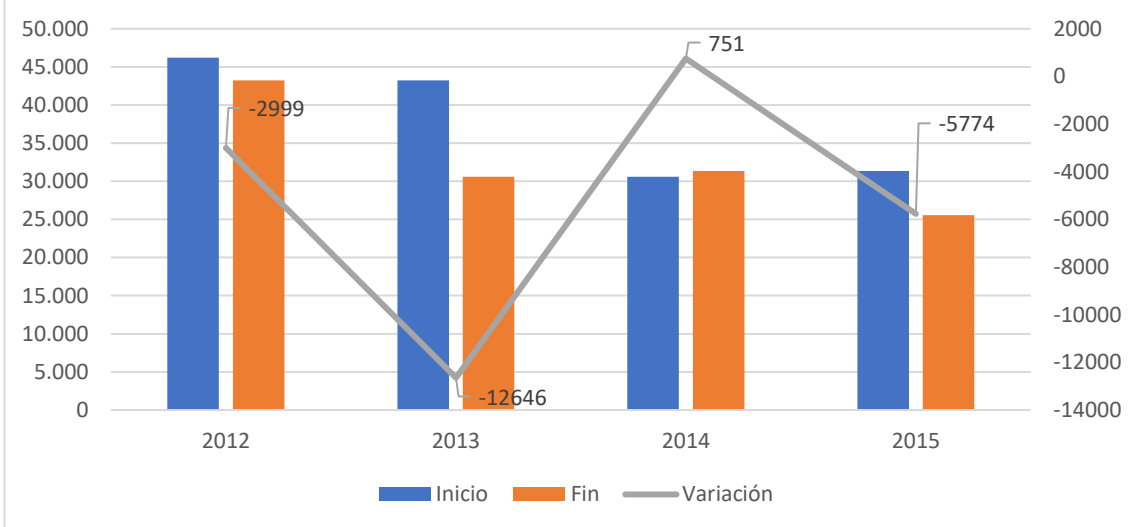
Gráfico 8: República Argentina. Otras inversiones
2012-2015



Fuente: elaboración propia a base del INDEC (2020).

Mientras tanto, la categoría de ““otras inversiones”” registró un superávit de US\$ 11.728 millones ese año.

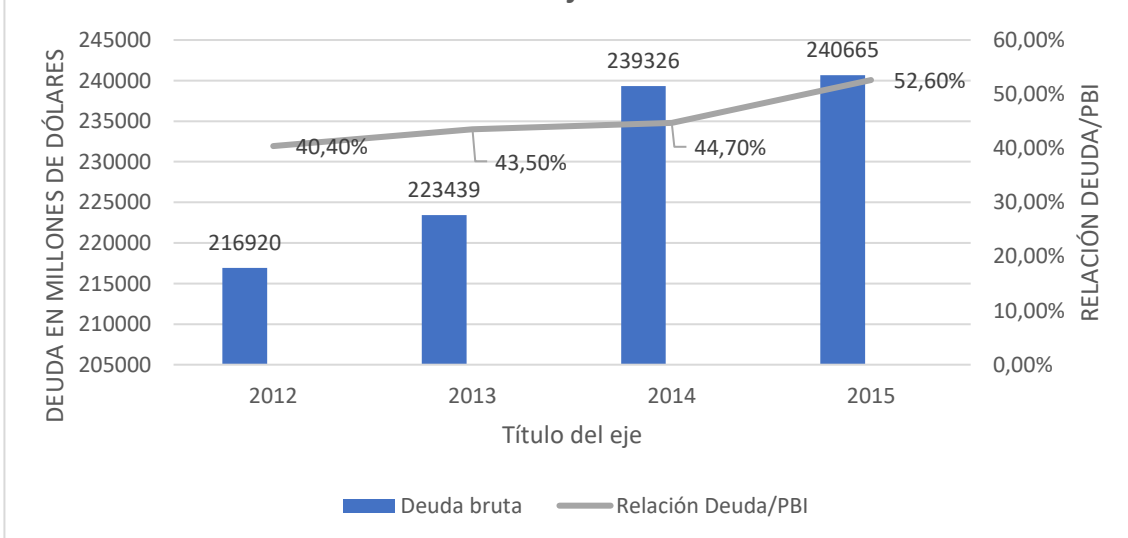
Gráfico 9: República Argentina. Reservas internacionales del BCRA 2012-2015



Fuente: elaboración propia a base del BCRA (2020).

Por otra parte, las reservas internacionales se redujeron en 2599 millones de dólares, pasando de 46.231 millones de dólares a 43.232 millones durante el año 2012.

Gráfico 10: República Argentina. Deuda bruta en moneda extranjera 2012-2015.



Fuente: elaboración propia a base del Ministerio de Economía (2020).

A su vez, la deuda soberana en moneda extranjera en 2012 representó un total de 216.920 millones de dólares, es decir, un 40,4% del PBI argentino de ese año⁵.

Se desprende entonces de los datos observados previamente, que la Argentina perdía reservas por varios motivos y precisaba de fondos externos. La primera razón es el mencionado déficit constante en la cuenta de servicios. pese a existir un superávit en la cuenta de bienes, el *commodity* o bien comerciable más importante de Argentina, estaba a la baja. La soja, la principal exportación argentina durante las tres gestiones del Frente para la Victoria, había alcanzado valores récord, llegando a US\$ 637 dólares la tonelada en julio de 2008, aunque descendió abruptamente en diciembre de ese mismo año producto de la crisis. Sin embargo, alcanzó un nuevo pico en 684 dólares en agosto de 2012. Aunque volvió a descender, se mantuvo por dos años más por encima de los 500 dólares, hasta junio de 2014. (Index Mundi, 2021).

El otro motivo, la creación de activos en el exterior, coloquialmente conocida como fuga de capitales. De acuerdo a Míguez (2020), “este dato representa simplemente todas las operaciones cambiarias destinadas al atesoramiento tanto de personas físicas como jurídicas. Es decir, las divisas que compran los ciudadanos y las empresas para ahorrar”. Esta creación de activos en el exterior había generado un egreso por 23.620 millones de dólares en 2011 (Barrera y Bona, 2018), y por ello, a partir de 2011 se implementaron diversos controles cambiarios, como se mencionó anteriormente, para evitar la continuación de esta alta salida de divisas. Debido a estos controles, la creación de activos externos descendió a 17.756 millones de dólares en 2012 (Barrera y Bona, 2018).

Posteriormente, en septiembre de 2013, S&P volvió a rebajar la calificación de la deuda soberana de B- a CCC+, el escalón que le sigue. Sucedió luego de que el fallo de Griesa de octubre de 2012 fuese ratificado por la Corte de Apelaciones de Nueva York en agosto de 2013, instando a la Argentina a abonar la deuda a los *fondos buitres*. S&P sostuvo su decisión en que “debido al aumento de los riesgos para el cumplimiento de la deuda, derivado de una demanda por el tramo que el gobierno de Argentina aún mantiene en *default*. El juicio podría dar lugar a la interrupción de pagos de los bonos

⁵ En este trabajo se considera que la deuda externa en sí misma no es positiva ni negativa, sino que lo que determina su carácter o valor es su utilización y capacidad de repago. La misma puede medirse en términos nominales, es decir, el stock total de la deuda y su composición, ya fuese en moneda nacional o extranjera, así como desglosar el tipo de moneda extranjera que la compone. Además, puede describirse en términos relativos, siendo la forma más utilizada la relación entre deuda externa y producto bruto interno (PBI).

actualmente bajo jurisdicción de Nueva York, o podría derivar en que la Argentina lleve a cabo un canje de deuda que podríamos considerar como dificultoso” (El País, 2013; Diario Alfil, 2013). Además, destacaba la posibilidad de que se debatiera un proyecto de ley que modificaba la ley de los bonos reestructurados en 2005 y 2010. Este proyecto contemplaba cambiar la jurisdicción de los bonos de Nueva York a Argentina, es decir, pasar de un poder judicial estadounidense al argentino, y para la calificadoras, si esto sucedía, era plausible entonces bajar nuevamente la calificación de la deuda (*Standard & Poor's*, 2013).

Para el 2013 la situación económica de la Argentina había decaído, y condecía con lo establecido por las calificadoras. La cuenta corriente resultó nuevamente deficitaria ese año por US\$ 13.124 millones de dólares, US\$ 10.986 millones más que en 2012. A su vez, la balanza de bienes tuvo superávit en 2013, al exportar por 75.928 millones de dólares e importar por 71.293 millones de dólares, lo que dio como resultado 4.635 millones de dólares a favor. Pese a este superávit, el resultado de la balanza de bienes implicó una caída interanual de 10.401 millones de dólares. Por otra parte, el comercio de servicios, registró ingresos por US\$ 13.680 millones y egresos por US\$ 19.009 millones, lo que dio como resultado un déficit por US\$ 5.329 millones.

Por otro lado, en 2013 la subcuenta de renta de la inversión fue deficitaria nuevamente por US\$ 13.165 millones. La cuenta capital y financiera registró un nuevo déficit, por US\$ 16.165 millones en el mismo año, lo que representó un aumento de 13.377 millones de dólares respecto al anterior año. Cabe aclarar que no fue deficitaria en todas sus categorías. La inversión directa experimentó un déficit de US\$ 8.932 millones, 5.337 millones de dólares menos que en 2012. La inversión en cartera, a la par, sufrió un déficit por US\$ 432 millones. Mientras tanto, la categoría de “otras inversiones” registró un superávit de US\$ 5.052 millones ese año, no obstante, esto significó una caída interanual de US\$ 6.676 millones. En otro orden de cosas, las reservas internacionales del BCRA pasaron de 43.232 millones de dólares a 30.586 millones durante el año 2013, lo que equivalió a una caída de 12.646 millones de dólares, una cifra muy alta. A su vez, la deuda soberana en moneda extranjera en 2013 representó un total de 223.439 millones de dólares, es decir, un 43,5% del PBI argentino de ese año y un incremento en términos nominales de US\$ 6.519 o 3%. Asimismo, la fuga de capitales resultó de US\$ 5.272 millones, lo que implicó una reducción de US\$ 12.484 millones interanual.

En 2014, Moody's fue la primera en rebajar la calificación, al hacerlo de una nota de B3 con perspectiva negativa a Caa1 estable, el siguiente escalafón inmediato. El comunicado emitido en marzo de ese año por esta calificadoradora estableció que esta rebaja obedeció a dos razones. La primera razón era la caída en las reservas internacionales, proceso detallado líneas arriba, y que la calificadoradora estimaba de US\$ 52,7 mil millones en 2011 a US\$ 27,5 mil millones al momento del comunicado. La segunda razón se trataba de lo que la empresa consideraba "un ambiente de políticas inconsistentes que incrementaba la posibilidad de que las reservas oficiales se encontrasen apremiadas este año y el próximo" (Moody's, 2014). Moody's advertía que este posible escenario hacía más probable el impago de sus obligaciones externas, al no poder revertir la caída en las reservas. Asimismo, consideraba que podía mejorar la nota de Argentina si las opciones de financiamiento incrementaban, pero estimaba también que el financiamiento bilateral iba a continuar limitado por los dos años siguientes, al no haber alcanzado hasta el momento la Argentina un acuerdo con el Club de París (Moody's, 2014).

Tal como puede observarse en la tabla 3, el 17 de junio de 2014, *Standard & Poor's* redujo nuevamente la calificación de la deuda argentina. En este caso, lo hizo de CCC+ a CCC-, manteniendo la perspectiva negativa. Ocurrió luego de que la Corte Suprema de Nueva York rechazase la apelación del Estado argentino frente a la sentencia en contra en el caso de los *holdouts*, con lo que quedó al borde de la calificación CC, calificación que ya le había otorgado *Fitch* un año y 8 meses atrás. Esta calificación implica que la deuda es extremadamente especulativa. Para *S&P*, Argentina tenía una "capacidad limitada para pagar a los acreedores demandantes, al mismo tiempo que cumple con su deuda actual" (*Standard & Poor's*, 2014). Además, afirmaba que el gobierno argentino podía intentar un nuevo canje de deuda en el cual "podría replicar el plazo, monto y cupón [de los bonos en disputa], aunque cambiaría la ley y jurisdicción de pago aplicables a la Argentina". Consideraban a este nuevo canje, como "en condiciones desventajosas y similar a un incumplimiento". (*Standard & Poor's*, 2014). Sebastián Briozzo, director de la agencia calificadoradora en Argentina, opinó que la caída de la nota se relacionó con la capacidad de impago por parte de Argentina a los fondos buitres (Cronista, 2015; La Nación, 2014).

Finalmente, el 30 de julio de ese mismo año, *S&P* calificó a la deuda argentina en posición de default selectivo (SD). Tal movimiento tuvo su origen en que Argentina no cumplió con sus obligaciones internacionales, ya que la sentencia del juez Griesa sostenía que, de no pagarle a los tenedores no reestructurados, se bloquearía el pago

de los bonos reestructurados con sede en Nueva York, específicamente en el Bank of New York Mellon o BoNY, lo que efectivamente ocurrió (Nemiña y Val, 2018:54). *Fitch Ratings* condujo una medida parecida, al rebajar la nota (ya bastante deteriorada) de CC a RD o incumplimiento restringido (en inglés, *restricted default*) (Infobae, 2014).

