

realidad económica

Nº 322 · AÑO 48

16 de febrero al 31 de marzo de 2019

ISSN 0325-1926

Páginas 9 a 40

ANÁLISIS

Drenaje de divisas y endeudamiento público externo. El balance de pagos argentino. 1992-2018*

Damián Kennedy** y Matías A. Sánchez***

* Este trabajo se realizó en el marco del Proyecto UBACyT 20020170200090BA "Las condiciones de reproducción de la fuerza de trabajo en la Argentina reciente en perspectiva histórica y su vínculo con las particularidades de su proceso de acumulación de capital" (Categoría Modalidad II Programación 2018) dirigido por Damián Kennedy y del Proyecto UBACyT 20020170200076BA "Las estrategias macroeconómicas y los rasgos estructurales de Argentina, continuidad y cambio entre 1990 y la actualidad" (Categoría Modalidad II Programación 2018) dirigido por Juan M. Graña, a quien agradecemos por los comentarios realizados sobre una versión previa del presente artículo.

** Doctor en Ciencias Económicas con orientación en Economía, Universidad de Buenos Aires. Investigador Asistente del CONICET. Profesor Adjunto Regular Estructura Social Argentina FCE-UBA. Centro de Estudios sobre Población, Empleo y Desarrollo (CEPED), Facultad de Ciencias Económicas (UBA) Av. Córdoba 2122, 1º piso (C1120AAQ), CABA - Argentina. damian.kennedy.fco@gmail.com

*** Licenciado en Economía, Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires. Doctorando en Desarrollo Económico (Universidad Nacional de Quilmes) - Ayudante de Primera con Dedicación Exclusiva en el Centro de Estudios sobre Población, Empleo y Desarrollo (CEPED - FCE - UBA), Av. Córdoba 2122, 1º piso (C1120AAQ), CABA - Argentina. sanchezmatias87@gmail.com

RECEPCIÓN DEL ARTÍCULO: noviembre de 2018

ACEPTACIÓN: febrero de 2019



Resumen

En la década de los 2000, en el marco del fuerte crecimiento de las reservas internacionales originadas en el balance comercial y de la renegociación de la deuda externa, la necesidad de recurrir nuevamente al endeudamiento público externo parecía haber desaparecido. No obstante, el debate reapareció a comienzos de la década siguiente, consolidándose en el año 2016 una nueva fase de endeudamiento. En ese contexto, el presente artículo se propone analizar el papel general que han desempeñado el Sector Público y Privado en términos del aporte al ingreso/drenaje de divisas en la unidad del período 1992-primer semestre de 2018, identificando las etapas relevante. El principal resultado es que el crecimiento del endeudamiento público externo (más allá de sus propias necesidades) ha sido el sostén no sólo de la acumulación de reservas internacionales, sino también del déficit del Balance de Pagos del Sector Privado, tal como había ocurrido (aunque con menor velocidad) bajo el régimen de convertibilidad.

Palabras clave: Argentina - Balance de pagos - Balanza comercial - Endeudamiento público externo - Reservas internacionales.

Abstract

Drain of foreign exchange and government external debt. The balance of payments in Argentina. 1992 -2018

In the decade of the 2000's, as a result of an important growth of foreign exchange reserves -provoked by trade balance-and Argentina's government external debt renegotiation context, the necessity to draw upon a new indebtedment process as a financing source seemed to have disappeared. Nevertheless, the debate reappeared at the beginning of the next decade, with the consolidation of a new phase of public debt contraction in 2016. In this context, this article examines the general role that the Public and Private Sectors have played in terms of contribution to the inflow/drain of foreign exchange throughout the period 1992-first semester of 2018, identifying relevant stages. The main result of the analysis is that government external debt growth (beyond its own needs) has sustained not only the accumulation of foreign exchange reserves but also the Private Sector Balance of Payments deficit, as it had happened (although with a lower intensity) during the currency board regime.

Keywords: Argentina -Balance of payments-Trade balance-Government external debt-Foreign exchange reserves

Introducción

Como ha sido estudiado, en la década de 1990 el endeudamiento externo público desempeñó un papel fundamental para financiar tanto el déficit del Balance de Pagos del Sector Privado como la acumulación de reservas necesarias para el sostenimiento del régimen de convertibilidad (Iñigo Carrera, 1999; Damill, 2000). En efecto, producto de la incapacidad para continuar la expansión de la deuda pública externa, la convertibilidad concluyó con una crisis sin precedentes en la historia reciente del proceso de acumulación de capital nacional. En la década del 2000, en el marco de un fuerte crecimiento de las reservas internacionales originadas en el balance comercial, por un lado, y el proceso denominado “de desendeudamiento”, por el otro (sustentado sobre la renegociación de la deuda externa en 2005 y 2010 y la cancelación de pasivos con el Fondo Monetario Internacional -FMI- del año 2006), parecía haber desaparecido la necesidad de recurrir nuevamente al crédito externo. No obstante, ante la caída de reservas internacionales ocurrida entre los años 2011 y 2015, el debate reapareció en la discusión política nacional, concretándose en 2016 el comienzo de una nueva fase de endeudamiento (Manzanelli *et al.*, 2016).

En ese contexto, el objetivo principal del presente trabajo es realizar una primera aproximación al papel general que han desempeñado el Sector Público y Privado en términos del aporte al ingreso/drenaje de divisas en la unidad del período 1992-primer semestre de 2018, así como estudiar el comportamiento de cada sector institucional en relación con las fases de incremento y caída de las reservas internacionales a lo largo de dicho período¹. Para ello, nos proponemos identificar, a partir de la información del Balance de Pagos, los movimientos netos de divisas según Sector Público y Privado, tomando como referencia el abordaje sectorial para el análisis de lo ocurrido bajo la convertibilidad realizado por los ya referidos Iñigo Carrera (1999) y Damill (2000). En este sentido, el texto se propone un análisis

¹ El lapso de estudio está determinado por la disponibilidad de información del Balance de Pagos con el nivel de desagregación necesario para realizar el ejercicio propuesto.

mayormente descriptivo, procurando identificar ciertas dinámicas que se consideran fundamentales en relación con el proceso de acumulación de capital nacional, con vistas a profundizar en torno a las mismas en futuros trabajos. Sobre la base de los principales resultados identificados, como objetivo secundario el artículo se propone realizar una primera aproximación a su análisis en el marco de los desarrollos en torno a la especificidad de la acumulación de capital en la Argentina realizados por Iñigo Carrera (1998 y 2007)², no con la intención de lograr una explicación acabada de los mismos sino, fundamentalmente, como forma de establecer las bases para la continuidad del análisis en futuros trabajos.

Resulta de importancia remarcar algunos aspectos de distinto orden vinculados con la consecución del objetivo general mencionado. En primer lugar, que para el mismo resulta necesaria una reclasificación propia de las partidas utilizadas por el INDEC para la presentación del Balance de Pagos, así como la compatibilización de la actual metodología (INDEC, 2017) con la metodología previa (INDEC, 2007), las cuales se desarrollaron en Kennedy y Sánchez (2018), documento en el que también se exponen los resultados completos del ejercicio en cuestión. En segundo lugar, que la utilización de los términos “ingreso” y “drenaje” no resulta fortuita, toda vez que con los mismos se procura identificar un fenómeno diferente (aunque claramente relacionado) al de la denominada “fuga de capitales”. Específicamente, y más allá de los distintos modos de estimación de la misma, mediante la cuantificación de la fuga de capitales (en particular con el llamado “método residual de balance de pagos”) se busca cuantificar la totalidad de la formación de activos externos propiedad de residentes, incluyendo a la inversión directa y, generalmente, los errores y omisiones³. A diferencia de ello, el presente trabajo se focaliza

² Una presentación de la síntesis propia de tales desarrollos puede encontrarse en Kennedy (2018). En todos los casos, resulta de interés remarcar que, en tanto lectura propia, en ningún caso lo expresado debe atribuirse al referido autor.

³ A la vez, en dicha línea de investigación se han concentrado esfuerzos en el estudio de mecanismos alternativos como los precios del comercio exterior, el contrabando o los créditos intrafirma –entre otros–, y también se han destacado otros problemas (como posibles errores de captación por parte de las fuentes oficiales). Para una discusión acerca de los distintos métodos de estimación de la fuga de capitales y su relación con el criterio aquí adoptado ver Basualdo y Kulfas (2002), Gaggero, Casparrino y Libman (2007), Gaggero, Rúa y Gaggero (2013), entre otros.

en el resultado neto del Balance de Pagos del Sector Privado (junto con el del Sector Público) y, por tanto, en su papel en el ingreso o drenaje neto de divisas, lo que implica una clasificación diferente de los rubros del Sector Privado en relación con la que se realiza al computarse la fuga de capitales. Por lo tanto, el abordaje que aquí se presenta implica una mirada complementaria a dicha tradición de investigación, particularmente en relación a aquellos trabajos que analizan lo sucedido entre la instauración del régimen de convertibilidad y la actualidad (Gaggero, Rúa y Gaggero, 2013; Schorr y Wainer, 2014; Barrera y Bona, 2016; entre otros)⁴.

En tercer lugar, que, dado el objetivo propuesto, la lectura de la información en cada apartado y subapartado del texto se realizará en primera instancia para el conjunto del período, para luego identificar etapas relevantes en dicha acumulación o drenaje de divisas. En cuarto lugar, que –salvo mención contraria– la medición de los flujos relevantes del Balance de Pagos se realizará en dólares constantes de 2017 acumulados (desde 1992), de modo de lograr la cuantificación de la contribución agregada de cada sector a la acumulación o al drenaje de divisas, conservando la comparabilidad en el tiempo de los flujos anuales. Finalmente, corresponde mencionar que, atento a la metodología del Balance de Pagos, se trabajará con el criterio de lo devengado, es decir, que los flujos corrientes se registran en el Balance independientemente de su pago efectivo, es decir, se registran según su vencimiento. Como se detallará oportunamente, la utilización de dicho criterio presenta ciertos problemas para el análisis de los resultados parciales de algunas partidas específicas (como el pago de intereses y la reinversión de utilidades, y sus respectivas contrapartes en la Cuenta Financiera), aunque ello no impacta en el resultado neto por sector que aquí se pretende analizar.

