
Los efectos de la financiarización subordinada sobre las cuentas externas en la Argentina^{1*}

Martín Schorr

CONICET/IDAES-UNSAM

schorr.mar@gmail.com

Andrés Wainer

CONICET/FLACSO

awainer@flacso.org.ar

The effects of subordinate financialization on external accounts in Argentina

Os efeitos da financeirização subordinada nas contas externas da Argentina

Fecha de recepción: 9 de abril de 2024

Fecha de aprobación: 13 de junio de 2024

Resumen

El trabajo tiene por objetivo analizar las características centrales que adopta la *restricción externa* en la actual etapa de financiarización de la economía mundial y nacional. Se parte de la hipótesis de que las transformaciones ocurridas en el modo de acumulación desde finales de la década de 1970 han generado cambios en la dinámica del sector externo que no solo no han permitido resolver la problemática aludida, sino que la han agravado. Tras un breve recorrido histórico, a través de un análisis del balance de pagos en el largo plazo, se aborda el carácter crecientemente financiero de la *restricción externa*.

1- Este artículo se realizó en el marco del Proyecto PICT 2020-SERIEA-00595 "Una economía política de la financiarización en la Argentina contemporánea", financiado por la Agencia I+D+i.

Se plantean algunas hipótesis y reflexiones que atañen al carácter bimonetario y al destino que se le da al excedente en la economía argentina como fenómenos relevantes que contribuyen a explicar su subordinación financiera.

Palabras clave: financiarización; restricción externa; Argentina; dependencia; crisis

Códigos JEL: F32; F34; N16; O11; O54

Abstract

This paper aims to analyze the main characteristics of the balance of payments constraints in the current stage of financialization of the global and national economy. It is based on the hypothesis that the transformations that have occurred in the mode of accumulation since the late 1970s have generated changes in the dynamics of the external sector that not only have not allowed to solve former issues but have deepened them. After a brief historical overview, through an analysis of the balance of payments in the long term, we address the increasingly financial nature of the external restriction. We suggest some hypotheses and reflections that concern the bi-monetary nature and the destination given to the surplus in the Argentine economy as relevant phenomena that contribute to explaining its financial subordination.

Keywords: financialization; balance of payments constraints; Argentina; dependency; crisis

JEL codes: F32; F34; N16; O11; O54

Resumo

O objetivo do trabalho é analisar as características centrais que a restrição externa adota no atual estágio de financeirização da economia global e nacional. Baseia-se na hipótese de que as transformações ocorridas no modo de acumulação desde o final da década de 1970 geraram mudanças na dinâmica do setor externo que não só não permitiram a resolução do referido problema como o agravaram. Após um breve panorama histórico, através de uma análise da balança de pagamentos no longo prazo, aborda-se a natureza cada vez mais financeira da restrição externa. Por fim, são propostas algumas hipóteses e reflexões que dizem respeito à natureza bimonetária e ao destino dado ao excedente da economia argentina como fenômenos relevantes que contribuem para explicar a sua subordinação financeira.

Palavras-chave: financeirização; restrição externa; Argentina; dependência; crise

Códigos JEL: F32; F34; N16; O11; O54

Introducción

Las recurrentes crisis por las que atraviesa la economía argentina suelen tener un denominador común: la insuficiencia de divisas para sostener el crecimiento. Esta problemática, denominada comúnmente como *restricción externa*, ha estado presente al menos desde mediados del siglo pasado, sin haberse podido superar a pesar de que se aplicaron distintas políticas económicas a lo largo de los últimos setenta años. No obstante, si bien el disparador de las crisis ha sido el mismo (el estrangulamiento externo), los motivos por los que se llega a dicha situación han variado.

El presente artículo tiene por objetivo analizar las características centrales que adopta la *restricción externa* en la actual etapa de financiarización de la economía mundial y nacional. Para ello se parte de la hipótesis de que las transformaciones ocurridas en el modo de acumulación desde finales de la década de 1970 en adelante han generado cambios en la dinámica del sector externo que no solo no han permitido resolver la problemática aludida sino que la han agravado. En ello habrían tenido un papel central la desregulación de los movimientos de capitales, la expansión sin precedentes del endeudamiento externo y la transnacionalización de los procesos productivos.

La financiarización ha sido un fenómeno dominante en la economía mundial en las últimas décadas y se ha constituido por ello en un nuevo campo de estudio dentro de las ciencias sociales. Aunque no hay un consenso en la literatura sobre cómo definirla, buena parte de ella coincide en señalar que se trata de un fenómeno que abarca una expansión sin precedentes de las actividades financieras, un rápido crecimiento de los beneficios financieros, de la influencia de las relaciones financieras sobre la economía y la sociedad, del predominio de los intereses del sector financiero en la política económica y de la creciente "preferencia por la liquidez" de las grandes empresas de la economía real (Epstein, 2005; Krippner, 2005; Lapavitsas, 2016; Lazonick y O'Sullivan, 2000; Sawyer, 2013). La financiarización, que incluye una relativa autonomización de las variables financieras, puede ser entendida como una nueva etapa del modo de acumulación capitalista en la cual se dan transformaciones a nivel global que no necesariamente se expresan de la misma forma ni tienen las mismas consecuencias en los distintos países. En este sentido, autores como Bonizzi *et al.* (2022) proponen utilizar el concepto de *capitalismo financiarizado*, el cual podría distinguirse como un nuevo nivel o estadio capitalista a partir de dos rasgos centrales: la reorganización de la producción a través de redes globales de producción (controladas por un conjunto relativamente pequeño de firmas transnacionales mayormente provenientes de los países centrales) y la transformación de las finanzas en un sistema de mercado basado en el dólar estadounidense. Esta idea de la exis-

tencia de un capitalismo financiarizado de naturaleza sistémica no excluye sino que, al contrario, reconoce notorias diferencias a nivel nacional, especialmente entre las economías centrales y las periféricas. Estos cambios han exacerbado la posición subordinada de países como los latinoamericanos en el sistema económico y financiero mundial, reforzando el desarrollo desigual y dando lugar así a una financiarización subordinada (Bonizzi, 2013, 2017; Bortz y Kaltenbrunner, 2019; Kaltenbrunner y Paineira, 2018; Lapavitsas y Soydan, 2022; Malic y Santarcángelo, 2022; Powell, 2013).

En la Argentina, la subordinación financiera quedaría plasmada principalmente en las transferencias de valor al exterior a través de flujos financieros que generan severos desequilibrios en las cuentas externas, lo cual limita severamente sus posibilidades de crecimiento y desarrollo.

Para ver en qué medida y cómo se ha modificado la dinámica del sector externo en la Argentina, primero se realiza un breve recorrido histórico desde la irrupción de la última dictadura cívico-militar hasta el gobierno del Frente de Todos, que incluye el impacto de los principales cambios del modo de acumulación sobre el sector externo. Este recorrido abarca períodos de gobierno que, *a priori*, por las políticas desplegadas, parecieran potenciar o bien contradecir las tendencias hacia la financiarización. Tras este recorrido analítico e histórico se aborda una visión de conjunto de las transformaciones ocurridas en el carácter de la *restricción externa* en lo que va del presente siglo procurando dar cuenta de algunas tendencias de largo plazo que parecen mantenerse más allá de la coyuntura político-económica. En el último apartado se esbozan algunas hipótesis y reflexiones sobre la relación entre el destino del excedente y el carácter (subordinado) que presenta el capitalismo financiarizado en la Argentina, para luego cerrar el artículo con unas breves palabras finales.

1. La irrupción de la “valorización financiera” con las reformas neoliberales impulsadas por la dictadura y Menem

La *restricción externa al crecimiento* implica, en lo esencial, que el nivel de actividad de una economía se encuentra limitado por una insuficiente disponibilidad de divisas (Thirlwall, 1979). Esta problemática de raíz histórica ha operado como una traba para el desarrollo de las fuerzas productivas en buena parte de América Latina y, particularmente, en la Argentina (Braun y Joy, 1981; Prebisch, 1949).

Durante la etapa de industrialización por sustitución de importaciones la dinámica del sector externo dependía esencialmente del resultado comercial y, en menor medida, del ingreso de inversiones extranjeras directas, lo cual determinaba la posibilidad o no de que la economía continuara expandién-

dose. Ello se debía a que se trataba de una estructura productiva heterogénea compuesta por sectores con distintos niveles de productividad: un sector primario desarrollado tempranamente, competitivo a nivel internacional y principal generador de divisas de la economía, y un sector industrial desarrollado más tardíamente, con una menor productividad relativa y dependiente de la importación de insumos y bienes de capital, siendo deficitario en su comercio exterior y, por ende, consumidor neto de divisas (Diamand, 1973).

