

Elementos para el debate sobre el rol del endeudamiento público externo en el ciclo económico Argentino. Sostenimiento del drenaje de divisas del sector privado en el período 1992-2020

Estefanía Soledad Dileo^{1,2}, Damián Kennedy³, y Matías Agustín Sánchez⁴

¹ Magister en Epistemología e Historia de la Ciencia -Universidad Nacional de Tres de Febrero

² Investigadora en Formación en el Centro de Estudios sobre Población, Empleo y Desarrollo – Facultad de Ciencias Económicas – Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires, Argentina. dileoestefania@gmail.com

³ Doctor de la Universidad de Buenos Aires con orientación en Economía, Investigador Adjunto CONICET en el Centro de Estudios sobre Población, Empleo y Desarrollo – Facultad de Ciencias Económicas – Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires, Argentina. damián.kennedy@economicas.uba.ar

⁴ Licenciado en Economía por la Universidad de Buenos Aires. Becario doctoral del CONICET en el Centro de Estudios sobre Población, Empleo y Desarrollo – Facultad de Ciencias Económicas – Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires, Argentina. sanchezmatias87@gmail.com

Abstract

En los últimos dos años el gobierno argentino renegotió los pasivos externos con acreedores privados y el Fondo Monetario Internacional, luego de una nueva fase de expansión del endeudamiento público externo iniciada en 2016, que concluyó en 2019 con una crisis general de la economía. En ese marco, el objetivo del presente trabajo es analizar el rol del endeudamiento público externo en los ciclos de la economía argentina a lo largo del período 1992-2020, como condición de posibilidad para el sostenimiento del drenaje de divisas por parte del sector privado, de la sobrevaluación de la moneda nacional y de la escala de la acumulación. Para ello se utiliza la metodología de análisis sectorial de la Balanza de Pagos. Los resultados permiten constatar, en primer lugar, que el endeudamiento público externo actuó como sostén del drenaje de divisas por parte del sector privado durante las fases de reversión del superávit de Balanza de Bienes, y, en segundo lugar, que la deuda pública externa actuó como fuente de formación de Reservas Internacionales, las cuales se encuentran en estrecho vínculo con el sostenimiento del nivel de la escala general de la acumulación de capital y de la sobrevaluación de la moneda nacional.

Palabras Clave: Argentina, balanza de pagos, drenaje de divisas, endeudamiento público externo, tipo de cambio. **Códigos JEL:** H63

Recibido: 2 de octubre, 2021. Aceptado: 18 de febrero, 2022

Received: October 2, 2021. Accepted: February 18, 2022

ABSTRACT

After a new external public debt expansion phase initiated in 2016, which culminated in the economic crisis of 2019, during the last two years Argentina's government has renegotiated it, both with private holders and the International Monetary Fund. This work aims to analyze the role of the external public debt in the local economic cycles along 1992-2020, as a condition of possibility for maintaining the foreign currency drain by the private sector, the overvaluation of the national currency, and the capital accumulation process. For this purpose, the Balance of Payments sectorial analysis methodology is employed. The results first confirmed the role of the debt in supporting the foreign currency drain by the private sector during the Balance of Goods' contraction phases. Second, the external public debt was a source of the formation of Reserves assets, closely related to the dynamic of the capital accumulation process and the overvaluation of the local currency.

Keywords: Argentina, balance of payments, foreign exchange reserves, external public debt, exchange rate. **JEL codes:** H63

1. Introducción

A lo largo de la década de 1990 tuvo vigencia en Argentina el régimen de convertibilidad de la moneda nacional con el

Cita recomendada: Dileo, E.S.; Kennedy, D.; y Sánchez, M.A. (2021)

Elementos para el debate sobre el rol del endeudamiento público externo en el ciclo económico Argentino. Sostenimiento del drenaje de divisas del sector privado en el período 1992-2020

Estudios Nueva Economía, Vol. VI No. 2, 39-58

dólar estadounidense. Este esquema de política económica fue bruscamente abandonado a fines del año 2001, luego del agotamiento de la capacidad de expandir el endeudamiento externo que había sustentado tanto la acumulación de Reservas Internacionales como el drenaje de divisas del sector privado (Damill, 2000; Iñigo Carrera, 1999; Serino & González, 2002). Ello tuvo como resultado inmediato una brusca devaluación de la moneda nacional del orden del 300% y la declaración del default de la deuda pública externa, trayendo consigo una crisis sin precedentes en la historia económica nacional. Por su parte, en la década del 2000, en el marco de un fuerte incremento de las Reservas Internacionales originadas en la Balanza Comercial y del proceso denominado “de desendeudamiento” (sustentado en 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 el lapso 2016-2018 -bajo un nuevo signo político de la gestión de gobierno- una nueva fase de expansión de la deuda pública externa (Manzanelli, Gonzalez, & Basualdo, 2017). De igual modo a lo evidenciado en la década de 1990, el endeudamiento permitió incrementar la posición de Reservas Internacionales y cubrir el drenaje de divisas del sector privado (Kennedy y Sánchez, 2019). El volumen de dicha expansión resultó de tal magnitud que su finalización implicó una abrupta crisis y dejó hacia adelante un abultado esquema de pagos que condiciona no sólo las cuentas internacionales, sino también las posibilidades de crecimiento del país. En ese contexto, el gobierno asumido a fines del año 2019 gestionó en el año 2020 la renegociación del monto de intereses y plazos de pago de la deuda con privados, mientras que en el año corriente se encuentra realizando lo propio con los pasivos contraídos con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Como reflejo de lo anterior, el rol del endeudamiento público externo en el proceso económico argentino tiene un lugar destacado en la literatura especializada, principalmente en lo referido a la dinámica de las cuentas externas del país (tanto para sus fases de expansión como para el posterior pago de capital e intereses) y a sus implicancias sobre el crecimiento económico y la evolución de las condiciones de vida de la población. Al respecto, es posible identificar tres enfoques que predominan en función de su amplia difusión: el de “estructura productiva desequilibrada” (originalmente planteado por Diamond -1972-), el del “conflicto distributivo estructural” (Gerchunoff & Rapetti, 2016) y el del “patrón de acumulación” (Manzanelli, Barrera, Wainer,

& Bona, 2015). En el presente artículo se trabaja con un cuarto enfoque que pone el énfasis en la forma de participación de Argentina en la unidad mundial de la acumulación de capital como país exportador de mercancías de origen primario y en el carácter específico con que se reproducen los capitales de mayor tamaño del ámbito nacional (Iñigo Carrera, 1998, 2007).

A los fines de contribuir al debate en torno al rol del endeudamiento público argentino a lo largo del lapso 1992-2020, el presente artículo procura aportar nuevos argumentos y evidencias que amplíen los alcances del cuarto enfoque mencionado, con énfasis en el reconocimiento de algunos elementos de unidad en las fases divergentes del endeudamiento público externo. En este sentido, se propone como objetivo principal identificar los vínculos existentes entre la evolución del endeudamiento público externo y tres aspectos centrales del ciclo económico: el drenaje de divisas del sector privado, la evolución del producto social anual y el nivel y evolución de la valuación de la moneda nacional. El análisis se focaliza de manera particular en el primero de estos aspectos, lo cual implica ubicar los resultados del análisis de la Balanza de Pagos por sector institucional en términos de ingreso o drenaje de divisas (desarrollado en Kennedy y Sánchez -2019- y actualizado en el presente trabajo) en el marco del desarrollo del enfoque teórico adoptado. De modo adicional, como objetivo secundario se procura, en el propio desarrollo del objetivo principal, identificar algunas similitudes y diferencias con los tres enfoques predominantes previamente identificados.

El artículo se organiza de la siguiente manera. En el segundo apartado se presenta de forma extremadamente sintética el enfoque teórico adoptado, procurando establecer las coordenadas fundamentales para el análisis concreto del rol del endeudamiento público externo en la economía argentina. De manera adicional, se sintetizan los rasgos centrales de los tres enfoques principales, en tanto insumo imprescindible para ubicar los hallazgos del presente artículo en el debate vigente¹. Por su parte, en el tercer apartado se explicita la metodología seguida en la construcción de la información relevante para el análisis. El cuarto apartado se aboca a la consecución del objetivo principal, considerando separadamente los vínculos entre el endeudamiento externo y el drenaje de divisas a partir del análisis del Balance de Pagos por sector institucional, la evolución del producto social y el nivel de valuación de la moneda nacional. Finalmente, en el último apartado se presentan las principales conclusiones del artículo, con énfasis en la identificación de las principales similitudes y diferencias con los fundamentos

¹Teniendo en cuenta el espacio disponible, la exposición se concentra en los fundamentos esenciales de los cuatro enfoques, sin pretensiones –ni posibilidades– de analizar la totalidad de sus aristas ni de los análisis concretos para distintos períodos históricos.

de los tres enfoques más difundidos.

2. Fundamentos generales de los enfoques sobre la acumulación de Capital en Argentina

2.1 El rol de la deuda externa en los enfoques difundidos sobre el proceso económico argentino

La noción de “restricción externa” como limitante al crecimiento económico cobró marcada importancia en aquellos países con una estructura productiva desequilibrada, compuesta por un sector primario que trabaja a precios internacionales y uno industrial que lo hace a precios considerablemente por encima de aquellos, de modo que su producción tiene por destino principal el mercado interno. Desde esta mirada, ello no se debe a la baja productividad relativa en términos internacionales del sector industrial, sino a que el tipo de cambio se fija con arreglo a la elevada productividad relativa interna del sector primario, implicando un abaratamiento de las mercancías industriales producidas en otros países. El conflicto se presenta en tanto la expansión de la industria demanda un ritmo de crecimiento de divisas (dada la necesidad de importación de medios de producción e insumos) mayor al ritmo en que crece la oferta de estas por parte del sector primario (limitada por restricciones productivas, de la demanda mundial, o de ambas a la vez)². Así, el crecimiento económico conduce a un déficit de cuenta corriente, que genera (mediante la devaluación de la moneda nacional y la consecuente reducción del poder adquisitivo del salario) una reducción de las importaciones y un incremento de los saldos exportables, reestableciéndose así el superávit o equilibrio de las cuentas externas, condición para el reinicio del crecimiento económico. En esta dinámica, el endeudamiento externo, que en la formulación original refiere casi exclusivamente a los capitales locales, tiene la función de aportar divisas para financiar importaciones, empujando hacia adelante el “choque” con la restricción externa, para luego desencadenarlo de manera brusca. No obstante, ello incrementa la demanda de divisas por dos vías: el propio crecimiento industrial al que de tal modo se le dio continuidad y el pago de intereses y de amortización de capital (Canitrot, 1983; Diamand, 1972).

El enfoque del “conflicto distributivo estructural”, por su parte, plantea la existencia de un elevado nivel de conflicto distributivo propio de la sociedad argentina, enten-

²La Inversión Extranjera Directa refuerza la restricción externa, en tanto el alivio transitorio sobre este límite fue más que compensado –al no contribuir a modernizar la estructura productiva– por la posterior remisión de utilidades, pagos de regalías e incremento de las importaciones (Wainer & Schorr, 2014).

dido como la discrepancia entre las posibilidades productivas de la economía nacional y las aspiraciones salariales de los/as trabajadores/as, que conducen a una repetida inconsistencia entre el tipo de cambio real de equilibrio macroeconómico (que permite simultáneamente lograr niveles de pleno empleo y una Balanza de Pagos sostenible) y el tipo de cambio real de equilibrio social (a partir del cual los trabajadores alcanzarían el salario real al que aspiran). En este sentido, la restricción externa de la economía emerge de las políticas de carácter populista de los gobiernos que llevan el salario real por encima del de equilibrio macroeconómico, aprovechando circunstancias externas particularmente favorables (los términos de intercambio) pero comprometiéndose a la larga dicho equilibrio, el cual debe ser recompuerto a través de un retroceso del salario real al nivel correspondiente a dicho equilibrio. Bajo tal dinámica, los gobiernos que llevan a cabo dicho ajuste generalmente apelan (en la medida de lo posible) al endeudamiento externo, como forma de paliar al menos parcialmente el necesario retroceso del salario real (Gerchunoff & Rapetti, 2016).