En este marco, el presente artículo se organiza de la siguiente manera. En el primer apartado se presenta brevemente la evolución del Balance de Pagos considerando el agrupamiento habitual de sus partidas (transacciones corrientes, transacciones financieras y variación de reservas) a lo largo del período bajo estu-

⁴ En este sentido, corresponde aclarar que a lo largo del presente artículo se hará especial referencia a estos textos al momento de señalar algunos fenómenos particulares del Balance de Pagos a lo largo del período bajo estudio, más allá de que los textos en cuestión refieran en muchos casos, a su vez, a trabajos de otros autores.

dio, considerando de manera específica la estimación en dólares constantes acumulados propuesta para el presente artículo. Sobre dicha base, en los dos apartados siguientes se desarrolla el objetivo principal propuesto. Así, en el segundo se analiza la evolución del Balance de Pagos del Sector Privado y sus partidas de mayor relevancia, realizando seguidamente lo propio con el Sector Público. A partir de dichos resultados, en el tercero se analiza de manera conjunta el Balance de Pagos por sector institucional, de modo de identificar y cuantificar el rol particular jugado por la multiplicación del endeudamiento público más allá del pago de intereses. Finalmente, a modo de cierre, en el último apartado se desarrolla la referida aproximación preliminar al análisis de los principales resultados identificados en el Balance de Pagos en el marco de los rasgos particulares de la acumulación de capital en la Argentina.

1. Breve repaso de la evolución del balance de pagos según necesidad de financiamiento, financiamiento y variación de reservas

Más allá de los cambios en la forma de presentación de la información (ver INDEC, 2017), la lógica habitual que guía la conformación y el análisis del Balance de Pagos se basa sobre la consideración de las necesidades de financiamiento de una economía nacional (transacciones corrientes) y el financiamiento de las mismas (transacciones financieras), todo lo cual resulta, según la magnitud y el signo de los flujos de divisas agregados, en la variación positiva o negativa de reservas internacionales en poder del BCRA⁵.

En esa línea, como puede verse en el **gráfico 1**, entre 1992 y el primer semestre de 2018 se acumularon reservas internacionales aproximadamente por US\$ 66.500 millones, lo cual se explica exclusivamente por el comportamiento evidenciado en

⁵ A su vez, en el movimiento concreto del Balance de Pagos cabe agregar en dicha relación a la Cuenta de Errores y Omisiones. Al respecto, en tanto se sostiene que es una cuenta equilibradora o de discrepancia estadística que compensa la sobreestimación o subestimación en los restantes componentes del Balance (INDEC, 2017), los Errores y Omisiones se consideran parte de las transacciones del Sector Privado, ya que prácticamente la totalidad de la información relevada en la Argentina para el Sector Público surge de registros estadísticos, mientras que en muchas ocasiones la información del Sector Privado surge de estimaciones a partir de encuestas, balances, tasas de referencia promedio, etc.

el resultado de la Cuenta Financiera, la cual “aportó” aproximadamente US\$ 286.000 millones, más que cubriendo así la salida de divisas vía la Cuenta Corriente, del orden de los US\$ 189.000 millones, y vía Errores y Omisiones, del orden de los US\$ 34.000.

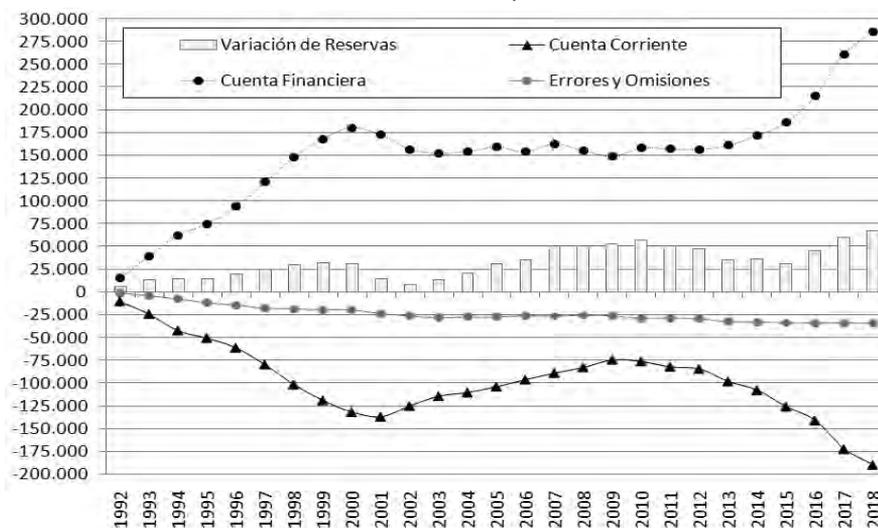
Dentro de ese comportamiento acumulado a lo largo del cuarto de siglo bajo estudio resulta de interés identificar distintas etapas en función de la evolución de las Reservas Internacionales. En este sentido, hasta el año 2000 se observa una acumulación de Reservas Internacionales (más allá de incluir años de estancamiento de las mismas), en la cual el ingreso de divisas por la Cuenta Financiera más que compensa la salida generada por la Cuenta Corriente. Una segunda etapa ocurre entre 2001 y 2002, cuando se observa una caída de las Reservas Internacionales, explicada exclusivamente por la salida de divisas ocurrida vía Cuenta Financiera, elemento clave en el engranaje que derivó en el estallido del régimen de convertibilidad y, con ello, una profunda crisis del proceso de acumulación de capital (cuyas expresiones más crudas fueron los niveles de desempleo por encima de la quinta parte de la población activa y más de la mitad de la población por debajo de la línea de pobreza)⁶.

A partir de allí se observa, nuevamente, un proceso de acumulación de Reservas hasta 2010, aunque por la razón opuesta a la evidenciada en la primera etapa identificada. Más precisamente, como puede verse en el referido **gráfico 1**, dicho comportamiento está asociado con el ingreso de divisas por Cuenta Corriente (resultado exclusivo, a su vez, del superávit de Balanza de Bienes), frente a una Cuenta Financiera que presenta un comportamiento estable (y, por tanto, de impacto nulo en la variación de reservas)⁷. Ahora bien, como puede observarse, desde entonces y hasta 2015 se evidencia una contracción de las Reservas Internaciona-

⁶ Con la “exigencia” de la canasta básica total actual, dicho nivel rondaría el 70% -Favata y Zack, 2018-. En este sentido, en Arakaki (2018) se presenta una estimación alternativa de los niveles de pobreza a partir de la realización de un empalme por interpolación lineal de la canasta básica total actual y la anterior. Así, para el momento del estallido de la convertibilidad la proporción de población bajo la línea de pobreza se aproximaba al 60%.

⁷ Debido al criterio de lo devengado utilizado para el registro del Balance de Pagos (y, más allá de los movimientos generales descriptos para la etapa), resulta relevante señalar que en el marco de la cesación de pagos de la deuda externa argentina luego de 2002 y hasta las sucesivas renegociaciones, en los casos

Gráfico 1.
Balance de Pagos por Cuenta Corriente, Cuenta Financiera, Variación de Reservas Internacionales y Errores y Omisiones. Resultado anual acumulado.
En millones de U\$S de 2017. 1992 - primer semestre de 2018.



Fuente: elaboración propia sobre la base de INDEC.

Nota: debido a la poca relevancia de las transacciones registradas en la Cuenta Capital, la misma no se incluye en el gráfico, aunque, claro está, su resultado se refleja en la Variación de Reservas Internacionales. Luego, en lo que sigue, tales transacciones se consideran como parte del resultado del Sector Público o Privado, según corresponda.

en que estos flujos (correspondientes a intereses de deuda y amortizaciones de capital) no son girados al exterior, tienen como contrapartida movimientos en la Cuenta Financiera, sin afectar las Reservas Internacionales. En la metodología del año 2007 (INDEC, 2007), los intereses devengados en la Cuenta Corriente durante la cesación de pagos tienen como contrapartida la partida (imputada) de Atrasos en la Cuenta Financiera, mediante la cual se incrementa el stock de deuda externa (junto con los Atrasos en el pago de vencimientos de las amortizaciones, aunque en este caso todos los movimientos corresponden a la Cuenta Financiera). Si bien mediada por un fenómeno diferente, algo similar debe mencionarse para el caso de las utilidades reinvertidas, ya que las mismas se consideran un egreso en la Cuenta Corriente y, como contraparte, una Reinversión de utilidades en la Cuenta Financiera. De allí que resulte relevante la consideración de tales registros a la hora de analizar los flujos de ingresos y egresos de divisas por Cuenta Corriente y Cuenta Financiera. En lo que sigue del presente trabajo, el problema en cuestión será tenido en cuenta con particular importancia, dado que dichos registros no constituyen un ingreso/drenaje efectivo de divisas en cada período. Ahora bien, en ningún caso el resultado neto, ya sea que se vea desde el punto de vista de la Variación de Reservas Internacionales o por sector, se ve influenciado por los devengamientos en cuestión, en tanto los mismos se netean al poner en relación las Cuentas.

les, especialmente vinculada a una reversión de la Cuenta Corriente, la cual vuelve a convertirse en una fuente de salida de divisas. Finalmente, en los últimos dos años de la serie, ya bajo la gestión estatal de la Alianza Cambiemos, las Reservas Internacionales vuelven a evidenciar una acumulación, con una lógica prácticamente idéntica a la vigente en la primera etapa de la convertibilidad: un ingreso de divisas por la Cuenta Financiera que más que compensa la creciente salida de divisas vía la Cuenta Corriente.