En el marco de grandes transformaciones ocurridas en el modo de acumulación a nivel mundial, la dinámica de ciclos cortos de auge y recesión (*stop and go*) que registró la economía argentina durante la fase sustitutiva sufrió alteraciones significativas con las políticas implementadas por la dictadura iniciada en marzo de 1976. Además de iniciar una fuerte apertura comercial, se impuso una liberalización financiera y se impulsó un proceso de masivo endeudamiento externo (público y privado) que iniciaron un acelerado proceso de financiarización de la economía nacional, que además iba en línea con algunas de las grandes transformaciones que se estaban dando a nivel mundial y regional, y llegó a ser un caso pionero junto al programa económico de la dictadura chilena.

De esta manera, se modificó cualitativamente la dinámica del sector externo, permitiendo una disociación parcial entre la capacidad de la economía para generar o ahorrar divisas “genuinas” –es decir, a través de las exportaciones y la sustitución de importaciones– y la evolución del ciclo económico. Ello se debió a la dinámica que comenzó a adquirir la cuenta financiera del balance de pagos, crecientemente independizada de los movimientos en la cuenta corriente. Sin embargo, lejos de resolverse, los problemas en el frente externo se incrementaron. Si bien en el corto plazo el nivel de actividad pudo “desacoplarse” del resultado comercial gracias a las divisas provistas por los créditos internacionales, las modificaciones introducidas terminaron profundizando los problemas de sustentabilidad de la balanza de pagos a través de la sistemática salida neta de capital local al exterior por la vía del pago de intereses y la exteriorización de activos (Médici, 2020).

En este sentido, la Argentina se convirtió en una expresión exacerbada de la hegemonía del dólar en el capitalismo financiarizado, en el cual los activos en los países dependientes no sirven para atesorar riqueza financiera en el largo plazo, sino que solo son buscados por sus altos rendimientos en casos particulares (Bonizzi et al., 2022; de Paula et al., 2017; Lampa et al., 2022; Malic y Santarcángelo, 2022). Esto es lo que sucedió al inicio de los distintos procesos de valorización financiera que registró la economía argentina, como el inaugurado por la dictadura militar o con la Convertibilidad en los años noventa. En estos casos, se produjo un ingreso de capitales para aprovechar el diferencial

de tasas de interés que compensó las salidas de capitales, aunque siempre se trató de períodos cortos siendo que en largo plazo la salida terminó siendo mayor al ingreso (Basualdo, 2017; Wainer, 2019). Ello se debe a la naturaleza misma del proceso, que consiste en realizar ganancias especulativas basadas en los diferenciales entre las tasas de interés interna e internacional. Tal como señalan Bonizzi et al. (2022), los altos rendimientos financieros obtenidos por esta vía constituyen una de las grandes formas de transferencia de valor desde los países dependientes hacia las economías centrales.

La apertura comercial prácticamente indiscriminada y la sobrevaluación cambiaria resultante de la aplicación del Plan de Convertibilidad condujeron a un déficit comercial estructural, el cual pudo ser sostenido gracias a un importante ingreso de inversión extranjera directa con foco en las privatizaciones y la venta de empresas nacionales al capital extranjero, pero, sobre todo, a partir del endeudamiento externo (Damill, 2000; Gaggero et al., 2014).

La extrema fragilidad de este régimen se hizo evidente a partir de una sucesión de crisis externas que impactaron en el país tanto por la vía financiera –Tequila (1995) y asiática (1997/98)– como comercial –brasileña (1999)–. De esta manera, este nuevo experimento neoliberal terminó en la peor crisis de la historia económica argentina, que incluyó la cesación de pagos de la mayor parte de la deuda pública y el colapso del régimen de convertibilidad (Cantamutto y Wainer, 2013).

2. ¿Un paréntesis en el proceso de financiarización? (2002-2015)

El *default* parcial de la deuda pública a fines de diciembre de 2001 dio lugar a un período marcado por el cierre de los mercados financieros internacionales para el país que, junto con el triunfo de un discurso político que enfatizaba la necesidad de orientar las políticas hacia el sector productivo, dieron lugar a una etapa de desconexión relativa respecto al capital financiero internacional, suspendiéndose así algunos aspectos centrales de la *lógica financiera* que había predominado desde la última dictadura (Basualdo, 2017; Porta et al., 2017).

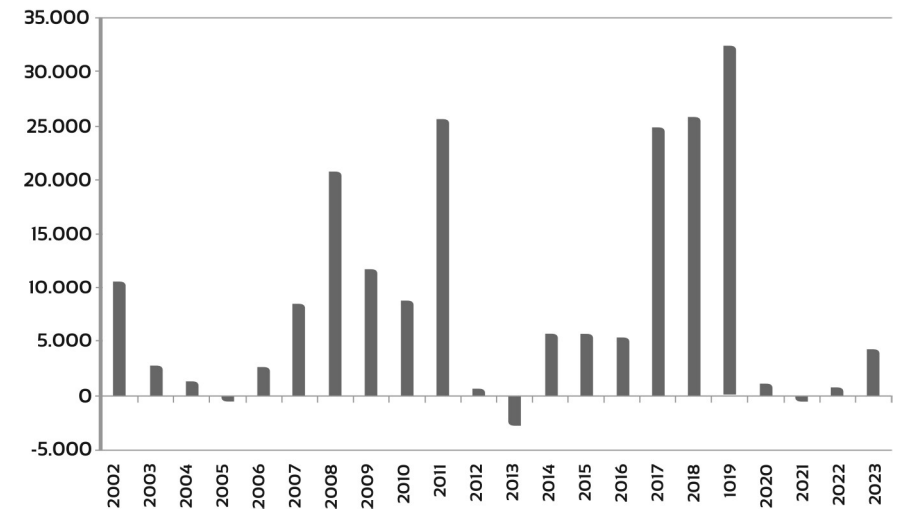
A diferencia de los pocos ciclos cortos de crecimiento que había experimentado la economía argentina desde mediados del decenio de 1970, la nueva fase expansiva iniciada a finales de 2002 no sólo fue más larga e intensa, sino que fue sustentada centralmente a partir de divisas obtenidas a través del comercio exterior. Ello se sumaba a la reducción de los pagos correspondientes a los vencimientos de la deuda externa a raíz de *default* y su posterior renegociación.

El superávit comercial obtenido se logró gracias a una inicial y brusca contracción de las importaciones debido a la recesión iniciada en 1998 y pro-

fundizada en 2002, y a una expansión (primero paulatina y luego decidida) de las exportaciones (Wainer y Belloni, 2019).

El impacto de la crisis mundial de 2008 no fue tan directo dado que el país se encontraba marginado de los mercados financieros internacionales, pero sí afectó la demanda de exportaciones por parte de los principales socios comerciales, así como incentivó una mayor salida de capitales. Esto, sumado a una grave sequía en la región pampeana, derivó en una retracción del PIB en 2009 que interrumpió la racha alcista iniciada en 2003. En los dos años subsiguientes la economía argentina volvió a crecer con fuerza, aunque este nuevo y corto ciclo alcista se enmarcó en una etapa distinta a la vigente entre 2003 y 2008, en tanto se caracterizó por un paulatino deterioro de las cuentas externas que quedó expresado en un creciente déficit en la cuenta corriente del balance de pagos y en una reactivación de la fuga de capitales al exterior (gráfico 1). Este deterioro se profundizó a partir de 2013, cuando comenzó a registrarse una importante contracción del saldo comercial, a tal punto que 2015 cerraría con un cuadro deficitario por primera vez en lo que iba del siglo (gráfico 2)².