Finalmente, un tercer enfoque sostiene que la dinámica económica general se encuentra signada por el “patrón de acumulación” que se adopta en cada momento del tiempo, lo cual se verá reflejado en el sector externo. En este sentido, se identifican centralmente dos modalidades: valorización financiera e industrialización por sustitución de importaciones, que rigieron (considerando el período bajo estudio en el presente trabajo) respectivamente en los lapsos 1990-2001 y 2016-2019, por un lado, y 2003-2015, por el otro. La deuda externa tiene un protagonismo excluyente en el primero de ellos. Bajo el mismo, las fracciones del capital dominante³ expanden el endeudamiento externo para realizar colocaciones en el mercado interno aprovechando el diferencial positivo de tasas de interés interna (en dólares) e internacional para, finalmente, fugarlos al exterior (Manzanelli et al., 2015)⁴. En tal esquema, el endeudamiento público externo se expande para proveer las divisas requeridas para la dolarización del excedente financiero propiamente dicho. No obstante, la valorización financiera rige aún sin expansión del endeudamiento externo privado; así, en la década del noventa y en 2016-2019 el endeudamiento

³Se trata del capital oligopólico local conformado por grupos económicos locales y los intereses extranjeros radicados en el país, que tienen un creciente peso en la estructura productiva local, más allá del patrón de acumulación vigente (Wainer & Schorr, 2014).

⁴Es decir, la valorización de tales capitales tiene su eje en el aprovechamiento de la fijación de una tasa de interés interna que permite una elevada rentabilidad financiera en dólares (en relación con la inversión productiva). El excedente apropiado bajo esta lógica no tiene su origen, por tanto, en la expansión económica, sino en la regresiva distribución del ingreso (Manzanelli et al., 2015), resultado a su vez de la menor demanda de fuerza de trabajo y consecuente reducción del salario real implicada en la desindustrialización que dicho patrón de acumulación trae aparejada (González, 2012).

público externo se expandió para financiar la fuga de capitales (Barrera & Bona, 2017; BCRA, 2020; Manzanelli et al., 2015).

En efecto, desde la *valorización financiera* la fuga de capitales se convirtió en un protagonista central de la economía argentina, adquiriendo un rasgo crónico estructural (Barrera & Bona, 2017). Evidencia de ello es su notable continuidad bajo la reedición del *patrón de industrialización* vigente en el lapso 2003-2015, bajo el cual el origen del excedente fugado es la expansión económica (expresando la “reticencia inversora” característica de los capitales que producen localmente - Manzanelli and Basualdo (2016)-), mientras que la fuente de divisas la constituye los abultados superávits comerciales (Manzanelli et al., 2015).

2.2 Fundamentos generales de la especificidad de la acumulación de capital en Argentina y sus vínculos con el drenaje de divisas⁵

El enfoque asumido en el presente trabajo toma como punto de partida el carácter mundial del modo de producción capitalista (Marx, 2000b). Dicha unidad esencial se realiza bajo la forma de la denominada “división internacional del trabajo”, cuya síntesis está constituida por el mercado mundial (Grinberg, Starosta, Spronk, & Webber, 2015). En este sentido, el rasgo saliente (no exclusivo) de la economía argentina está dado por la producción para el mercado mundial de mercancías de origen agrario y minero, habida cuenta de la existencia de condiciones naturales diferenciadas para su producción y de la mayor productividad del trabajo que de ello resulta. De esta forma, la producción de tales mercancías en países como Argentina implica su menor valor y, por tanto, la potenciación del proceso de producción de plusvalía relativa a escala global⁶.

Ahora bien, tal como ha sido desarrollado por Ricardo (2004) y Marx (2000a), el valor de las mercancías de origen primario encierra una determinada masa de renta de la tierra que, al ser un “falso valor social”, constituye una disminución de la plusvalía acumulable para el capital, restándole potencialidad al desarrollo de las fuerzas productivas. En consecuencia, cuando un país como Argentina vende esta clase de mercancías al mercado mundial fluye hacia dicho espacio una determinada masa de renta de la tierra, que en sí mismo constituye una disminución de la capacidad general

⁵Una presentación completa del enfoque puede encontrarse en Kennedy (2018), el cual tiene por base general los desarrollos de Iñigo Carrera (1998, 2007).

⁶En particular, corresponde destacar que, debido a que se trata de mercancías que se incluyen en el valor de la fuerza de trabajo, su producción en espacios nacionales como la Argentina implica el abaratamiento de la fuerza de trabajo para el capital en su conjunto.

(mundial) de acumulación de capital⁷. Desde este punto de vista, es posible afirmar que el aspecto específico (no exclusivo) de la acumulación de capital en Argentina está dado por la presencia y el reflujo de una parte de la renta de la tierra hacia los fragmentos de capital del cual originariamente constituyó una disminución⁸. Queda aquí planteada la pregunta respecto a la modalidad concreta bajo la cual se realiza dicho reflujo.

De modo paralelo a la exportación de mercancías de origen agrario y minero, la economía argentina presenta como segundo rasgo relevante la producción en escala restringida para el mercado interno de mercancías industriales en general. Es decir, los capitales que producen al interior del ámbito nacional lo hacen, en términos generales, por debajo de las condiciones sociales medias (mundiales) de producción, lo cual se refleja en la unánimemente reconocida menor productividad nacional (Graña, 2013). Entre dichos capitales resulta de sumo interés centrar la mirada en aquellos que, en lugar de ser relegados y (tarde o temprano) excluidos en la competencia capitalista, se valorizan de modo relativamente normal en el tiempo, interés que resalta aún más al tener en cuenta que en diversos casos se trata de capitales que en otros países operan en condiciones que les permiten realizar sus mercancías en el mercado mundial⁹.

En función de esta caracterización de la economía argentina, se ha identificado a la renta de la tierra como la fuente extraordinaria de plusvalía que, de forma adicional a la extraída a los/as trabajadores/as, originalmente cumple el rol de compensación de la menor productividad relativa de los capitales locales (Iñigo Carrera, 1998, 2007). Esto implica que la renta portada en el precio de las exportaciones de mercancías de origen primario y sus derivados¹⁰ -esto es, una porción del valor representado en las divisas que in-

⁷Como se desprende de lo anterior, se trata de “dos caras de la misma moneda”. De un lado, la producción de mercancías de origen agrario y minero en países como Argentina potencia la acumulación mundial de capital, en tanto abarata el valor de estas. Del otro lado, justamente por la misma razón (la mayor productividad del trabajo dadas las condiciones diferenciales de producción), dicho valor encierra renta de la tierra.

⁸Indudablemente, no es esta la única posibilidad, toda vez que - considerando los dos polos posibles- dicha porción de renta podría ser apropiada íntegramente por los terratenientes (su destino “natural”) o por el Estado nacional, adoptando por tanto un curso diferente al previamente identificado. Ahora bien, aquella determinación general es la que mayormente se realizó en el curso concreto de los hechos.

⁹Distinta es la situación de los pequeños capitales propiamente dichos, que en determinados momentos históricos tienen un particular auge y en otros tienden a un profundo achicamiento o directamente a la desaparición.

¹⁰Una porción importante de la apropiación de renta puede realizarse sobre los capitales individuales que procesan las mercancías primarias debido a que, ante la presencia de un impuesto sobre la exportación de las materias primas las abarata internamente y, por ende, una porción de renta queda librada a los compradores en el mercado interno (Iñigo Carrera, 2007; Monteforte & Sánchez, 2018; Piermartini, 2004).

gresan a la economía nacional vía las exportaciones-, circula internamente y tiene la potencialidad, en principio, de ser apropiada por diferentes actores y cumplir distintas funciones; por ejemplo, actuar como fuente de compensación específica en la valorización de la generalidad de los capitales industriales, a través de distintos mecanismos de apropiación y distribución. Dentro de los mecanismos de apropiación primaria de la renta se destacan dos¹¹. Por un lado, las retenciones a las exportaciones, las cuales luego se constituyen en fuente de exenciones impositivas, subsidios y generación de demanda solvente a partir de la expansión del consumo público. Por el otro, de particular interés para el presente artículo, la sobrevaluación de la moneda nacional -acompañada con restricciones a la importación de mercancías que se producen localmente-, que se basa en el mayor poder de compra de parte del peso para adquirir una determinada cantidad de divisas (y viceversa)¹². Esto implica que al convertirse a pesos las divisas provenientes de las exportaciones, el nivel de sobrevaluación incidirá negativamente en la transacción cambiaria. Es decir, que parte del valor íntegro de la mercancía, que con un tipo de cambio de paridad fluiría hacia el capital que realiza la exportación, queda “atrapado” en la mediación cambiaria, impidiendo su curso posterior hacia el sector terrateniente. En contraposición, la sobrevaluación posibilita la compra de divisas abaratas para la realización de importaciones, remesas de utilidades y fuga de capitales en general¹³. En tal contexto, los capitales de mayor concentración interna tienen como fuente adicional de valorización la plusvalía apropiada en la circulación a los pequeños capitales nacionales.

A partir de allí, el curso de la plusvalía apropiada por los capitales de mayor tamaño es la reinversión local para sostenerse en su condición, así como el drenaje de divisas en general. En este sentido, interesa destacar dos efectos de los mecanismos de apropiación de renta mencionados que son de particular relevancia para el presente trabajo. En primer lugar, en la medida en que estos mecanismos -vía redistribuciones de la renta a partir de los impuestos a la exportación,

la compra abarata de insumos o bienes de capital fijo¹⁴ o las relaciones comerciales entre capitales- generan ganancias extraordinarias para los capitales internos (en relación con su capacidad productiva efectiva), posibilitan su giro al exterior. Esto tiene su contrapartida en la llamada renta de la inversión directa -bajo la forma de utilidades y dividendos-, y en formas alternativas de giro de ganancias al exterior entre empresas vinculadas especialmente estudiadas en las últimas décadas, como el pago de servicios empresariales o el endeudamiento entre empresas de inversión directa y su casa matriz (Basualdo, 2020). A todo ello cabe adicionar el acceso al mercado de cambios de manera concentrada por parte de empresas y personas (BCRA, 2020), ámbito en el cual no operan únicamente capitales de origen extranjero. En segundo lugar, específicamente relacionado con la sobrevaluación, ocurre una multiplicación de la ganancia interna (de la moneda nacional en general) en su giro al exterior, producto del mayor poder de compra de divisas por parte del peso¹⁵.

En consecuencia, y en función de la pregunta planteada previamente, es posible afirmar que la menor productividad relativa con la que operan los capitales al interior del ámbito nacional constituye la modalidad concreta -como forma de compensación- a partir de la cual se realiza el referido flujo de una porción de la renta de la tierra encerrada originalmente en las mercancías exportadas.

Al considerar lo anterior, puede plantearse que tanto la *escala* de la producción social como su *ciclo* tienen como primera determinación de carácter general la magnitud y evolución de la renta de la tierra (y sus formas de apropiación) *en relación* con la magnitud y evolución del rezago de productividad. En este sentido, instancias de expansión de la renta de la tierra (reflejadas en la holgura de la Balanza Comercial) impulsan el crecimiento de los capitales que operan al interior del ámbito nacional más allá

¹¹Se denominan de apropiación primaria porque justamente ocurren en primer lugar, interrumpiendo la trayectoria de parte de la renta hacia el sector terrateniente, con posterioridad a su ingreso portada en los valores exportados.

¹²Para un mayor detalle sobre el grado de valuación de la moneda nacional, ver el apartado 3.3

¹³En sí mismo, la sobrevaluación de la moneda nacional tiene como contracara la sobreexposición a la competencia internacional, de modo que, de no existir restricciones a las importaciones, a la par que abarata las divisas estrangula a los pequeños capitales. A su vez, tanto los impuestos a las exportaciones como la sobrevaluación de la moneda nacional, debido a que implican la circulación interna de las mercancías agrarias a un precio menor al internacional, conllevan a un abaratamiento general del valor de la fuerza de trabajo (sin afectar de suyo el salario real), lo que implica un menor costo de producción para la generalidad de los capitales individuales.

¹⁴A modo de ejemplo, si en un caso hipotético una empresa compra una maquinaria importada por 1.000 dólares, con un tipo de cambio de paridad de 2 pesos por dólar, la empresa debería desembolsar 2.000 pesos para adquirirla. No obstante, si el tipo de cambio nominal es de 1 peso por dólar, sólo debe desembolsar 1.000 pesos para la compra. ¿Cómo ocurre el movimiento en estos términos? Al momento de la liquidación de los dólares originados en la venta de las mercancías portadoras de renta una porción de valor queda en la mediación cambiaria, contenida en los dólares que el Banco Central vende, también sobrevaluado, a quienes realizan las importaciones. Posteriormente, la maquinaria abarata entra en el proceso productivo de la empresa que la adquirió, apareciendo como ganancia extraordinaria en sus balances un monto de valor que debería corresponder al desgaste del capital constante utilizado en la producción. De manera similar, puede plantearse la misma situación con la compra de insumos para la producción.