2. Ingreso y drenaje de divisas según sector privado y público

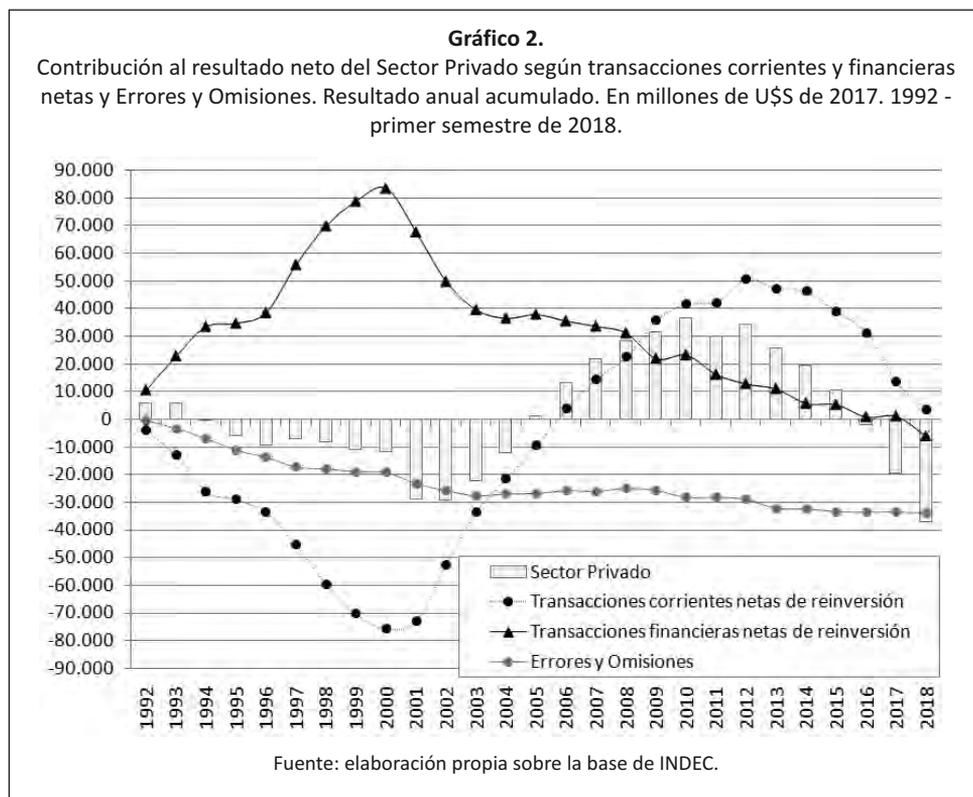
2.1. El Balance de Pagos del Sector Privado

Según el objetivo principal propuesto en el presente trabajo, el resultado más importante a destacar es que, tal como se observa en el **gráfico 2**, a lo largo del período 1992-primer semestre de 2018 el Sector Privado, considerado en su conjunto, se constituyó en una fuente de drenaje de divisas por un total aproximado de US\$ 37.000 millones. De este modo, más allá del análisis que se realizará a lo largo del texto, ya es posible adelantar que, siempre considerando el período de modo agregado, la acumulación de Reservas Internacionales mencionada en el apartado anterior se explica por un “aporte” positivo del Sector Público del orden de US\$ 103.000 millones, a partir del cual se financian tanto la acumulación de reservas como el drenaje de divisas del Sector Privado. Dicho resultado agregado del Sector Privado se explica, también considerado el período en su conjunto, por un resultado acumulado positivo del orden de US\$ 3.000 millones en lo que respecta a las transacciones corrientes (netas de utilidades reinvertidas; a partir de aquí, transacciones corrientes netas de reinversión)⁸, un resultado acumulado negativo

⁸ Dado el objetivo propuesto, corresponde aclarar que las transacciones se encuentran netas (únicamente) de reinversión de utilidades, ya que, debido a la imposibilidad de distinguir otros flujos que no implican necesariamente ingresos/salidas efectivas de divisas (por ejemplo, intereses refinanciados o el financiamiento del comercio exterior con crédito, y sus correspondientes contrapartidas en la Cuenta Financiera), los mismos no han podido presentarse en términos netos. Por lo tanto, en función de la forma de registro del Balance de Pagos, los resultados aquí presentados deben entenderse como una aproximación al fenómeno del ingreso o drenaje de divisas, sin perjuicio de lo cual en el análisis de las partidas parciales de los sectores se seguirán usando los términos ‘ingreso’ y ‘drenaje’. En cualquier caso, no debe dejar de remarcar que este problema no afecta a la cuantificación del aporte a la Variación de Reservas Internacionales, en este caso del Sector Privado, en tanto las transacciones en cuestión se encuentran netas entre sí.

del orden de los US\$ 6.000 por transacciones financieras (netas de utilidades reinvertidas; a partir de aquí, transacciones financieras netas de reinversión) y un acumulado negativo de “Errores y Omisiones” del orden de US\$ 34.000 millones.

Como se observa en el mismo **gráfico 2**, bajo la convertibilidad y la crisis posterior el Sector Privado drenó divisas por un total de US\$ 30.000 millones, dos tercios de las cuales se retiran del “pozo” entre 2000 y 2001. En ese contexto, mientras que en la primera etapa el resultado negativo ocurre por un resultado acumulado creciente de transacciones financieras netas pero menor al resultado acumulado decreciente de las transacciones corrientes netas y los Errores y Omisiones, en la segunda ocurre por una disminución del resultado de las transacciones financieras netas (que ocurre en paralelo con un incremento, de menor cuantía, del resultado acumulado de las transacciones corrientes netas). A partir de allí, a lo largo de la tercera etapa (2003-2010) se observa un comportamiento abiertamente opuesto al anterior; toda vez que el Sector Privado no solo pasa a aportar positivamente año a año a la Variación de Reservas Internacionales, sino que ello también ocurre en términos acumulados, fundamentalmente por un creciente resultado acumulado en las transacciones corrientes netas (de tal magnitud que, desde 2006, se realiza en tal concepto un aporte positivo acumulado a las Reservas Internacionales), de una cuantía mayor que la reducción del resultado acumulado por transacciones financieras netas. Desde entonces, se observa una reducción del “aporte” positivo del Sector Privado a las Reservas Internacionales, el cual resulta cero en 2016, para luego acumular un resultado negativo de US\$ 36.000 hasta el primer semestre de 2018. Tal situación se explica por la continuidad del descenso del resultado acumulado de las transacciones financieras netas, por un lado, y el estancamiento y posterior reducción del resultado acumulado por las transacciones corrientes netas, por el otro. En este contexto, la última etapa (2016-primer semestre de 2018) se diferencia de su precedente por la aceleración del resultado negativo evidenciado por las transacciones corrientes netas.



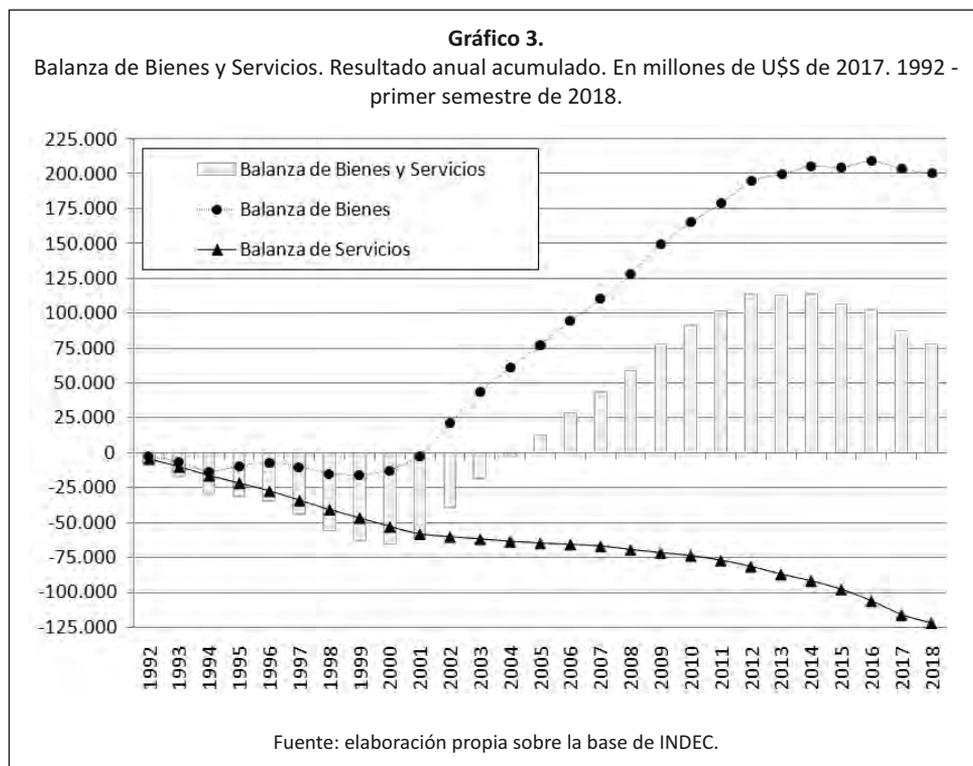
A los fines de identificar los principales movimientos que explican el resultado agregado del Sector Privado, corresponde avanzar en su descomposición en términos de las partidas que permiten explicar el ingreso/drenaje de divisas a lo largo del período analizado (y, en el agregado, el consecuente aporte o drenaje de Reservas Internacionales). En este sentido, como se observa en el **gráfico 3**, en el agregado del período la Balanza de Bienes y Servicios realizó un aporte de divisas del orden de los US\$ 78.000 millones, el cual se explica por el resultado positivo de la Balanza de Bienes del orden de los US\$ 200.000 millones, que más que compensa el déficit de la Balanza de Servicios. Dentro de ese resultado agregado, y considerando las cinco etapas identificadas en el primer apartado, la primera se distingue por la continua reducción del resultado acumulado, producto del constante resultado negativo de la Balanza de Servicios y, en menor medida, resultados negativos

de la Balanza de Bienes. En la etapa siguiente, por su parte, se evidencia un incremento del resultado agregado, explicado por la reversión del resultado de la Balanza de Bienes, primero en el contexto de la recesión económica y, luego, del estallido de la convertibilidad, al punto que hacia 2002 el aporte de divisas acumulado por la misma se vuelve positivo. A partir de allí, la tercera etapa se distingue por la propia reversión del resultado agregado de la cuenta de Bienes y Servicios, al punto que la misma comienza a evidenciar un resultado positivo desde 2005, aun considerando el continuo resultado negativo de la Balanza de Servicios. Tomando como punto de partida la fuerte contracción de las importaciones en el marco del estallido del régimen de convertibilidad, el creciente resultado positivo de la Balanza de Bienes se explica fundamentalmente por el incremento de precios de las *commodities* (CENDA, 2010).

A partir de allí, el superávit del Balance de Bienes comienza un proceso de desaceleración, que luego se convierte primero en estancamiento y, desde 2016, en negativo (de escasa significancia en términos relativos)⁹. En tal contexto, mientras que hasta 2014 el resultado agregado de la Balanza de Bienes y Servicios muestra un resultado anual nulo, desde 2014, con la aceleración del resultado negativo de la Balanza de Servicios (con una pendiente similar a la observada en los años noventa)¹⁰, se revierte el resultado positivo anual, lo cual se acentúa particularmente en el último año analizado. Indudablemente, constituye esta una primera “señal de alerta” respecto de la trayectoria del Balance de Pagos en particular, y de la expansión del proceso de acumulación de capital en general.

