

# **El rol de la deuda pública externa en la acumulación de capital en Argentina: aportes al debate a partir de su dinámica desde el inicio de la Convertibilidad.**

Matías Sánchez y Juan M. Graña.

Cita:

Matías Sánchez y Juan M. Graña (2017). *El rol de la deuda pública externa en la acumulación de capital en Argentina: aportes al debate a partir de su dinámica desde el inicio de la Convertibilidad*. XII Jornadas de Sociología. Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires.

Dirección estable: <https://www.aacademica.org/000-022/606>

# EL ROL DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA EN LA ACUMULACIÓN DE CAPITAL EN ARGENTINA: APORTES PRELIMINARES AL DEBATE A PARTIR DE SU DINÁMICA DESDE EL INICIO DE LA CONVERTIBILIDAD<sup>i</sup>

*Estefanía Dileo<sup>ii</sup>, Juan M. Graña<sup>iii,iv</sup>, Damián Kennedy<sup>v,vi</sup>, Matías A. Sánchez<sup>vii</sup>*

EJE TEMÁTICO

SOCIOLOGÍA ECONÓMICA

MESA

LA ECONOMÍA ARGENTINA ENTRE LOS GOBIERNOS KIRCHNERISTAS Y EL DE CAMBIEMOS. UNA MIRADA DESDE LA SOCIOLOGÍA ECONÓMICA.

RESUMEN

El endeudamiento externo público ha jugado un papel importante a lo largo de la historia argentina, encontrando en la década del noventa una fase de particular preponderancia, al financiar tanto el déficit del Balance de Pagos del sector privado como la acumulación de reservas necesarias para el sostenimiento de la convertibilidad (Damill, 2000). Justamente, producto de la propia dinámica de dicho proceso y la consecuente incapacidad para expandir la deuda externa, esa década terminó con una crisis sin precedentes, que es habitualmente atribuida a la magnitud de dicho endeudamiento.

En la década del 2000, en el marco de un fuerte crecimiento de las reservas internacionales originadas en el balance comercial, y con la renegociación de la deuda externa en 2005 y 2010 como hitos fundamentales, efectivamente parecía haber desaparecido la necesidad de recurrir

---

<sup>i</sup>Este trabajo se realizó en el marco del Proyecto UBACyT 20020150200133BA – Categoría Modalidad II – Programación 2016 (Director: Damián Kennedy) y del Proyecto UBACyT 20020130100456BA – Categoría Grupos Consolidados – Programación 2014-2017 (Director: Javier Lindenboim). El mismo constituye una versión preliminar, sujeta a futuras revisiones, de discusiones que tienen lugar en el ámbito de dichos grupos de investigación.

<sup>ii</sup>Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas. Centro de Estudios sobre Población, Empleo y Desarrollo, Instituto de Investigaciones Económicas, Buenos Aires, Argentina.

<sup>iii</sup>Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas. Centro de Estudios sobre Población, Empleo y Desarrollo, Instituto de Investigaciones Económicas, Buenos Aires, Argentina.

<sup>iv</sup>CONICET. Buenos Aires, Argentina.

<sup>v</sup>Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas. Centro de Estudios sobre Población, Empleo y Desarrollo, Instituto de Investigaciones Económicas, Buenos Aires, Argentina.

<sup>vi</sup>CONICET. Buenos Aires, Argentina.

<sup>vii</sup>Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas. Centro de Estudios sobre Población, Empleo y Desarrollo, Instituto de Investigaciones Económicas, Buenos Aires, Argentina.

(nuevamente) al crédito externo. No obstante, ante la fuerte caída de reservas internacionales ocurrida entre los años 2011 y 2015, el debate reapareció en la discusión política nacional, concretándose en 2016 lo que comienza a considerarse una nueva fase de endeudamiento.

En este contexto, nos proponemos realizar una primera aproximación al papel general del endeudamiento externo público en la unidad de la convertibilidad, los gobiernos kirchneristas y el comienzo del nuevo gobierno, en el marco del rol específico de la deuda externa en la reproducción de la unidad de la acumulación de capital en nuestro país, haciendo hincapié en la vinculación entre el sector público y privado, así como en las posibles formas en las que necesariamente tal proceso deviene.