Moody's, por su parte, cambió la perspectiva de la deuda de Caa1 estable a negativa el 31 de julio. No obstante, desde entonces hasta el final de mandato de Cristina Fernández no rebajó la nota a ninguna categoría de *default*. Incluso, afirmó en un comunicado que “la calificación a largo plazo de Caa2 de los bonos bajo legislación extranjera refleja la expectativa de la agencia calificadora de que aún bajo una amplia gama de escenarios las posibles pérdidas para los tenedores de estos bonos muy probablemente sean modestas” (*Moody's*, 2014). Esto significaba que *Moody's* le otorgaba menor importancia al impago de la sentencia del juez Griesa en relación a las perspectivas de pago a largo plazo de la República Argentina, al contrario que *S&P* y *Fitch*. Además, la agencia consideró el impago de la deuda a los reestructurados, como una cuestión legal, ya que entendía que había voluntad de pago por parte de Argentina (*Moody's*, 2014), y por tanto, no consideró que hubiese incumplimiento. Por último, al ganar Mauricio Macri, pero previo a su asunción, le brindó a la deuda soberana argentina un cambio de perspectiva, primero a estable, y luego a positiva. Las calificaciones de *S&P* y *Fitch* permanecieron iguales hasta el final del mandato de Fernández.

Para el 2014 y 2015, la macroeconomía argentina continuó desmejorando. La cuenta corriente resultó nuevamente deficitaria en 2014 por US\$ 9.179 millones de dólares y por US\$ 17.622 millones en 2015. A su vez, las exportaciones superaron a las importaciones en 2014, al exportar por 68.440 millones de dólares, un 9,86% menos que en 2013, e importar por 62.899 millones de dólares, un 11,77% menos que en 2013 lo que dio como resultado 5.541 millones de dólares a favor. En 2015 las exportaciones cayeron nuevamente por un 16,99% interanual, registrando un total de 56.809 millones de dólares y las importaciones también, por un 8,43% interanual, totalizando US\$ 57.594 millones. En tal sentido, la balanza comercial resultó deficitaria por 785 millones de dólares. Por otra parte, el comercio de servicios, registró ingresos por US\$ 13.396 millones y US\$ 13.214 millones en 2014 y 2015 respectivamente, y egresos por US\$ 18.038 millones y US\$ 19.029 millones. Tal intercambio resultó, por tanto, deficitario en 2014 por 4.642 millones de dólares y en 2015 por 5.815 millones de dólares. A su vez, el tipo de cambio respecto al dólar fue de AR\$ 9,75 por US\$ 1, tal como se detalló en el gráfico 4. No obstante, cabe destacar que el mercado paralelo o ilegal continuaba

su curso, y la brecha cambiaria con el dólar no oficial o *blue* era cercana al 63% (Baldosa, 2015).

En otro orden de cosas, la subcuenta de renta de la inversión nuevamente sufrió déficit, por 11.614 millones de dólares en 2014 y 12.105 millones de dólares en 2015. La cuenta capital y financiera también registró un egreso en ambos años. El mismo fue de US\$ 9.321 millones en el mismo año, lo que representó una contracción de 6.844 millones de dólares respecto al anterior año. No obstante, al año siguiente el déficit fue de 18.498 millones de dólares, un aumento de 9.177 millones de dólares, casi el doble. La inversión directa experimentó un déficit de US\$ 5.065 millones en 2014 y de US\$ 11.759 millones en 2015. La inversión en cartera, por su lado, fue superavitaria en 2014 por US\$ 2340 millones, principalmente por la caída en los pasivos. En cambio, en 2015 fue nuevamente deficitaria por 437 millones de dólares. Entretanto, la categoría de “otras inversiones” representó un déficit de US\$ 9.542 millones en 2014, aunque en 2015 se contrajo este déficit US\$ 2.246 millones.

En el mismo período, las reservas internacionales del BCRA variaron de US\$ 30.586 millones de dólares a US\$ 31.337 millones durante el año 2013, un alza de 751 millones. Sin embargo, las reservas cayeron nuevamente por US\$ 5.774 millones, a un total de 25.563 millones de dólares en diciembre de 2015. Por su parte, la deuda soberana en moneda extranjera en 2014 implicó 239.326 millones de dólares, y en 2015, 240.665 millones de dólares. es decir, un 44,7% y 52,6% del PBI argentino, respectivamente. Este incremento representó un 7,71% o 17.226 millones de dólares con respecto a 2013. Por último, la creación de activos en el exterior menguó a US\$ 286 millones en 2014, aunque en 2015 ascendió nuevamente a 12.402 millones de dólares (Barrera y Bona, 2018). La suma total durante el segundo período de Cristina Fernández fue entonces de US\$ 35.716 millones. Los mismos se financiaron con el superávit en la cuenta de bienes durante el período estudiado, excepto los años 2013 y 2015 en los que no fue suficiente y fue cubierto con reservas del BCRA (Rua y Zeolla, 2018:15).

A modo de recapitulación

En el recorrido analítico realizado pudieron advertirse algunos factores que pesaron en la variación de las notas de calificación de la deuda argentina en el período 2011-2015. La primera es que *Moody's* fue la más benevolente respecto a sus calificaciones, al ser más moderados sus cambios. En la misma línea, la nota de *Moody's* nunca llegó a ser de incumplimiento, sino que se sostuvo dentro de lo que es

riesgo substancial, e incluso se mantuvo en el primer escalafón, siendo Caa1, aunque variando la perspectiva. Por otro lado, las calificaciones de *S&P* y *Fitch* sí cayeron en el nivel de incumplimiento, pero variaron en la velocidad en la que fueron decreciendo. *Fitch* colocó la calificación de CC, extremadamente especulativa, en noviembre de 2012, mucho antes de que la sentencia a favor de los *holdouts* quedara firme. En tanto que la nota otorgada por *S&P* mudó a un ritmo menor, y correspondió por lo general a las diversas etapas del conflicto argentino en la corte de Nueva York. Sin embargo, ambas coincidieron en la fecha en la que calificaron a la deuda de *default* selectivo o restrictivo.

Moody's, *Fitch* y *S&P* ponderaron elementos que hacen a condiciones político-económicas domésticas y externas. En primer lugar, las políticas desarrolladas por el gobierno de Fernández, entre los que destacaron los controles cambiarios, las licencias a las importaciones y la expropiación de YPF. Además, tuvieron en cuenta los niveles de reservas internacionales, pero no se hizo mención a la caída en los precios internacionales de los *commodities* que afectó a las exportaciones de bienes y, por tanto, a los niveles de reserva mencionados, un factor que no sólo resultó interno como externo, afectando ambos planos. Por otra parte, la relación de deuda/PBI había crecido tan sólo del 42,4% al 52% del año 2012 al 2015. Como se mencionó previamente, era un valor bajo para un país en desarrollo y sin embargo, tal baja relación de deuda/PBI no fue mencionado en los comunicados de las ACR, por lo que en este trabajo se deduce que no fue ponderado.

Otro elemento que fue ponderado por las agencias durante la administración Fernández, fue el conflicto con los *holdouts*. El mismo influenció las condiciones político económicas y sin embargo, no fue calificado por todos por igual, como ya se analizó anteriormente. *Standard & Poor's* fue modificando su calificación casi al mismo tiempo que se producía un nuevo acontecimiento en el litigio, mientras que *Fitch* arribó a la misma nota, pero la rebajó más marcadamente y a un ritmo mayor que *S&P*, con lo que entró en su consideración, pero en un menor nivel. *Moody's* también lo ponderó, pero nunca motivó que bajase la calificación a una de incumplimiento, por lo que no le otorgó la misma importancia relativa que los otros dos. Las tres agencias aquí estudiadas, le brindaron una mayor relevancia a la disputa con los *holdouts* y a la deuda con el Club de París, de la que le convidaron al hecho de que Argentina cumplía con sus obligaciones internacionales con los tenedores reestructurados, y que representaban un total del 93% de la deuda reestructurada argentina entre 2005 y 2010. Incluso, luego de que el gobierno argentino finalmente alcanzase un acuerdo con el Club de París, en mayo de 2014, no se modificaron las calificaciones por parte de ninguna de las agencias.

Se deduce entonces que le otorgaron importancia en tanto resultó un elemento negativo, pero una vez se solventó, no cambió nada.

Ergo, lo desarrollado hasta aquí marca que las calificadoras de riesgo ponderaron los factores con diferentes niveles de énfasis y con diferente importancia relativa. Consideraron primordialmente elementos de la política, a priori que la economía. Se hizo especial hincapié en aquellos elementos negativos, tanto a nivel interno como externo. Los elementos positivos pasaron a un segundo plano. Cabe destacar, además, que las calificadoras ponderaron y utilizaron elementos similares en sus argumentos. Sin embargo, sus calificaciones fueron variando con diferente ritmo.

Capítulo 3: Variación en los dictámenes de las agencias y su vínculo con el desempeño macroeconómico durante el único período de Mauricio Macri (2015-2019).

El presente capítulo analiza las variaciones de los dictámenes de las agencias calificadoras de riesgo durante la presidencia de Mauricio Macri, vinculado al desempeño macroeconómico y a la estrategia hacia los flujos de capitales, lo que permite un mejor abordaje de tales variaciones.

Mauricio Macri, de la coalición Cambiemos, fue electo en segunda vuelta el 22 de noviembre de 2015. En esta instancia venció, con el 51,34% de los votos a Daniel Scioli, del Frente para la Victoria, quien obtuvo por su parte el 48,66% de los sufragios. La reñida contienda se produjo en un contexto de estancamiento económico, caída de las reservas internacionales, aumento leve de la deuda externa y alta inflación. Asimismo, se observaba un tipo de cambio oficial y uno no oficial o *blue*, con una brecha cercana al 50% (Vommaro, 2017:237).

Macri llevó adelante una inserción financiera internacional que apuntaba a diferenciarse de la de Fernández. La inserción financiera internacional, como se detalló previamente, es entendida como las acciones de política exterior tendientes a tener una participación incremental en el circuito financiero internacional, con la consecuente obtención de divisas. Llevó adelante lo que Corigliano denomina flexibilidad táctica que “implica concebir a la política exterior como una herramienta que permita abrir mercados nuevos para las exportaciones argentinas, consolidar los existentes, y captar flujos de capital extranjero que contribuyan al desarrollo económico interno. También implica leer -y adaptarse a- los cambiantes condicionamientos del sistema internacional pero también aprovechar las ventanas de oportunidad que dicho sistema presenta a fin de maximizar oportunidades para el país” (Corigiliano, 2018:69). En esta misma línea, se recuerda que Argentina enfrentaba diversas demandas por parte de diversos países en el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI), luego de la declaración de la ley de Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario, mejor conocida como ley de Emergencia Económica, en 2002 (Fernández Alonso, 2012:20).

Para Macri, resultaba fundamental liberalizar el comercio y llegar a un acuerdo en aquellas disputas sin resolver, como las del CIADI y las de los *holdouts*, en orden de restaurar la confianza y propiciar la llegada de una “lluvia de inversiones” (Cantamutto,

Constantino y Schorr, 2019:28). Por tanto, la idea central era que estas inversiones iban a ser numerosas y estar destinadas a sectores productivos, lo que iba a traer aparejado un desarrollo y mejora del nivel de vida.

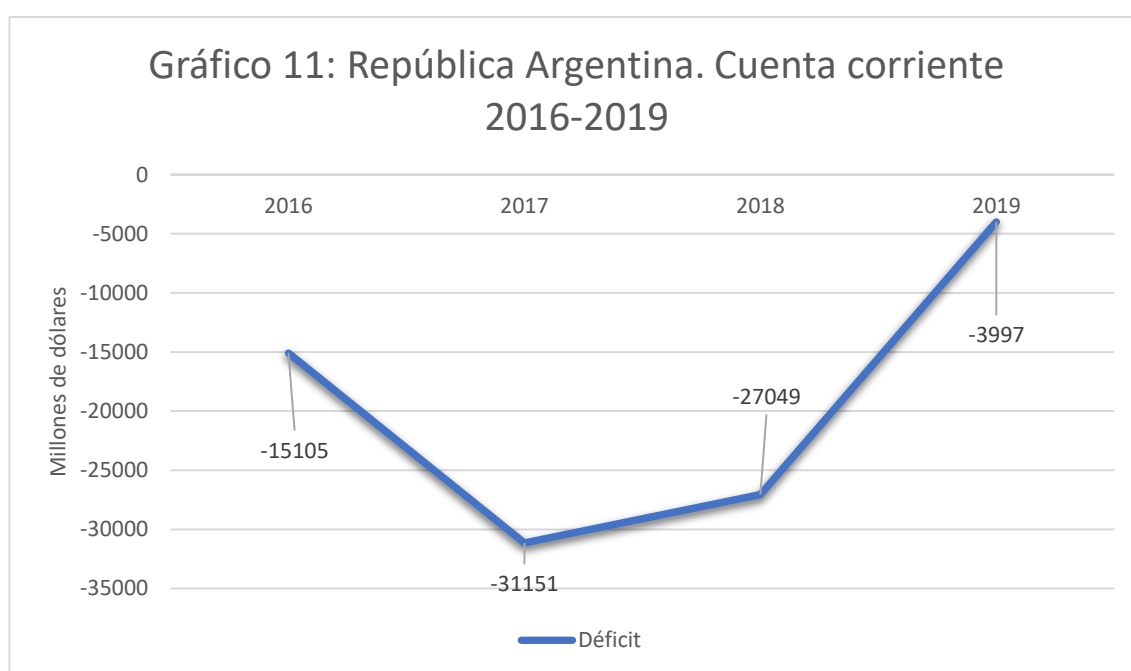
Las notas de las agencias calificadoras de riesgo durante el mandato de Mauricio Macri se presentan en la tabla 4 consignada a continuación.