⁹ Dicho proceso se explica sustancialmente, por un lado, por la menor cuantía de las exportaciones, como consecuencia de la baja de los precios y la menor demanda externa de algunos socios comerciales y, por el otro, por el fuerte deterioro del resultado del intercambio de bienes de capital, del sector automotriz, del complejo electrónico de Tierra del Fuego y del sector energético (Schorr y Wainer, 2014; Basualdo et al., 2015; Manzanelli y Basualdo, 2016; Sánchez, 2018).

¹⁰ En este sentido, y considerando al giro de divisas al exterior para el pago de consultorías a empresas vinculadas como una posible forma de la “fuga de capitales”, Barrera y Bona (2016) consideran que el incremento de “servicios financieros”, “servicios de informática e información”, “regalías y derechos de licencia” y “otros servicios empresariales”, en relación con las importaciones desde 2012 (momento en el cual se implementaron las restricciones en el mercado de cambios), constituye una evidencia de la utilización específica de estos rubros como “fuga de capitales”. A ello debe adicionarse la aceleración del resultado negativo de la cuenta turismo.



De hecho, este resultado suele considerarse como una clara manifestación de los límites del proceso de acumulación de capital nacional en la etapa vigente luego del estallido del régimen convertible (constituyendo a la vez un componente clave de lo que algunos autores han llamado como la “reparación de la restricción externa”). En tal sentido, la evolución del proceso de acumulación de capital en dicha etapa ha sido caracterizada como un proceso de “crecimiento sin cambio estructural” o “reindustrialización acotada” (Porta y Fernández Bugna, 2011; Schorr y Wainer, 2014). Más específicamente, se destaca que pese al dinamismo de las exportaciones de manufacturas de origen industrial (y aun considerando que dentro de las mismas se incluyen automotores -sector que presenta déficit comercial- y algunos minerales -como el oro-), la canasta exportadora se concentra fundamen-

talmente sobre bienes indiferenciados (*commodities*) cuya complejidad tecnológica es por lo general entre mediana y baja (asociados con la explotación de recursos naturales -sobre todo, agro industriales-), y en sectores que si bien producen con niveles de productividad del trabajo que les permiten competir en el mercado mundial, a la vez, resultan sectores más bien aislados y dependientes de la importación de maquinarias y tecnologías, los cuales no logran dinamizar al conjunto de la economía (Schorr y Wainer, 2014)¹¹.

En el Panel A del **gráfico 4** se expresa la información correspondiente a la Inversión Extranjera Directa (IED) en términos netos; es decir, la diferencia entre el ingreso de divisas en concepto de IED y la salida en concepto de Dividendos y retiros de ingresos (tal como se mencionó previamente, en ambos casos, descontada la porción correspondiente a la reinversión de Utilidades¹²). Como allí puede observarse, dicho cómputo arroja un resultado positivo a la acumulación de reservas de aproximadamente US\$ 55.000 millones a lo largo de todo el período analizado. A la vez, dicho resultado se explica centralmente por lo sucedido entre los años 1997 y 2000 (con particular relevancia de la venta de YPF en el año 1999 -Damill, 2000-), para permanecer constante desde entonces. En otros términos, el movimiento neto de la IED jugó un papel en el aporte de divisas del sector privado exclusivamente bajo la convertibilidad, mientras que desde el año 2000 todo ingreso de divisas en concepto de IED (neta de reinversión) tuvo como contrapartida un egreso en concepto de Dividendos y retiros de ingresos (neto de reinversión). En este sentido, si bien habitualmente tiende a enfatizarse la presión que la remisión de utilidades y dividendos juega sobre el Balance de Pagos y, por tanto, sobre la

¹¹ Por su parte, las ramas de intensidad tecnológica media alta y alta, siguieron padeciendo un elevado déficit de competitividad, resultando el intercambio comercial ampliamente deficitario.

¹² Consideramos el resultado neto, ya que las utilidades reinvertidas no interfieren desde el punto de vista del ingreso/egreso de divisas. Cabe recordar en este punto que, si bien las utilidades son retenidas por las empresas, debido al principio de devengado con el que se registran las transacciones del Balance de Pagos, las mismas se consideran propiedad de los no residentes en la proporción en la que controlen el capital individual en cuestión. Luego, en la Cuenta Financiera se realiza el asiento correspondiente a la contraparte de dicho devengamiento, como una reinversión de utilidades, las cuales, conjuntamente con los aportes (disminuciones), fusiones y adquisiciones conforman la totalidad de la IED.

emergencia de la “restricción externa”, la unidad de IED y remisión de utilidades no se presenta como una fuente de drenaje de divisas^{13,14}.

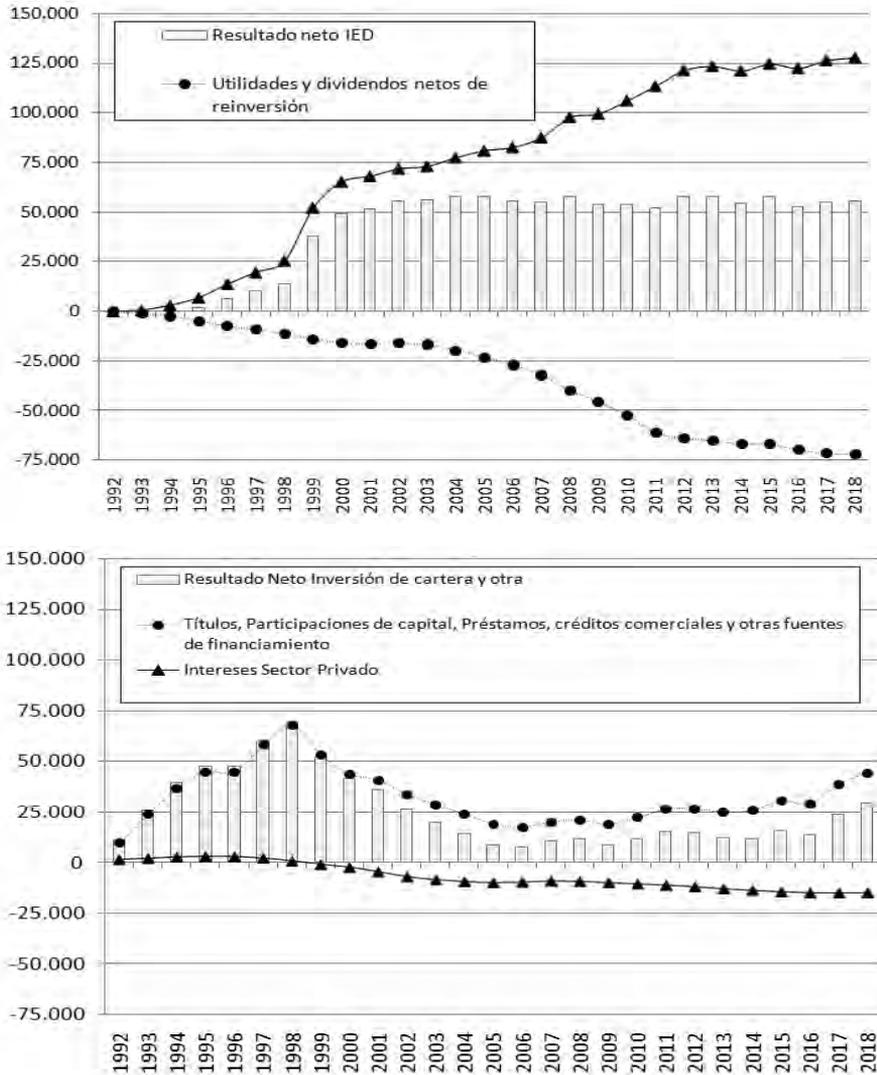
Por su parte, en el Panel B del **gráfico 4** se expresa la información correspondiente a los ingresos del Sector Privado en concepto de Títulos, Préstamos y otras fuentes de financiamiento descontados los intereses devengados. Como se observa, en términos acumulados el aporte de divisas es de US\$ 30.000 millones, resultado de ingresos del orden de los US\$ 44.000 millones y de egresos por intereses de US\$ 14.000. Dentro de ese comportamiento acumulado cabe destacar que el endeudamiento del Sector Privado tuvo una dinámica pronunciada en la primera parte de la convertibilidad, incluso con un crecimiento mayor al del Sector Público, mientras que desde entonces comienza una etapa de cancelación de pasivos que se extiende hasta el año 2005 y, a partir de allí y hasta 2016, se observan mayormente años

¹³ La mayor importancia que cobró desde los años noventa la remisión de utilidades constituye uno de los elementos a partir del cual se considera que la “restricción externa” constituye un fenómeno más complejo respecto de su “formulación original” bajo el proceso de industrialización por sustitución de importaciones vigente en el siglo XX, la cual prácticamente estaba determinada por la dinámica del balance comercial. En este sentido, corresponde destacar que Schorr y Wainer (2014) identifican la creciente importancia de la remisión de utilidades como consecuencia de la IED ocurrida bajo el “desarrollismo”, aunque dado que la misma estuvo destinada a la instalación de nuevas unidades productivas o la ampliación de las existentes (por lo cual su puesta en funcionamiento a pleno y la obtención de ganancias demoró un tiempo considerable), los efectos negativos de la remisión no fueron inmediatos. Por el contrario, la mayor parte de la IED de los noventa tuvo como destino la compra de activos existentes, con lo cual la maduración de inversiones y la obtención y remesa de ganancias se dieron en un lapso más breve. A su vez y como en parte se señaló previamente, las filiales de empresas extranjeras tienden a contratar una mayor cantidad de servicios en el exterior y a utilizar mecanismos alternativos para el giro de divisas al exterior (pagos de intereses a empresas vinculadas o controladas, sobrefacturación de importaciones, etc.) (Schorr y Wainer, 2014; Barrera y Bona, 2016).

¹⁴ Más específicamente, a partir de lo observado en el Gráfico 4, es posible agregar que el estancamiento en el resultado neto en el período 2003-2011 no se dio como consecuencia de la reducción de los flujos de IED (los cuales mantuvieron el dinamismo de la década previa), sino por la aceleración del giro de utilidades al exterior. En el mismo sentido, entre 2011 y 2015 el estancamiento de la IED neta ocurrió a la par de la reducción del giro neto de utilidades producto de las restricciones para la remisión vigentes en dichos años. De allí que cuando se observa la composición de la IED en el lapso 2011-2015 el peso de la reinversión de utilidades en el total alcanzó aproximadamente el 62%, mientras que en el período 1992-1999 cobraba particular relevancia el cambio de manos y entre los años 2003-2010 los aportes. Posteriormente, con el cambio de gobierno en diciembre de 2015, se eliminaron las restricciones existentes para la remisión de utilidades, a la par que se acordó el giro programado de las utilidades “retenidas”.