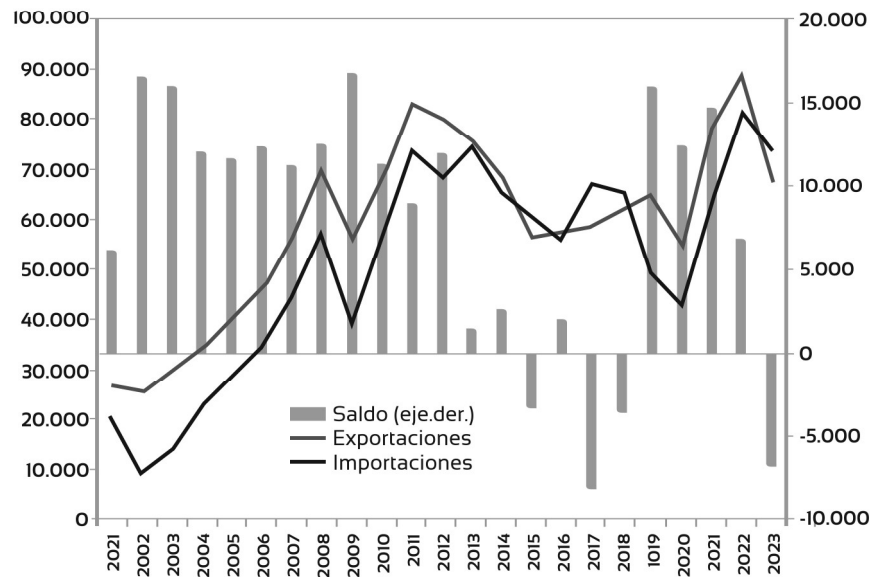
Gráfico n.º 1. Evolución de la fuga de capitales locales al exterior*, 2002-2023 (en millones de dólares corrientes)



* La fuga de capitales fue calculada a partir de la formación de activos externos descontada la variación en los saldos de los depósitos en moneda extranjera.

Fuente: elaboración propia en base a BCRA y Bona y Barrera (2021).

Gráfico n.º 2. Argentina. Exportaciones, importaciones y saldo comercial, 2001-2023 (en millones de dólares corrientes)



Fuente: elaboración propia en base a ICA-INDEC

Esta situación de creciente debilidad del sector externo derivó en un marcado descenso en la tasa de crecimiento a partir de 2012 (entre 2011 y 2015, el PIB creció sólo un 1,5% acumulado), saldo que no fue peor gracias a la acumulación de reservas que había registrado el Banco Central hasta 2011. Su utilización, sumada al establecimiento de restricciones a la adquisición de divisas con fines de atesoramiento (el denominado “cepo cambiario”) y

2- El empeoramiento del balance comercial desde 2013 no se debió a un incremento sustantivo de las compras al exterior, que alcanzaron su máximo nivel en dicho año, sino a la contracción de las exportaciones, hecho que se debió a dos procesos simultáneos, pero de distinto carácter. Por un lado, a partir de 2007 se produjo una merma en las exportaciones energéticas debido a una caída en la producción local de hidrocarburos en un contexto de aumento del consumo interno. Ello llevó a un aumento de las importaciones en el rubro, lo que derivó en un desbalance comercial sectorial pronunciado a partir de 2011 (Barrera, 2021). Por otro lado, desde finales de 2012 se observó una caída en los precios internacionales de los commodities, lo que afectó el valor de los principales productos de exportación del país.

un mayor control sobre las importaciones, evitó una mayor depreciación del peso, lo que hubiese afectado severamente los salarios reales y las jubilaciones, generando una fuerte retracción en la actividad económica.

Cabe señalar que la implementación de controles y restricciones a la adquisición de divisas puede contribuir por un tiempo y parcialmente a mitigar la fuga, pero no puede detenerla de manera perdurable. En todo caso, el objetivo de estas medidas es evitar el vaciamiento de las arcas del Banco Central, pero ello no garantiza la reinversión productiva del excedente ni tampoco evita su fuga a través de otros mecanismos alternativos, además de que entorpece el ingreso de divisas a través de los canales oficiales en tanto surgen cotizaciones paralelas que generan una brecha cambiaria con el valor oficial de la divisa.

3. ¿Se cierra el paréntesis? El regreso de las políticas neoliberales (2016-2019)

El desempeño de las cuentas externas no mejoró con el cambio de gobierno producido a fines de 2015. Si bien la hasta entonces coalición opositora Cambiemos asumió la gestión gubernamental con la declarada intención de aumentar las exportaciones y convertir a la Argentina en el “supermercado del mundo”, las políticas aperturistas y desreguladoras de corte neoliberal aplicadas en la presidencia de Mauricio Macri³ no generaron un *boom* exportador sino un *boom* importador, profundizando así el desequilibrio comercial (gráfico 2). Además, el magro desempeño que mostraron las ventas externas revistió un carácter cualitativamente regresivo en tanto se acentuó el proceso de reprimarización de las mismas (Schorr y Wainer, 2023).

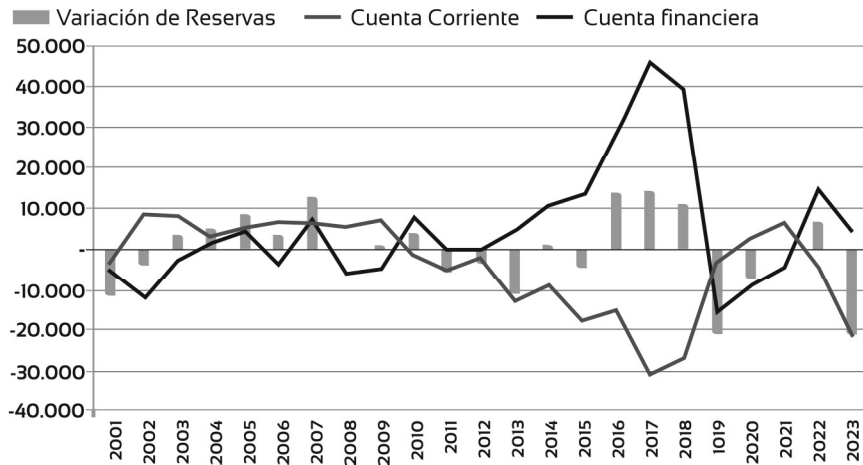
Tampoco se produjo la esperada “lluvia de inversiones” pronosticada por el gobierno (Dileo *et al.*, 2021); en efecto, el aporte neto de divisas de la IED en el período 2016-2019 fue exiguo ya que no solo no aumentaron en relación a los gobiernos anteriores, sino que la remisión de utilidades representó el 74% de los ingresos (Belloni y Wainer, 2019).

Los crecientes pagos de intereses de la deuda externa a partir de su exponencial incremento durante la gestión de Cambiemos, junto con el em-

3- Entre las medidas de desregulación y liberalización más destacadas que tomó el gobierno de Macri se encuentran la derogación de las regulaciones cambiarias existentes y la devaluación de la moneda, una apertura comercial (eliminación de las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación y del régimen de consulta previa), la reducción de retenciones a las exportaciones de algunos productos y eliminación total de otros, la relajación o directamente la eliminación de regulaciones a los movimientos de capitales (dilatación de los tiempos de liquidación de divisas a exportadores o supresión de la obligatoriedad de traerlas al país, eliminación del tiempo mínimo de estadía para las inversiones de cartera, etcétera) y la suscripción de nuevos tratados bilaterales de inversión. Todo ello en el marco de un nuevo y sumamente vigoroso proceso de endeudamiento.

peoramiento general del resultado comercial –con la excepción de 2019⁴–, terminaron agravando el déficit en la cuenta corriente del balance de pagos (gráfico 3). Este déficit fue solventado a partir del ingreso de capitales a través la cuenta financiera, bajo la forma de inversiones especulativas y, sobre todo, nuevo endeudamiento externo. De esta manera, se inició una nueva espiral en la cual los vencimientos de intereses eran cubiertos por nuevo endeudamiento externo, el cual no hacía más que agravar la carga de intereses dado que las condiciones de financiamiento tendieron a empeorar en la medida en que se acumulaba más y más deuda. Al respecto, entre 2016 y 2018 el endeudamiento externo se incrementó en 120.000 millones de dólares, en tanto las inversiones de cartera, casi inexistentes durante los gobiernos kirchneristas, aumentaron exponencialmente hasta que la fuerte devaluación del peso en 2018 terminó con el negocio del *carry trade* y el flujo neto de capitales revirtió su sentido (gráfico 4).

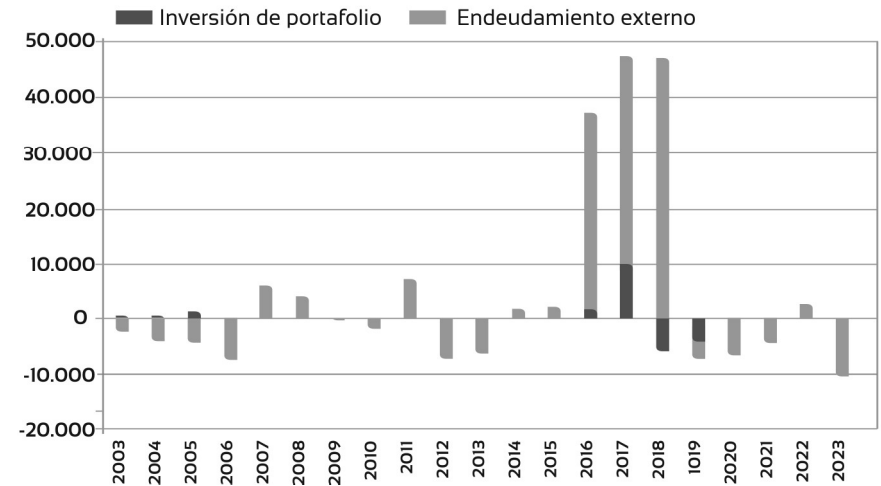
Gráfico n.º 3. Argentina. Saldo de los principales componentes de la balanza de pagos, 2001-2023 (en millones de dólares corrientes)



Fuente: elaboración propia en base a Cuentas Internacionales-INDEC.