Tabla 4: calificaciones de deuda soberana en moneda extranjera a largo plazo de las agencias calificadoras de riesgo, período 2015-2019.

Fecha	S&P	Perspectiva	Moody's	Persp.	Fitch	Persp.
15 Abr 2016			B3	Estable		
6 May 2016	B-	Estable				
10 May 2016					B	Estable
6 Mar 2017			B3	Positiva		
4 Abr 2017	B	Estable				
30 Oct 2017	B+	Estable				
7 Nov 2017					B	Positiva
29 Nov 2017			B2	Estable		
4 May 2018					B	Estable
31 Ago 2018	B+	Negativa				
8 Nov 2018					B	Negativa
13 Nov 2018	B	Estable				
13 Jul 2019			B2	Negativa		
19 Ago 2019	B-	Negativa			CCC	Negativa
30 Ago 2019	SD					
31 Ago 2019	CCC-	Negativa	Caa2	Revisión	RD	
4 Sep 2019					CC	
21 Dic 2019	SD				RD	

Fuente: elaboración propia a base de *World Government Bonds* y *Trading Economics* (2020).

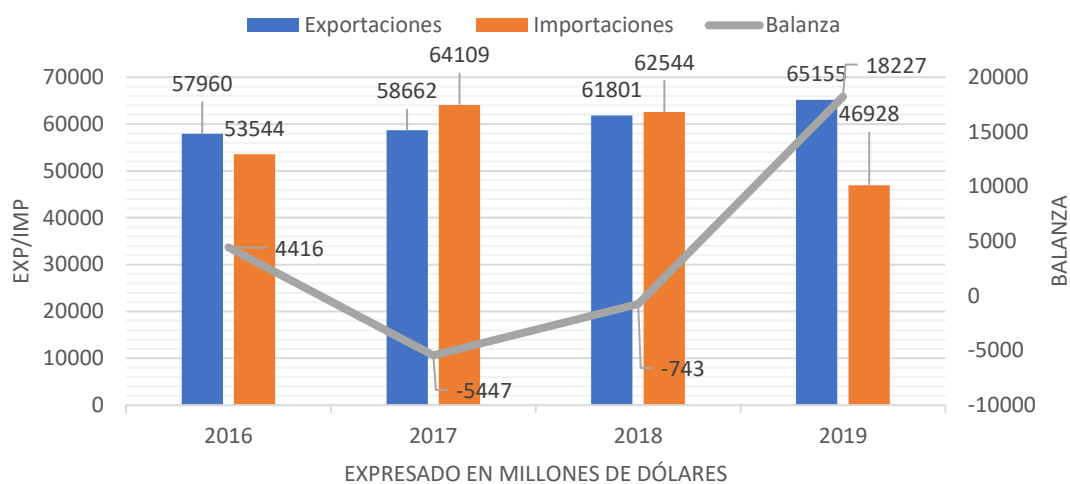
La primera agencia calificadora en mejorar la nota de deuda argentina fue *Moody's*, de Caa1 a B3, 5 escalones más arriba, en abril de 2016. *Moody's* fundamentaba su decisión en dos razones primarias: la resolución del conflicto con los *holdouts* y las “mejoras de política económica” desde que Macri había asumido, que hacía referencia a la liberación del control de capitales y la tasa de cambio, la eliminación de subsidios y la solución de “problemas macroeconómicos de largo plazo” (*Moody's*, 2016). En mayo de 2016, fue *Standard & Poor's* quien elevó la nota de deuda, de incumplimiento selectivo (SD, por sus siglas en inglés) a B-. Al igual que *Moody's*, *Standard & Poor's* argumentó también su decisión basándose primero en la resolución del conflicto con los *holdouts*, y además en las políticas económicas del presidente Macri. Además, la expectativa de crecimiento de deuda para el período 2016-2018 según la agencia calificadora, era de un 10,1% (*Standard & Poor's*. 2016), cuando en realidad, por las políticas económicas de Macri, ésta superó del 52% al 86%, un 34% de incremento. La última calificadora en elevar la nota, en el mismo mes que S&P, fue *Fitch Ratings*, de RD o incumplimiento restringido a B, por la misma razón esgrimida que las otras, el pago a los bonistas (Ámbito, 2016).



Fuente: elaboración propia a base del INDEC (2020).

En el año 2016, los índices macroeconómicos argentinos continuaron decreciendo. La cuenta corriente fue negativa por US\$ 15.105 millones de dólares, US\$ 2.517 millones de dólares menos que en 2015.

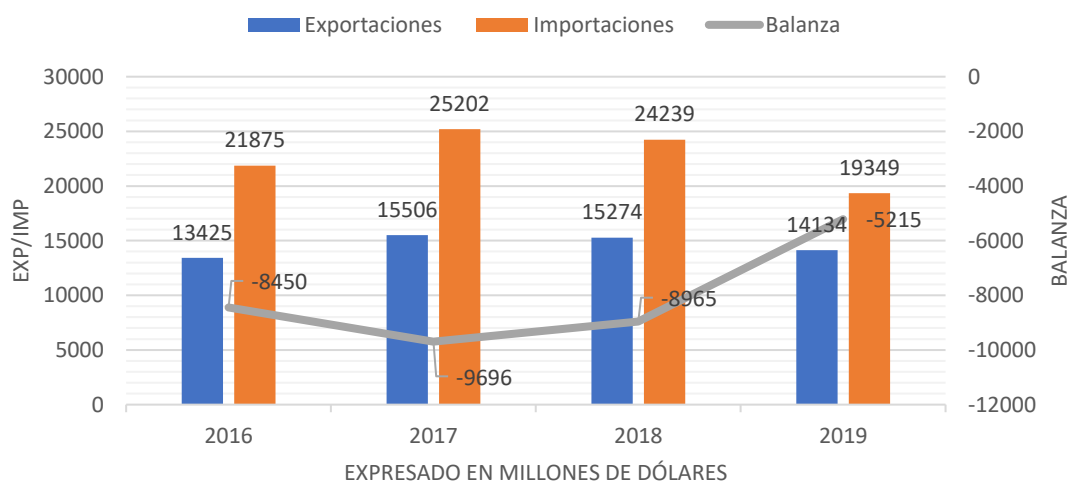
Gráfico 12: República Argentina. Balanza comercial de bienes 2016-2019



Fuente: elaboración propia a base del INDEC (2020).

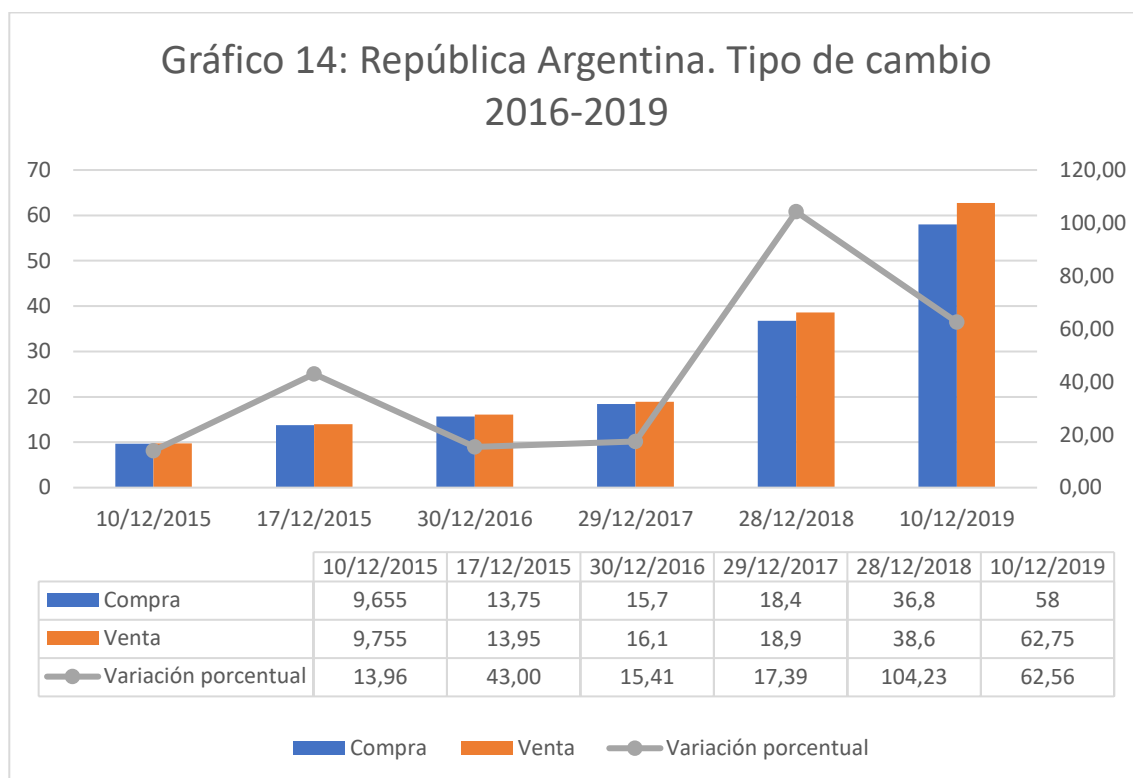
A su vez, la balanza de bienes fue superavitaria en 2016, totalizando exportaciones por US\$ 57.960 millones de dólares e importaciones por US\$ 53.544 millones, lo que dio como resultado 4.416 millones de dólares a favor. Esto supuso un aumento de US\$ 5.201 millones de la balanza deficitaria de 2015.

Gráfico 13: República Argentina. Balanza comercial de servicios 2016-2019



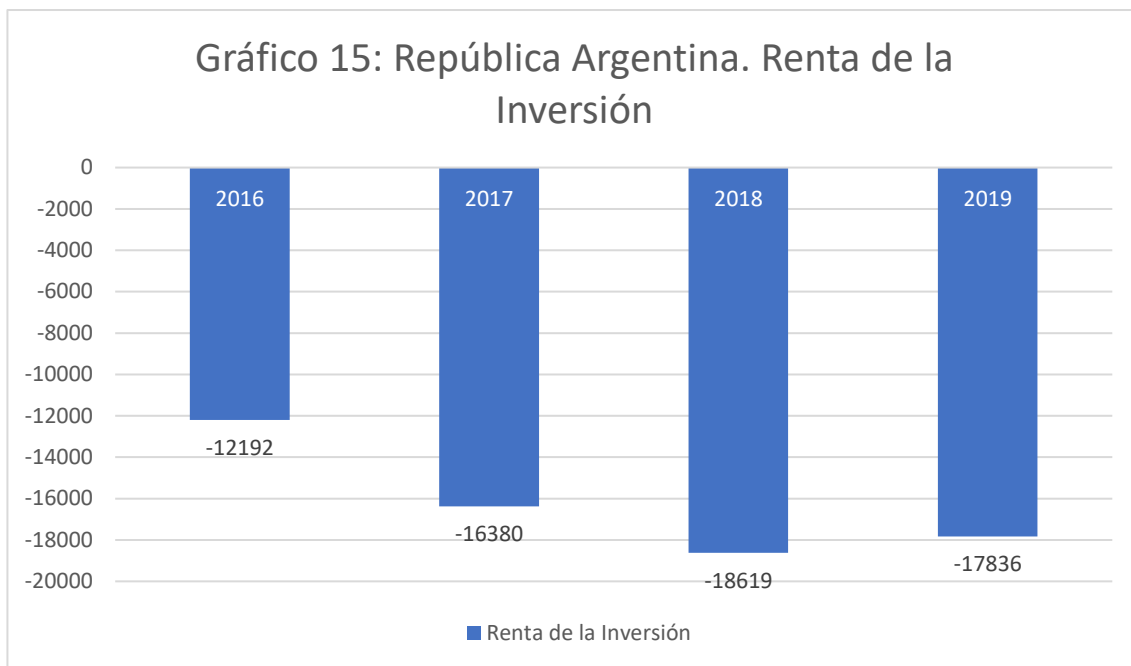
Fuente: elaboración propia a base del INDEC (2020).

Por otra parte, el comercio de servicios, registró ingresos por US\$ 13.425 millones y egresos por US\$ 21.875 millones, resultando en un valor negativo de 8.450 millones de dólares, un incremento del 31.18% respecto a 2015.



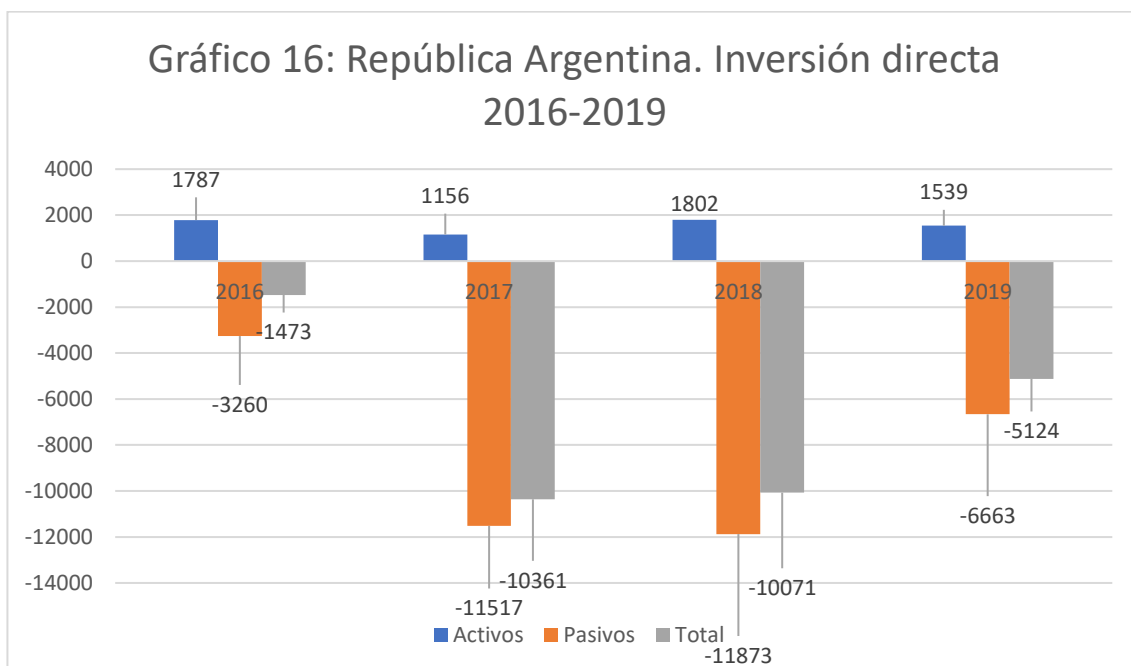
Fuente: elaboración propia a base del Banco de la Nación Argentina (2021).