Gráfico 4.

Utilidades e IED netas de reinversión y resultado neto por IED (panel A). Endeudamiento e intereses del Sector Privado y resultado neto (Panel B). Resultado anual acumulado. En millones de US\$ de 2017. 1992 - primer semestre de 2018.



Fuente: elaboración propia sobre la base de INDEC.

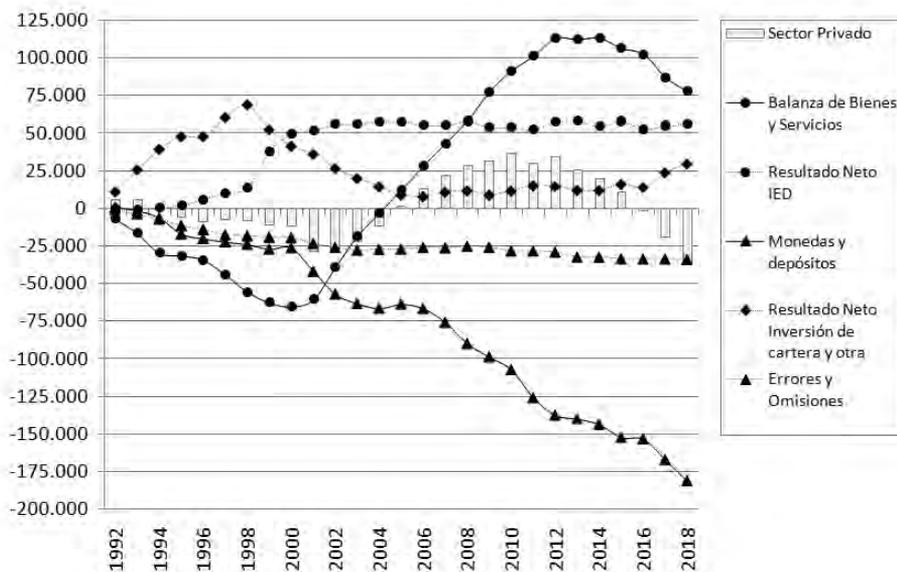
con acumulación de pasivos, aunque con niveles sustancialmente inferiores a los de los años noventa. En contraposición, entre 2016 y el primer semestre de 2018 es posible identificar un cambio de tendencia, toda vez que se produce un marcado aceleramiento en el crecimiento de los pasivos, con un ritmo similar al de algunos lapsos de la primera etapa de la convertibilidad. Si bien en términos del conjunto del Balance de Pagos dicho movimiento no reviste al momento una importancia relativa significativa, indudablemente el cambio de tendencia en el marco del sostenimiento de la tasa de interés local en dólares por encima de la internacional anticipa que posiblemente será este un aspecto a tener en cuenta en el futuro cercano, particularmente en lo que refiere al carácter volátil de este tipo de flujo de capitales.

A modo de cierre, en el **gráfico 5** se expresa nuevamente el resultado del Sector Privado recogiendo los resultados parciales presentados previamente junto con el flujo de divisas correspondiente a Moneda y depósitos¹⁵. Como allí puede verse, entre 1992 y el primer semestre de 2018 Moneda y depósitos constituyó una vía de drenaje de divisas del orden de los US\$ 181.000 millones. Más allá de algunos cambios en el ritmo de crecimiento (en ciertos momentos se acelera, en otros se ralentiza), puede observarse que dicho drenaje es una constante a lo largo del cuarto de siglo bajo estudio.

En dicho contexto, a lo largo de la primera etapa identificada en el primer apartado (1992-2000), el conjunto del Sector Privado contribuye a la desacumulación de reservas aproximadamente en US\$ 11.000 millones, lo cual se explica por un creciente drenaje de divisas en concepto de Moneda y Depósitos, Errores y Omi-

¹⁵ Corresponde aclarar que en el presente trabajo el resultado de Moneda y depósitos no se presenta neto de intereses. Es decir, no se presenta neto de los ingresos por intereses (devengados) del Sector Privado correspondientes a la tenencia de depósitos en el exterior, la cual constituye una hipótesis más que válida si se considera el origen de los flujos de Moneda y depósitos, por lo que puede suponerse que tales intereses no ingresan de manera efectiva al ámbito nacional, sino que simplemente (en función del criterio de lo devengado) se registran como ingresos en las transacciones corrientes y una nueva salida de capitales (formación de activos externos) en la Cuenta Financiera. Tal hipótesis (que ya ha sido mencionada por otros autores) queda pendiente de evaluación para futuros trabajos. A su vez, cabe aclarar que, de hacerse la corrección en cuestión, el flujo efectivo por Moneda y depósitos resultaría menos negativo (al restar una salida de dinero que nunca ocurrió en términos efectivos), mientras que su contraparte sería un resultado por Endeudamiento neto menor, debido a que los intereses del Sector Privado no incluirían parte (o la totalidad) de los ingresos.

Gráfico 5.
Movimiento neto del sector privado y fuentes de ingreso y egreso de dólares. Resultado anual acumulado. En millones de U\$S de 2017. 1992 - primer semestre de 2018.



Fuente: elaboración propia sobre la base de INDEC.

Nota: debido a la poca relevancia de las transacciones registradas en la Cuenta Capital y el Ingreso secundario (Transferencias corrientes), las mismas no se incluyen en el gráfico, aunque, claro está, su resultado se refleja en el resultado agregado del Sector Privado. A su vez, cabe recordar que el resultado de los flujos de IED y de endeudamiento del sector privado son flujos netos, descontados los giros de Dividendos e Intereses, respectivamente.

siones y, sobre todo, déficit comercial, que no llega a ser compensado por los ingresos en términos de endeudamiento neto, por un lado, e IED neta, por el otro. Por su parte, en la segunda etapa (2001-2002) la desacumulación del Sector Privado se agudiza rápidamente para alcanzar los US\$ 28.000, situación explicada tanto por la reversión de los flujos de endeudamiento como por una rápida aceleración del drenaje de divisas en concepto de Moneda y Depósitos.

A partir de allí, a lo largo de la tercera etapa identificada se observa una clara reversión del resultado agregado del Sector Privado, al punto que el aporte negativo se transforma en positivo; más específicamente, hacia 2012 el resultado acumulado es un aporte a la formación de reservas del orden de los US\$ 34.000 millones. Dicho resultado se explica de modo exclusivo por el ya destacado superávit en el Balance de Bienes y Servicios (que, a la vez, se explica exclusivamente por el Balance de Bienes, dado el sistemático déficit de la Balanza de Servicios), que más que compensa (en términos anuales) el continuo drenaje de divisas vía Moneda y Depósitos¹⁶. Luego, a lo largo de la cuarta etapa identificada comienza a observarse un claro retroceso del resultado acumulado positivo del Sector Privado, que se explica por el estancamiento del resultado del Balance de Bienes y Servicios y la continuidad del drenaje de divisas vía Moneda y Depósitos (contexto que derivó en el establecimiento de diversas restricciones para el acceso a la compra y giro de divisas). Finalmente, en la última etapa, el resultado acumulado del Sector Privado se vuelve negativo, como reflejo ya no sólo del continuo drenaje de divisas vía Moneda y Depósitos, sino también vía el Balance de Bienes y Servicios (y más allá del mencionado incremento en los flujos de endeudamiento neto del sector en los últimos años).

En resumidas cuentas, a lo largo del período bajo estudio el Sector Privado en su conjunto drenó divisas por US\$ 36.000 millones. Si bien el Balance de Bienes y Servicios, el resultado neto de la IED y del endeudamiento neto implicaron en conjunto una acumulación de divisas de aproximadamente US\$ 162.000 millones (que se extiende a 284.000 si excluimos el déficit de la Balanza de Servicios), el drenaje vía Moneda y Depósitos y “Errores y Omisiones” totalizaron, respectivamente, US\$ 81.000 millones y US\$ 34.000 millones (a lo que, en paralelo con la aclaración an-

¹⁶ La salida de capitales privados en el contexto de la crisis global de 2008 afectó a un conjunto de países de los denominados “en desarrollo”, proceso que se denominó “huida hacia la calidad”. En dicho contexto, Damill y Frenkel (2013) sostienen que en el caso argentino fuentes internas de incertidumbre se adicionaron a dicho proceso, entre las que destacan la intervención del INDEC, el “conflicto del campo”, la nacionalización del sistema de jubilaciones y el conflicto asociado a la utilización de reservas del BCRA para el pago de la deuda pública, extendiendo el drenaje –más allá de su atenuación hacia fines de 2009– hasta 2011. En tal contexto, los autores afirman que la magnitud de tales salidas sólo pueden compararse con las traumáticas fugas ocurridas durante la vigencia de la “tablita”, la “crisis del tequila” y la fase final de la convertibilidad.

terior, cabría sumar el drenaje de divisas del orden de los US\$ 122.000 por la Balanza de Servicios).