¹⁵En este caso, si una empresa gira utilidades a su casa matriz (o compra divisas en el mercado cambiario, por ejemplo, en caso de ser una empresa residente) por 2.000 pesos, con el tipo de cambio de paridad de 2 pesos por dólar giraría al exterior 1.000 dólares; mientras que con el tipo de cambio sobrevaluado (1 peso por dólar) podría girar 2.000 dólares.

del límite que impone su menor productividad y, con ello, a un incremento de la escala de la acumulación. En contraposición, la contracción relativa de la renta de la tierra, reflejada en la emergencia de la denominada “restricción externa”, tendrá por consecuencia general una tendencia al estancamiento o retroceso de la escala de acumulación. Es justamente en tales circunstancias que el endeudamiento externo puede cumplir la función de aportar divisas, “empujando” hacia adelante el límite que a la escala de la acumulación nacional impone la magnitud del flujo de renta de la tierra¹⁶.

Es en el contexto del enfoque previamente sintetizado que el presente artículo procura identificar algunos aspectos relevantes de la función que tuvieron las distintas fases del endeudamiento público externo señaladas en la Introducción para el período 1992-2020, de modo de abonar a la tesis según la cual el mismo constituye un elemento más de la unidad existente entre las distintas fases de la acumulación de capital en Argentina. Ello permitirá, a su vez, identificar algunas similitudes y diferencias con los enfoques sintetizados en el subapartado 2.1 (adicionales a las ya planteadas en el desarrollo previo del enfoque teórico adoptado en el presente artículo).

3. Consideraciones metodológicas

3.1 Sobre el trabajo con el Balance de Pagos

Como fuera mencionado, uno de los puntos centrales del artículo es el análisis del resultado de la Balanza de Pagos por sector institucional (Público y Privado) en términos de ingreso o drenaje de divisas. En este sentido, antes que nada, cabe aclarar que la utilización a lo largo del trabajo 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, con el llamado “método residual de balance de pagos”, mediante la cuantificación de la fuga de capitales se busca cuantificar la totalidad de la formación de activos externos propiedad de residentes, incluyendo a la inversión di-

¹⁶A la vez, visto desde el punto de vista de las transacciones de la Balanza de Pagos, cabe aclarar que no toda demanda de divisas se corresponde exclusivamente con la apropiación y reflujo de la renta de la tierra. Ello en tanto debe distinguirse entre, por un lado, la circulación interna de la renta, su apropiación y posterior reflujo y, por el otro, la demanda de divisas que genera la acumulación de capital sobre esta base. Un ejemplo relevante de ello lo constituyen los momentos de expansión de la economía, dada la conocida mayor elasticidad ingreso de las importaciones. Sin perjuicio de ello, es en períodos en los que se impone la sobrevaluación como mecanismo de apropiación cuando la demanda de divisas se ve particularmente reforzada frente a su abaratamiento relativo (tanto para las referidas importaciones como para el giro de ganancias o el atesoramiento).

recta y, generalmente, los errores y omisiones. A diferencia de ello, el presente trabajo se focaliza en el resultado global neto de la Balanza 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 como resultado de su comportamiento/funcionamiento agregado en el marco de la especificidad identificada en el apartado precedente; comportamiento que no sólo se constituye a partir de la salida de capitales (cuestión sin dudas central), sino también por la forma de realización de los flujos corrientes. Por lo tanto, el abordaje que aquí se presenta implica una mirada complementaria a dicha tradición de investigación (Barrera and Bona (2017); Gaggero, Rua, and Gaggero (2013); Manzanelli et al. (2015); Wainer and Schorr (2014); entre otros).

Para el análisis propuesto se utiliza la información provista por la Balanza de Pagos consolidada según los movimientos netos de divisas del sector público y del sector privado, categorías analíticas que no se presentan en las estadísticas oficiales (INDEC, 2017). Para ello, resulta necesaria una reclasificación propia de las partidas utilizadas por el INDEC para la presentación de la Balanza de Pagos, así como la compatibilización de la actual metodología (INDEC, 2017) con la metodología previa (INDEC, 2007). En el presente artículo se adopta la metodología expuesta en Kennedy and Sánchez (2018), que constituyen una propuesta original para el tratamiento de la información de la Balanza de Pagos para el período 1992-2020.

En segundo lugar, en función de la metodología de la Balanza de Pagos (FMI, 2009; INDEC, 2017), se trabaja con el criterio de base devengado. Como se detallará oportunamente, ello presenta ciertos problemas para el análisis de los resultados parciales de algunas partidas específicas, aunque no impacta en el resultado neto por sector institucional.

En tercer lugar, la Cuenta de Errores y Omisiones, en tanto cuenta equilibradora o de discrepancia estadística que compensa la sobrestimación o subestimación en los restantes componentes del Balance (INDEC, 2017), se considera parte de las transacciones del sector privado, ya que la información relevada en Argentina para el sector público surge directamente de registros estadísticos.

Finalmente, respecto de la presentación de la información, cabe resaltar los siguientes aspectos. Primero, debido a la poca relevancia relativa de las transacciones registradas en la Cuenta Capital y el Ingreso secundario (Transferencias corrientes), las mismas no se incluyen en los gráficos, aunque, claro está, quedan reflejas en el resultado agregado del sector privado o sector público, según corresponda, y, por lo tanto, en la Variación de las Reservas Internacionales. Segundo, los resultados de los flujos de Inversión Directa (IED) y de endeudamiento del sector privado se presentan

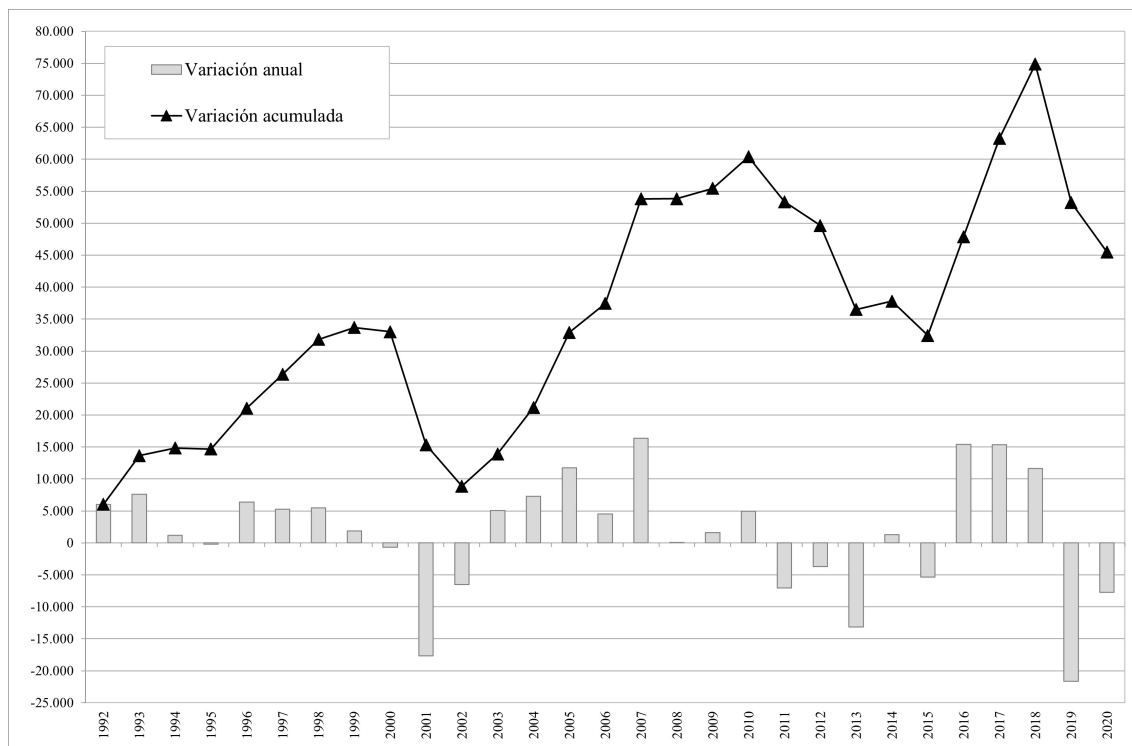


Figure 1. Variación de Reservas Internacionales. Resultado anual y acumulado. En millones de dólares estadounidenses de 2020. 1992-2020. **Fuente:** elaboración propia sobre la base de INDEC-DNCI y BLS.

como flujos netos, descontados los giros de Dividendos e Intereses, respectivamente. Con ello no se pretende restar importancia a los flujos de tales partidas como una de las principales fuentes de drenaje de divisas del sector privado, sino que se procura enfocar en el aporte neto de las relaciones económicas que suponen la Inversión Directa y otros instrumentos financieros. Tercero, dentro del resultado total del Financiamiento del sector público, se consideran los resultados de las dos partidas de mayor relevancia (Títulos de deuda y Préstamos), las cuales se encuentran disponibles desde 1994. En cuarto lugar, el análisis de los flujos de la Balanza de Pagos se realiza en dólares estadounidenses constantes de 2020¹⁷ acumulados (identificando etapas relevantes), de modo de lograr la cuantificación de la contribución agregada de cada sector institucional a la acumulación o al drenaje de divisas, conservando la comparabilidad en el tiempo de los flujos anuales.

3.2 Sobre la identificación de los subperíodos para el análisis de la información

En función del tipo de análisis propuesto, el criterio para establecer los subperíodos relevantes a lo largo del período de análisis es la variación de las Reservas Internacionales del Banco Central (en el caso de Argentina, y de aquí en adelante, el BCRA)-, usualmente presentadas como resultado de la Balanza de Pagos (Figura 1). En este sentido, es posible identificar seis etapas relevantes: 1992-2000, 2001-2002, 2003-2010, 2011-2015, 2016-2018 y 2019-2020 .

En primer lugar, entre los años 1992 y 2000 se observa una etapa de acumulación de Reservas, en la cual tuvo un rol central el ingreso de divisas por transacciones financieras que más compensó la salida generada por las transacciones corrientes. Esta se contrapone a una segunda etapa, entre 2001 y 2002, en donde se observa una caída abrupta de Reservas Internacionales, explicada exclusivamente por la salida de divisas ocurrida vía la Cuenta Financiera, elemento clave en el engranaje que derivó en el estallido del régimen de convertibilidad. A partir de allí se observa, nuevamente, un proceso de acumulación de Reservas hasta 2010 -tercera etapa-, aunque por la razón opuesta: dicho comportamiento está asociado al ingreso de divisas

¹⁷Para este cálculo se consideró el Índice de Precios al Consumidor (CPI-U) publicado por el Bureau of Labor Statistics (BLS).

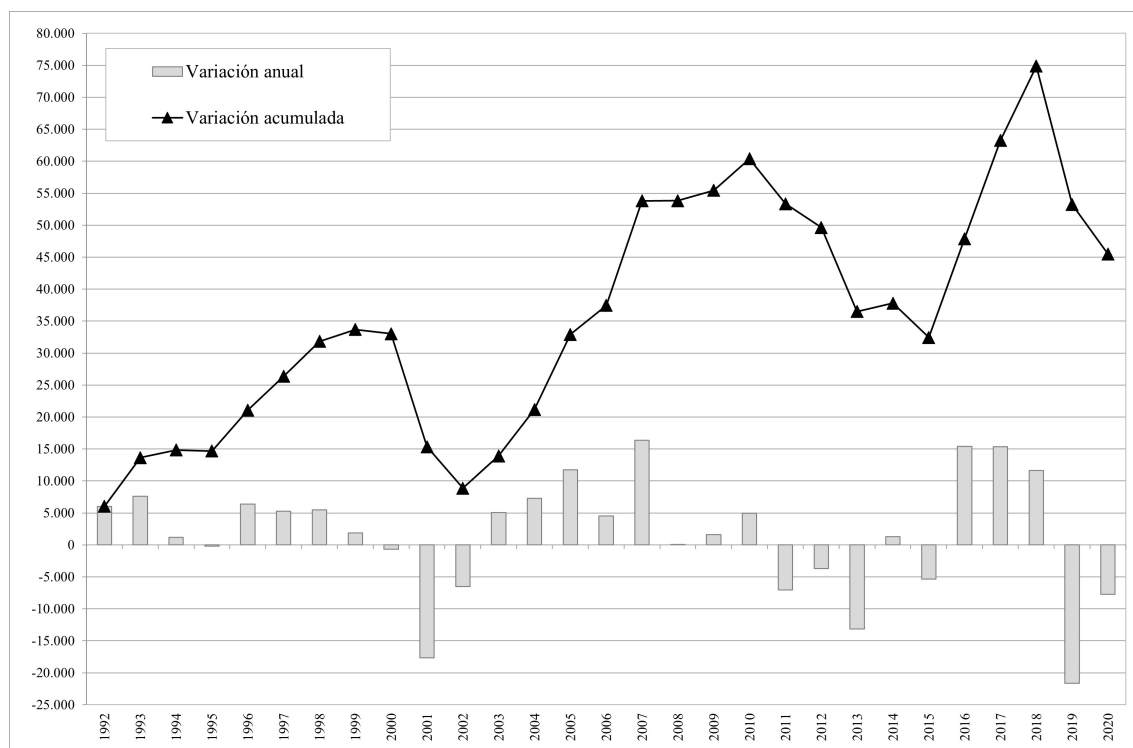


Figure 2. Variación de Reservas Internacionales. Resultado anual y acumulado. En millones de dólares estadounidenses de 2020. 1992-2020. **Fuente:** elaboración propia sobre la base de INDEC-DNCI y BLS.

por la Cuenta Corriente. Ahora bien, desde 2011 y hasta 2015 -cuarta etapa- se evidencia una nueva contracción de las Reservas, especialmente vinculada a la reversión de las transacciones corrientes. Posteriormente, bajo la gestión estatal de la Alianza Cambiamos -quinta etapa-, las Reservas Internacionales vuelven a evidenciar un fuerte incremento, con una lógica prácticamente idéntica a la vigente en la primera etapa de la convertibilidad. Por último, en la sexta etapa, conformada por el último año de dicho gobierno y el año 2020 -signado por la pandemia del COVID-19-, se observa un ciclo que concluye en una brusca caída de las Reservas Internacionales, explicada por el resultado de las transacciones financieras.