A su vez, el tipo de cambio sufrió cambios significativos a pocos días de Macri haber asumido sus funciones. El 10 de diciembre, día de la asunción, el cambio entre el dólar y el peso tenía una relación de AR\$ 9,75 por US\$ 1. Sin embargo, como se detalló previamente, existía un mercado paralelo en el cual se vendía un dólar paralelo, el cual había registrado picos cercanos a los AR\$ 16 (Baldosa, 2015). El 17 de diciembre, se eliminaron los controles cambiarios existentes hasta entonces, y el tipo de cambio pasó a ser de 13,95 pesos argentinos por 1 dólar estadounidense, una variación del 43%. Cabe destacar, que el dólar paralelo no desapareció, sino que se redujo su brecha, tal como se observa en el histórico del dólar paralelo del diario *Ámbito Financiero* (2021). El tipo de cambio se devaluó gradualmente, con una variación del 15% interanual, totalizando US\$ 1 = AR\$ 16,10 en 2016.



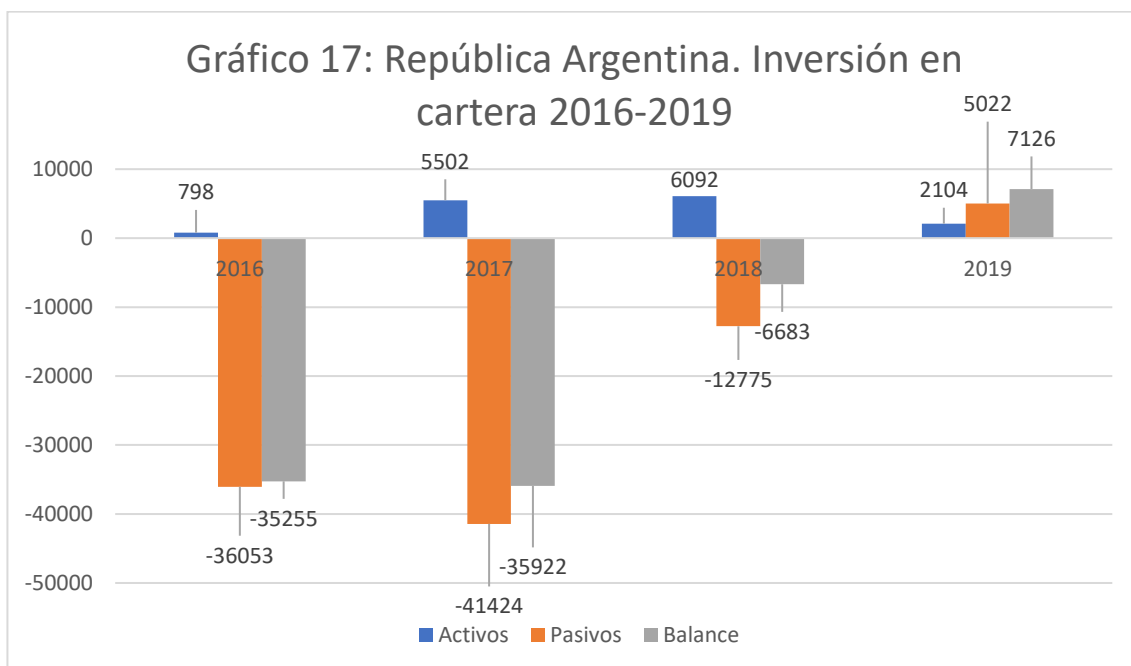
Fuente: elaboración propia a base del INDEC (2020).

Por otro lado, la subcuenta de renta de la inversión fue deficitaria por US\$ 12.192 millones en 2016, 78 millones de dólares más que en 2015.



Fuente: elaboración propia a base del INDEC (2020).

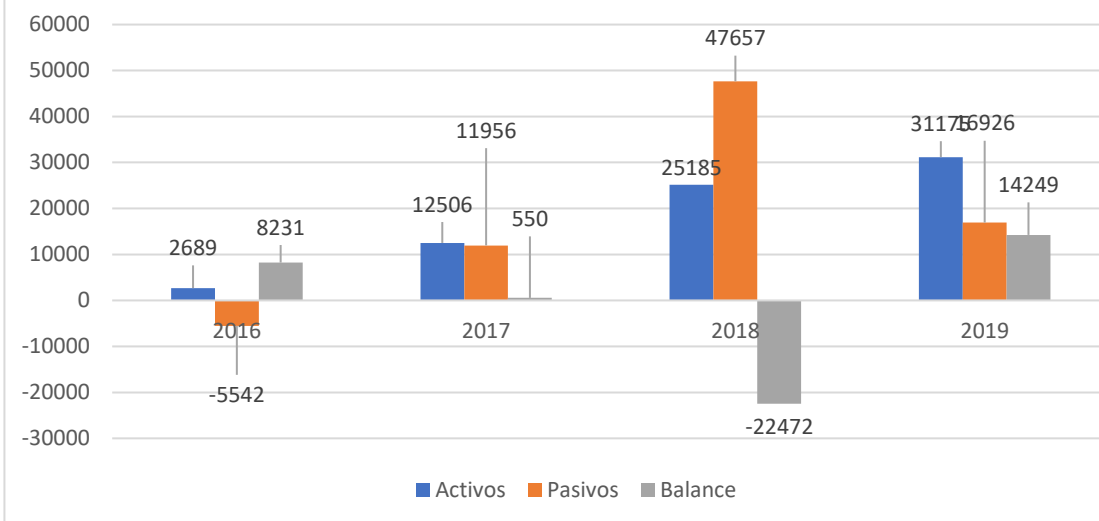
A su vez, la cuenta capital y financiera reportó un déficit en 2016, por un valor de US\$ 13.964 millones, un 24,51% menos que en 2015. La inversión directa experimentó un déficit de US\$ 1.473 millones, 9.411 millones de dólares menos que en 2015, es decir, 638,9% menos.



Fuente: elaboración propia a base del INDEC (2020).

La inversión en cartera reflejó un déficit de US\$ 35.255 millones, un aumento de US\$ 34.818 millones o 7784,9% respecto al 2015. Luego del pago de la deuda a los *holdouts*, Argentina logró que se levantasen las medidas cautelares que impedían el pago a los tenedores de deuda reestructurados. De este modo, el país superó la situación de *default* técnico en la que se encontraba. Además, con el respaldo de Estados Unidos hacia el gobierno de Macri, su posición internacional para la toma de deuda mejoró notablemente. Es por ello que aquí comenzó un proceso de endeudamiento, o, como se observa en el gráfico 16 siguiente, un alto crecimiento en los pasivos de la inversión en cartera, es decir, aquellos que se consideran de calidad especulativa.

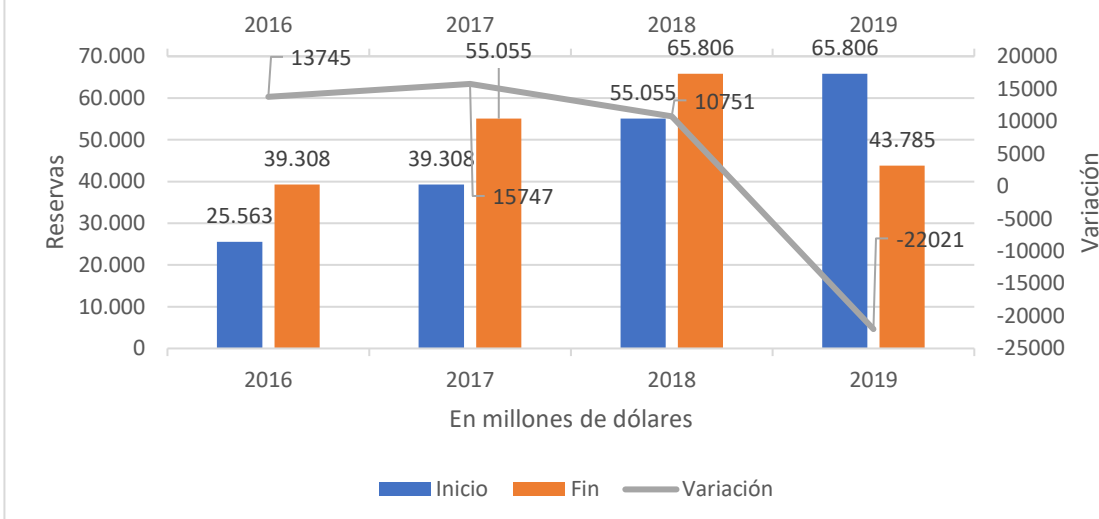
Gráfico 18: República Argentina. Otras inversiones
2016-2019



Fuente: elaboración propia a base del INDEC (2020).

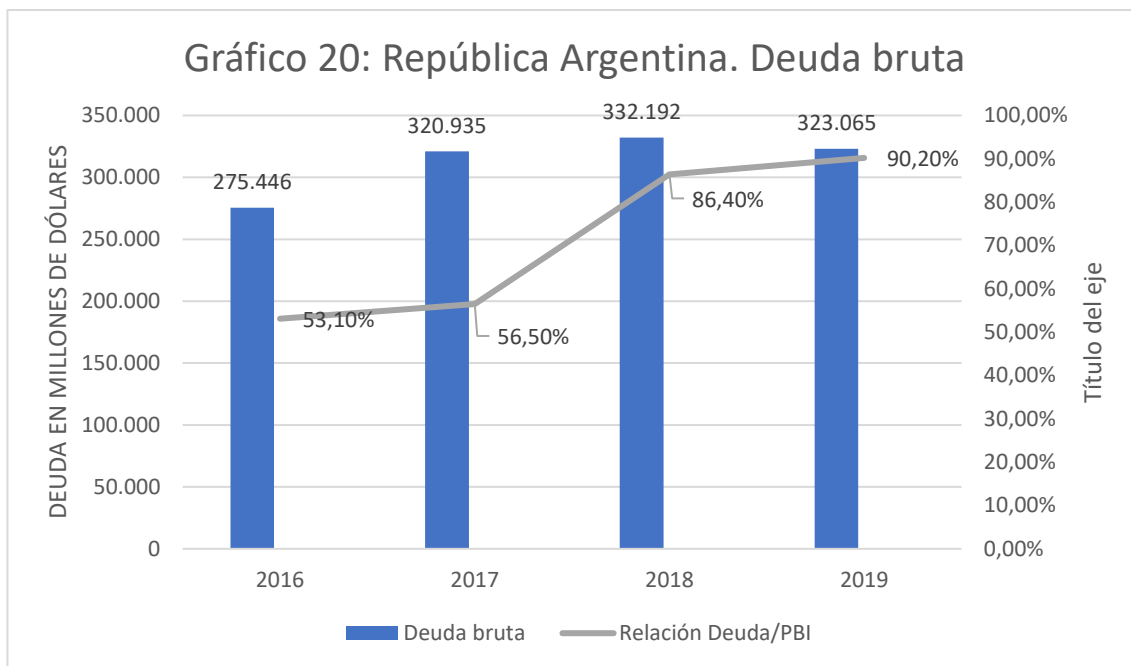
Por otra parte, la subcuenta de “otras inversiones” arrojó un resultado positivo de 8.232 millones de dólares.

Gráfico 19: República Argentina. Reservas internacionales del BCRA



Fuente: elaboración propia a base del BCRA (2020).

En otro orden de cosas, las reservas del BCRA pasaron de 25.563 millones de dólares a 39.308 millones en 2016, un incremento de 13.745 millones.



Fuente: elaboración propia a base del Ministerio de Economía (2020).

La deuda soberana en moneda extranjera, también se engrosó, pasando a ser de US\$ 275.446 millones o 53,10% del PBI en 2016. Por último, la formación de activos externos (la fuga de capitales) fue de 10 mil millones de dólares en 2016 (BCRA, 2021).

Moody's redefinió la nota de calificación nuevamente en marzo de 2017. La nota se mantuvo en B3, pero movió su perspectiva de estable a positiva, sosteniendo esta decisión en lo que consideraba políticas que sentaban las bases para un futuro estable y con crecimiento (*Moody's*, 2017). Destacaba especialmente, un crecimiento del 3% del PBI para ese año y el siguiente, sustentado en una caída de la inflación y un crecimiento en la inversión pública y privada.