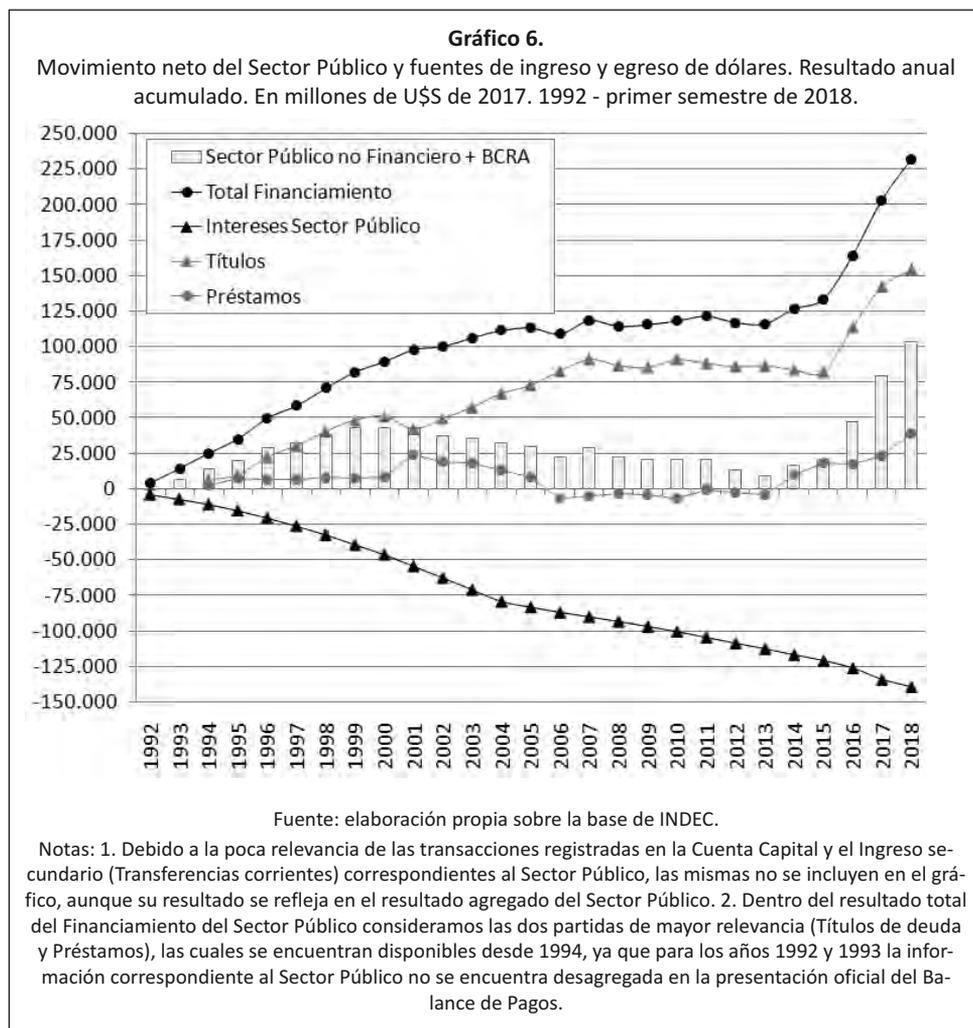
2.2. El Balance de Pagos del Sector Público

Considerado el conjunto del período bajo análisis, y tal como se adelantó a comienzos del apartado anterior, en el **Gráfico 6** puede observarse que el Sector Público evidencia un resultado positivo de divisas del orden de los US\$ 103.000 millones. Dicho resultado se explica principalmente por un ingreso acumulado de divisas en concepto de Financiamiento por US\$ 232.000 (explicado, a su vez, fundamentalmente por la colocación de Títulos de Deuda), frente a un drenaje acumulado de divisas en concepto de Intereses de deuda de aproximadamente US\$ 140.000 millones¹⁷.

En dicho contexto, a lo largo de la primera etapa identificada (1992-2000) se observa un aporte positivo de divisas del Sector Público, explicado fundamentalmente por la colocación de Títulos de Deuda (por encima del pago de intereses) y la privatización de empresas públicas. Ya hacia fines de dicha etapa, y marcadamente en la segunda, el aporte del Sector Público se estanca, fundamentalmente por una aceleración del egreso vía intereses, producto de la progresiva acumulación de pasivos y el incremento de la tasa de interés, dinámica que conducirá finalmente al estallido del régimen convertible (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005)¹⁸.

¹⁷ En función del registro del Balance de Pagos mediante el criterio de devengado, y de lo señalado en el apartado 2 en relación con los vencimientos e intereses impagos en el marco del default de la deuda externa, resulta de interés remarcar que el resultado neto del Sector Público efectivamente da cuenta del ingreso/egreso de divisas realizado por parte del sector. Ahora bien, y sin perjuicio de lo anterior, por idéntica razón la información “separada” de endeudamiento (principalmente Títulos de deuda) e intereses no refleja exactamente la acumulación o drenaje de divisas por esas vías.

¹⁸ Aun así, y a la luz de la actualidad, resulta de interés remarcar en 2001 la continuidad del ingreso de divisas mediante el financiamiento del Sector Público a través del préstamo del Fondo Monetario Internacional (FMI) denominado oportunamente “blindaje”, en tanto tenía como objetivo específico hacer frente al drenaje de divisas que estaba ocurriendo en la economía nacional y que ponía en cuestión la sostenibilidad inmediata del régimen de convertibilidad. Tal como apuntamos en el segundo apartado del presente texto, el mismo no sólo no cumplió dicho objetivo, sino que, por el contrario, se constituyó en una fuente de ingresos de divisas que permitió el drenaje de las mismas por otras vías.



A partir de allí, a lo largo de la tercera y cuarta etapas (esto es, hasta 2015) ocurre una reducción del resultado acumulado del Sector Público, que alcanza los US\$ 20.000 millones. En líneas generales, ello es resultado, en los primeros años de la etapa, del estancamiento del endeudamiento público externo vía títulos de deuda (sin considerar el incremento producto de los intereses y vencimientos impagos)

y la continuidad en la cancelación de préstamos, que tuvo como hecho principal la cancelación anticipada del crédito con el FMI en el primer trimestre del año 2006. A partir de allí, y luego de la reestructuración de la deuda externa del año 2005 (que implicó una quita y extensión de plazos), los intereses devengados se estabilizaron en niveles similares a los de comienzos de la convertibilidad (Müller, 2016)¹⁹, a la vez que estuvieron parcialmente compensados por el resultado positivo del BCRA a partir de la colocación de las reservas internacionales (con una fuerte caída hacia el año 2009). Aun así, en la segunda parte de la cuarta etapa (2013-2015) ya comienza a evidenciarse un crecimiento del resultado positivo (de hecho, hacia 2013 el resultado acumulado era de US\$ 8.000 millones, contra los referidos US\$ 20.000 de 2015), explicado por la expansión de los préstamos (acuerdos bilaterales –*swap* con China– y la financiación a través de otros organismos internacionales –como la Corporación Andina de Fomento–, a lo que cabe sumar el arreglo con el Club de París, que implicó una refinanciación de la deuda vencida y la aceptación de intereses pasados y punitivos –Barrera y Bona, 2016–) por encima del devengamiento de intereses.

Finalmente, en la última etapa se produce una auténtica reversión de dichas tendencias, en tanto que el Financiamiento total se expande en US\$ 100.000 (principalmente explicado por la colocación de Títulos, aunque Préstamos también evidencia un marcado incremento), lo que se refleja en un crecimiento del aporte de divisas desde los US\$ 20.000 millones de 2015 a los US\$ 103.000 millones del primer semestre de 2018. Así, a lo largo de la última etapa se evidencia un comportamiento del Sector Público prácticamente idéntico al ocurrido en la primera etapa de la convertibilidad, aunque particularmente más acelerado; en efecto, 2016, 2017 y lo transcurrido de 2018 son los dos años y medio dentro del período bajo estudio en los cuales más se expande el endeudamiento público externo y, con ello, más se expande el aporte de divisas por esta vía.

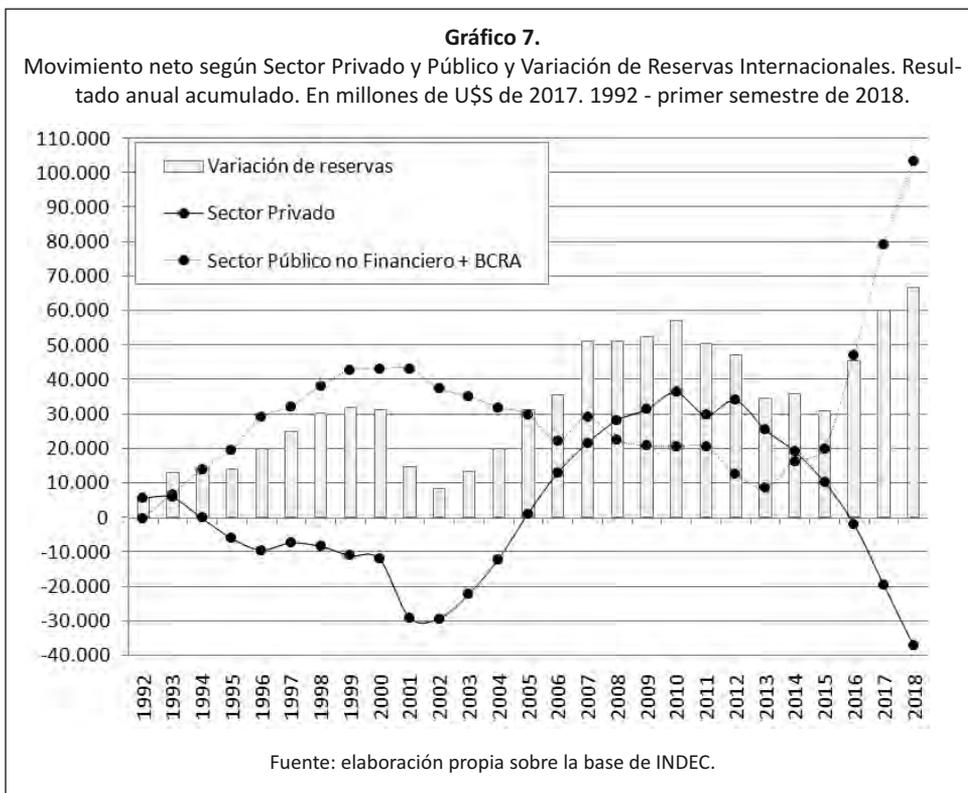
¹⁹ En dicho texto puede encontrarse una discusión acerca de la magnitud de la quita de deuda en el marco de las reestructuraciones de los años 2005 y 2010.

3. Evidencias a partir de la mirada conjunta: el endeudamiento público externo como sostenimiento del drenaje de divisas del sector privado

Una primera síntesis del Balance de Pagos por Sector institucional y, por tanto, la identificación si cada uno de ellos constituyó una fuente de ingresos o egresos de divisas, puede observarse en el **gráfico 7**. Una conclusión central que se desprende del mismo ya fue adelantada en los apartados previos: considerando el período en su conjunto, vía el Sector Público ingresaron al país, a través de la multiplicación del endeudamiento externo más allá del pago de intereses, una masa de divisas (US\$ 103.000 millones) que tuvieron por destino no sólo la constitución de Reservas Internacionales (US\$ 66.000 millones) sino también el financiamiento del drenaje de divisas llevado adelante por el Sector Privado (US\$ 37.000 millones). Así, aquello que Iñigo Carrera (1999) y Damill (2000) señalaban para la primera etapa de la convertibilidad se mantiene como rasgo central considerando el período en su conjunto.