4- El importante superávit comercial registrado durante 2019 –el último año de gestión de Cambiemos– se explica fundamentalmente por la profunda recesión en la que se sumergió la economía argentina a partir de las sucesivas devaluaciones y las medidas económicas contractivas tomadas por el gobierno en el marco de un nuevo programa de asistencia y condicionalidades con el Fondo Monetario Internacional, lo cual generó un descenso en el nivel de importaciones.

Gráfico n.º 4. Argentina. Inversión de portafolio y endeudamiento externo neto, 2003-2023 (en millones de dólares corrientes)



Fuente: elaboración propia en base al Balance Cambiario del BCRA.

La devaluación del peso en 2018 se debió al cierre de los mercados de crédito internacionales para el país en el marco de la extrema fragilidad financiera en la que quedó la economía argentina tras el enorme y aceleradísimo proceso de endeudamiento externo y fuga de capitales que tuvo lugar en los primeros dos años de gobierno de Macri. Ello llevó al gobierno a negociar con el FMI el crédito más grande en la historia del organismo⁵. El enorme crédito otorgado por el organismo multilateral, cuyos desembolsos superaron los 44.000 millones de dólares entre junio de 2018 y julio de 2019, no logró reestablecer la “confianza de los inversores” sino que, por el contrario, terminó financiando una fuga de capitales que alcanzó a lo largo de los cuatro años del mandato de Macri cerca de 90.000 millones de

5- A mediados de 2018, el gobierno de Macri acudió al FMI y acordó un crédito por 50.000 millones de dólares que no logró calmar las expectativas y estabilizar la situación macroeconómica. Esto condujo a una pronta revisión del acuerdo, que implicó un incremento del monto acordado (llevándolo a 56.300 millones de dólares) y un adelantamiento de los desembolsos.

dólares (gráfico 1). De esta manera, la economía argentina quedó inmersa en una nueva crisis de deuda, esta vez en tiempo récord, en un escenario signado, otra vez, por un proceso agudo de reestructuración regresiva del aparato productivo-industrial y un drástico incremento de la desigualdad en la distribución del ingreso (García Zanotti *et al.*, 2021; Centro de Investigación y Formación de la República Argentina, 2022).

4. La subordinación financiera como condicionante de la “economía real” (2020-2023)

La crisis económica y financiera iniciada en 2018 le costó la reelección a Macri, que fue derrotado en 2019 por una coalición peronista opositora (Frente de Todos) encabezada por Alberto Fernández y Cristina Fernández de Kirchner. El contenido económico de la coalición de gobierno triunfante, así como buena parte de sus referentes, podía enmarcarse en términos generales dentro de una orientación neodesarrollista. Aunque no sin tensiones entre enfoques que privilegiaban la estabilidad macroeconómica y los mercados externos para recuperar el nivel de actividad para así alcanzar mejoras distributivas (Kulfas, 2023; Schteingart y Kejesfman, 2021), y aquellos que invertían el orden de causalidades, sosteniendo que debía jerarquizarse la redistribución del ingreso, aun si ello generaba un mayor deterioro de las cuentas públicas o si colisionaba con la estructura productiva existente y las lógicas de acumulación predominantes.

A poco de iniciado el nuevo gobierno, irrumpió la pandemia del COVID-19, que tuvo un impacto muy fuerte sobre el comercio internacional, del que obviamente la Argentina no estuvo exenta. No obstante, ello no impidió que el país mantuviera un importante superávit comercial, ya que descendieron de manera simultánea tanto las exportaciones como las importaciones (gráfico 2). El relajamiento de las restricciones sanitarias y la aplicación de políticas monetarias y fiscales expansivas en la mayor parte del mundo, incluido nuestro país (Cantamutto y Schorr, 2022), permitieron que en 2021 se recuperaran tanto el comercio exterior como el nivel de actividad.

En 2020 y 2021, la cuenta corriente del balance de pagos tuvo un resultado superavitario, lo cual se vio favorecido por los abultados superávits comerciales, así como también por un menor pago de intereses debido al proceso de renegociación de la deuda tanto con acreedores privados como con el FMI (Cantamutto, 2022). De modo adicional, vale considerar el freno a la remisión de utilidades que supuso la reintroducción de restricciones cambiarias a finales de 2019. No obstante, este resultado positivo en la cuenta corriente no se mantuvo en 2022, aun cuando se obtuvo un balance comercial positivo gracias a un fuerte crecimiento de las exportaciones de

bienes, que alcanzaron el récord nominal de 88.000 millones de dólares⁶.

De esta manera, entre diciembre de 2019 y diciembre de 2022, la Argentina obtuvo un superávit comercial equivalente a 36.442 millones de dólares. Sin embargo, cuando se consideran los cobros y pagos por exportaciones e importaciones efectivamente realizados, se observa que ese mismo período se obtuvo un superávit “de caja” de 47.504 millones de dólares. La diferencia de más de 11.000 millones de dólares entre el saldo devengado registrado por el INDEC y los cobros y pagos registrados por el Banco Central estriba principalmente –aunque no exclusivamente– en el desfase que se produce entre el momento en que se realiza la importación y en el que el Banco Central entrega los dólares para realizar el pago⁷. Si bien siempre existe un desfase de este tipo debido a distintos mecanismos de financiación de las importaciones, en este caso fue superior a la media, debido a que el Banco Central demoró más de lo usual en entregar las divisas para el pago de importaciones, obligando a los importadores a obtener plazos de financiamiento superiores a los usuales o bien forzando a estos a recurrir al mercado financiero para obtener las divisas necesarias (pagando una cotización muy superior).

Si al superávit en los pagos por el intercambio de bienes se le resta el déficit generado por el intercambio de servicios (-16.500 millones)⁸, se llega a un excedente de divisas de 31.000 millones de dólares entre diciembre de 2019 y el mismo mes de 2022. Este hecho debería haber quitado presión sobre las cuentas externas y permitido, bajo ciertas condiciones, la acumulación de reservas internacionales. Sin embargo, nada de ello ocurrió y la situación se agravó notablemente en 2023 a raíz de la histórica sequía que afectó la producción agropecuaria, registrándose una caída de 21.700 millones de dólares

6- Cabe señalar que el récord de exportaciones en 2022 no se alcanzó por mayor cantidad de ventas al exterior, sino por un importante aumento en los precios de las mismas, que subieron 16% en dólares en solo un año. De todos modos, el superávit comercial fue menor al de los años previos dado que también se alcanzaron un récord las importaciones, principalmente debido al incremento en los precios de la energía a raíz de la invasión rusa a Ucrania.

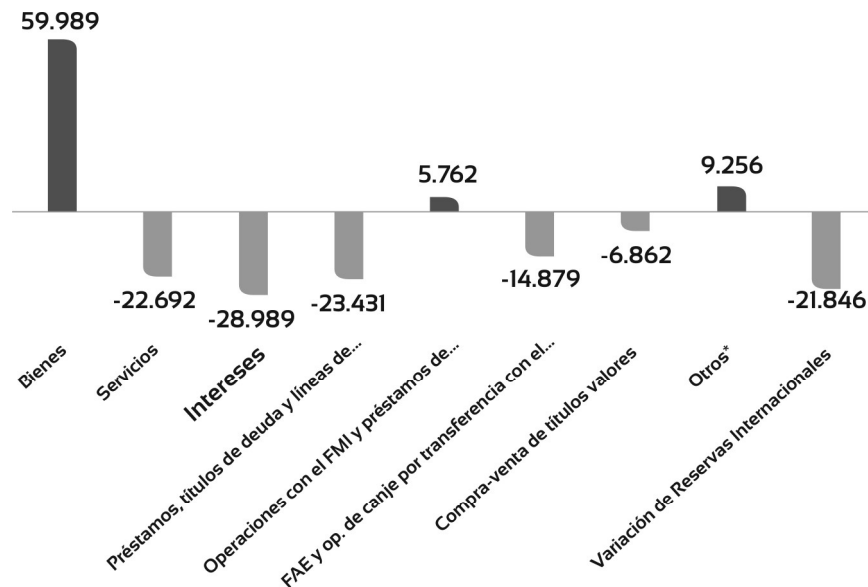
7- A diferencia del balance de pagos que mide el INDEC, el balance cambiario que elabora el Banco Central registra las operaciones cursadas en moneda extranjera en el BCRA y en las entidades por él autorizadas utilizando el método de “caja”. En cambio, el balance de pagos resume todas las transacciones entre los residentes y no residentes usando el criterio “devengado”, de allí que ambos registros puedan presentar diferencias al considerar períodos relativamente cortos.