Standard & Poor's hizo lo propio un mes más tarde, en abril, escalando la nota de B- a B, con argumentos similares al de *Moody's* (*Standard & Poor's*, 2017). Esta agencia resaltó “los avances logrados en la política económica en general para resolver los importantes desequilibrios económicos y restaurar la credibilidad de las políticas del país” (El País, 2017), entre los que destacaba haber emitido deuda por más de 29.000 millones de dólares, las reformas llevadas adelante en el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), el ajuste en las tarifas y la perspectiva de inflación del 20% para ese año y 15% para el 2018.

Standard & Poor's elevó nuevamente la nota en octubre de ese mismo año, a B+, luego del triunfo en las elecciones legislativas de la coalición Cambiemos. Pese a la suba y a los elogios a la política económica de Macri, la calificadoradora también puso en duda el mantenimiento de la nota por la oposición política a Cambiemos, así como la vulnerabilidad externa producto de la financiación del déficit a través de la emisión de deuda (*Standard & Poor's*, 2017).

Fitch, por su parte, mantuvo la nota en B, pero elevó la perspectiva de estable a positiva, ante el triunfo del partido de Macri en las elecciones (Ámbito Financiero, 2017; El Misionero, 2017). Por último, *Moody's*, que había comenzado el año subiendo la nota argentina, lo hizo nuevamente al finalizar el mismo, en noviembre de 2017, de B3 a B2 con perspectiva estable. Basó su decisión en lo que consideraba “un récord de reformas macroeconómicas que comienzan a resolver distorsiones de larga data en la economía de Argentina”, y evaluaba que tales políticas retornarían en la forma de crecimiento económico sostenido (*Moody's*, 2017). Sin embargo, como ya lo había hecho *S&P*, alertaba sobre la continuación del alto nivel de déficit fiscal, y la utilización de emisión de deuda como financiación, lo que aumentaba el riesgo y la vulnerabilidad.

En 2017 continuó el declive macroeconómico argentino. La cuenta corriente registró un déficit de US\$ 31.151 millones de dólares, 16.046 millones más que en 2016. La balanza comercial de bienes pasó de ser superavitaria en 2016 a deficitaria en 2017. Se exportó por US\$ 58.662 millones y se importó por US\$ 64.109 millones, dando como resultado un valor negativo US\$ 5.447 millones. De igual forma, la balanza comercial de servicios resultó deficitaria por 9.696 millones de dólares, en 2017, 1.246 millones más que en 2016. A su vez, el tipo de cambio pasó de 16,10 a 18,90 pesos argentinos necesarios para adquirir 1 dólar estadounidense, un incremento del 17,39%.

Por otro lado, la renta de la inversión tuvo un resultado negativo de US\$ 16.380 millones en 2017, US\$ 4.188 millones más que en 2016. La inversión directa fue deficitaria, US\$ 10.361 millones de dólares, lo que representó un incremento de 8.888 millones de dólares respecto a 2016. A su vez, la inversión en cartera registró déficit en 2017 por US\$ 35.922 millones, o 667 millones de dólares más que en 2016. Las “otras inversiones”, en cambio, totalizaron un superávit de 550 millones de dólares.

Por su parte, las reservas internacionales del BCRA continuaron engrosándose, de 39.308 millones de dólares a 55.055 millones de dólares en 2017. La deuda, también tuvo un incremento de 275.446 millones de dólares a 320.935 millones de dólares, la

cifra de 2017. Esto representó un 56,5% del PBI de 2017. Y en 2017, la formación de activos en el exterior fue de 22,1 mil millones de dólares, 12,1 mil millones de dólares más que en 2016.

En 2018, sólo dos de las tres agencias calificadoras aquí estudiadas realizaron movimientos. La primera en hacerlo fue *Fitch Ratings*, quien, en mayo de ese año, redujo la perspectiva de positiva a estable, aunque manteniendo la nota B. Tal cambio, “refleja fricciones en la política macroeconómica y vientos políticos que se han intensificado, destacando los riesgos que rodean el proceso gradual de ajuste de políticas” (*Fitch Ratings*, 2018). Asimismo, la agencia destacaba que las perspectivas de inflación que tenía para Argentina para los años 2018 y 2019, de 23% y 16.5% respectivamente, eran las más altas en comparación a otros países con la misma nota. La otra agencia que reportó un cambio en su calificación hacia el país fue *Standard & Poor's*, en agosto de 2018. La nota de B+ pasó de perspectiva estable a negativa, ante “la reciente presión sobre la moneda argentina podría amenazar la implementación efectiva de las medidas de ajuste económico, en ausencia de pasos adicionales para impulsar la confianza de los inversionistas” (*Standard & Poor's*, 2018). Es decir, para la firma, la devaluación que había sufrido la moneda argentina, superior al 50% en el período enero-julio de 2018, no había sido acompañada por decisiones que aumentaran la confianza de inversores, de acuerdo su consideración (*Standard & Poor's*, 2018).

Fitch Ratings, cambió nuevamente la perspectiva de la deuda argentina a negativa, el 7 de noviembre de 2018, persistiendo la nota B. En un comunicado indicó que “la intensa inestabilidad macroeconómica en 2018, marcada por una gran depreciación del peso, ha debilitado dramáticamente las perspectivas de crecimiento en el corto plazo”, y confiaba que el acuerdo con el FMI permitiera al gobierno de Macri sustentar sus políticas económicas (*Fitch Ratings*, 2018). A su vez, el 12 de noviembre, *Standard & Poor's* rebajó por vez primera la nota de deuda soberana argentina, de B+ con perspectiva negativa a B estable (*Standard & Poor's*, 2018). *S&P* consideraba que la posición de la deuda había desmejorado considerablemente, pero que las medidas impulsadas por el presidente Macri no habían sido erróneas o perjudiciales sino más bien que habían sido implementadas de forma irregular. La expectativa de esta firma era de que el gobierno “implementará medidas difíciles, tanto fiscales como monetarias y de otro tipo, para estabilizar la economía en los siguientes 18 meses, conteniendo gradualmente el deterioro del perfil financiero y del nivel de deuda del soberano, revirtiendo la dinámica de la inflación y restaurando la confianza de los inversionistas”, y planteaba que rebajaría la calificación nuevamente en caso de “acontecimientos

políticos negativos inesperados o la implementación irregular del programa de austeridad económica del gobierno daña más la confianza de los inversionistas”. Es decir, reduciría la nota si ganaba otro partido (el de mayores posibilidades era uno peronista) o si las medidas del mandatario Macri no alcanzaban todos los sectores.

Para 2018 la macroeconomía argentina no mostraba señales de recuperación. La cuenta corriente fue deficitaria nuevamente, por US\$ 27.049 millones de dólares. La balanza comercial de bienes fue nuevamente deficitaria, aunque sólo por 743 millones de dólares, 4.704 millones que en 2017. Por otro lado, la balanza de servicios también fue deficitaria, por US\$ 8.965 millones, 731 millones menos que en 2017. El tipo de cambio sufrió un ajuste del 104,23%, al incrementarse de 1 dólar estadounidense = 18,90 pesos argentinos a 1 dólar estadounidense = 38,6 pesos argentinos

Sin embargo, la cuenta de renta de la inversión registró un aumento en su déficit. En 2018 la cifra fue de 18.169 millones de dólares, la cifra más alta de Macri, y 1.789 millones más que en 2017. La subcuenta de inversión directa también fue deficitaria, por US\$ 10.071 millones, un valor similar, aunque algo menor al de 2017. Se incrementó el pasivo en la inversión directa, al levantarse la restricción a los movimientos de capitales y la obligación de la liquidación de divisas extranjeras, lo que se tradujo entonces en una menor reinversión de las utilidades (BCRA, 2016). La inversión en cartera mostró igualmente cifras deficitarias, aunque la diferencia fue mayor. En este caso, el déficit fue de 6.683 millones de dólares, 29.239 millones menos que en 2017. La expectativa que tenían los acreedores privados en el gobierno de Macri fue decreciendo, por lo que comenzó a partir del 2018 se redujo el crecimiento en el pasivo de la inversión en cartera. Además, la Reserva Federal de los Estados Unidos aumentó su tasa de interés de 0.25% en 2016 hasta llegar a un máximo de 2.50% en 2018, lo que supuso otro motivo para que los acreedores colocaran su deuda allí. La inversión en cartera en Estados Unidos había sido deficitaria por US\$ 194.982 millones en 2016 y por US\$ 221.421 millones en 2017, en tanto que en 2018 fue superavitaria por US\$ 32.186 millones (World Data Bank, 2021), dando cuenta de la redirección de los capitales hacia el país norteamericano. La cifra de “otras inversiones” resultó deficitaria por US\$ 22.472 millones, dado el nuevo préstamo solicitado al Fondo Monetario Internacional (FMI) por US\$ 56.300 millones de dólares. Además, la creciente disputa entre Estados Unidos y China, resultó un factor relevante para restringir los flujos de capitales internacionales.

Las reservas internacionales del BCRA aumentaron nuevamente, de 55.055 millones de dólares a 65.806 millones de dólares en 2018. La deuda extranjera soberana

en moneda extranjera, significó en 2018 332.192 millones de dólares, 11.257 millones más que en 2017. La diferencia es más notable al observar el cambio en la relación deuda/PBI: pasó de 56,50% en 2017 a 86,40% en 2018. Tal diferencia está fundamentada en la caída del PBI, de US\$ 643.629 millones en 2017 a US\$ 517.627 millones en 2018. Por último, la formación de activos externos (la fuga de capitales), evidenció un total de 27,2 mil millones de dólares, 5,1 mil millones más que en 2017.

En julio de 2019, *Moody's* también puso en tela de juicio el avance de las políticas macroeconómicas de Macri (*Moody's*, 2019). Como *Fitch*, consideraba necesario que tales políticas continuaran para generar confianza en los inversionistas, y que existía incertidumbre respecto a las políticas a desarrollarse luego de las elecciones de ese año, independientemente del partido o coalición que triunfara en los comicios. Por lo que consideró justo cambiar la perspectiva a negativa desde estable, pero manteniendo la nota B2. *Moody's* advertía de que si no se cumplía con las metas de balance fiscal - proyectadas para un déficit de 0,5% del PBI-, el acuerdo con el FMI no se sustentaría y cerraría la posibilidad de acceso a financiamiento externo, necesario para hacer frente a las obligaciones y que, de no existir tal financiamiento, llevaría a una reestructuración de deuda.

Un mes más tarde, el 19 de agosto, luego del triunfo de Alberto Fernández en las elecciones primarias, abiertas, simultáneas y obligatorias (PASO) tanto *Standard & Poor's* como *Fitch Ratings* rebajaron la calificación de deuda argentina. *S&P* bajó de B con perspectiva estable a B- negativa, un sólo escalón, en tanto que la nota de *Fitch* pasó de B con perspectiva negativa a CCC negativa también, descendiendo tres peldaños.

Las razones que esgrimían para fundamentar sus decisiones habían sido tres, a saber: en primer lugar, la turbulencia en los mercados que había generado el triunfo del Frente de Todos en las primarias, en segundo lugar, la creciente devaluación del peso, y, por último, el incumplimiento de las metas fiscales y deterioro en las condiciones macroeconómicas (Ámbito Financiero, 2019; La Nación, 2019). En la misma línea, el 28 de agosto, el gobierno argentino decidió reperfilarse la deuda externa con vencimiento próximo. Esto implicó la extensión de forma unilateral de los plazos de pago de la deuda, lo que implicó que el país entrara en *default* técnico, al no abonar a tiempo la deuda. Esto trajo aparejado que el 29 de agosto *S&P* fuera la primera en declarar a la Argentina en incumplimiento selectivo (SD) (*Standard & Poor's*, 2019). No obstante, corrigió la nota el 30 de agosto, a CCC con perspectiva negativa, al poder colocar el gobierno

argentino títulos en el corto plazo, obtener liquidez y publicar un nuevo cronograma de pagos (*Standard & Poor's*, 2019; *El Economista*, 2019). La calificadora *Fitch* también colocó en incumplimiento restringido (RD) a la Argentina, pero lo hizo al día siguiente, el 30 de agosto, cuando *S&P* cambió su nota (*La Nación*, 2019; *El Economista*, 2019). *Fitch* recién volvería a elevar la nota el 03 de septiembre, a CC, al ingresar el pago de los vencimientos a corto plazo que la Argentina había reperfilado (*Voz de América*, 2019; *El País*, 2019). Por último, *Moody's* nunca colocó la calificación argentina en *default*, pero sí la redujo de B2 a Caa2, el 30 de agosto (*Moody's*, 2019). Sin embargo, su fundamento se basó, como habían declarado también *S&P* y *Fitch*, en el impago argentino de la deuda a corto plazo que ocasionase el ya mencionado reperfilamiento.

En el año 2019, se dio una caída en los números negativos que se habían ido sucediendo hasta entonces. En primer lugar, la cuenta corriente sufrió déficit de US\$ 3.997 millones. No obstante, cabe destacar que fue el valor más bajo desde 2012, cuando fue de US\$ 2.138 millones. La balanza comercial de bienes tuvo un resultado positivo de US\$ 18.227 millones, al venderse mercaderías por US\$ 65.155 millones y adquirirse por US\$ 46.928 millones. Tal cifra implicó un aumento del US\$ 18.970 millones respecto al 2018. Por otra parte, el comercio de servicios tuvo un déficit de 5.215 millones de dólares, un retroceso de 3.750 millones de dólares interanual. Además, el tipo de cambio pasó de AR\$ 38,60 = US\$ 1, a AR\$ 62,56 = US\$ 1. Previo al fin de su mandato, la administración Macri decidió imponer nuevos controles cambiarios ante la pérdida de divisas (*Ámbito*, 2020).