3.3 Sobre la estimación del Tipo de cambio real y el grado de valuación de la moneda nacional

Como es habitual, el tipo de cambio real entre la moneda nacional (peso) y el dólar estadounidense se estima a partir del producto entre el tipo de cambio nominal efectivo y el cociente entre la evolución de los respectivos Índice de Precios al Consumidor (IPC).

Ahora bien, tal como se desprende del enfoque teórico,

en este artículo se considera al tipo de cambio como un vehículo de apropiación y distribución de riqueza social. En este sentido, interesa especialmente identificar en cada momento si la moneda nacional se encuentra sobre o subvaluada respecto al dólar estadounidense. A tales fines, tomando en consideración que el tipo de cambio nominal vigente en el lapso 1960-1971 no jugó dicho rol (Iñigo Carrera, 2007; Kennedy, 2018), se asume que el mismo reflejaba la paridad en la capacidad de representar valor del peso respecto del dólar. A partir de allí, para cada año del lapso bajo estudio en el presente artículo se estimó el tipo de cambio que hubiera mantenido dicha paridad, a partir de la evolución relativa de los IPC. Finalmente, a partir de la relación entre el tipo de cambio nominal efectivo con el tipo de cambio (hipotético) de paridad se estima el grado de valuación de la moneda nacional.

El cómputo no está, naturalmente, exento de debate, principalmente en lo que refiere a la identificación del lapso en el cual el tipo de cambio efectivo reflejaría la paridad entre monedas. No obstante, debe remarcarse que los resultados del cómputo para el período bajo estudio (presentados en el subapartado 4.3) resultan absolutamente compatibles con los acuerdos reinantes en la literatura respecto del nivel del tipo de cambio en cada etapa, más allá que no resulte habit-

ual esta forma de estimar la valuación relativa de la moneda nacional. En cualquier caso, debe notarse que el cómputo propuesto resulta de utilidad para el análisis de la evolución de la valuación de la moneda nacional, más allá del nivel de esta.

4. Evidencias sobre el rol de la deuda pública externa en la reproducción del ciclo económico

4.1 La mirada de la Balanza de Pagos: el continuo drenaje de divisas del sector privado y la aparición del endeudamiento público externo

La síntesis de la Balanza de Pagos por sector institucional que se presenta en la Figura 2 permite realizar una primera conclusión: considerando el período en su conjunto, vía el sector público ingresó al país, a través de la multiplicación del endeudamiento externo más allá del pago de intereses, una masa de divisas (US\$111.500 millones) que permitió no sólo la constitución de Reservas Internacionales (US\$45.400 millones) sino también el financiamiento del drenaje de divisas del sector privado (US\$66.000 millones). Así, aquello que Damill (2000); Iñigo Carrera (1999) señalaban para la primera etapa de la convertibilidad se mantiene como rasgo central considerando el período en su conjunto.

El Balance de Pagos del sector privado

Al analizar el comportamiento del sector privado a lo largo del período 1992-2020 (Gráfico 3) puede observarse que el intercambio comercial presenta dinámicas bien diferenciadas según se trate de la Balanza de Bienes -que presenta un resultado acumulado positivo por US\$247.400 millones-, o de la Balanza de Servicios -con un resultado negativo por US\$139.200 millones-.

Considerando las seis etapas identificadas, es posible sostener que la Balanza de Servicios representa una vía de drenaje de divisas permanente, más allá de fluctuaciones en su magnitud en función del nivel de actividad económica o del tipo de cambio real, que afectan a rubros estructuralmente negativos como el transporte de bienes, seguros, viajes o pagos por el uso de propiedad intelectual; únicamente compensados de manera parcial -desde los años 2000- por los servicios empresariales y de telecomunicaciones, informática e información.

Diferente es el caso para el comercio de bienes. En la primera etapa (1992-2000) la Balanza de Bienes acumula un saldo negativo por US\$13.000 millones, en un marco

en el cual las exportaciones muestran cierto crecimiento, pero sólo alcanzan a sobrepasar el nivel de las importaciones en las fases de recesión económica. Este resultado comienza a revertirse a partir del año 2000, al punto que hacia 2002 el aporte de divisas acumulado por la misma se vuelve positivo. De esta forma, durante las tres etapas subsiguientes (hasta 2015) la Balanza de Bienes mantiene año a año un saldo positivo -con la excepción del año 2015-, acumulando un total de US\$229.100 millones, explicado en buena medida por el incremento de precios de las commodities (CENDA, 2010). En efecto, tal como se observa en el Gráfico 3, este resultado es el que explica que el sector privado tenga un resultado acumulado neto positivo (aporte positivo a la formación de Reservas Internacionales) entre 2005 y 2015. No obstante, a partir de 2010, el superávit de la Balanza de Bienes comienza un proceso de desaceleración¹⁸, que luego se convierte en estancamiento, sólo revertido en la última etapa (2019-2020) en función del desplome de las importaciones, en el marco de una nueva recesión de la economía nacional.

En tal contexto, desde 2013, con la aceleración del resultado negativo de la Balanza de Servicios (con una pendiente similar a la observada en los años noventa)¹⁹, se revierte el resultado anual positivo de la Balanza de Bienes y Servicios en conjunto, lo cual se acentúa particularmente en el año 2015 y en la etapa subsiguiente (2016-2018). Indudablemente, este hecho constituye una primera “señal de alerta” respecto de la sostenibilidad de la Balanza de Pagos en particular, y de la expansión del proceso de acumulación de capital en general (la denominada “reaparición de la restricción externa”). En tal sentido, dicha etapa ha sido caracterizada como un proceso de “crecimiento sin cambio estructural” o “reindustrialización acotada” (Porta & Fernández Bugna, 2011; Wainer & Schorr, 2014).

Un componente central en dicha sostenibilidad a lo largo del período analizado es el flujo de divisas correspondiente a Moneda y Depósitos más los Errores y Omisiones netos, también presentado en la Figura 3. Como allí puede verse, entre 1992 y 2020 la sumatoria de estas dos partidas

¹⁸Por 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 (Manzanelli et al., 2015; Manzanelli & Basualdo, 2016; Sánchez, 2018; Wainer & Schorr, 2014).

¹⁹En este contexto, Barrera and Bona (2017) 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”.

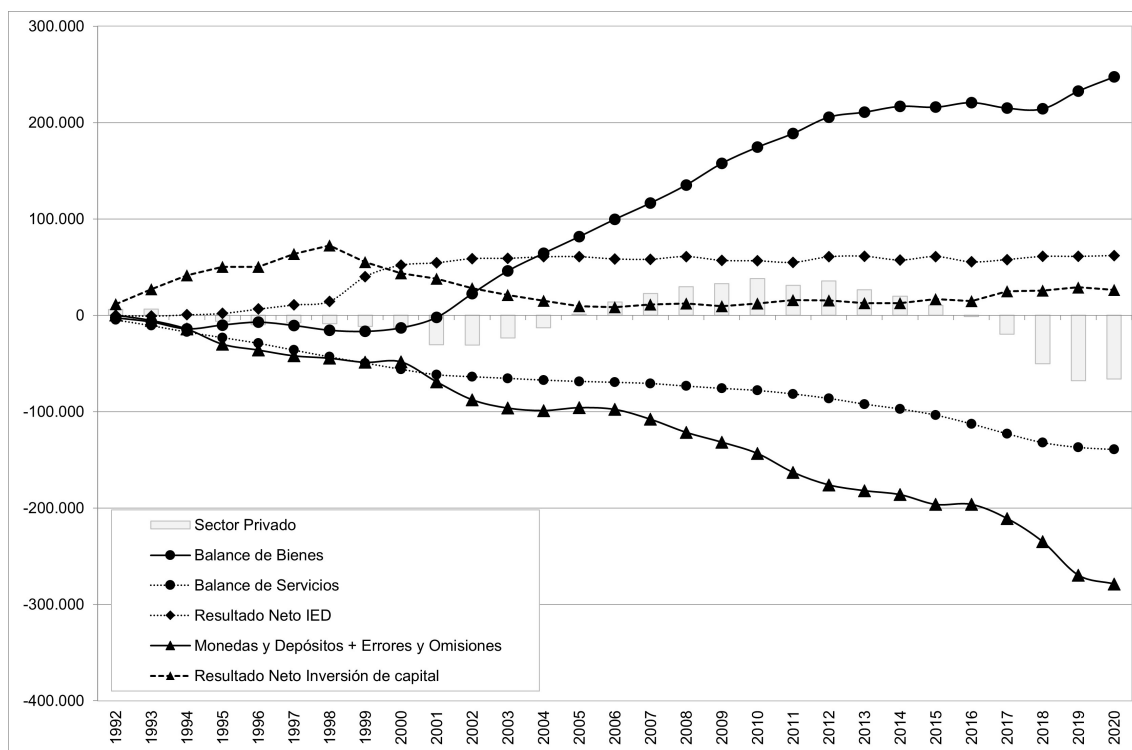


Figure 3. Movimiento neto del sector privado (barras) y fuentes de ingreso y egreso de divisas (líneas). Resultado anual acumulado. En millones de dólares estadounidenses de 2020. 1992-2020. **Fuente:** elaboración propia sobre la base de INDEC-DNCI y BLS.

constituyó una vía de drenaje de divisas del orden de los U\$S278.700 millones, lo que equivale a un promedio de U\$S9.600 millones anuales²⁰. Más allá de algunos cambios en la magnitud del flujo de este drenaje (en ciertos momentos se acelera, en otros se ralentiza), puede observarse que es una constante a lo largo de las tres décadas bajo estudio²¹.

En cuanto al resultado neto de la Inversión Extranjera Directa (IED) -la diferencia entre el ingreso de divisas en concepto de IED y la salida en concepto de Dividendos y retiros de ingresos (en ambos casos, descontada la reinversión de utilidades²²)-, se observa un resultado positivo

²⁰Dicho Resultado se compone de U\$S241.400 millones por Moneda y Depósitos y de U\$S37.300 por Errores y Omisiones.

²¹Aunque será mencionado posteriormente a instancias del análisis del nivel de valuación de la moneda nacional, este constante drenaje de divisas periódicamente da lugar al establecimiento de regulaciones que limitan el acceso al mercado cambiario.

²²Consideramos el resultado neto, ya que las utilidades reinvertidas no interfieren desde el punto de vista del aporte/drenaje de divisas. Cabe recordar en este punto que, si bien las utilidades son retenidas por las empresas de inversión directa, debido al principio de devengado con el que se registran las transacciones de la Balanza de Pagos, se realiza una imputación de utilidades reinvertidas, al considerar que existe una "relación económica subyacente" dada la propiedad de los no residentes,

de aproximadamente U\$S62.100 millones a lo largo de todo el período analizado, el cual se explica fundamentalmente por lo sucedido entre 1994 y 2004 (con particular relevancia de la venta de YPF en 1999 -Damill (2000)-). En otros términos, el movimiento neto de la IED jugó un papel en el aporte de divisas del sector privado hasta 2005. Desde entonces, prácticamente todo ingreso de divisas en concepto de IED tuvo como contrapartida un egreso en concepto de Renta de la Inversión Directa.