8- Cabe señalar que el principal rubro deficitario dentro de los servicios fue el turismo, pero ello no se debió únicamente a un mayor gasto real de los argentinos en el exterior que de extranjeros en el país, sino también a que los controles cambiarios existentes impulsaron la aparición de cotizaciones del dólar paralelas muy superiores a la oficial (llegando incluso a duplicarla), lo que desalentaba el ingreso de divisas al mercado oficial por parte de los visitantes extranjeros.

en las exportaciones respecto a 2022, contribuyendo así a elevar el déficit en Cuenta Corriente hasta los 21.500 millones de dólares, déficit que fue financiando enteramente con la utilización de reservas internacionales (gráfico 3)⁹.

La imposibilidad de transformar el superávit comercial obtenido entre 2019 y 2022 en acumulación de reservas se debió a que, si bien los controles cambiarios implementados a finales de 2019 permitieron morigerar la salida de capitales (especialmente la formación de activos externos y la remisión de utilidades), en un contexto sin acceso al crédito externo, esta continuó bajo otras modalidades. Entre las principales vías de salida de capitales, en dicho período se destacan los pagos de intereses, los pagos netos de capital a acreedores (tanto del sector público como del privado) y, aunque en menor medida, la formación de activos externos (FAE) (gráfico 5).

Gráfico n.º 5. Argentina. Saldo acumulado de principales rubros del balance cambiario, diciembre 2019 – diciembre 2023 (en millones de USD)



* Incluye las utilidades y dividendos, el ingreso secundario de la Cuenta Corriente, la Cuenta Capital, las inversiones extranjeras directas y de portafolio, otras operaciones del sector público nacional y otros movimientos

Fuente: elaboración propia en base al Balance Cambiario del BCRA.

El drenaje neto de divisas por el pago de intereses fue el más significativo (28.989 millones de dólares), incluso pese a que hubo renegociación de la deuda pública tanto con acreedores privados como con los organismos multilaterales de crédito, que redujo la carga de intereses en el primer caso y, en ambos casos, estiró los plazos de pago. La magnitud del pago de intereses se debió fundamentalmente al ciclo de endeudamiento externo incurrido durante el gobierno de Macri, tanto público como privado, siendo que en este último caso no hubo ninguna renegociación colectiva. De hecho, el endeudamiento externo del sector privado –llevado a cabo mayormente durante la gestión anterior– fue el principal motivo de salida de divisas de la economía argentina durante el gobierno del Frente de Todos, porque a los casi 29.000 millones pagados en concepto de intereses se le sumó una salida neta por pagos de capital por 23.431 millones de dólares (gráfico 5)¹⁰.

En este sentido, el cierre del mercado de crédito internacional que sufrió la Argentina tras el megaendeudamiento incurrido durante el gobierno de Cambiemos no solo dificultó la refinanciación de las deudas del sector público (*roll over*), sino que el sector privado aprovechó la posibilidad de acceder a divisas al tipo de cambio oficial para cancelar compromisos asumidos con el exterior durante el período anterior. En efecto, el *stock* de deuda financiera del sector privado, que había alcanzado el valor máximo de 45.503 millones de dólares en 2019, fue descendiendo año tras año hasta los 38.255 millones en 2022. Si bien no hay información oficial desagregada sobre los protagonistas de estas operaciones, como consta en el trabajo de Basualdo *et al.* (2023), existen múltiples evidencias que permiten suponer que la mayor parte fue protagonizada por un grupo relativamente reducido de grandes empresas que habían emitido obligaciones negociables en moneda extranjera entre 2015 y 2022.

9- La sequía registrada en 2023 produjo una fuerte contracción de las ventas externas de productos primarios, que se redujeron un 40%, en tanto las de bienes agroindustriales lo hicieron otro 28%, totalizando entre ambas una pérdida de casi 19.000 millones de dólares respecto al año anterior. Si bien las importaciones también se contrajeron debido a una caída en los precios internacionales de la energía, la puesta en marcha del gasoducto Néstor Kirchner y la aplicación de mayores trabas para acceder a divisas por parte del Banco Central, dicha caída no compensó la merma exportadora, lo que dio lugar a un déficit comercial de casi 7.000 millones de dólares.

10- A pesar de las políticas que desplegó el Banco Central para forzar la restructuración de la deuda del sector privado a fines de 2020, las divisas orientadas a tal fin no se redujeron significativamente. En el bienio 2021-2022, los pagos por intereses y capital de deuda del sector privado contabilizaron en promedio 7.719 millones de dólares, en tanto que en 2020 habían registrado 9.260 millones de dólares (Basualdo *et al.*, 2023)

Más allá de los elementos coyunturales y las distintas políticas ensayadas para hacer frente a la escasez de divisas, la evolución que han mostrado las cuentas externas en este último período –caracterizada por la incapacidad para acumular reservas a pesar de contar con un amplio superávit comercial– invita a repensar la dinámica de funcionamiento que ha adquirido el sector externo de la Argentina en las últimas décadas.

5. La restricción externa bajo el capitalismo financiarizado

Como surge de lo tratado hasta aquí, en las últimas dos décadas las exportaciones argentinas de bienes registraron períodos expansivos y contractivos (gráfico 2). Sin embargo, a pesar de presentar un comportamiento errático, esto no impidió que las mismas se incrementaran en valores corrientes un 245% a lo largo de dos décadas, pasando de 25.600 millones de dólares en 2002 a 88.500 millones en 2022 (no se considera el año 2023 debido a la excepcionalidad de la sequía). A lo largo de esas dos décadas la Argentina tuvo 17 años con saldo comercial favorable y 3 con déficit (2015, 2017 y 2018), con lo cual, a pesar que las importaciones también registraron un crecimiento considerable, no anularon la suba de las exportaciones más que en ocasiones puntuales. Esto supone que, a través del comercio exterior de mercancías, ingresaron al país más divisas de las que salieron, lo que invita a interrogarse por qué la Argentina sigue sufriendo una escasez crónica de divisas hasta nuestros días.

En las últimas décadas los pagos de capital e intereses de la deuda externa, la remisión de utilidades y dividendos al exterior y la formación de activos externos se han constituido en los principales y persistentes canales de drenaje de recursos de la economía argentina.

Si bien la remisión de utilidades que realizan las firmas transnacionales que operan en el país puede deberse a ganancias obtenidas a partir de inversiones productivas en la “economía real”, la misma no necesariamente está desvinculada del funcionamiento financiarizado que han adquirido las compañías no financieras en las últimas décadas. Ello se debe, por un lado, a la internacionalización de los procesos productivos y la expansión de las corporaciones transnacionales, lo que ha hecho que el circuito del gran capital productivo, que incluye servicios, tenga como ámbito de circulación y reproducción la economía mundial o regional (Bonizzi *et al.*, 2022)¹¹ISSN: “0309-166X”, “abstract”: “The variegated experiences of financialisation in Emerging Capitalist Economies (ECEs. Por otro lado, estas compañías no financieras han pasado a operar mayormente con la lógica del capital financiero, en tanto priorizan la distribución de utilidades y dividendos por sobre su reinversión (Lazonick y O’Sullivan, 2000). Ello se agudiza en eco-

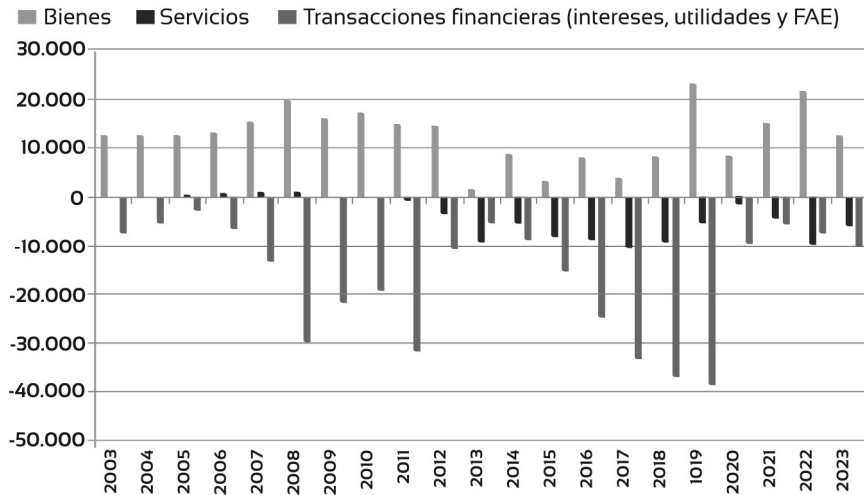
nomías periféricas, como la Argentina, que padecen la falta de suficientes campos de inversión, quedando estos mayormente acotados a los sectores vinculados directamente a la explotación de recursos naturales y a algunos pocos sectores protegidos por el Estado (Gaggero *et al.*, 2014).