En otro orden de cosas, en 2018 la renta de la inversión totalizó un balance negativo de US\$ 17.836 millones, una reducción de 783 millones de dólares respecto al año anterior. A su vez, la cuenta financiera tuvo un déficit de US\$ 5.153, el valor más bajo desde 2013. La inversión directa registró un déficit de US\$ 5.124 millones, una disminución del 49.12% interanual. La inversión en cartera fue superavitaria por US\$ 7.126 millones, cifra que surge especialmente por una reducción en los pasivos. A su vez, el ítem de "otras inversiones" pasó de ser deficitario en 2018 a superavitario en 2019, por un total de 14.249 millones.

Sin embargo, las reservas internacionales del BCRA, luego de 3 años en alza, cayeron. Decrecieron de 65.806 millones de dólares a 43.785 millones de dólares, totalizando 22.021 millones de dólares. La deuda externa se redujo en términos nominales a US\$ 323.065 millones; pese a ello, la relación deuda/PBI volvió a

incrementarse, de 86,40% en 2018 a 90,20% en 2019. Por último, la creación de activos externos fue de US\$ 26.900 millones, 300 millones menos que en 2018.

A modo de recapitulación

En el recorrido analítico realizado en este capítulo pudieron advertirse algunos factores que pesaron en la variación de las notas de calificación de la deuda argentina en el período 2015-2019. En primer lugar, tal como sucediese con el segundo gobierno de Cristina Fernández, las calificaciones de *Moody's* fueron de cambios moderados, y no colocó en ningún momento a la deuda argentina en situación de incumplimiento. Sin embargo, *Standard & Poor's* fue la que otorgó la nota más elevada durante el gobierno de Macri, B+ con perspectiva estable, que no sucedía desde octubre de 2006. *Fitch Ratings*, por su parte, no llegó a subir la nota de Argentina al mismo nivel que *S&P*, pero sí compartió el ritmo de cambios en la calificación, e incluso declararon el incumplimiento con un sólo día de diferencia.

Las calificadoras de riesgo ponderaron nuevamente elementos que hacen a condiciones político-económicas domésticas y externas. Al respecto, existieron coincidencias entre las tres agencias. En primer orden, todas consideraron a las medidas llevadas adelante por la administración Macri, necesarias, útiles y destinadas a corregir problemas macroeconómicos de largo plazo. Asimismo, confiaron y apoyaron las diversas metas fiscales que propuso el gobierno, y soslayaron -al menos por los primeros dos años del mandato de Macri- índices macroeconómicos que no concordaban con las expectativas de crecimiento y bonanza existentes. El elevado nivel de deuda con tenedores privados y la necesidad de acordar un préstamo con el FMI fue apenas considerado por las agencias como una erosión a la posición internacional de Argentina. El incumplimiento en las metas de inflación y déficit fiscal, pilares en los discursos y gestión de la administración de Macri, rara vez fue mencionado, y recién en 2019 comenzó a aparecer en algunos comunicados oficiales, especialmente en el de *Moody's*. *Moody's*, a su vez, fue la única en no considerar el triunfo de otro partido como una cuestión que podría afectar el futuro de la calificación, en tanto que *S&P* y *Fitch* rebajaron su nota de forma notable una vez que se conoció el triunfo en las elecciones primarias por parte del Frente de Todos, de signo político alternativo a la coalición de Juntos Por el Cambio, a la cual pertenecía Macri, habiendo incluso *S&P* advertido de esta cuestión.

Otro aspecto muy ponderado por las calificadoras fue la resolución del conflicto con los *holdouts*. Tal suceso trajo aparejado la elevación de la nota de la deuda argentina por parte de las tres calificadoras, aunque con diferentes tiempos. *Moody's* fue la primera, en tanto que *S&P* y *Fitch* hicieron lo suyo un mes después. Cabe destacar, sin embargo, que este cambio de la nota a B o similar, correspondió únicamente en el plano internacional a la finalización de esta disputa. Si bien las agencias calificadoras consideraban positivas en las medidas que implementó e implementaría Macri, cierto es que los índices macroeconómicos no habían mejorado, por lo que cuantitativamente no justificaba retornar a una nota que se había observado por última vez en octubre de 2016, tres años y medio antes. Asimismo, las calificadoras no incluyeron en sus comunicados mención a la situación internacional, de mayor tensión y restricción luego del triunfo de Donald Trump y la disputa que éste daría a la República Popular China (RPC) por el comercio internacional. Esta situación, lejana a la que Mauricio Macri consideró del sistema internacional, al cual pensaba más globalizado y abierto al comercio, no fue tenida en cuenta para el análisis de las políticas macroeconómicas llevadas a cabo por el gobierno de Cambiemos.

Llegado aquí, puede señalarse que las agencias calificadoras de riesgo ponderaron distintos factores y con diferente importancia relativa. Sin embargo, fue mayor la coincidencia en la ponderación que durante el gobierno de Fernández, al estar de acuerdo en líneas generales sobre la importancia de las medidas llevadas a cabo por el presidente Macri en favor del mercado. También se consideró como un elemento positivo la resolución de la disputa con los *holdouts*. Los elementos negativos, como el abultado crecimiento de la deuda externa y el incumplimiento de metas fiscales y de inflación, recién fueron resaltados como negativos a partir de julio de 2019, a 6 meses de la finalización del mandato de Macri. Las notas resultaron ser notablemente homogéneas, aunque para el final del mandato tuvieron un elemento de continuidad con la administración Fernández, al *S&P* y *Fitch* declarar el *default*, en tanto que *Moody's* nunca lo hizo.

Aquí entonces, podemos señalar, que las calificaciones de las agencias estuvieron en consonancia con las propuestas y expectativas del mercado y del gobierno argentino, pero se alejaron de los elementos cuantitativos. Los índices macroeconómicos empeoraron, durante el gobierno de Macri, a comparación del gobierno de Fernández. Sin embargo, las agencias consideraron para sus calificaciones que tenían mayor importancia los elementos políticos, tanto de la política de Macri como el posterior triunfo electoral de los Fernández.

Conclusiones finales

El presente trabajo tuvo por objeto analizar la variación de los dictámenes de las agencias calificadoras de riesgo hacia la República Argentina, durante el período 2011-2019. La hipótesis elaborada al respecto fue que *las notas de las calificadoras de riesgo hacia la República Argentina durante el período 2011-2019 reportaron una significativa incidencia de los factores cualitativos, todo lo cual conllevó a que las evaluaciones durante la administración Macri resultaran más favorables que las registradas durante la administración Fernández al ponderarse positivamente las reformas promercado más allá del derrotero de los factores cuantitativos.*

Los resultados obtenidos en el transcurso del proceso de investigación nos permiten señalar que la hipótesis se contrastó positivamente. En primer lugar, se estudiaron los factores que componen los criterios para la calificación soberana de deuda que realizan estas empresas. En este marco se advirtió que lo componen tanto criterios cuantitativos u objetivos como cualitativos y subjetivos, y que los subjetivos tienen un rol más importante que el que las mismas agencias calificadoras tienden a admitir. La existencia de estos criterios subjetivos genera la posibilidad de que haya parcialidad a la hora de realizar estas calificaciones, lo que pone en duda el profesionalismo y la objetividad de los mismos.

En segundo lugar, se observaron indicadores y datos macroeconómicos que explican la realidad económica argentina, especialmente en lo que deuda se refiere. La interrelación entre tales indicadores y datos con las evaluaciones de las agencias calificadoras, demostró que fueron tenidos en cuenta por las firmas de forma intermitente. En el caso de la administración de Fernández, revestían mayor importancia las medidas tomadas desde la presidencia que ciertos factores, como el nivel de deuda externa, o su composición. Sin embargo, esos indicadores que habían conducido a una desmejora en la calificación crediticia del país tuvieron un peso gravitacional menor en las evaluaciones de las ACR durante la administración Macri. Recién promediando su mandato, fue que comenzaron a mostrar mayores signos de preocupación por los niveles de deuda que habían sufrido un crecimiento muy alto en los dos primeros años del gobierno de Cambiemos.

Se destaca aquí también que las agencias tendieron a calificar positivamente las medidas pro mercado *a priori*. La razón que consideran o esgrimen es que las acciones a favor del mercado le otorgan confianza al posible inversor y, por tanto, el país que las lleva a cabo tiene más posibilidades de recibir fondos para su economía. Sin embargo, en ocasiones, llevar adelante este tipo de acciones es negativo para la economía del Estado, como en el caso argentino. Por ello, las calificadoras fomentaron la implementación de las políticas pro mercado, pese al empeoramiento de los índices macroeconómicos estudiados. Incluso, argumentaron que esto se dio porque la ejecución de tales políticas fue irregular, no porque fueran equivocadas o perniciosas.

Los inversores extranjeros que decidieron participar de las emisiones de deuda que realizó Macri en los dos primeros años de mandato, comenzaron a retirar tal apoyo financiero a la Argentina. Esto se dio por diversos factores. En primer lugar, la creciente dificultad del país para realizar el repago de tal deuda. Además, en un contexto de disputa global entre China y Estados Unidos, y la decisión estadounidense de aumentar las tasas de interés, lo que restringió -y aún lo hace- el movimiento de capitales, prefirieron volcarse hacia algo que les otorgue mayor seguridad. Por ello, que las agencias calificadoras continuaran favoreciendo la nota argentina, con el empeoramiento de índices económicos, en un contexto global recesivo y restringido, dio cuenta de una subjetividad en la realización de la calificación soberana durante el gobierno de Macri. Lo mismo puede afirmarse respecto al gobierno de Cristina Fernández, ya que usualmente se fundamentaron preeminentemente las decisiones de las calificaciones en factores políticos y no solamente económicos.

El entrecruzamiento de los datos económicos y de las diferentes notas de deuda soberana nos permite advertir también que la objetividad de las agencias es menor de la proclamada. Esto lo podemos observar en las disparidades en las notas por cada una, las fechas en las que llevaron a cabo los cambios en las calificaciones y los motivos que esgrimen para sustentarlos. Se pudo contrastar, por ejemplo, que cuando las tres firmas utilizaron los mismos argumentos para fundamentar, como fue el caso durante el gobierno de Macri con el empeoramiento de la posición internacional de deuda y las metas fiscales incumplidas, las tres otorgaron diferentes calificaciones. Además, elementos teóricos observados en el estado del arte, como la consideración de que *Moody's* es quien más cambia de nota, o que *Fitch* casi siempre es el primero en rebajarla, pudieron observarse en las distintas calificaciones argentinas en el período analizado, lo que permitió dotar de ejemplos del caso argentino al sustento teórico.

El rol de las agencias calificadoras de riesgo es importante. Son actores con más de 90 años de operaciones en su campo, el de las finanzas internacionales. Asimismo, es menester comprender que los Estados y otros inversores son clientes casi obligados, por lo que, si bien pueden contestar el poder o los dictámenes de las agencias, deben aceptar y considerarlo un factor más en la formulación y ejecución de la política exterior.

En el caso de la República Argentina, tuvieron un papel muy importante, tal como se ha ido estudiando en las páginas previas. Es importante comprender la fuerza que poseen y usarla en favor del desarrollo económico y la política exterior nacional. Como se ha descrito más arriba siguiendo a Susan Strange, son actores, que tomaron cada vez mayor relevancia en la arena internacional. Sin embargo, es necesario remarcar que el Estado continúa siendo el actor central. Es consideración de este trabajo que tal ente haga todo lo que está en su poder para, teniendo en cuenta los otros actores y el orden internacional, continuar o retomar la senda del desarrollo, para mejorar su posición internacional y la calidad de vida de sus ciudadanos.

Bibliografía

- Actis, E., Busso, A., Calderón, E., & Zelicovich, J. (2017). De la permisibilidad a la restricción. Un análisis de la incidencia de los condicionantes sistémicos sobre la política exterior del kirchnerismo (2003-2015). *Cuadernos de Política Exterior Argentina*, 48-70.
- Administración Nacional de Aviación Civil. (03 de Marzo de 2021). *Administración Nacional de Aviación Civil*. Obtenido de <https://datos.anac.gob.ar/estadisticas/>
- Agnew, J. (2012). "Baja" geopolítica: agencias de calificación crediticia, la privatización de la autoridad y la nueva soberanía. *Geopolíticas Vol 3*, 171-183.
- Ámbito Financiero. (27 de Noviembre de 2012). Fitch dice que hay riesgo de "default técnico" y baja la nota a la Argentina. *Ámbito Financiero*, pág. 1. Obtenido de <https://www.ambito.com/economia/fitch-dice-que-hay-riesgo-default-tecnico-y-baja-la-nota-la-argentina-n3764889>
- Ámbito Financiero. (23 de Abril de 2012). S&P colocó en "perspectiva negativa" la nota de deuda soberana argentina. *Ámbito Financiero*, pág. 1. Obtenido de <https://www.ambito.com/economia/sp-coloco-perspectiva-negativa-la-nota-deuda-soberana-argentina-n3734040>
- Ámbito Financiero. (30 de Julio de 2014). S&P ya declaró a la Argentina en "default selectivo". *Ámbito Financiero*. Obtenido de <https://www.ambito.com/economia/sp-ya-declaro-la-argentina-default-selectivo-n3851738>
- Ámbito Financiero. (10 de Mayo de 2016). Fitch eleva a "B" la calificación de la Argentina. *Ámbito Financiero*. Obtenido de <https://www.ambito.com/economia/fitch-eleva-b-la-calificacion-la-argentina-n3938629>
- Ámbito Financiero. (07 de Noviembre de 2017). Fitch subió perspectiva de nota de Argentina a "positiva". *Ámbito Financiero*. Obtenido de <https://www.ambito.com/economia/fitch-subio-perspectiva-nota-argentina-positiva-n4002714>
- Ámbito Financiero. (30 de Agosto de 2019). Standard & Poor's mejoró la calificación de Argentina: el país salió del "default selectivo". *Ámbito Financiero*. Obtenido de <https://www.ambito.com/economia/default-selectivo/standard-poors-mejoro-la-calificacion-argentina-el-pais-salio-del-n5051737>
- Ámbito Financiero. (02 de Septiembre de 2020). Cronología del cepo cambiario: se cumple un año de la restricción impuesta por Macri. *Ámbito Financiero*.
- Ámbito Financiero. (30 de Agosto de 2021). *Dolar informal histórico*. Obtenido de Ámbito Financiero: <https://www.ambito.com/contenidos/dolar-informal-historico.html>
- Arezki, R., Candelon, B., & Sy, A. N. (2011). Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis. *IMF Working Paper 11/68*, 1-28. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Sovereign-Rating-News-and-Financial-Markets-Spillovers-Evidence-from-the-European-Debt-Crisis-24757>
- Badosa, M. (2015). *Los controles de cambio en la Argentina: El cepo cambiario*. Rosario: Bolsa de Comercio de Rosario.