En este sentido, si bien habitualmente tiende a enfatizarse la presión que la remisión de utilidades y dividendos juega sobre la Balanza de Pagos y, por tanto, sobre la emergencia de la "restricción externa", la unidad de IED y remisión de utilidades no se presenta como una fuente de drenaje de divisas. A los fines de evitar cualquier equívoco respecto de la relevancia que tiene la salida de divisas por el pago de dividendos y retiro de utilidades, se incluye la Figura 4 (panel A), donde puede observarse de manera separada el aporte por IED y el drenaje por rentas, ambos netos de reinversión de utilidades. Cabe recordar que, de modo general, la IED, no sólo no contribuyó a incrementar la capacidad exportadora), sino que, a la par, implicó mayores pagos de regalías en la proporción en la que controlen el capital en cuestión (FMI, 2009).

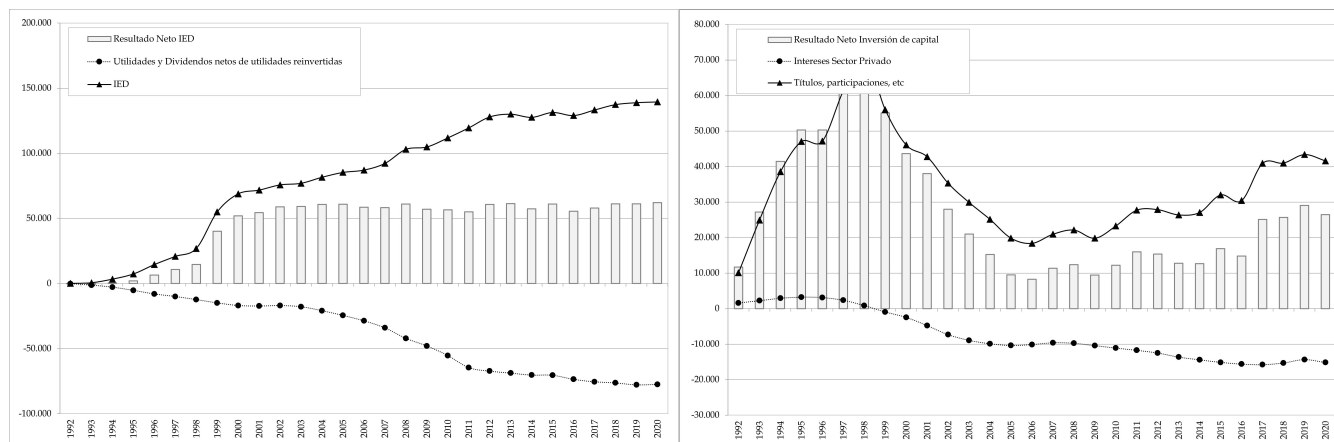


Figure 4. Rentas de la Inversión Directa e IED netas de reinversión y resultado neto por activos de IED (panel A, izquierda). Intereses y endeudamiento del sector privado y resultado neto (Panel B, derecha). Resultado anual acumulado. En millones de U\$S de 2020. 1992-2020. **Fuente:** elaboración propia sobre la base de INDEC-DNCI y BLS.

e incremento de las importaciones (Wainer & Schorr, 2014).

Por su parte, en el panel B de la Figura 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 para dicho sector (resultado agregado que también se muestra en la Figura 3). Como se observa, en términos acumulados el aporte de divisas es de U\$S26.400 millones, resultado de ingresos del orden de los U\$S41.600 millones y de egresos por intereses de U\$S15.100 millones. No obstante, mientras 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, desde entonces comienza una etapa de cancelación de pasivos que se extiende hasta el año 2005 y, a partir de allí, se observan mayormente años con acumulación de pasivos, aunque con niveles sustancialmente inferiores a los de los años noventa -con la excepción de 2017-. En los años subsiguientes, no sólo esa magnitud no se repite, sino que, en 2020, en el marco de la pandemia, el saldo neto vuelve a ser negativo.

El Balance de Pagos del sector público

En el caso del sector público, en la Figura 5 puede observarse el referido resultado acumulado positivo de divisas del orden de los U\$S111.500 millones. Este resultado se explica principalmente por un ingreso acumulado de divisas por financiamiento externo de aproximadamente U\$S272.700, el cual se basa principalmente en la colocación de títulos de deuda. Frente a ello, se observa un drenaje acumulado de divisas en concepto de Intereses de

deuda de aproximadamente U\$S175.300 millones²³.

En dicho contexto, a lo largo de la primera etapa (1992-2000) se observa un aporte positivo de divisas del sector público, explicado fundamentalmente por la colocación de títulos (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, & Rapetti, 2005).

Luego, a lo largo de la tercera y cuarta etapa (esto es, hasta 2015) se reduce el resultado acumulado del sector público, que alcanza los U\$S21.800 millones. En líneas generales, ello se explica por el 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 -principalmente, la cancelación anticipada del crédito con el FMI en 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), a la vez que estuvieron parcialmente compensados por el resultado positivo del BCRA

²³En función del mencionado criterio de devengado, 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 e intereses no refleja exactamente la acumulación o drenaje de divisas por esas vías, lo cual es particularmente relevante en los años del default posteriores a la etapa de convertibilidad.

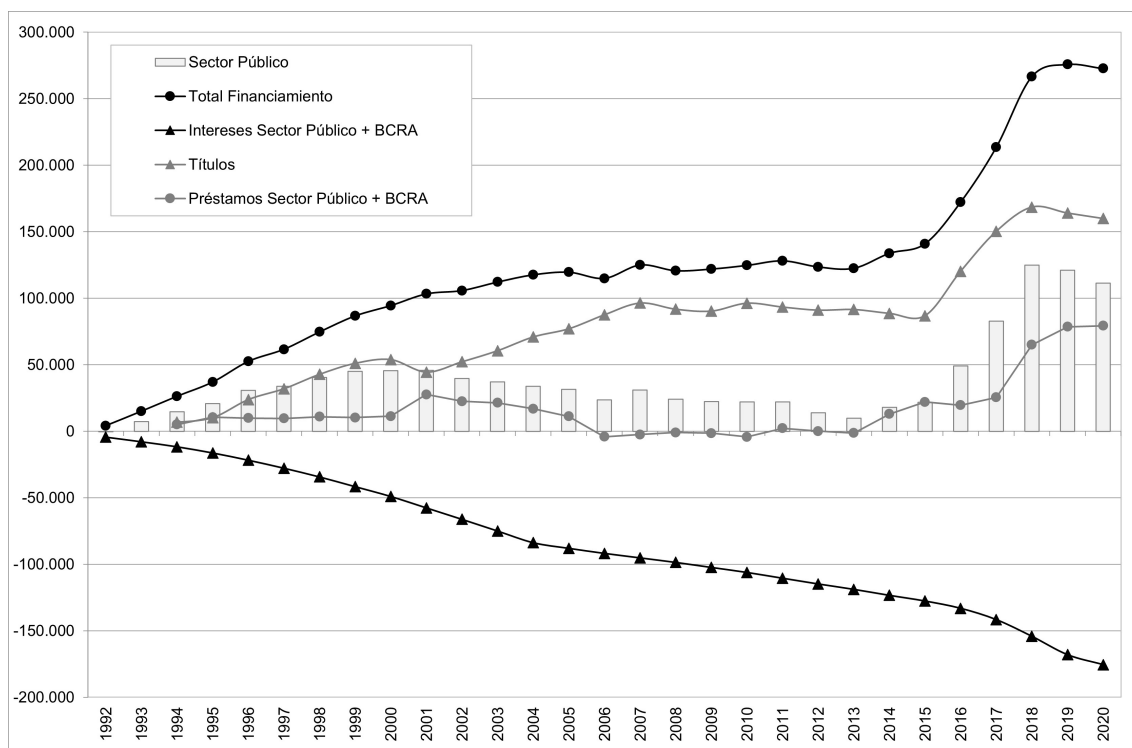


Figure 5. Movimiento neto del sector público (barras) y fuentes de ingreso y egreso de dólares (líneas). Resultado anual acumulado. En millones de U\$S de 2020. 1992-2020. **Fuente:** elaboración propia sobre la base de INDEC-DNCI y BLS.

a partir de la colocación de las Reservas Internacionales (con una fuerte caída hacia el año 2009). Aun así, hacia el final de la cuarta etapa (2013-2015) comienza a evidenciarse un crecimiento del resultado positivo, explicado por la expansión de los préstamos (los acuerdos bilaterales -swap con China-, la financiación a través de otros organismos internacionales y el arreglo con el Club de París -Barrera and Bona (2017)-) por encima del devengamiento de intereses.

En la quinta etapa se produce una auténtica reversión de dichas tendencias, en tanto que el Financiamiento total se expande en U\$S125.700 (principalmente, por la colocación de títulos, aunque los préstamos también evidencian un marcado incremento), lo que se refleja en un crecimiento del aporte de divisas acumulado hasta los U\$S124.900 millones de 2018. Finalmente, en la última etapa (2019-2020), los intereses vuelven a cobrar protagonismo central al tiempo que el financiamiento se reduce significativamente. Como resultado, en esta etapa el sector público drena Reservas Internacionales por aproximadamente U\$S13.400 millones.

La mirada conjunta de la Balanza de Pagos

Habiendo analizado en detalle los principales resultados para cada sector institucional, resulta relevante volver a

la mirada conjunta planteada al inicio del presente subapartado, pero ahora considerando separadamente el resultado de la Balanza de Bienes y el resultado del sector privado sin la Balanza de Bienes. En este sentido, en la Figura 6 puede verse que, a excepción de la primera etapa (1992-2000), el sector privado constituye una fuente sistemática de drenaje de divisas, con particular incidencia en todo el período analizado del flujo de Moneda y Depósitos. Tomando el período en su conjunto, el drenaje fue de U\$S313.400 millones, de los cuales U\$S 241.400 corresponden a la mencionada partida. Ahora bien, para vincular los hallazgos del análisis de la Balanza de Pagos hasta aquí expuestos con el enfoque teórico adoptado, resulta relevante agrupar las etapas previamente identificadas en función de la fuente de divisas -fuente de financiamiento- que constituye el sustento de este drenaje.

Por un lado, si se consideran la tercera y cuarta etapa (en conjunto, 2003-2015), el drenaje del sector privado 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 de la

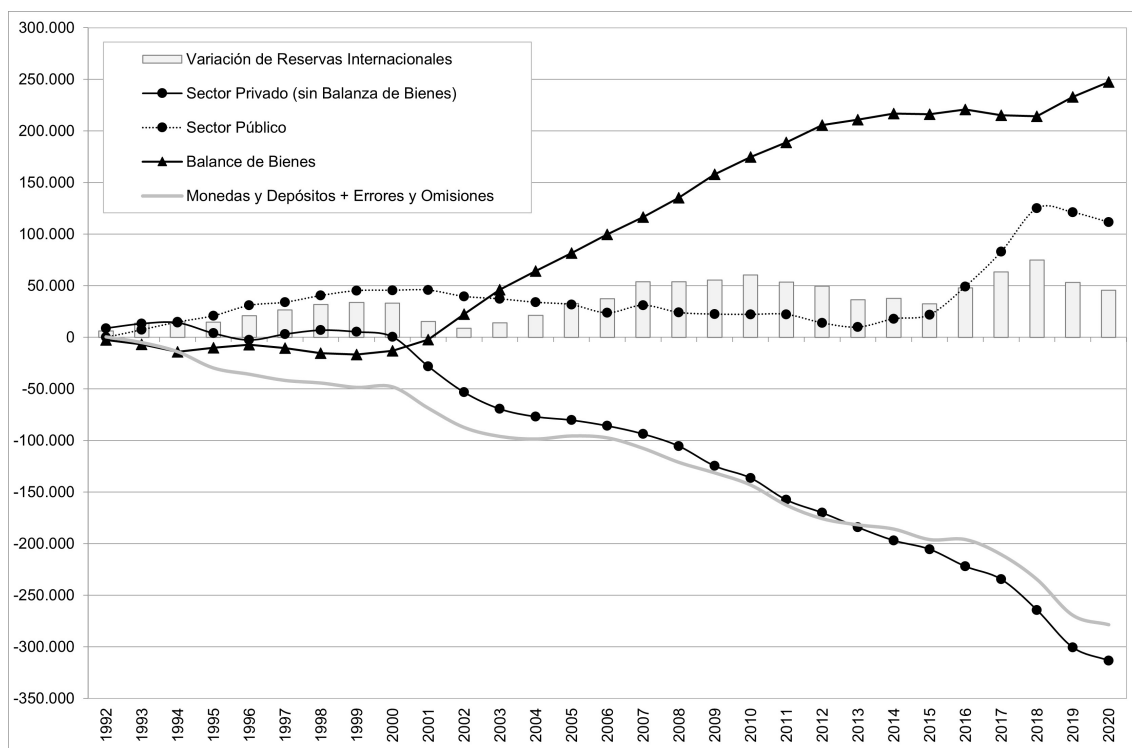


Figure 6. Movimiento neto según sector privado (sin considerar Balanza de Bienes), sector público, Balanza de Bienes y Variación de Reservas Internacionales. Resultado anual acumulado. En millones de U\$S de 2020. 1992-2020. **Fuente:** elaboración propia sobre la base de INDEC-DNCI y BLS.