**PALABRAS CLAVE:** Argentina; Balance de Pagos; Convertibilidad; Endeudamiento externo; Posconvertibilidad.

## **Introducción**

El endeudamiento externo público ha jugado un papel importante a lo largo de la historia argentina, encontrando en la década del noventa una fase de particular preponderancia, al financiar tanto el déficit del Balance de Pagos del sector privado como la acumulación de reservas necesarias para el sostenimiento de la Convertibilidad (Damill, 2000). Justamente, producto de la propia dinámica de dicho proceso y la consecuente incapacidad para expandir la deuda externa, esa década terminó con una crisis sin precedentes, que es habitualmente atribuida a la magnitud de dicho endeudamiento.

En la década del 2000, en el marco de un fuerte crecimiento de las reservas internacionales originadas en el balance comercial, y con la renegociación de la deuda externa en 2005 y 2010 como hitos fundamentales, efectivamente parecía haber desaparecido la necesidad de recurrir (nuevamente) al crédito externo. No obstante, ante la fuerte caída de reservas internacionales ocurrida entre los años 2011 y 2015, el debate reapareció en la discusión política nacional, concretándose en 2016 lo que comienza a considerarse una nueva fase de endeudamiento.

En este contexto, nos proponemos realizar una primera aproximación al papel general del endeudamiento externo público en la unidad de la convertibilidad, los gobiernos kirchneristas y el comienzo del nuevo gobierno, en el marco del rol específico de la deuda externa en la reproducción de la unidad de la acumulación de capital en nuestro país, haciendo hincapié en la vinculación entre el sector público y privado, así como en las posibles formas en las que necesariamente tal proceso deviene.

Para ello, en el primer apartado repasamos los movimientos concretos que arroja el Balance de Pagos para Argentina<sup>1</sup> a lo largo del período 1992-2016. Utilizamos una reclasificación propia de las partidas utilizadas por el INDEC en su propia presentación del balance<sup>2</sup>, que sigue el espíritu de los análisis realizados por Iñigo Carrera (1999) y Damill (2000), esto es, estudiar los movimientos netos de divisas distinguiendo aquellos del sector público y del sector privado (flujos de necesidades de financiamiento y su contrapartida financiera, cuyo resultado es la variación de reservas internacionales).

---

<sup>1</sup> Sobre la metodología del Balance de Pagos en Argentina ver INDEC (2007) y Müller (1998).

<sup>2</sup> En el presente trabajo no introducimos la información recientemente presentada por el INDEC que supuso la revisión de la metodología y las cifras del Balance de Pagos para el período 2006-2016. Ello se debe principalmente a dos razones. Por un lado, el grueso del trabajo aquí presentado se realizó con anterioridad a la republicación mencionada. Por otro lado, más relevante a los fines del objetivo del presente trabajo, debido a la forma en que se organiza la nueva presentación no es posible replicar el análisis aquí planteado con los nuevos datos. En este sentido, cabe realizar dos aclaraciones. Primero, que los cambios observados en las cifras, si bien relevantes para algunas partidas específicas del Balance de Pagos, no alteran el eje que aquí se pretende plantear. Segundo, que a futuro se indagará sobre posibles formas de compatibilizar la nueva presentación con el ejercicio propuesto a los fines de actualizar los resultados.

Posteriormente, en el segundo apartado, esbozamos brevemente algunos de los determinantes que consideramos específicos del proceso de acumulación de capital nacional, a la vez que planteamos de manera preliminar algunas de las posibles formas particulares que asume su ciclo, con especial foco en el papel del endeudamiento externo; mientras que en el tercer apartado nos centramos en el rol del endeudamiento público externo en el movimiento concreto de dicho proceso desde los años noventa. Por último, presentamos algunas conclusiones preliminares a partir de lo desarrollado previamente. Mientras que, a modo de anexo, incluimos la reclasificación de las partidas de la Cuenta Financiera del Balance de Pagos publicado por INDEC utilizadas en la primera parte del trabajo.