- Banco Central de la República Argentina. (2020). *Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019*. Buenos Aires: BCRA. Obtenido de <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Informe-Mercado-cambios-deuda-%20formacion-de-activos%20externo-%202015-2019.pdf>
- Baranger, D. (2009). *Construcción y análisis de datos. Introducción al uso de técnicas cuantitativas en la investigación social*. Posadas.
- Barrera, M. A., & Bona, L. M. (2018). La fuga de capitales en la Argentina reciente (1976-2018). *Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 26(2), 7-32. Obtenido de <https://doi.org/10.18359/rfce.3059>
- Bartesaghi, I. (2015). La estrategia de Brasil como “global player”: Efectos en el desarrollo de la integración regional. *Documentos CRIES*, 1-18.
- Basualdo, E., & Kulfas, M. (2000). Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina. *Realidad Económica*. Obtenido de <http://www.iade.org.ar/noticias/fuga-de-capitales-y-endeudamiento-externo-en-la-argentina>
- BBC Mundo. (24 de Abril de 2012). S&P rebaja clasificación a Argentina tras anuncio sobre YPF. *BBC Mundo*, pág. 1. Obtenido de https://www.bbc.com/mundo/ultimas_noticias/2012/04/120423_ultnot_argentina_y_pf_clasificacion_cch
- BBC Mundo. (31 de Julio de 2014). Standard & Poor’s declara a Argentina en “default selectivo”. *BBC Mundo*. Obtenido de https://www.bbc.com/mundo/ultimas_noticias/2014/07/140730_ultnot_argentina_sp_default_vs
- Bercovich, A., Gago, V., Cavallero, L., Schorr, M., Botto, C., & Rosso, F. (2020). La deuda como problema: dossier especial. *Bordes*, 147-171. Obtenido de <https://publicaciones.unpaz.edu.ar/OJS/index.php/bordes/article/download/820/758>
- Bhatia, A. V. (2002). *Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation*. Washington, DC: IMF Working Paper WP/02/170.
- Bone, R. B. (2002). Análise crítica dos fundamentos dos ratings soberanos: o caso da Argentina. *Indic. Econ. FEE, Vol 30, Nº 1*, 74-100.
- Bone, R. B. (2006). Ratings soberanos e corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica. *Perspectiva Econômica*, v.2, n.1, 46-67.
- Busso, A. (2014). Cristina y Obama: el discurrir inestable de las relaciones bilaterales y la perdurabilidad del patrón crisis-intento de recomposición. En A. B. Bologna, *La Política Exterior de Cristina Fernández de Kirchner* (págs. 49-78). Rosario: UNR Editoria.
- Busso, A. (2017). El rol de los Estados Unidos en el diseño de política exterior del gobierno de Mauricio Macri. Conceptos básicos para su análisis. *Anuario en Relaciones Internacionales*, 1-15. Obtenido de <https://rephip.unr.edu.ar/bitstream/handle/2133/9137/A2017amnorArtBusso.pdf?sequence=3&isAllowed=y>
- Cantamutto, F., Constantino, A., & Schorr, M. (2019). El gobierno de Cambiemos en la Argentina: una propuesta de caracterización desde la economía política. *e-I@tina*, 17(67), 19-44.

- Obtenido de https://ri.conicet.gov.ar/bitstream/handle/11336/118244/CONICET_Digital_Nro.7c8b43af-e67c-4134-85d5-e95ff2980fd6_A.pdf?sequence=2&isAllowed=y
- Cantamutto, F., Ossola, I., & Tomasella, Y. (2020). Aportes y demanda de divisas por sector de actividad. *Tramas*, 24-34. Obtenido de tramas.escueladegobierno.gob.ar/wp-content/uploads/Duodécima-Edición.pdf
- Cantor, R., & Packer, F. (1996). Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. *Economic Policy Review*, 37-54.
- Cash, D. (2019). *Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services*. Nueva York, Nueva York, Estados Unidos: Routledge.
- Corigliano, F. (2018). Flexibilidad en un mundo incierto: Creencias, espacios y lineamientos de la política exterior del gobierno de Macri al promediar el mandato. *Perspectivas: Revista de Ciencias Sociales*, 62-97. Obtenido de <http://rephip.unr.edu.ar/bitstream/handle/2133/11501/4-CORIGLIANO%20PDF.pdf?sequence=3>
- Diario Alfil. (11 de Septiembre de 2013). *Standard & Poor's* rebajó la nota de la deuda soberana argentina. *Diario Alfil*. Obtenido de <http://www.diarioalfil.com.ar/2013/09/11/standard-poors-rebajo-la-nota-de-la-deuda-soberana-argentina/>
- Díaz Arive, V. (2020). *Balanza de Pagos. Nueva metodología (MBP6)*. La Plata. Obtenido de https://www.ing.unlp.edu.ar/catedras/P0702/descargar.php?secc=0&id=P0702&id_inc=30301
- do Rosario, J. (30 de Octubre de 2017). *Standard & Poor's* subió la nota de la deuda argentina por segunda vez en 2017. *Infobae*. Obtenido de <https://www.infobae.com/economia/2017/10/30/standard-and-poors-subio-la-nota-de-la-deuda-argentina-por-segunda-vez-en-2017/>
- El Cronista. (17 de Junio de 2014). *Standard & Poor's* redujo la nota de la deuda en moneda extranjera de Argentina. *El Cronista*. Obtenido de <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Standard--Poors-redujo-la-nota-de-la-deuda--en-moneda-extranjera-de-Argentina-20140617-0098.html>
- El Cronista. (25 de Junio de 2014). *Standard & Poor's*: "Los montos de endeudamiento de Argentina son muy elevados". *El Cronista*. Obtenido de <https://www.cronista.com/economiapolitica/Standard--Poors-Los-montos-de-endeudamiento-de-Argentina-son-muy-elevados-20140625-0109.html>
- El Economista. (30 de Agosto de 2019). Fitch y *Moody's* también bajan la calificación para Argentina. *El Economista*. Obtenido de <https://eleconomista.com.ar/2019-08-fitch-y-moodys-tambien-bajan-la-calificacion-para-argentina/>
- El Economista. (30 de Agosto de 2019). *S&P* sacó a la deuda argentina del default selectivo pero le dio la más baja calificación. *El Economista*. Obtenido de <https://eleconomista.com.ar/2019-08-sp-saco-a-la-deuda-argentina-del-default-selectivo-pero-le-dio-la-mas-baja-calificacion/>

- El Litoral. (18 de Septiembre de 2012). *Moody's* bajó nota a deuda argentina. *El Litoral*, pág. 1. Obtenido de <https://www.ellitoral.com/index.php/diarios/2012/09/18/politica/POLI-05.html>
- El Misionero. (7 de Noviembre de 2017). Fitch subió perspectiva de nota de Argentina a "positiva". *El Misionero*. Obtenido de <https://elmisionero.com.ar/economia/fitch-subio-perspectiva-de-nota-de-argentina-a-positiva/07/11/2017/>
- El País. (3 de Septiembre de 2019). Fitch sube calificación de deuda argentina a «CC». *El País*. Obtenido de <https://www.elpais.cr/2019/09/03/fitch-sube-calificacion-de-deuda-argentina-a-cc/>
- El País. (16 de Agosto de 2019). *S&P* baja la nota de Argentina a "B-" por "la pronunciada turbulencia del mercado". *El País*. Obtenido de <https://www.lanacion.com.py/mundo/2019/08/16/sp-baja-la-nota-de-argentina-a-b-por-la-pronunciada-turbulencia-del-mercado/>
- eLeVe. (31 de Octubre de 2012). La calificadora *S&P* bajó la calificación de deuda argentina. *eLeVe*. Obtenido de <https://www.icndiario.com/2012/10/standard-poors-baja-calificaciones-soberanas-de-argentina-a-b-por-crecientes-riesgos-al-diseno-de-las-politicas/>
- Fernández Alonso, J. M. (2012). Las disputas internacionales de inversión en el contexto de la globalización. Análisis de las controversias iniciadas contra la República Argentina tras la crisis de 2001-2002. *Neiba*, 1(1), 13-25. Obtenido de <https://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/neiba/article/view/6186>
- Fernández Alonso, J. M. (2014). Los Acuerdos Internacionales de Inversión (AII) y las crisis de deuda soberana. Consideraciones a partir del caso de la República Argentina. *ISA-FLACSO* (págs. 1-20). Buenos Aires: ISA-FLACSO.
- Fernández Alonso, J. M. (2018). Deuda soberana e instituciones internacionales de arbitraje: Las demandas contra Argentina (2006-2016). *Ola Financiera*, 11(30), 98-117.
- Fitch Ratings. (2012). *Fitch Downgrades Argentina's FC IDR to 'CC'; LC IDR to 'B-' With a Negative Outlook*. New York: Fitch Ratings.
- Fitch Ratings. (27 de Abril de 2020). *Fitch Ratings Sovereign Rating Criteria*. Obtenido de Fitch Ratings Website: www.fitchratings.com
- Fondo Monetario Internacional. (2010). *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding and Systemic Liquidity*. Washington DC: FMI.
- Fortuna Perfil. (30 de Octubre de 2012). Fitch puso «bajo vigilancia negativa» a la deuda argentina. *Fortuna Perfil*, pág. 1. Obtenido de <https://fortuna.perfil.com/2012-10-30-107343-fitch-puso-bajo-vigilancia-negativa-a-la-deuda-argentina/>
- Infobae. (4 de Mayo de 2018). Fitch redujo la perspectiva de la nota de deuda de Argentina. *Infobae*. Obtenido de <https://www.infobae.com/economia/2018/05/04/fitch-redujo-la-perspectiva-de-la-nota-de-deuda-de-argentina/>
- Infobae. (31 de Julio de 2014). Fitch también redujo la nota argentina a "default selectivo". *Infobae*. Obtenido de <https://www.infobae.com/2014/07/31/1584552-fitch-tambien-redujo-la-nota-argentina-default-selectivo/>

- Infobae. (7 de Noviembre de 2018). Fitch baja a "negativo" el panorama de calificación de Argentina por debilidad de la economía. *Infobae*. Obtenido de <https://www.infobae.com/economia/2018/11/07/fitch-baja-panorama-de-calificacion-de-argentina-a-negativo-por-debilidad-de-la-economia/>
- Infobae. (25 de Mayo de 2020). Duro golpe: Estados Unidos ratificó los aranceles para el biodiesel argentino. *Infobae*. Obtenido de <https://www.infobae.com/economia/2020/05/26/estados-unidos-ratifico-los-aranceles-para-el-biodiesel-argentino-pero-los-empresarios-locales-aspiran-a-seguir-negociando/>
- Jaguaribe, H. (1979). Autonomía periférica y hegemonía céntrica. *Estudios Internacionales*. 12(46), 91-130.
- Jaramillo, L. (2010). *Determinants of Investment Grade Status in Emerging Markets*. Washington, DC: IMF Working Paper WP/10/117. Obtenido de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1620248
- Kruck, A. (2011). *Private Ratings, Public Regulations. Credit Rating Agencies and Global Financial Governance*. Londres: Palgrave Macmillan.
- La Nación. (17 de Junio de 2014). Para *Standard & Poor's*, la Argentina tiene la peor calificación crediticia. *La Nación*. Obtenido de <https://www.lanacion.com.ar/economia/para-standard-poors-la-argentina-tienela-peor-calificacion-crediticia-nid1702180/>
- La Nación. (30 de Agosto de 2019). La calificadora Fitch declaró a la Argentina en default restringido". *La Nación*. Obtenido de <https://www.lanacion.com.ar/economia/la-calificadora-fitch-declaro-argentina-default-restringido-nid2283151>
- La Voz. (11 de Mayo de 2019). 900 pallets de limones del NOA se exportan por primera vez a los Estados Unidos. *La Voz*. Obtenido de <https://www.lavoz.com.ar/negocios/900-pallets-de-limones-del-noa-se-exportan-por-primera-vez-estados-unidos>
- Lorenzini, M. E., & Simonoff, A. (2019). Autonomía e Integración en las Teorías del Sur: Desentrañando el Pensamiento de Hélio Jaguaribe y Juan Carlos Puig. *Iberoamericana*. 48(1), 96-106.
- Manning, B. (1977). The Congress, the Executive and Intermestic Affairs: Three Proposals. *Foreign Affairs*, Vol. 55, No. 2, 306-324.
- Manzo, A. (2018). Reestructuraciones de deuda soberana: El debate sobre su regulación en términos de disputa por la gobernanza global. *Direito Práxis*, 9(1), 9-45. Obtenido de <https://www.scielo.br/pdf/rdp/v9n1/2179-8966-rdp-9-1-9.pdf>
- Míguez, J. I. (2 de Junio de 2020). Formación de activos externos ("la fuga"): un clásico argentino. *El Economista*. Obtenido de <https://eleconomista.com.ar/2020-06-formacion-de-activos-externos-la-fuga-un-clasico-argentino/>
- Míguez, M. C. (2016). La autonomía heterodoxa y la clasificación de las políticas exteriores en la Argentina. *Revista de Relaciones Internacionales, Estrategia y Seguridad*. Vol 12. Nº12., 207-229.
- Miranda, N. C. (2012). *The Greek Debt: The Influence of Standard & Poor's Sovereign Debt Ratings*. Quito: Universidad San Francisco de Quito.