Balanza de Bienes acumulados previamente bajo la forma de Reservas²⁴. En línea con la especificidad de la economía argentina presentada anteriormente, es posible afirmar que con el 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 es posible considerar como el sustento general de la dinámica que da origen al drenaje de divisas agregado por parte del propio sector privado al menos hasta 2015. El componente principal “puro” de dicho drenaje es la partida Moneda y Depósitos y Errores y Omisiones, lo cual no quita que el resto de las partidas rel-

evantes (Utilidades y Dividendos, parte de los egresos por importaciones, pago de intereses) no constituyan también una vía relevante de dicho drenaje.

Por el otro, entre los años 2016 y 2018 el drenaje de divisas del sector privado continúa su curso de modo “normal” (aunque se acelera particularmente en 2018), aún frente al deterioro de la Balanza 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 en tanto aporte de divisas, el cual, como quedó previamente evidenciado, 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*. Es decir que, ante la ausencia relativa de renta de la tierra y del ingreso de divisas asociado, expresada tanto en la caída de las exportaciones (en el contexto de disminución de los precios de las commodities) como en la reducción de las Reservas Internacionales, el papel del resultado del sector público es dar continuidad al aporte de divisas necesarias para las importaciones en particular, y la continuidad del drenaje de divisas del sector privado en gen-

²⁴En este sentido, en [Manzanelli et al. \(2015\)](#) y [Barrera and Bona \(2017\)](#) 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 encuentra intrínsecamente vinculada a la multiplicación del endeudamiento externo. En un sentido similar, en relación con la salida de capitales privados entre 2008 y 2011, [Damill and 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).

eral. De esta forma, lo sucedido desde 2016 se presenta abiertamente enlazado con el ciclo precedente²⁵.

Esta conclusión a partir de lo sucedido en los años 2016-2018 puede echar luz sobre el proceso que tuvo lugar en el lapso 1992-2002. Más específicamente, bajo el régimen de convertibilidad el endeudamiento público externo -más allá de las necesidades de pago de intereses- cumplió idéntico rol que el identificado en el párrafo previo, aunque ello no ocurrió de modo “inmediato”, sino mediado por la acumulación de Reservas Internacionales.

En efecto, esta dinámica también puede observarse en parte para los años 2019 y 2020. De modo similar a lo ocurrido en los años 2001 y 2002, respectivamente, en 2019 se evidencia una abrupta caída de Reservas Internacionales que, más allá del abultado resultado positivo de la Balanza de Bienes -como consecuencia de la contracción de las importaciones-, es explicada por el resultado negativo del sector privado, cuyo drenaje ocurre principalmente por la vía de Moneda y Depósitos (el mayor nivel de todo el período analizado -US\$ 33.169 millones-); mientras que en el año 2020 el resultado positivo de la Balanza de Bienes permite revertir el resultado negativo del sector privado, en el marco de un continuado drenaje (con un ritmo marcadamente menor al de los años previos, pero en niveles similares a los observados en la década anterior -del orden de los US\$ 9.200 millones-), en el marco de nuevas medidas para contenerlo. No obstante, en este año aparece nuevamente con un papel central el resultado negativo del sector público para hacer frente al pago de intereses y capital (“el peso de la deuda”).

A modo de cierre, si se consideran las fases de endeudamiento de forma ‘completa’ (es decir, teniendo en cuenta la etapa de incremento y de reducción de Reservas), es posible sostener que, tanto en el período 1992-2002 como en el período 2016-2020, cada dólar -neto de intereses y pagos de capital- ingresado por endeudamiento público externo tuvo correspondencia en un dólar drenado bajo la forma de Moneda y Depósitos (más Errores y Omisiones) -principal vía de drenaje identificada-; mientras que en la etapa 2003-2015 la correspondencia entre dólares ingresados por superávit de Balanza de Bienes y drenaje por Moneda y Depósitos fue de 0,6.

²⁵Más allá de la continuidad identificada, los procesos de expansión del endeudamiento externo, en el marco de medidas de apertura financiera y, como se verá, de sobrevaluación de la moneda nacional, potencian el acceso a dólares abarataados por parte del sector privado.

4.2 Los vínculos principales del endeudamiento público externo con la evolución del producto social

Tal como se mencionó en el desarrollo del enfoque teórico adoptado, instancias de incremento de las exportaciones de mercancías de origen primario y, por tanto, de renta de la tierra, impulsan una fase expansiva del ciclo económico. En efecto, como se observa en la Figura 7, el único período de crecimiento sostenido a lo largo del período bajo estudio se verifica en un contexto de notable expansión de los ingresos por exportaciones, que permitió cubrir el déficit de Cuenta Corriente y el drenaje de divisas.

Por su parte, se ha señalado que circunstancias de contracción relativa de renta de la tierra se reflejarán en una tendencia al estancamiento o retroceso de la escala de la acumulación, pudiendo el incremento del endeudamiento externo cumplir la función de aportar divisas, “empujando” hacia adelante el referido límite de la escala de la acumulación nacional. En este sentido, en la Figura 7 es posible observar que dicho incremento (1992-1999 y 2016-2018) sucede en momentos en los que las exportaciones no permiten cubrir el déficit de Cuenta Corriente y la salida de capitales.

Ahora bien, dicho rol es intrínsecamente acotado en el tiempo, en función de la necesidad de afrontar los pagos de los servicios de deuda y, en paralelo, de la propia capacidad de continuar endeudándose, de modo que el límite emerge más temprano que tarde. Ello se pone en evidencia entre 1998 y 2002, cuando el producto social se contrae un 18,4% y en el bienio 2018-2019, cuando por primera vez desde 2002 se observan dos años consecutivos de caída de la actividad económica, que acumulan una contracción del 4,6% respecto de 2017. A ello cabe sumar, claro está, los compromisos futuros de pago de amortización e intereses.

En este contexto, resulta de interés detenerse brevemente en la secuencia temporal de la composición del endeudamiento público externo en las dos fases de expansión aquí analizadas. Como puede observarse en el Gráfico 5 previamente expuesto, en la década de 1990 el financiamiento del sector público es explicado fundamentalmente por la colocación de títulos de deuda (por sobre el pago de intereses), aunque, frente a la notoria dificultad para la colocación de nueva deuda emerge en 2001 el préstamo del FMI (denominado “blindaje”). La secuencia se repite, a escala magnificada y acelerada, en el proceso de endeudamiento iniciado en 2016. Como se observa en la Figura 5, el resultado positivo del sector público se explica entre 2016 y 2018 por una expansión en la colocación de títulos (por encima del pago de intereses), luego, frente a las crecientes dificultades para continuar con dicho proceso surge nuevamente un acuerdo

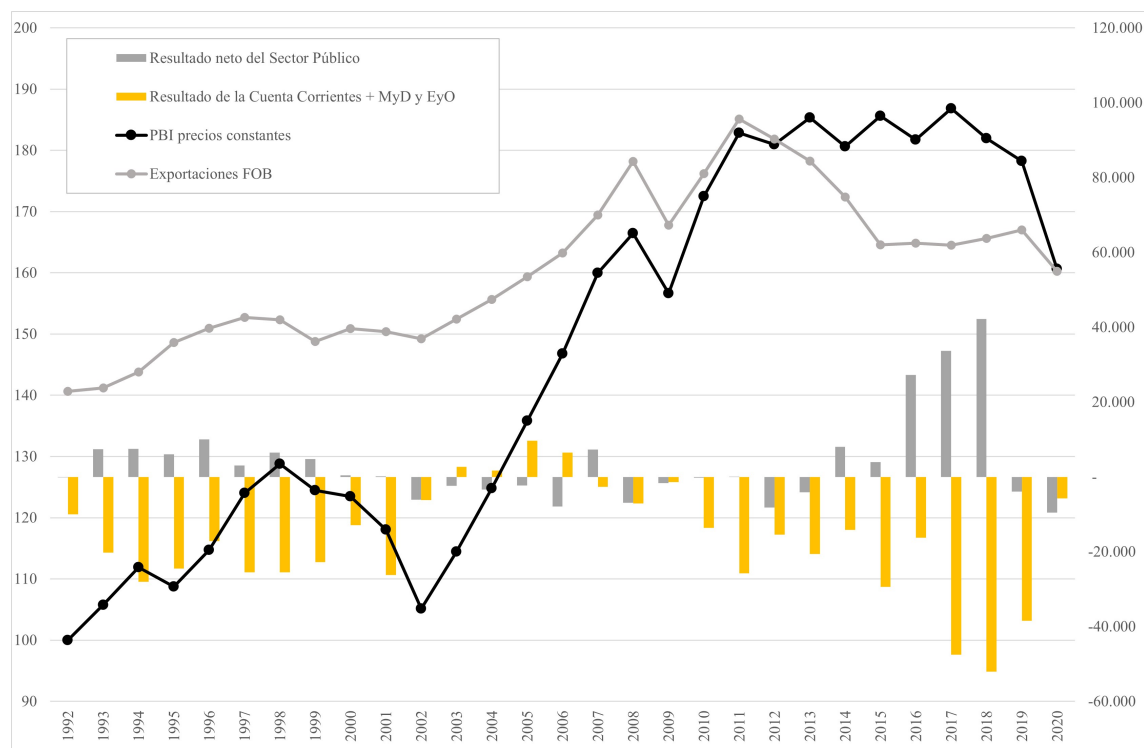


Figure 7. Producto Bruto Interno a precios constantes de 2004 (eje izquierdo - evolución 1992=100). Exportaciones FOB, Resultado neto del sector público y Resultado de Cuenta Corriente más Moneda y Depósitos y Errores y Omisiones (eje derecho - en dólares de 2020). 1992-2020. **Fuente:** elaboración propia en base a: a) bases de Cuentas Nacionales: 1986 (BCRA, 1993), 1993 y 2004 (INDEC-DNCN); b) INDEC-DNCI.

con el FMI, en términos similares a los del “blindaje”, a la vez que de una magnitud marcadamente mayor. Si bien en ambos casos el objetivo del acuerdo con el FMI era fortalecer las Reservas Internacionales (“brindar confianza a los mercados”), tal como se puso de manifiesto en la Figura 6, el mismo, lejos de lograr contener la sangría de Reservas, constituyó una fuente adicional -vía renegociaciones del acuerdo con el FMI mediante- para el drenaje de divisas. Ambos casos, con sus particularidades, derivaron primero en el establecimiento de fuertes restricciones al acceso a divisas (“corralito” sobre los depósitos en dólares en 2001 y límite para la adquisición de dólares para atesoramiento en 2019), y luego en devaluaciones de la moneda nacional (tal como se analizará en el subapartado siguiente).

De modo adicional, y sin perjuicio de lo anterior, cabe notar que la magnitud de la multiplicación del endeudamiento público externo pone de manifiesto que se encuentra absolutamente dissociada de la evolución del producto social y, por tanto, de la capacidad de generar la riqueza necesaria para su cancelación. Esta cuestión se torna particularmente relevante al poner el foco en la fuente de divisas implicadas en el posterior pago de intereses y la amorti-

zación del capital. En este sentido, tal como se desprende del análisis precedente, la cancelación de parte de la deuda pública externa ocurrida en la primera década del siglo XXI tuvo por sustento la expansión de los ingresos por exportaciones. Así, desde el punto de vista sostenido en el presente artículo, ello resulta una evidencia adicional que refuerza el planteo según el cual el endeudamiento externo constituye un elemento más de la unidad existente entre las distintas fases de la acumulación de capital en Argentina, en tanto al menos parte de la deuda externa -contraída en un contexto de ausencia relativa de renta de la tierra y de expansión del drenaje de divisas- se canceló en un lapso de fuerte expansión de aquella. Sobre esta base es posible plantear como hipótesis que la deuda pública externa no sólo se presenta como una forma de sostenimiento del proceso de acumulación de capital ante la ausencia relativa de renta, sino que, además, en ese mismo proceso, al menos una parte de dicha deuda se constituye en una promesa de apropiación futura de una porción de renta²⁶.