## **1. El papel del sector público y privado en la formación (o drenaje) de reservas internacionales en los últimos 25 años**

En la literatura especializada es ampliamente aceptado que los flujos de necesidades de financiamiento externo presentan comportamientos inversos en la convertibilidad y la posconvertibilidad (CENDA, 2010). En términos del Balance de Pagos, esto surge principalmente del análisis del resultado de la Balanza Comercial y el endeudamiento del sector público, lo cual a la larga determina, en lo fundamental, el resultado de la Cuenta Corriente y la Cuenta Financiera, respectivamente. En ambas etapas tales flujos han permitido generar, aunque en diferente magnitud y con diferente duración, un incremento de las reservas internacionales en poder del BCRA. Cabe entonces desarrollar los movimientos concretos que dan lugar a dicho incremento y el curso seguido por el mismo en cada momento.

### *1.1. Necesidades corrientes por sector*

Las necesidades de financiamiento de los sectores público y privado pueden observarse en el Cuadro 1. De allí se desprende que, para el sector privado, la Balanza Comercial a lo largo de los años noventa fue deficitaria prácticamente en todos los años (excepto algún pequeño superávit asociado a la retracción de la economía y de las importaciones en particular). Hacia el final de la convertibilidad, la Balanza Comercial ya evidenciaba un signo positivo en el contexto de la recesión, pero es en la crisis misma del régimen cambiario fijo que cobra una magnitud considerable que (con oscilaciones) se sostendría a lo largo de la posconvertibilidad, hasta 2014. En el marco de un incremento sostenido de largo plazo de las exportaciones, en un primer momento el salto en el superávit comercial se explica por el desplome de las importaciones, las cuales tardarían algunos años en recuperar los niveles previos a la crisis (hacia 2006-2007). Posteriormente, con especial importancia desde 2005/2006, fue el incremento de los precios de las materias primas

aquello que en mayor medida sostuvo dicho superávit. Sobre el final de la serie, el decrecimiento de los precios internacionales de las materias primas y el elevado nivel de las importaciones luego del crecimiento durante la posconvertibilidad, dieron como resultado una caída y posterior desaparición del saldo positivo de la Balanza Comercial. De esa forma, en términos agregados, a lo largo del período 2002-2014 la Balanza Comercial presenta un resultado acumulado de aproximadamente 173.000 millones de dólares (corrientes), cifra que contrasta con los -9.700 millones para el período 1992-1999 (la cual resulta prácticamente nula si se considera el lapso 1992-2001).

**Cuadro 1. Necesidad de financiamiento corriente. Sector privado y Sector público, según rubros. En millones de dólares. 1992-2016 y acumulados 1992-2001 y 2002-2015.**

Año	Sector Privado					Sector Público	
	Balanza Comercial	Balanza de Servicios	Intereses	Utilidades y Dividendos	Transferencias Corrientes y Otras Rentas	Intereses Sector Público no Financiero	Intereses BCRA
1992	-1.396	-2.557	871	-924	800	-2.582	230
1993	-2.364	-3.326	361	-1.501	563	-2.159	217
1994	-4.139	-3.779	388	-1.799	508	-2.582	422
1995	2.357	-3.436	185	-2.094	609	-3.178	452
1996	1.760	-3.547	-74	-2.080	492	-3.788	482
1997	-2.123	-4.385	-467	-1.920	511	-4.507	775
1998	-3.097	-4.444	-945	-2.293	460	-5.116	972
1999	-795	-4.111	-1.154	-1.616	464	-5.814	1.116
2000	2.452	-4.284	-1.017	-1.609	407	-6.352	1.449
2001	7.385	-3.863	-1.579	-258	429	-6.246	352
2002	17.178	-1.460	-1.776	230	515	-5.409	-576
2003	16.805	-1.193	-1.136	-633	479	-5.762	-486
2004	13.265	-1.331	-698	-2.287	522	-6.138	-255
2005	13.087	-992	-375	-3.895	433	-3.339	135
2006	13.958	-501	251	-4.939	400	-3.853	903
2007	13.456	-513	463	-5.241	282	-4.260	1.544
2008	15.423	-1.284	-33	-6.094	112	-3.938	1.114
2009	18.526	-1.285	-494	-6.627	-20	-3.446	323
2010	14.016	-1.235	-559	-10.730	-462	-3.325	135
2011	12.212	-2.235	-502	-10.745	-612	-3.836	72
2012	14.940	-2.985	-655	-9.193	-604	-3.853	30
2013	4.670	-3.708	-848	-8.578	-898	-3.688	25
2014	5.978	-3.063	-556	-6.887	-204	-4.138	14
2015*	-388	-3.925	-574	-7.646	-374	-3.919	20
2016*	4.490	-7.010	-599	-6.865	34	-4.917	-158
1992-2001	41	-37.733	-3.431	-16.095	5.243	-42.324	6.467
2002-2015	173.124	-25.708	-7.493	-83.265	-435	-58.904	2.999