- Miranda, R. (2009). La responsabilidad de la toma de decisiones en el proyecto de inserción de Argentina en el mundo. Su participación en conflictos intraestatales regionales. *Intellector. Año IV. Volume VI. Nº 11.*, 1-19.
- Miranda, R. (20115). Argentina con China: el riesgo de la bonanza. *Estudios Internacionales 180*, 91-113.
- Molina Díaz, E., & Regalado Florido, E. (2014). Inserción financiera internacional de China. Situación actual y perspectivas. *Economía y desarrollo. Vol 151.*, 94-105.
- Moody's Investor Service. (17 de Septiembre de 2012). *Moody's Investor Service Research*. Obtenido de *Moody's Investor Service Website*: https://www.moodys.com/research/Moodys-cambia-la-perspectiva-de-la-calificacin-de-B3-de--PR_255482
- Moody's Investor Service. (17 de Marzo de 2014). *Moody's Investor Service Research*. Obtenido de *Moody's Investor Service Website*: https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Argentinas-government-bond-rating-to-Caa1-stable-outlook--PR_294642
- Moody's Investor Service. (31 de Julio de 2014). *Moody's Investor Service Research*. Obtenido de *Moody's Investor Service Website*: https://www.moodys.com/research/Moodys-cambia-la-perspectiva-de-la-calificacin-de-Argentina-a--PR_305545
- Moody's Investor Service. (15 de Abril de 2016). *Moody's Investor Service Research*. Obtenido de *Moody's Investor Service Website*: https://www.moodys.com/research/Moodys-upgrades-Argentinas-issuer-rating-to-B3-with-a-stable--PR_347279
- Moody's Investor Service. (6 de Marzo de 2017). *Moody's Investor Service Research*. Obtenido de *Moody's Investor Service Website*: https://www.moodys.com/research/Moodys-changes-outlook-on-the-Government-of-Argentinas-B3-rating--PR_362741
- Moody's Investor Service. (29 de Noviembre de 2017). *Moody's Investor Service Research*. Obtenido de *Moody's Investor Service Website*: https://www.moodys.com/research/Moodys-Upgrades-Argentinas-Rating-to-B2-Outlook-Stable--PR_376034
- Moody's Investor Service. (25 de Noviembre de 2019). *Moody's Investor Service Methodologies & Frameworks*. Obtenido de *Moody's Investor Service*: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1158631
- Moody's Investor Service. (12 de Julio de 2019). *Moody's Investor Service Research*. Obtenido de *Moody's Investor Service Website*: https://www.moodys.com/research/Moodys-changes-Argentinas-outlook-to-negative-from-stable-affirms-B2--PR_403831
- Moody's Investor Service. (30 de Agosto de 2019). *Moody's Investor Service Research*. Obtenido de *Moody's Investor Service Website*: https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Argentinas-ratings-to-Caa2-places-ratings-under-review--PR_408530
- Morasso, C. (2016). La orientación autonomista de la política exterior argentina (2003 - 2015). *Cuadernos de Política Exterior Argentina*, 3-22.
- Neffa, J. C. (2017). El contexto socio económico argentino actual. *Cuadernos del Cendes*, 34(95), 202-218. Obtenido de http://ve.scielo.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1012-25082017000200009

- Nemiña, P. (2012). Argentina: Camino del desendeudamiento (1991-2011). *Análisis No. 12*, 70-88.
- Nemiña, P. (2018). En búsqueda de una inserción financiera poshegemónica. La política financiera externa del kirchnerismo. *Semestre Económico. Vol. 21 Núm. 47.*, 147-173.
- Nemiña, P., & Cantamutto, F. J. (2018). De vuelta al status quo. Deuda e inserción financiera internacional durante la gestión Cambiemos. En D. García Delgado, C. Ruiz del Ferrier, & B. de Anchorena, *Elites y captura del Estado: control y regulación en el neoliberalismo tardío*. (págs. 225-239). Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina: Flacso Argentina.
- Nemiña, P., & Val, M. E. (2018). El conflicto entre la Argentina y los fondos buitres. Consecuencias sobre los procesos de reestructuración de deuda soberana. *Cuadernos de Economía Crítica*, 5(9), 45-68. Obtenido de <http://www.sociedadeconomiacritica.org/ojs/index.php/cec/article/view/143/340>
- Oviedo, E. D. (2015). El ascenso de China y sus efectos en la relación con Argentina. *Estudios Internacionales 180*, 67-90.
- Pena, A. (2000). *La calificación del riesgo soberano. Análisis de sus determinantes*. Montevideo: Banco Central del Uruguay.
- Perfil. (7 de Noviembre de 2018). Por la recesión, Fitch baja la calificación de la deuda argentina a "negativa". *Perfil*. Obtenido de <https://www.perfil.com/noticias/economia/agencia-fitch-califica-negativa-deuda-argentina.phtml>
- Planas, E. S. (2012). *Declaración Jurada Anticipada de Importación (DJAI)*. Buenos Aires: Cámara Argentina de Comercio y Servicios.
- Puig, J. C. (1980). *Doctrinas internacionales y autonomía latinoamericana*. Caracas: Universidad Simón Bolívar, Instituto de Altos Estudios de América Latina, Fundación Bicentenario de Simón Bolívar.
- Rada Cadenas, D. M. (2007). El Rigor en la Investigación Cualitativa: Técnicas de Análisis, Credibilidad, Transferibilidad y Confirmabilidad. *Sinopsis Educativa*(1), 17-26.
- Radio Francia Internacional. (28 de Noviembre de 2012). Fitch estima 'probable' default de Argentina tras bajarle calificación. *Radio Francia Internacional*, pág. 1. Obtenido de <https://www.rfi.fr/es/americas/20121128-fitch-estima-probable-default-de-argentina-tras-bajarle-calificacion>
- Raimondi, R. S. (2014). *Estrategias político-legales desplegadas por los fondos buitres contra la República Argentina (2003-2014) (Tesina de grado)*. Rosario: Universidad Nacional de Rosario. Obtenido de <https://rephip.unr.edu.ar/bitstream/handle/2133/5221/TESINA.pdf>
- Ramos, L. F. (2014). *Determinantes de la calificación de riesgo soberano y su relación con la prima de riesgo soberano: una aplicación para Honduras*. Tegucigalpa: Banco Central de Honduras.
- Randazzo, A. (27 de Mayo de 2020). Golpe a exportaciones: EE.UU. ratificó aranceles al biodiésel argentino. *Ámbito Financiero*. Obtenido de <https://www.ambito.com/economia/biodiesel/golpe-exportaciones-eeuu-ratifico-aranceles-al-argentino-n5105346>

- Rebossio, A. (11 de Septiembre de 2013). *S&P hunde la nota de solvencia de la deuda de Argentina en el bono basura. El País*, pág. 1. Obtenido de https://elpais.com/economia/2013/09/11/actualidad/1378907086_145492.html
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2004). Serial Default and the "Paradox" of Rich-to-Poor Capital Flows. *The American Economic Review*, 94(2), 53-58. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/3592856>
- Rivas Molina, F. (5 de Abril de 2017). Standard and Poor's sube la calificación de Argentina por las reformas económicas. *El País*. Obtenido de https://elpais.com/economia/2017/04/04/actualidad/1491339583_088343.html
- Road Show. (4 de Mayo de 2018). Fitch bajó el panorama de la deuda argentina. *Road Show*. Obtenido de <https://www.roadshow.com.ar/fitch-bajo-el-panorama-de-la-deuda-argentina/>
- Rúa, M., & Zeolla, N. (2018). Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente. *Problemas del Desarrollo*, 49(194), 5-30.
- Scarpinelli, L. (16 de Diciembre de 2015). Cepo cambiario: cronología de estos cuatro años de restricciones. *La Nación*.
- Simonoff, A. (2014). La vigencia del pensamiento autonómico de Juan Carlos Puig. *Ciclos en la historia, la economía y la sociedad. Año 23, Nro. 44.*, 1-12.
- Simonoff, A. (2019). La estrategia de inserción argentina en un mundo cambiante. *Perspectivas: Revista de Ciencias Sociales*, 8-22. Obtenido de <http://biblioteca.puntoedu.edu.ar/bitstream/handle/2133/17468/1%20Simonoff.pdf?sequence=3&isAllowed=y>
- Standard & Poor's. (14 de Junio de 2014). *Standard & Poor's baja calificación de largo plazo en moneda extranjera de Argentina a 'CCC-' desde 'CCC+'; la tendencia es negativa*. Obtenido de S&P Global Ratings: <https://disclosure.spglobal.com/ratings/es/regulatory/article/-/view/type/HTML2/id/1492846>
- Standard & Poor's. (6 de Mayo de 2016). *Standard & Poor's Press Release*. Obtenido de Standard & Poor's Website: https://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF;jsessionid=F1BAA81AA14AADD6D4D66D30B03625AD?articleId=1631118&type=NEWS&subType=RATING_ACTION
- Standard & Poor's. (31 de Agosto de 2018). *Standard & Poor's Press Release*. Obtenido de Standard & Poor's Website: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/comunicado_argentina_agosto2018.pdf
- Standard & Poor's. (12 de Noviembre de 2018). *Standard & Poor's Press Release*. Obtenido de Standard & Poor's Website: https://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF?articleId=2128575&type=NEWS&subType=RATING_ACTION

- Standard & Poor's. (7 de Agosto de 2020). *S&P Global Ratings Definitions*. Obtenido de Standard & Poor's Website: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352
- Strange, S. (1996). *The Retreat of the State*. Nueva York: Universidad de Cambridge.
- Sujarchuk, F. A. (2016). *Sistemas de creencias y política exterior argentina: Un análisis de las administraciones de Néstor Kirchner (2003-2007) y Cristina Fernández de Kirchner (2007-2015)*. Universidad Torcuato di Tella, Ciudad Autónoma de Buenos Aires.
- Swiss Info. (31 de Agosto de 2018). S&P pone bajo vigilancia negativa la nota de deuda de Argentina. *SRG SSR*. Obtenido de <https://www.swissinfo.ch/spa/afp/s-p-pone-bajo-vigilancia-negativa-la-nota-de-deuda-de-argentina/44365564>
- Tennant, D. F., & Tracey, M. R. (2016). *Sovereign Debt and Credit Rating Bias*. New York: Palgrave Pivot. doi:10.1057/9781137391506
- The World Bank. (20 de Agosto de 2021). *Data World Bank*. Obtenido de The World Bank: <https://data.worldbank.org/>
- Val, M. E. (2020). *Procesos de reestructuración de deudas soberanas: las negociaciones entre los gobiernos argentinos y los acreedores privados (2003-2016) (Tesis de doctorado)*. Universidad Nacional de San Martín. Universidad Nacional de San Martín. Instituto de Altos Estudios Sociales. Obtenido de <https://ri.unsam.edu.ar/handle/123456789/1207>
- Vommaro, G., & Gené, M. (2017). Argentina: el año de Cambiemos. *Revista de ciencia política*, 37(2), 231-254. Obtenido de <https://dx.doi.org/10.4067/s0718-090x2017000200231>
- Voz de América. (3 de Septiembre de 2019). Fitch sube calificación de deuda soberana de Argentina a "CC". *Voz de América*. Obtenido de <https://www.voanoticias.com/noticias-internacional/fitch-suba-calificacion-de-deuda-soberana-de-argentina-cc-finanzas>
- Wahren, P., Harraca, M., & Cappa, A. (9 de Diciembre de 2018). *Tres años de macri: balances y perspectivas de la economía argentina*. Obtenido de CELAG: https://www.celag.org/wp-content/uploads/2018/12/A_TRES_AN%CC%83OS_DE_MACRI_BALANCES_Y.pdf
- White, L. J. (2010). The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives - Volume 24, Number 2*, 211-226.
- White, L. J. (2015). The Credit Rating Agencies and Their Role in the Financial System. En E. Brousseau, J.-M. Glachant, & J. Sgard, *The Oxford Handbook of Institutions of International Economic Governance and Market Regulation* (págs. 1-33). Oxford: Oxford University Press.
- Zuccarino, M. (2018). La política exterior como política pública. Incidencia de las variables internas en la formulación de la política exterior a partir de un estudio de caso: la posición de la Argentina ante el conflicto por el Chaco Boreal entre Paraguay y Bolivia. *Studia Politicae. Número 44.*, 43-74.