Durante todos los años que van desde 2003 hasta 2022, las entradas y salidas por pagos de intereses, utilidades y dividendos y formación de activos externos tuvieron saldo negativo (con la solitaria excepción de la FAE en 2006). Si bien en los períodos 2012-2015 y 2020-2023 se registró una sensible disminución en la formación de activos externos y en la remisión de utilidades, ello se debió a la imposición de controles cambiarios y regulaciones con la finalidad de evitar una brusca devaluación la moneda. No obstante, los controles cambiarios no eliminaron la denominada fuga de capitales, sino que minimizaron su impacto directo sobre las reservas del Banco Central, ya que esta continuó mediante otros mecanismos como la subfacturación de exportaciones y la sobrefacturación de importaciones (Gaggero y García Zanotti, 2021, 2022; Grondona, 2014; Grondona y Burgos, 2015), el pago de intereses por deudas intracorporativas, la adquisición de divisas en el mercado ilegal (“dólar blue”) o la operatoria con bonos que cotizan en ambas monedas (“dólar MEP” y “contado con liqui”)¹¹.

Por otro lado, las restricciones cambiarias también han contribuido al deterioro de la cuenta de servicios del balance de pagos (que incluye transporte, turismo y otros vinculados a la operatoria del capital extranjero radicado en el país como el pago de regalías y servicios empresariales), ya que han desalentado la liquidación de divisas en el mercado oficial y, por el contrario, impulsaron a aprovechar el tipo de cambio oficial para realizar transferencias de ganancias al exterior bajo diversos rótulos, agravando así el déficit (gráfico 6).

11- Mientras que mecanismos como la sobrefacturación de importaciones o la remisión de utilidades encubierta bajo la forma de pago de deudas intracorporativas afectan el patrimonio del Banco Central, otras como la operatoria con bonos o las transacciones en el mercado ilegal no comprometen directamente las reservas. Sin embargo, presionan de manera indirecta sobre las cuentas externas por diferentes vías. Además de crear expectativas devaluatorias, la irrupción de tipos de cambio financieros paralelos genera una menor disposición de los agentes por liquidar las divisas en el mercado oficial, afectando así la capacidad del BCRA para acumular reservas.

Gráfico n.º 6. Argentina. Saldo comercial de bienes y de servicios y de transacciones financieras (intereses, utilidades y dividendos y formación de activos externos del sector privado no financiero), 2003-2023 (en millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

La dinámica de relativa autonomía que adquirieron los movimientos de carácter mayormente financiero en el balance de pagos obliga a complejizar el enfoque tradicional sobre la *restricción externa*. En efecto, si se revisa lo ocurrido con los principales componentes del balance de pagos en los últimos veinte años, se comprueba que el intercambio comercial de bienes registró saldos positivos, en tanto las transacciones vinculadas al pago de intereses de la deuda externa, la remisión de utilidades y dividendos y la formación de activos externos mostraron abultados saldos negativos: entre 2003 y 2023, la salida de divisas por intereses, utilidades y FAE sumó unos 349.205 millones de dólares, repartidos entre el pago de intereses (122.621 millones), la remisión de utilidades y dividendos (32.153 millones) y la formación de activos externos (194.431 millones), mientras que el superávit comercial por el pago y cobro de bienes fue de 267.319 millones. De este modo, la salida global de divisas por transacciones de carácter financiero superó en 81.886 millones de dólares al saldo obtenido por el intercambio de bienes. Incluso si no se tuviese en cuenta la remisión de utilidades por asumir que la misma corresponde en su totalidad a una actividad productiva –con consecuencias potencialmente po-

sitivas para la economía–, el saldo negativo de los pagos de intereses y de la FAE seguiría siendo muy superior al ingreso de divisas por el canal comercial.

Así, el principal problema que presenta el sector externo de la economía argentina en las últimas décadas no estaría en el intercambio comercial de bienes, sino centralmente en procesos vinculados a su subordinación financiera, que involucran al endeudamiento externo, la debilidad estructural de su moneda –no solo a nivel internacional sino también interno, en tanto no funciona como reserva de valor e, incluso, en algunos casos tampoco como medio de cambio y medida de los valores– y su incapacidad para retener buena parte del excedente generado. Ello no implica que el resultado del balance comercial resulte intrascendente, sino que este ya no está en el origen de la restricción externa. Su importancia sigue siendo decisiva en tanto un superávit comercial puede compensar parcialmente el déficit generado por las transacciones financieras, pero a la larga el mismo resultará siempre insuficiente si no se logra reducir la pérdida de divisas por estas vías. Al respecto, en la Argentina existe una importante y diversa masa crítica en el ámbito manufacturero como para encarar una estrategia de desarrollo industrial con foco en la sustitución de importaciones e incluso de exportaciones (Cassini y Schorr, 2023) que, en caso de prosperar, sin duda traería alivios sobre el sector externo de la economía. No obstante, también debe tenerse en cuenta que la capacidad del superávit comercial para compensar el déficit en las transacciones financieras no depende exclusivamente del primero, sino también de la magnitud del segundo, es decir, no alcanza con tener superávit comercial para equilibrar el balance de pagos si no se reducen simultáneamente las transferencias de valor hacia el exterior.

6. La dolarización y exteriorización del excedente como causa y consecuencia del subdesarrollo y la subordinación financiera

Si bien se ha mantenido como la principal traba al crecimiento de la economía argentina, la *restricción externa* ha mostrado cambios significativos en su dinámica en las últimas décadas. Estas transformaciones no están disociadas del proceso de financiarización que ha venido atravesando la economía mundial y del cual la Argentina no ha estado exenta. El carácter subordinado que presenta la variedad del capitalismo financiarizado en la Argentina se expresa claramente en la forma en que éste ha reconvertido y potenciado las transferencias de valor al exterior, y que se expresan crecientemente a partir de la salida neta de capitales que implican los pagos de la deuda, la remisión de utilidades y la dolarización y exteriorización de los excedentes.

La creciente apertura y la desregulación de la economía argentina desde fines de la década de 1970 permitió “desacoplar” parcialmente el nivel

de actividad de la suerte del intercambio comercial, modificando de esta manera la dinámica cíclica del stop and go típica de la segunda fase de industrialización por sustitución de importaciones. Sin embargo, la carga de intereses generada por el endeudamiento externo y la fuga de capitales locales al exterior asociada a la financiarización de la economía terminaron profundizando los problemas en la balanza de pagos dando lugar a crisis más profundas y prolongadas. La Argentina ha experimentado distintos momentos en los cuales hubo “abundancia de capitales”: ello sucedió en la última dictadura militar (especialmente a partir de la aplicación del “enfoque monetario del balance de pagos”), durante buena parte de la década de 1990 y en los primeros tres años del gobierno de Macri.

Estas entradas solo retrasaron la crisis del balance de pagos pero no las evitaron; al contrario, las profundizaron y terminaron siendo el eje articulador de las mismas, ya que a la larga las salidas de capitales terminaron siendo muy superiores a los ingresos. Ello se debe a que los créditos externos generan intereses que deben ser afrontados de manera corriente y en moneda extranjera, en tanto las inversiones extranjeras tienen como objetivo la generación de ganancias que, en buena medida, terminan siendo remitidas al exterior ya que son propiedad de no residentes. En otras palabras, si bien el ingreso de capitales por la vía de inversiones extranjeras o préstamos tiende a aliviar en un primer momento la balanza de pagos, genera pasivos posteriores que terminan agravando la escasez relativa de divisas.