En este sentido, en la primera etapa identificada se observa un ingreso de divisas acumulado vía el Sector Público por US\$ 43.000 millones, US\$ 10.000 millones de los cuales tuvieron por destino el financiamiento del drenaje efectuado por el Sector Privado. La segunda etapa, por su parte, se caracteriza por la marcada aceleración del drenaje de divisas del Sector Privado, el cual en dos años se incrementó en US\$ 20.000 millones (acumulando así hasta 2002 un drenaje del orden de los US\$ 30.000 millones). En términos inmediatos, ese drenaje fue solventado por la fuerte disminución de las Reservas Internacionales, aunque en función de lo ocurrido en los años anteriores es posible afirmar que el drenaje de dichos US\$ 30.000 millones tuvo por sustento la multiplicación del endeudamiento público externo (por encima del pago de intereses), toda vez que el Sector Público muestra hacia 2002 un resultado acumulado positivo del orden de los US\$ 37.000.

A partir de allí, el fuerte incremento de las Reservas Internacionales que se observa a lo largo de la tercera etapa se explica por el ingreso de divisas a manos del Sector Privado, al punto que en 2005 el acumulado invierte su signo negativo, alcanzando hacia 2010 los US\$ 36.500 millones (punto más elevado del período). Por su parte, el Sector Público (en menor medida) produce un drenaje de divisas (más allá de que el acumulado nunca llegara a ser negativo). A raíz de estos com-



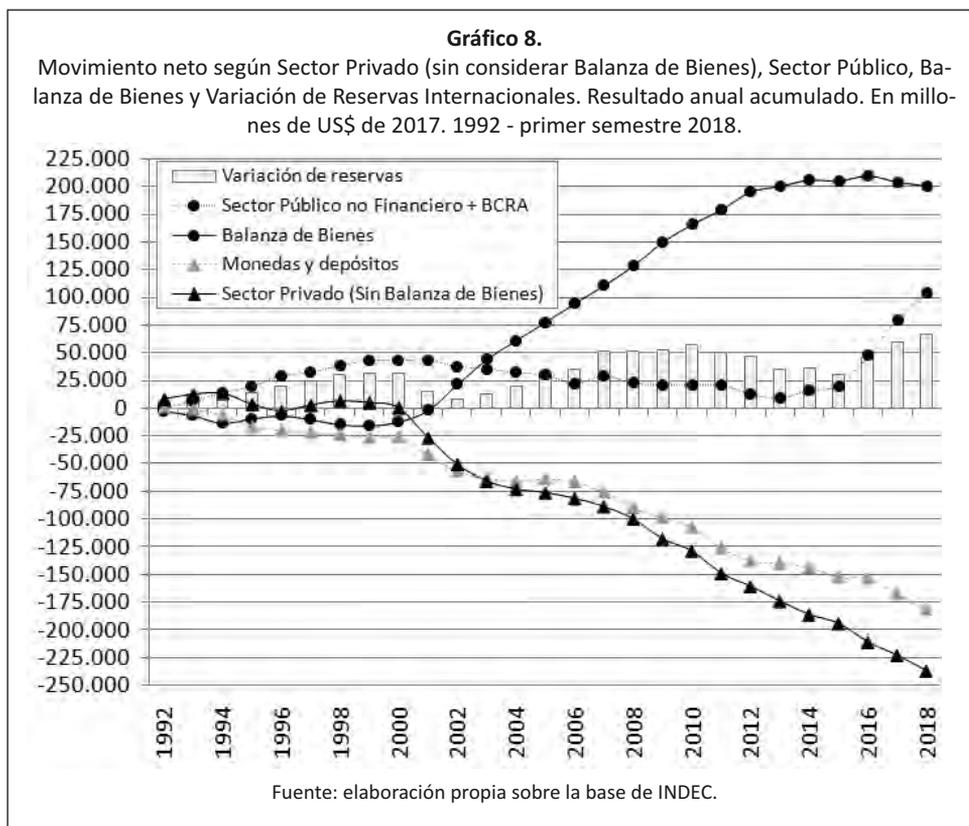
portamientos, la acumulación Reservas Internacionales alcanza hacia 2010 los US\$ 57.000 millones (hasta dicho momento, el punto más elevado del lapso bajo estudio). A continuación, se inicia en 2011/2012 una profunda reversión del resultado del Sector Privado, que vuelve a convertirse –por tanto– en una fuente de drenaje de divisas, el cual hasta el fin de la cuarta etapa estuvo sustentado principalmente por la contracción de las Reservas Internacionales acumuladas en los años previos vía el ingreso de divisas solventado por el propio Sector Privado (y, en menor medida, por el incremento del endeudamiento público externo de los últimos años de la etapa). Finalmente, bajo la última etapa el drenaje del Sector Privado muestra una leve aceleración, la cual lleva a que en 2016 el resultado acumulado desde 1992 se vuelva cero y, claro está, retome su signo negativo (totalizando hasta el primer semestre de 2018 los ya referidos US\$ 36.000). En esta última etapa dicho drenaje

tuvo por fuente la expansión del resultado del Sector Público, el cual solventó no sólo la acumulación de Reservas, sino también la continuidad del drenaje del Sector Privado. En este sentido, lo ocurrido en el lapso 2016–primer semestre de 2018 presenta las mismas características del proceso ocurrido en la primera etapa de la convertibilidad, aunque a un ritmo particularmente acelerado.

Tomando en consideración lo anterior, en el **gráfico 8** se presenta la misma información que en el gráfico precedente, aunque considerando separadamente el Balance de Bienes. A partir del mismo se puede visualizar que, a excepción de la primera etapa de la convertibilidad (donde, de todas formas, el resultado neto del Sector Privado en su conjunto fue negativo, tal como se analizó previamente), el Sector Privado sin el resultado del Balance de Bienes constituye una fuente sistemática de drenaje de divisas, con particular incidencia del flujo de Monedas y Depósitos. Si se considera el período en su conjunto, dicho drenaje fue de US\$ 237.000 millones, de los cuales US\$ 181.000 corresponde a Monedas y Depósitos. En mayor medida, el mismo tiene por contraparte los dólares ingresados por el superávit de la Balanza de Bienes, con una diferencia: mientras que hasta 2012 ese sustento se realiza con los dólares anuales (que ya desde 2007 dejaron de incrementar reservas –más allá del financiamiento del drenaje en cuestión–), entre 2012 y 2015 dicho sustento se realiza con los dólares del superávit del Balance de Bienes acumulados previamente bajo la forma de reservas²⁰.

Finalmente, en la última etapa el drenaje del Sector Privado continúa su curso de modo “normal”, aun frente al (relativamente leve) deterioro del Balance de Bienes y al incremento de las Reservas Internacionales. Es aquí donde se pone entonces abiertamente de manifiesto el papel del resultado del Sector Público como

²⁰ En este sentido, y recordando la diferencia entre “fuga” y “drenaje” mencionada en la Introducción del presente artículo, en Basualdo et al. (2015) y Barrera y Bona (2016) se remarca la diferente naturaleza de la fuga de capitales persistente durante el lapso 2003-2015 respecto a la vigente bajo la “valorización financiera”, bajo la cual la fuga de capitales se encontraba intrínsecamente vinculada con la multiplicación del endeudamiento externo. En un sentido similar, en relación con la salida de capitales privados entre 2008 y 2011, Damill y Frenkel (2013) ponen de manifiesto que las divisas fueron provistas por el superávit comercial y, en menor medida, las reservas acumuladas previamente por el BCRA, razón por la cual, a pesar de la magnitud de la fuga, la misma no tuvo un impacto importante en el nivel de actividad (como ocurrió a instancias de fugas anteriores de similar magnitud).



aportante de divisas, resultado que, como quedó previamente apuntado, surge de la inédita (en términos de volumen anual) multiplicación del endeudamiento externo más allá de las necesidades del pago de intereses: darle curso a la continuidad del proceso de drenaje de divisas del Sector Privado, a la par que acrecentar las Reservas Internacionales.

4. A modo de cierre: breves consideraciones en torno a la dinámica del balance de pagos como expresión de las particularidades generales de la acumulación de capital en la Argentina

Hasta aquí, y tal como fue anunciado en la Introducción, el presente artículo ha tenido un carácter mayormente descriptivo; esto es, se ha concentrado en la presentación de los resultados del Balance de Pagos a partir de una forma específica de organizar la información, destacando los fenómenos que se consideran relevantes en el devenir de la economía nacional. En este sentido, y como también fue anunciado, sobre la base de dichos resultados –sintetizados en el apartado precedente–, a modo de cierre el presente apartado se propone realizar un primer análisis de los mismos en el marco del enfoque desarrollado por Iñigo Carrera respecto a la especificidad de la acumulación de capital en la Argentina, con el propósito adicional de establecer un conjunto de lineamientos generales a profundizar en futuras investigaciones.

Tanto bajo la división “clásica” como bajo la “nueva división” internacional del trabajo, nuestro país forma parte del grupo de países que producen para el mercado mundial mercancías de origen agrario y minero, a partir de la existencia de condiciones naturales diferenciadas para la producción de tales mercancías y la mayor productividad del trabajo que de ello resulta. En consecuencia, cuando la Argentina vende mercancías de origen agrario al mercado mundial, fluye hacia el país, portada en el precio de tales mercancías, una determinada masa de renta de la tierra, que constituye una fuente extraordinaria de plusvalía (en tanto no tiene como contraparte la producción de valor). Una parte de la misma cumplirá, a través de distintos mecanismos de apropiación y distribución, el papel de fuente de compensación del rezago productivo con el que operan la generalidad de los capitales (de origen nacional y extranjero) que producen mercancías en escala restringida para el mercado interno. En particular, para aquellos que constituyen fragmentos de capitales que en otros países producen con la tecnología necesaria para competir en el mercado global –junto con capitales nacionales de tamaño similar–, la posibilidad de valorizarse normalmente a partir de la apropiación de renta de la tierra constituye una de las formas en la que los capitales a los que originalmente se les escapa dicha renta recuperan la misma, al menos en parte. De esta forma, es posible identificar al rezago de productividad de la economía nacional como una modalidad específica

a partir de la cual, en la medida en que la ganancia obtenida internamente se transforme en dólares, se realiza el referido reflujo de al menos una porción de la renta de la tierra encerrada originalmente en las mercancías exportadas por el país.