²⁶En este sentido, es posible plantear como hipótesis que dicha promesa de pago a futuro se constituye como un límite adicional a la escala de acumulación, junto con la mencionada brecha de productividad.

4.3 El endeudamiento público externo como sustento de la sobrevaluación de la moneda nacional

Tal como se mencionó en el desarrollo del enfoque teórico adoptado, la sobrevaluación de la moneda nacional constituye uno de los mecanismos más importantes de apropiación y distribución de la renta portada en las mercancías de origen primario y sus derivados exportadas por Argentina. Ahora bien, la cuestión no se agota allí. A partir de la evidencia expresada en la Figura 8 es posible señalar que la expansión del endeudamiento externo como forma de postergar el choque de la acumulación de capital nacional contra su límite específico tiene, a su vez, otro papel: constituir un flujo de divisas que permite el sostenimiento de la sobrevaluación de la moneda nacional y, por tanto, del acceso a divisas abaratas para su drenaje.

Durante la década de 1990, bajo el primer ciclo de endeudamiento externo sucedido a lo largo del período bajo estudio, el grado de sobrevaluación de la moneda nacional se destaca particularmente tanto por su nivel (que en promedio resulta cercano al 80%) como por su durabilidad (en el contexto del régimen de convertibilidad). Justamente como consecuencia de dicho rol, la imposibilidad de continuar la expansión del endeudamiento externo se tradujo en una violenta devaluación, lo cual implicó la ya analizada profunda contracción del producto social y, con ello, un marcado deterioro en las condiciones de vida de la población.

La subvaluación de la moneda nacional resultante se fue extinguiendo año a año, al punto que desde 2007 comienza a evidenciarse una creciente sobrevaluación, que se ubicó en torno al 50% entre 2011 y 2017²⁷. Como se deduce de lo expuesto, la posibilidad de su sostenimiento luego de 2015 viene dada por las divisas aportadas por la expansión de la deuda externa ocurrida desde 2016. Así, nuevamente, la incapacidad de continuar el proceso de endeudamiento tuvo por consecuencia una importante devaluación a mediados de 2018, aunque de menor magnitud que la sucedida en 2001. Al respecto, es posible hipotetizar que la mayor magnitud de Reservas acumuladas y el desembolso del FMI en 2018 evitaron (al momento) una subvaluación de la moneda²⁸.

Continuando el análisis, en el mismo Figura 8 se realiza una

²⁷En rigor, dicho nivel se extendió hasta mediados de 2018, aunque -como se mencionará seguidamente- ello queda oculto al trabajar aquí con promedios anuales.

²⁸Por todo lo expuesto, no resulta para nada casual que periódicamente el nivel del tipo de cambio sea una de las variables en donde se concentran las tensiones de la economía nacional, sucediéndose situaciones de controles cambiarios y/o impuesto a la compra de divisas, surgimiento del mercado paralelo y bruscas devaluaciones, por mencionar las más importantes.

cuantificación preliminar (a profundizar en futuros trabajos) de la magnitud de valor apropiada por la sobrevaluación, considerando los principales componentes del drenaje de divisas del sector privado²⁹. Tal como se observa en el gráfico, dicha magnitud significó, en promedio, alrededor del 10% del PIB entre 1991-2001 y del 7% entre 2008-2018. Esta apropiación es particularmente relevante para las importaciones, tanto de bienes como de servicios (lo cual resulta evidente debido a la magnitud relativa de estos flujos), la cual representó, en promedio, 8,7% del Producto de la economía en la década de 1990, 6,1% entre 2008 y 2015 y 5,3% en el lapso 2016-2018. Por su parte, en el caso de Moneda y Depósitos y Utilidades y Dividendos dichos porcentajes resultan de menor cuantía: mientras que en el primer caso la riqueza apropiada por la sobrevaluación ronda el 1,2% del PIB durante la convertibilidad y 0,7% en el período 2008-2018, en el caso de Utilidades y Dividendos tales porcentajes fueron del 0,3% y 0,2%, respectivamente.

De forma complementaria, resulta relevante cuantificar la “multiplicación” del poder de compra del peso para la adquisición de moneda extranjera, ya sea para su giro al exterior o para atesoramiento. Así, como resultado de las fases de sobrevaluación de la moneda nacional, los dólares adicionales que fue posible adquirir -vía Moneda y Depósitos (más Errores y Omisiones) y Utilidades y Dividendos netos- en relación con una situación hipotética de paridad alcanzaron aproximadamente los U\$S 37.800 millones en la etapa del régimen de convertibilidad y U\$S 42.380 millones en el período 2008-2018³⁰. Si se considera el período conjunto, incorporando los años de subvaluación, la cifra total alcanza los U\$S 64.000 millones. Para dimensionar la magnitud de esta transferencia producto del sostenimiento conjunto de la sobrevaluación y del drenaje de divisas del sector privado, es posible destacar que equivale a aproximadamente el 27% del total acumulado por Moneda y Depósitos al finalizar el año 2020, o al 33% del saldo de la deuda externa del sector público en el mismo momento, la cual, como se observó previamente, viabilizó su realización.

²⁹Al respecto, resulta relevante realizar algunas aclaraciones. Primero, que al trabajar con la información de la Balanza de Pagos no es posible analizar la información de forma mensual (cuestión que sí es posible para el tipo de cambio). Este aspecto puede generar sesgos en los resultados en función de la temporalidad de las fluctuaciones en el nivel del tipo de cambio y de la concentración en el tiempo de las transacciones de cambio. En este sentido, además de profundizar en el ejercicio también será relevante consultar fuentes alternativas, como el Balance Cambiario del BCRA. Segundo, vuelve a presentarse la advertencia respecto de la utilización del criterio de base devengado, en tanto que aquí interesa analizar la información de los flujos efectivos de cambios. Finalmente, a futuro también deberá considerarse el efecto compensador de los impuestos a las importaciones.

³⁰Las cifras que resultan del ejercicio, para el cual caben las mismas advertencias que en el caso del ejercicio previo, se muestran en dólares de 2020.

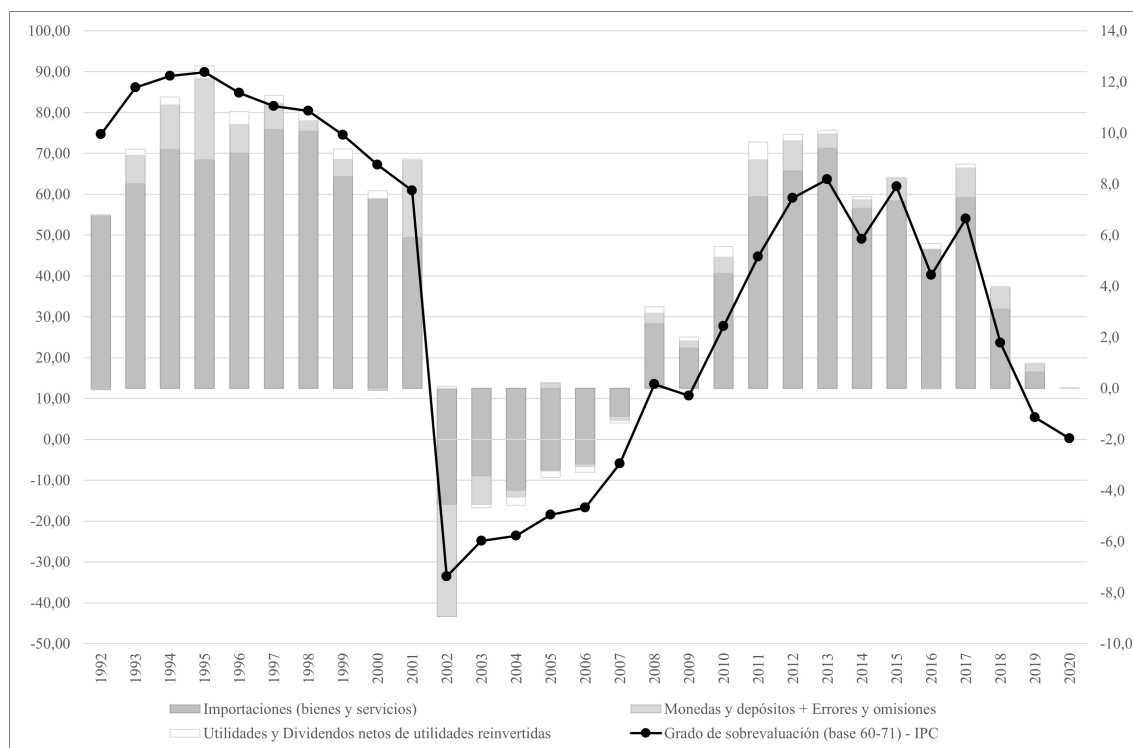


Figure 8. Grado de sobrevaluación de la moneda nacional (Eje izquierdo – línea). Valor apropiado en la mediación cambiaria según principales componentes del drenaje del sector privado (Eje derecho – barras), en porcentaje del PIB. **Fuente:** elaboración propia sobre la base de BCRA, IPC-INDEC, DNCI-INDEC y BLS.

En resumidas cuentas, siendo la sobrevaluación un mecanismo de apropiación de valor por parte de los capitales que producen localmente (abaratando las compras externas o potenciando el acceso a la moneda extranjera), es posible sostener que la masa de valor en cuestión tiene como sustento la liquidación de divisas en el mercado de cambios, las cuales, como se analizó extensamente en el texto, provienen de dos fuentes principales: las exportaciones (siendo de particular relevancia en estos flujos la renta de la tierra portada en los precios de las mercancías de origen primario y sus derivados) y la expansión del endeudamiento externo.

5. Conclusiones

El presente artículo se propuso, desde un enfoque teórico específico acerca de la acumulación de capital en Argentina, aportar un conjunto de elementos relevantes para el análisis del rol que la expansión del endeudamiento público externo evidenciado en los períodos 1992-2001 y 2016-2018 tuvo en la dinámica económica argentina. En particular, el análisis realizado procuró poner de relieve que la deuda externa constituye un pilar más de la unidad existente entre las distintas fases de la acumulación de capital, al menos en el

período bajo estudio (1992-2020).

A modo de cierre, se propone un repaso por los principales hallazgos del artículo, intentando identificar las principales similitudes y diferencias con los enfoques teóricos más difundidos. A tales fines se considera el análisis de la deuda pública externa en dos grandes ejes: desde el punto de vista del ciclo económico y el Balance de Pagos, por un lado, y en relación con la sobrevaluación de la moneda nacional, por el otro.

Como se argumentó en el enfoque teórico adoptado, en un país como Argentina tanto la escala de la producción social como su ciclo tienen como primera determinación de carácter general la magnitud y evolución de la renta de la tierra en relación con la magnitud y evolución del rezago de productividad. Así, la expansión de la renta de la tierra permite el crecimiento de la escala de la acumulación de capital nacional más allá de los límites que impone, de manera general, la capacidad productiva de los capitales individuales que operan en su interior, mientras que una contracción relativa de la misma se expresará de modo general en un retroceso de la escala de acumulación. Es en esta última situación donde se identificó teórica y empíricamente un primer aspecto relevante del endeudamiento público ex-

terno: constituir una fuente de divisas que permitan demorar el “choque” de la acumulación de capital contra su propio límite.

Tal como fuera planteado, en los enfoques de la “estructura productiva desequilibrada” y del “conflicto distributivo estructural” la deuda externa también aparece cumpliendo la función de demorar la emergencia de la “restricción externa”, específicamente al permitir el sostenimiento del nivel de importaciones. No obstante, las diferencias con el enfoque adoptado en el presente artículo emergen al momento de considerar a qué proceso específico se le está dando continuidad con la expansión de la deuda externa. En este sentido, en el primero de ellos, al no visibilizarse la renta de la tierra como fuente extraordinaria de excedente, ni considerarse un factor relevante la menor productividad relativa internacional de la industria nacional, la expansión de la deuda aparece como una necesidad para darle continuidad al sistemático error de la política económica de fijar el tipo de cambio en relación con el sector más productivo de la estructura económica nacional. Por su parte, en el segundo de ellos el rezago productivo de la industria nacional aparece invertido como una consecuencia de las “elevadas aspiraciones materiales de los trabajadores”, ignorando alevosamente el (ampliamente estudiado) deterioro de las condiciones de vida de la población desde mediados de la década de 1970. En otros términos, sólo sobre la base de tal omisión puede afirmarse que la expansión de la deuda externa se realiza a los fines de estirar la satisfacción de las elevadas aspiraciones de la sociedad argentina en relación con las posibilidades productivas de su economía.