A ello hay que sumarle, además, la formación de activos externos, es decir, la salida de divisas para atesoramiento por fuera del sistema financiero local. Esta fuga de capitales puede tener diversas causas, entre las que sobresalen las siguientes: la coronación de un proceso de valorización financiera, por lo general por parte de segmentos empresarios altamente concentrados o grupos sociales con una holgada capacidad adquisitiva y de ahorro, tal como aconteció bajo los planteos neoliberales mencionados (Barrera y Bona, 2018; Basualdo, 2017);

- el salvaguardo en “moneda dura” de ganancias y rentas obtenidas en la economía real, tal lo sucedido en distintos pasajes de los “tres kirchnerismos”, lo que involucra tanto a los capitalistas como a los terratenientes (los cuales no tienen necesidad de reinvertir el excedente extraordinario captado) (Gaggero *et al.*, 2014; Panigo *et al.*, 2012; Zaiat, 2012);

- la elusión fiscal planificada por parte de ciertos grupos económicos (de capital nacional o extranjero) a través del establecimiento de precios de transferencia entre empresas de su propiedad radicadas en el país y subsidiarias emplazadas en el extranjero (por lo general en “paraísos fiscales”) (Cassini *et al.*, 2020; Gaggero y García Zanotti, 2022; Grondona y Burgos, 2015);

- el despliegue en ciertos sectores sociales con capacidad de ahorro de una estrategia de resguardo frente a la inestabilidad económica y la volatilidad de los precios relativos.

Si bien algunos de estos elementos también están presentes en otros países, sobre todo periféricos, en el caso de la Argentina se ven agravados por dos motivos: la incapacidad que ha venido mostrando la moneda local para actuar como reserva de valor siquiera a nivel doméstico y la constante disputa por el excedente entre distintas fracciones de la clase dominante y por parte de las clases dominadas. Si bien la jerarquía dineraria existente a nivel mundial, y particularmente la hegemonía del dólar, “castiga” a los países cuyas monedas no son aceptadas en los intercambios internacionales, obligándolos a acumular reservas internacionales y a mantener tasas de interés superiores a las de los países centrales, el carácter bimonetario de la economía argentina genera una demanda de divisas muy superior a la que se deriva del “normal” funcionamiento de una economía, ya que una parte de ella no tiene como fin principal obtener una contraprestación en bienes o servicios (incluidos los financieros), sino únicamente salvaguardar el valor de los ahorros o las ganancias.

No obstante, la debilidad de la moneda local para actuar como reserva de valor, sin dejar de ser cierta, no alcanza para explicar los comportamientos aludidos o, mejor dicho, no explica en su totalidad por qué permanece en estado líquido una parte significativa del excedente obtenido en la producción de bienes y servicios en el país (y, a caballo de la debilidad del peso, se dolariza y se extrae del sistema financiero local). De hecho, la fuga de capitales no se ha mantenido constante a lo largo de las últimas cuatro o cinco décadas, aunque el carácter bimonetario de la economía argentina estuvo siempre presente. ¿Tiene esto que ver con las variaciones en la magnitud del excedente obtenido? Sin duda, este es un factor a tener en cuenta –cuanto mayor es el excedente, mayor es el valor susceptible de ser fugado–. Sin embargo, la economía argentina ha atravesado fases de alto crecimiento y gran capacidad de generación de excedente en los cuales la fuga se redujo o fue significativamente menor que otras etapas más magras. En otros términos, en general en las épocas de crisis la fuga es muy superior a las etapas de expansión económica.

Tampoco parece tener cabida una visión subjetivista que explique este comportamiento por motivos psicológicos o por alguna especie de “gen cultural” distinto que tendrían los argentinos con respecto a la población de otros países capitalistas. Es necesario, por lo tanto, encontrar alguna otra explicación, al menos parcial, para este comportamiento.

Al respecto, proponemos como hipótesis que, si bien la incapacidad de la moneda local de actuar como reserva de valor constituye la base de la dolarización de los excedentes, la proporción en la que los mismos se mantienen en estado líquido –es decir, en dólares por fuera del sistema– ha variado en función de las posibilidades de reinversión que ha mostrado la economía argentina y de la capacidad de las clases dominadas para disputar la reapropiación parcial de los mismos. Teniendo en cuenta que son los grandes capitales los que determinan los movimientos generales del excedente, se observa que en la medida que han existido mayores oportunidades de inversión en la economía real, la fuga se vio reducida, como sucedió a comienzos de la década de 1990 con las privatizaciones o tras la reactivación productiva que exhibió el país luego de la crisis de la convertibilidad; en ambos casos, esto se dio tras una fuerte pérdida de participación de los asalariados en el ingreso y un consecuente incremento en la tasa de rentabilidad (Arceo *et al.*, 2008; Basualdo, 2017).

Más allá de que invariablemente una porción importante del excedente corresponde a una renta generada a partir de la explotación de recursos naturales y, como tal, no reviste exigencias de reinversión, cresto de las actividadesCúivisas

La incapacidad para retener buena parte del valor generado en el proceso productivo dentro de su espacio nacional es un problema común de las economías dependientes. Estas transferencias de valor que benefician a los países centrales se han profundizado bajo el capitalismo financiarizado. Mientras que la internacionalización de la producción ha creado canales para la extracción y transferencia de valor desde los trabajadores en los países periféricos a actores localizados mayormente en países centrales, una creciente parte de este valor es capturado por el capital financiero gracias a su rol clave y su posicionamiento estratégico en los circuitos internacionales (Bonizzi *et al.*, 2022; Vernengo, 2006)“ISSN”：“0309-166X”,”abstract”：“The variegated experiences of financialisation in Emerging Capitalist Economies (ECEs.

Pero no se trata solo de un problema exógeno. Es decir, la explicación no debe agotarse en la extracción de riqueza y la dominación que ejercen los países centrales como único elemento que determina el subdesarrollo de los países periféricos y dependientes. Se trata también de un problema endógeno, en el cual las clases dominantes locales no han podido o, mejor dicho, no han estado interesadas en forjar una estructura productiva más compleja, integrada y homogénea que, a través del desarrollo industrial, permita ampliar la capacidad productiva y favorezca la realización interna del excedente. La baja productividad relativa de la mayor parte de las actividades no vincula-

das a la explotación de recursos naturales y la estrechez de los mercados internos debido a la superexplotación del trabajo y los bajos salarios (Marini, 1979) son elementos que conspiran contra la ampliación de los campos de inversión, dando lugar así a la fuga de buena parte del excedente generado localmente. A su vez, la baja tasa de inversión impide un aumento significativo de la productividad en aquellos sectores que no poseen ventajas comparativas naturales. Es por ello que, para quebrar esta situación, se requiere de un actor que se aleje, al menos parcialmente, de la lógica del mercado. Las tareas pendientes del desarrollo solo pueden ser llevadas adelante con una participación decisiva del Estado, pero en la Argentina este no ha logrado un grado de autonomía relativa suficiente que le permita sostener una política de desarrollo a largo plazo.

Palabras finales

Durante lo que va del presente siglo pueden reconocerse notorias diferencias en materia de política económica entre los distintos gobiernos, lo cual ha repercutido en la intensidad con que ha avanzado el proceso de financiarización, así como también en cierta amortiguación o no del impacto de sus principales consecuencias sobre el conjunto de la sociedad argentina. No obstante, el carácter subordinado y dependiente del capitalismo financiarizado en la Argentina se ha mantenido como un rasgo inalterado. El contraste es notorio con otras economías que se encontraban en una posición mucho más desventajosa que la Argentina hace menos de medio siglo atrás –como algunas del Este de Asia– y que, sin embargo, han logrado forjar estructuras productivas más complejas y dinámicas, lo cual les ha permitido ganar en autonomía y avanzar varios “casilleros” en la senda del desarrollo (de Paula *et al.*, 2024). En este sentido, pareciera que el éxito en superar la restricción externa que aqueja de manera recurrente a la economía argentina requiere de la constitución de un actor que rompa con el “orden natural” que tiene asignado nuestro país en el concierto mundial, lo cual requiere de una transformación profunda en las actuales relaciones de poder.