En función de ello, es posible plantear que tanto la escala de la producción social como el ciclo de la misma tienen en nuestro país una primera determinación específica: la magnitud y evolución de la renta de la tierra (y sus formas de apropiación) *en relación* con la magnitud y evolución de la necesidad por la misma para la compensación del rezago de productividad. Así, la expansión de la renta de la tierra permite el crecimiento de la escala del ámbito de acumulación nacional más allá de los límites que impone, de manera general, la capacidad productiva de los capitales individuales que operan en su interior.

En este sentido, al calor del incremento del precio de las *commodities* ocurrido durante la primera década del siglo XXI, la gran expansión de las divisas ingresadas por las exportaciones (de mayor cuantía a los egresos por importaciones) encierra una creciente porción de renta de la tierra, que habría sido un sustento general (aunque no necesariamente el único) del drenaje agregado de divisas realizado por el propio Sector Privado al menos hasta 2015, incluyendo desde 2011 la acumulada bajo la forma de Reservas Internacionales. Tal como lo presentamos en este trabajo, el componente principal “puro” de dicho drenaje es la partida Monedas y Depósitos, lo cual no quita que el resto de las partidas relevantes (Utilidades y Dividendos, parte de los egresos por importaciones, pago de intereses) no constituyan también una vía relevante de dicho drenaje.

A la vez, es posible plantear que la *ausencia relativa* de renta de la tierra (la cual, siempre en términos generales, se expresa bajo la forma de la habitualmente denominada “restricción externa” o “crisis del Balance de Pagos”) se traducirá en un estancamiento o contracción general de la escala de la acumulación, al menos para la generalidad de los capitales. En efecto, sobre la base de la baja de los precios de las *commodities*, la escala de la acumulación, tanto en términos de valor de uso como de valor, se encuentra virtualmente estancada desde 2011 (Kennedy *et al.*, 2018). En tal circunstancia, la posibilidad de multiplicación del endeudamiento externo neto se presenta como una fuente posible de divisas para el sostenimiento

de la escala general de la acumulación²¹, centralmente permitiendo la continuidad de la valorización de los capitales más concentrados (aunque no de la generalidad de los pequeños capitales, como ocurre con los flujos acrecentados de renta de la tierra) a partir del aporte de divisas para las importaciones en particular, y la continuidad del drenaje de divisas del Sector Privado en general. Tal es el rol específico que, en este contexto y dados los hallazgos del presente artículo, puede darse al renovado protagonismo del endeudamiento externo, intentado hacia el final de la gestión de gobierno kirchnerista (aunque frustrado a raíz del conflicto con los fondos buitres, más allá de las excepciones marcadas en el texto) y efectivamente realizado, de modo exponencial, por la gestión de la Alianza Cambiemos.

Ahora bien, en el marco de las particularidades de la economía nacional mencionadas, tales procesos de endeudamiento, en lugar de generar la superación de los límites a la acumulación de capital propios de una economía como la argentina, constituyen una forma de su reproducción, a la vez que dicho endeudamiento externo tiene en sí mismo una dinámica creciente producto de la retroalimentación de las necesidades para el pago de los intereses y vencimientos. En este sentido, la multiplicación del endeudamiento externo tiene un límite inherente, al disociarse su magnitud de la capacidad de repago, que se expresa en el límite en el acceso a la afluencia de nuevo endeudamiento a países como la Argentina. De este modo, más tarde o más temprano, de continuar la insuficiencia (relativa) de renta de la tierra, el agotamiento de la posibilidad de endeudarse culmina en una contracción de la escala de la acumulación, comúnmente bajo la forma de una crisis del propio endeudamiento, cuyos efectos terminan cayendo, en última instancia, sobre las condiciones de reproducción de la fuerza de trabajo.

Indudablemente, no se pretende con estas pocas líneas haber abarcado la complejidad del fenómeno en cuestión. Por el contrario, los fundamentos del mismo

²¹ Si bien desde un enfoque diferente, Damill (2000) identifica, para los años del régimen de convertibilidad, que la deuda pública externa desempeñó un papel en el sostenimiento del nivel de actividad económica al aportar a la acumulación de reservas internacionales y cubrir el déficit externo del Sector Privado, en una economía con limitaciones en términos de competitividad. En este sentido, el autor contrapone lo anterior al hecho que habitualmente suele enfatizarse de manera unilateral el efecto contractivo que el endeudamiento externo puede ejercer a lo largo del tiempo, a medida que se incrementan los pagos de intereses.

deberán ser retomados en futuras investigaciones, particularmente en lo que respecta a los “caminos” seguidos por los distintos flujos de riqueza social identificados a lo largo del trabajo.

Bibliografía

- Arakaki, A. (2018). Hacia una serie de pobreza por ingresos de largo plazo. El problema de la canasta. *Realidad Económica*, **316**, pp. 9-37.
- Barrera, M. y Bona, L. (2016). La persistencia de la fuga de capitales y el crucial conflicto con los fondos buitres durante el ciclo kirchnerista. En E. Basualdo (Ed.), *Endeudar y Fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires, Argentina: Siglo XXI Editores Argentina.
- Basualdo, E. y Kulfas, M. (2002). La fuga de capitales en la Argentina, en *Globalización Económica Financiera. Su impacto en América Latina*. Buenos Aires, Argentina: Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales (CLACSO).
- Basualdo, E. (Coord.), Manzanelli, P., Barrera, M., Wainer, A. y Bona, L. (2015). *Ciclo de endeudamiento externo y fuga de capitales. De la dictadura militar a los fondos buitres*. Buenos Aires, Argentina: Editorial La Página S.A.
- CENDA (2010). *La economía Argentina en la post-convertibilidad (2002-2010). La anatomía del nuevo patrón de crecimiento y la encrucijada actual*. Buenos Aires, Argentina: Cara o Ceca.
- Damill, M. (2000). El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la Convertibilidad. *Boletín Techint*, nro. 303, pp. 69-88.
- Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005). *La deuda argentina: historia, default y reestructuración*. Buenos Aires, Argentina: CEDES.
- Damill, M. y Frenkel, R. (2013). La economía argentina bajo los Kirchner: una historia de dos lustros. En E. Peruzzotti y C. Gervasoni (Eds.), *La Década Kirchnerista*. Buenos Aires, Argentina: Editorial Sudamericana.
- Favata, F. y Zack, G. (2018). Pasado, presente y futuro de la pobreza e indigencia en la Argentina. En I Conferencia sobre Planificación del Desarrollo “Julio H. G. Olivera”, FCE-UBA/UNSAM/UNQUI/UNGS/UNM/FLACSO/EPOG/Economía Femini(s)ta,

Buenos Aires, Argentina.

Frenkel, R. (2003). Globalización y crisis financieras en América Latina. *Revista de la CEPAL*, 80, pp. 41-54.

Gaggero, J., Casparrino, C. y Libman, E. (2007). La Fuga de capitales. Historia, presente y perspectivas. Documento de Trabajo 14. Buenos Aires, Argentina: CEFID-AR.

Gaggero, J., Rua, M. y Gaggero, A. (2013). Fuga de capitales III. Argentina (2002-2012). Magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes. Documento de Trabajo N° 52. Buenos Aires, Argentina: CEFID-AR.

Instituto Nacional de Estadística y Censos -INDEC- (2007). Metodología de Estimación del Balance de Pagos. Buenos Aires, Argentina: INDEC. Recuperado de https://www.indec.gov.ar/ftp/cuadros/economia/metod_balance.pdf.

Instituto Nacional de Estadística y Censos -INDEC- (2017). Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. Metodología INDEC 23. Buenos Aires, Argentina: INDEC.

Iñigo Carrera, J. (1998). La acumulación de capital en la Argentina. Buenos Aires, Argentina: CICP.

Iñigo Carrera, J. (1999). El drenaje de las reservas de divisas por el sector privado durante la convertibilidad. *Realidad Económica*, 166, pp. 132-141.

Iñigo Carrera, J. (2007), La formación económica de la sociedad argentina. Volumen I, Renta agraria, ganancia industrial y deuda externa. 1982-2004. Buenos Aires, Argentina: Imago Mundi.

Kennedy, D. (2018). El rol del deterioro estructural del salario real argentino desde mediados de los años setenta. En D. Kennedy (Coord.), Debates en torno a las condiciones actuales de reproducción de la fuerza de trabajo argentina en perspectiva histórica. Buenos Aires, Argentina: FCE-UBA.

Kennedy, D. y M. Sánchez (2018). El Balance de Pagos de Argentina en el período 1992-2018. Resultados de la compatibilización entre las Metodologías 2017 y 2007 y estimación por sector institucional (público y privado). Documento de Trabajo 25. Buenos Aires, Argentina: CEPED-FCE-UBA.

- Kennedy, D., Pacífico, L. y Sánchez, M. (2018). La evolución de la economía argentina a partir de la publicación de la base 2004 de las Cuentas Nacionales. Reflexiones a partir de la consideración del doble carácter del producto social en perspectiva histórica. *Cuadernos de Economía Crítica*, 8, pp. 43-69.
- Manzanelli, P., González, M. y Basualdo, E. (2016). La primera etapa del gobierno de Cambiemos. El endeudamiento externo, la fuga de capitales y la crisis económica y social. En E. Basualdo (Ed.), *Endeudar y Fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires, Argentina: Siglo XXI Editores Argentina.
- Manzanelli, P. y Basualdo, E. (2016). Régimen de acumulación durante el ciclo de gobiernos kirchneristas. Un balance preliminar a través de las nuevas evidencias empíricas de las cuentas nacionales. *Realidad Económica*, 304, pp. 6-40.
- Müller, A. (2016). Crecimiento, cambio estructural y deuda: Tres ensayos sobre el ciclo neo-desarrollista. Buenos Aires, Argentina: FCE-UBA.
- Porta, F. y Fernández Bugna, C. (2011). La industria manufacturera: trayectoria reciente y cambios estructurales. En [Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo - PNUD-], *La Argentina del largo plazo: crecimiento, fluctuaciones y cambio estructural*. Buenos Aires, Argentina: PNUD.
- Sánchez, M. (2018), La industria de la electrónica de consumo en Argentina: un aporte al estudio de su desarrollo a partir del análisis de su localización. *H-industri@. Revista de historia de la industria, los servicios y las empresas en América Latina*, 2 (12), pp. 40-70.
- Schorr, M. y Wainer, A. (2014). La economía argentina en la posconvertibilidad: problemas estructurales y restricción externa. *Realidad Económica*, 286, pp. 137-174.