Ahora bien, la cuestión no se agota en el nivel de importaciones. En efecto, uno de los principales resultados del análisis de la Balanza de Pagos por sector institucional fue que la expansión del endeudamiento externo le dio continuidad al drenaje “puro” de divisas (esto es, el materializado en las partidas Moneda y Depósitos y Errores y Omisiones, por un lado, y Utilidades y Dividendos, por el otro), en instancias de estancamiento o disminución de las exportaciones y/o de las Reservas Internacionales incrementadas previamente en instancias de fuerte crecimiento de las ventas al mercado mundial.

Este hecho aparece también llamativamente ausente en el enfoque del “conflicto distributivo estructural”; en este sentido, desde esta mirada los trabajadores deben cargar ya no con las implicancias del rezago de productividad de los capitales que producen localmente, sino también con el permanente drenaje de divisas que los mismos realizan. Por su parte, el enfoque del “patrón de acumulación” identifica claramente que la fuga de capitales adquirió un rasgo crónico estructural en la economía argentina más allá del patrón vigente: mientras que bajo la valorización financiera

tiene por fuente divisas originadas en el endeudamiento externo, bajo la industrialización, el superávit comercial.

En este sentido, el contrapunto con el enfoque adoptado en el presente trabajo reside en que el endeudamiento externo no se incrementa como resultado de la adopción de un patrón de valorización financiera, sino que el cambio de patrón de acumulación es la forma política general que adopta la continuidad de la fuga ahora con fuente en la expansión de la deuda externa, habida cuenta del agotamiento relativo de la renta de la tierra. Así, desde la perspectiva aquí considerada, el hecho que en instancias de crecimiento de la renta en la primera década del siglo XXI se haya abonado parte de la deuda contraída en la década de 1990 refuerza la unidad existente entre ambas fases de la economía nacional.

Cabe mencionar que la referida continuidad se da en términos de las condiciones productivas de la generalidad de los capitales que operan en la economía nacional, en el marco de la especificidad señalada. Estas condiciones llevan a evidenciar un límite a la acumulación de capital. Sin embargo, esto no implica que la forma que adquiere el endeudamiento esté “predeterminada”, sino que se trata de un proceso que se resuelve bajo formas políticas diferenciadas, como lo demuestra la inédita expansión del endeudamiento público externo entre 2016 y 2018, en un contexto de liberalización financiera, y el préstamo sin precedentes otorgado por el FMI en ese mismo año -tal como se identifica en el enfoque del “patrón de acumulación”.

Por su parte, en lo que respecta a la sobrevaluación de la moneda nacional, en tanto desde el enfoque aquí considerado la misma constituye un mecanismo particular de apropiación de renta de la tierra, el análisis del nivel y evolución de la valuación de la moneda nacional en el período bajo estudio ha permitido concluir que la expansión del endeudamiento externo constituyó, también, un flujo de divisas que permite el sostenimiento de la sobrevaluación de la moneda nacional y, por tanto, el acceso a divisas abaratas para su drenaje y para las compras externas en general.

Como fuera mencionado, tanto en el enfoque de “estructura productiva desequilibrada” como del “conflicto distributivo estructural” el nivel del tipo de cambio tiene un protagonismo excluyente. En este contexto, sólo en el segundo de ellos el tipo de cambio se considera -a su manera- un elemento de apropiación y distribución de riqueza social. En efecto, el “dólar barato” constituye la herramienta a partir de la cual los gobiernos satisfacen las mayores aspiraciones materiales de la sociedad argentina en relación con las posibilidades productivas del país (esto es, el tipo de cambio de equilibrio social). Es decir, el acceso a divisas

abaratadas para las importaciones de insumos y medios de producción (que implica una disminución de costos para los capitales que operan localmente) y para el drenaje “puro” de divisas (realizado centralmente por los capitales individuales de mayor tamaño) resulta una nueva omisión de dicho enfoque. Finalmente, en el enfoque de “patrón de acumulación” el nivel del tipo de cambio no tiene un protagonismo estructural (lo cual no implica que no se considere en el análisis concreto como una variable de importancia).

A modo de cierre, cabe mencionar que, como todos los países, en la actualidad la economía argentina aún se encuentra afectada por la irrupción de la pandemia de COVID-19 y las respectivas medidas adoptadas para contener su proliferación. No obstante, como se ha puesto en evidencia en el presente artículo, de modo previo, el país afrontaba una situación de contracción del nivel de Reservas internacionales y de agotamiento en la capacidad expandir el endeudamiento externo. En este sentido, de continuar dicho escenario, el principal interrogante que afronta hoy la economía nacional radica en cuál es el grado posible de recuperación de la actividad y, con ello, de las condiciones de vida de la población, teniendo en cuenta el abultado esquema de pagos que dejó hacia adelante la expansión sin precedentes del endeudamiento público externo sucedida entre 2016-2018.

6. Bibliografía

- Barrera, M., & Bona, L. (2017). La persistencia de la fuga de capitales y el crucial conflicto con los fondos buitres durante el ciclo kirchnerista. In E. Basualdo (Ed.), *Endeudar y Fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Argentina: Editorial Siglo XXI.
- Basualdo, E. (2020). *Endeudar y fugas: Un análisis de la historia económica argentina, desde Martínez de Hoz hasta Macri*. Siglo XXI Editores.
- BCRA. (2020). *Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019* (Tech. Rep.). Banco Central de la República Argentina.
- Canitrot, A. (1983). El salario real y la restricción externa de la economía. *Desarrollo Económico*, 23(91), 423–427. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/3466520>
- CENDA. (2010). *La economía Argentina en la post-convertibilidad (2002-2010). La anatomía del nuevo patrón de crecimiento y la encrucijada actual* (Tech. Rep.).
- Damill, M. (2000). *El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la Convertibilidad* (Tech. Rep. No. N° 303). Boletín Techint,.
- Damill, M., & Frenkel, R. (2013). La economía argentina bajo los Kirchner: una historia de dos lustros. In *La Década Kirchnerista*. Editorial Sudamericana.
- Damill, M., Frenkel, R., & Rapetti, M. (2005). La deuda argentina: historia, default y reestructuración. *Desarrollo Económico*, 45(178), 187–233. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/3655857>
- Diamand, M. (1972). La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio. *Desarrollo Económico*, 12(45), 25–47.
- FMI. (2009). *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional. Sexta edición (MBP6)* (Tech. Rep.). Washington, D.C: Fondo Monetario Internacional.
- Gaggero, J., Rua, M. B., & Gaggero, A. (2013). *Fuga de capitales III. Argentina (2002-2012). Magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes* (Documento de Trabajo No. N°52). Buenos Aires: CEFID-AR.
- Gerchunoff, P., & Rapetti, M. (2016). La economía argentina y su conflicto distributivo estructural (1930-2015). *El Trimestre Económico*, 83(330), 225–272.
- González, M. (2012). Las modificaciones en el patrón de crecimiento y su consecuencia sobre la evolución de los salarios reales en Argentina desde 1950. *Diálogos - Revista do Departamento de História e do Programa de Pós-Graduação em História*, 16(1), 39–68.
- Graña, J. M. (2013). *Las condiciones productivas de las empresas como causa de la evolución de las condiciones de empleo: la industria manufacturera en Argentina desde mediados del siglo pasado* (Tesis Doctoral). Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.
- Grinberg, N., Starosta, G., Spronk, S., & Webber, J. R. (2015). From global capital accumulation to varieties of centre-leftism in South America. In *Crisis and Contradiction: Marxist Perspectives on Latin American in the Global Economy* (Vol. Volume 79, pp. 236–272). Brill.
- INDEC. (2007). *Metodología de Estimación del Balance de Pagos* (Tech. Rep.). INDEC. Retrieved from <https://www.indec.gov.ar/ftp/cuadros/economia/metod.balance.pdf>.
- INDEC. (2017). *Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa*. (Metodología INDEC N°23). INDEC.
- Iñigo Carrera, J. B. (1998). *La acumulación de capital en la Argentina. Documento de Investigación del Centro para la Investigación como Crítica Práctica* (Tech. Rep.). Buenos Aires: Centro para la Investigación como Crítica Práctica CICP. Retrieved from <https://cicpint.org/es/inigo-carrera-juan-1998>

**-la-acumulacion-de-capital-en-argentina
-documento-de-trabajo-del-cicp/**

- Iñigo Carrera, J. B. (1999). El drenaje de las reservas de divisas por el sector privado durante la convertibilidad. *Realidad Económica*(166), 132–141.
- Iñigo Carrera, J. B. (2007). *La formación económica de la sociedad argentina. Volumen 1, Renta agraria, ganancia industrial y deuda externa. 1982-2004*. Imago Mundi.
- Kennedy, D. (2018). El rol del deterioro estructural del salario real argentino desde mediados de los años setenta. In D. Kennedy (Ed.), *Debates en torno a las condiciones actuales de reproducción de la fuerza de trabajo argentina en perspectiva histórica* (pp. 13–57). FCE-UBA.
- Kennedy, D., & Sánchez, M. A. (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 No. N° 25). CEPED-FCE-UBA.
- Manzanelli, P., Barrera, M., Wainer, A., & Bona, L. (2015). *Ciclo de endeudamiento externo y fuga de capitales. De la dictadura militar a los fondos buitres*. (E. Basualdo, Ed.). Editorial La Página SA.
- Manzanelli, P., & Basualdo, E. M. (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).
- Manzanelli, P., Gonzalez, M., & Basualdo, E. (2017). La primera etapa del gobierno de Cambiemos. El endeudamiento externo, la fuga de capitales y la crisis económica y social. In E. Basualdo (Ed.), *Endeudar y Fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Siglo XXI Editores.
- Marx, K. (2000a). *El Capital. Crítica de la Economía Política*. (Vol. Tomo 3). Fondo de Cultura Económica.
- Marx, K. (2000b). *Elementos fundamentales para la Crítica de la Economía Política (Grundrisse)*. Siglo XXI Editores.
- Monteforte, E., & Sánchez, M. A. (2018). La renta de la tierra en Argentina: los derechos de exportación, período 2003-2014. *Apuntes del Cenes*, 37(66), 135–168.
- Müller, A. (2016). *Crecimiento, cambio estructural y deuda: Tres ensayos sobre el ciclo neo-desarrollista* (Tech. Rep.). CESPFA-FCE-UBA.
- Piermartini, R. (2004). *The role of export taxes in the field of primary commodities* (WTO Discussion Paper No. N°4).
- Porta, F., & Fernández Bugna, C. (2011). *La industria manufacturera: trayectoria reciente y cambios estructurales*. (Tech. Rep.). PNUD.
- Ricardo, D. (2004). *Principios de Economía Política y Tributación*. Fondo de Cultura Económica.
- Serino, L., & González, M. L. (2002). Dinámica económica y empleo: Reflexiones acerca de sucesos inevitables. *Laboratorio: revista de estudios sobre cambio estructural y desigualdad social*(9), 3–8.
- 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), 40–70.
- Wainer, A., & Schorr, M. (2014). La economía argentina en la posconvertibilidad: problemas estructurales y restricción externa. *Realidad Económica*(286), 137–174.

Agradecimientos

El artículo se realizó en el marco del Proyecto UBACyT 20020190200187BA (Modalidad II – Programación 2020) titulado “Las condiciones de reproducción de la fuerza de trabajo en Argentina en relación al devenir del proceso de acumulación de capital. La situación actual en perspectiva comparada con las etapas relevantes desde mediados de los años setenta” y del Proyecto PICT-2018- 02562 - Tipo D (ANPCyT – FONCyT) titulado “Estructura productiva, sector externo y mercado de trabajo en los ciclos de la economía argentina. 1990 – actualidad”, en ambos casos con asiento en el Centro de Estudios sobre Población, Empleo y Desarrollo (CEPED – FCE – UBA) y dirigidos por Damián Kennedy.

Declaración de intereses

No hay ningún tipo de interés involucrado en la investigación realizada.