Referencias bibliográficas

- Arceo, N., Monsalvo, A. P., Schorr, M. y Wainer, A. (2008). *Empleo y salarios en la Argentina. Una visión de largo plazo*. Capital Intelectual.
- Barrera, M. A. (2021). El complejo energético argentino y los impactos estructurales sobre el sector externo. *Ensayos de Economía*, 31(59), 89–111.
- Barrera, M. y Bona, L. (2018). La fuga de capitales en la Argentina reciente (1976-2018). *Revista Facultad Ciencias Económicas*, 26(2), 7–32.
- Basualdo, E. (2017). *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Siglo XXI.
- Basualdo, E., Manzanelli, P., y Bona, L. (2023). *Una aproximación al endeudamiento externo de las grandes empresas*. Instituto Argentino para el Desarrollo Económico (19). https://www.memoria.fahce.unlp.edu.ar/art_revistas/pr.16580/pr.16580.pdf
- Belloni, P. y Wainer, A. (2019). “Volver al mundo” según Cambiemos: profundización del atraso y la dependencia. En P. Belloni y F. J. Cantamutto (Eds.), *La economía política de Cambiemos. Ensayos obre un nuevo ciclo neoliberal en Argentina* (pp. 91–120). Batalla de Ideas.
- Bona, L. y Barrera, M. A. (2021). El endeudamiento como motor de la economía. El fracaso de la nueva valorización financiera (2015-2019). En A. Wainer (Ed.), *¿Por qué siempre faltan dólares? Las causas estructurales de la restricción externa en la economía argentina del siglo XXI* (pp. 49–80). Siglo XXI editores.
- Bonizzi, B. (2013). Financialization in Developing and Emerging Countries. *International Journal of Political Economy*, 42(4), 83–107.
- Bonizzi, B. (2017). International financialisation, developing countries and the contradictions of privatised Keynesianism. *Economic and Political Studies*, 5(1), 21–40.
- Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A., y Powell, J. (2022). Financialised capitalism and the subordination of emerging capitalist economies. *Cambridge Journal of Economics*, 46(4), 651–678.
- Bortz, P. y Kaltenbrunner, A. (2019). La dimensión internacional de la financiarización en economías subdesarrolladas. En P. Chena y P. Biscay (Eds.) *El imperio de las finanzas. Deuda y desigualdad* (pp. 85–108). Miño y Dávila.
- Braun, O. y Joy, L. (1981). Un modelo de estancamiento económico – un estudio de caso sobre la economía argentina. *Desarrollo Económico*, 20(80), 585–604.
- Cantamutto, F. J. y Wainer, A. (2013). *Economía política de la convertibilidad. Disputa de intereses y cambio de régimen*. Capital Intelectual.
- Cassini, L., García Zanotti, G. y Schorr, M. (2020). Estrategias de financiarización en las producciones primarias de la Argentina durante los gobiernos del kirchnerismo (2003-2015). *Ciclos en la Historia la Economía y la Sociedad*,

30(53),195-220.

- Centro de Investigación y Formación de la República Argentina [CIFRA] (2022). *La distribución del ingreso en la etapa actual*. Documento de Trabajo (18).
- Damill, M. (2000). *El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la convertibilidad*. Boletín Informativo Techint (303), 67–89.
- de Paula, L. F., Fritz, B., Prates, D. M. (2017). Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. *Journal of Post Keynesian Economics*, 40(2), 183–202.
- de Paula, L. F., Leal, J., y Ferreira, M. (2024). Financial subordination of peripheral emerging economies: a Keynesian–Structuralist approach. *Review of Keynesian Economics*, 12(1), 94–117.
- Diamond, M. (1973). *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia: economía para las estructuras productivas desequilibradas: caso argentino*. Paidós.
- Dileo, E. S., Kennedy, D., y Sánchez, M. A. (2021). Elementos para el debate sobre el rol del endeudamientos público externo en el ciclo económico argentino. Sostenimiento del drenaje de divisas del sector privado en el período 1992-2020. *Estudios Nueva Economía*, 6(2), 39–58.
- Epstein, G. (2005). *Financialization and the world economy*. Edward Elgar Publishing.
- Gaggero, A. y García Zanotti, G. (2021). Precios de transferencia en el comercio exterior del complejo sojero argentino (2004-2020). *Revista Economía*, 73(118), 29–44.
- Gaggero, A. y García Zanotti, G. (2022). La internacionalización empresaria como facilitadora de la fuga de capitales: el caso del grupo Vicentin. *Pampa*, (26), e0056. <https://doi.org/10.14409/pampa.2022.26.e0056>
- Gaggero, A., Schorr, M. y Wainer, A. (2014). *Restricción eterna: el poder económico durante el kirchnerismo*. Futuro Anterior.
- García Zanotti, G., Schorr, M. y Cassini, L. (2021). Nuevo ciclo neoliberal y desindustrialización en la Argentina: el gobierno de Cambiemos (2015-2019). *Cuadernos de Economía Crítica*, 7(13), 65–96.
- Grondona, V. (2014). *Fuga de capitales. La manipulación de los precios de transferencia*. CEFID-AR. Documento de Trabajo (58).
- Grondona, V., y Burgos, M. (2015). *Estimación de los precios de transferencia. El caso del complejo sojero*. CEFID-AR. Documento de Trabajo (71).
- Kaltenbrunner, A., y Paineira, J. P. (2018). Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada. En M. Abeles, E. Pérez Caldentey y S. Valdecantos (Eds.) *Estudios sobre financiarización en América Latina* (pp. 33–94). CEPAL.

- Krippner, G. (2005). The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, 3(2), 173–208.
- Kulfas, M. (2023). *Un peronismo para el siglo XXI*. Siglo XXI Editores.
- Lampa, R., Tavasci, D. y Ventimiglia, L. (2022). External finance, subordinated financialisation: a reflection on Argentina's currency flights in the last three decades. *Cambridge Journal of Economics*, 46(5), 977–1003.
- Lapavitsas, C. (2016). *Beneficios sin producción. Cómo nos explotan las finanzas*. Traficantes de sueños.
- Lapavitsas, C. y Soydan, A. (2022). Financialisation in developing countries: approaches, concepts, and metrics. *International Review of Applied Economics*, 36(3), 424–447.
- Lazonick, W. y O'Sullivan, M. (2000). Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, 29, 13–35.
- Malic, E. y Santarcángelo, J. (2022). Financiarización subordinada en América Latina: dolarización, endeudamiento externo e internacionalización de la riqueza. *El Trimestre Económico*, 89(356), 1033–1065.
- Marini, R. M. (1979). El ciclo del capital en la economía dependiente. In U. Oswald (Ed.) *Mercado y dependencia* (pp. 37–55). Nueva Imagen.
- Médici, F. (2020). Financial instability in peripheral economies: an approach from the balance-of-payments constraint. *Journal of Post Keynesian Economics*, 43(4), 515–539.
- Panigo, D. T., Medici, F., Gárriz, A., y Gallo, P. (2012). Una primera aproximación al análisis sobre la importancia de la renta agropecuaria en la dinámica de la Formación de Activos Externos de Argentina (2002-2012). IV Congreso Anual de Aeda.
- Porta, F., Santarcángelo, J., y Schteingart, D. (2017). Un proyecto político con objetivos económicos. Los límites de la estrategia kirchnerista. En A. Pucciarelli y A. Castellani (Eds.) *Los años del kirchnerismo. La disputa hegemónica tras la crisis del orden neoliberal* (pp. 99–144). Siglo XXI editores.
- Powell, J. (2013). *Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non-financial corporations* [Tesis doctoral, SOAS, University of London].
- Prebisch, R. (1949). *El desarrollo de la América Latina y sus principales problemas*. CEPAL.
- Sawyer, M. (2013). What Is Financialization? *International Journal of Political Economy*, 42(4), 5–18.
- Schteingart, D. y Kejesfman, I. (2021). ¿Alcanza con redistribuir? *Revista Anfibia*. <https://www.revistaanfibia.com/alcanza-con-redistribuir/>
- Schorr, M. y Wainer, A. (2023). Neodesarrollismo, restricción externa y salida exportadora en la Argentina. *Realidad Económica*, 53(355), 9–34.
- Thirlwall, A. P. (1979). The Balance of Payments Constraint as an Explana-

- tion of International Growth Rate Differences. *BNL Quarterly Review*, 32(128), 45–53.
- Vernengo, M. (2006). Technology, Finance, and Dependency: Latin American Radical Political Economy in Retrospect. *Review of Radical Political Economics*, 38(4), 551–568.
- Wainer, A. (2019). Dependencia y subdesarrollo en tiempos de globalización. Las experiencias neoliberales y neodesarrollistas en la Argentina. *Sociedad y Economía*, 38, 130–148.
- Wainer, A. y Belloni, P. (2019). Exportaciones argentinas desde 1990 a la actualidad: un crecimiento exportador sin cambio estructural. *Papeles de Trabajo*, 13(23), 173–190.
- Zaiat, A. (2012). *Economía a contramano. Cómo entender la economía política*. Planeta.