(\*) Años con información provisoria.

Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

El resto de los rubros de necesidades corrientes del sector privado no presentan grandes modificaciones en cuanto a su resultado a lo largo del período 1992-2016, aunque sí algunos comportamientos particulares. Principalmente, las utilidades y dividendos del sector privado aumentaron de manera considerable luego de la crisis de la convertibilidad, alcanzando resultados

negativos marcadamente elevados hacia 2010, hecho muy vinculado al proceso de extranjerización ocurrido durante la década del noventa y no revertido en los 2000 (Kulfas y Schorr, 2000; Schorr y Wainer, 2014). El otro componente de Rentas del sector privado (Intereses) presenta en líneas generales un resultado negativo, siendo particularmente relevante en el período de recesión y crisis de la convertibilidad producto del fuerte incremento del endeudamiento externo del sector privado en la década previa.

Por su parte, la Balanza de Servicios tiene un resultado negativo a lo largo de todo el período bajo análisis. Si bien, en promedio, este déficit es de alrededor de 2.600 millones de dólares, se observa que se intensifica en los períodos de mayor apreciación de la moneda nacional (aspecto que también podría marcarse para las utilidades y dividendos). Por último, el rubro Transferencias corrientes netas, si bien no tiene mayor incidencia en el resultado de las necesidades de financiamiento, presenta un cambio de signo en el año 2010, siendo desde entonces negativas.

En cuanto al sector público, éste presenta un egreso estructural en concepto de intereses, los cuales tuvieron un notorio incremento hacia el final de los años noventa producto de la progresiva acumulación de pasivos y el incremento de la tasa de interés (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005), mientras que entre los años 2002 y 2004 buena parte de los mismos no fueron efectivamente pagados en el contexto de la cesación de pagos<sup>3</sup>. Luego de la reestructuración de la deuda, quita y extensión de plazos mediante, los intereses devengados se estabilizan en niveles similares a los de comienzos de la convertibilidad (Müller, 2016). Por su parte, el BCRA sostuvo el resultado positivo en concepto de intereses principalmente a partir de la colocación de las reservas internacionales, con una fuerte caída hacia el año 2009.

En términos agregados, el comportamiento de los flujos descriptos muestra un cambio de signo en la necesidad de financiamiento del sector privado (Cuadro 2) en tanto se convierte en generador neto de divisas (por flujos corrientes) durante buena parte de la posconvertibilidad (2002-2011); mientras que el sector público mantiene una necesidad de divisas para afrontar pagos de intereses durante todo el período. Ahora bien, este cambio de signo en la necesidad de

---

<sup>3</sup> Un aspecto importante que conviene aclarar tiene que ver con la forma de registro de los flujos del Balance de Pagos. En efecto, tal como se verá en los cuadros que dan cuenta del financiamiento, debido a que el criterio utilizado para el registro es el de devengado, los flujos corrientes se registran independientemente de su pago efectivo, es decir, se registran según su vencimiento. Esto es relevante en el marco de la cesación de pagos de la deuda externa argentina luego de 2002 y hasta las sucesivas renegociaciones. Algo similar ocurre con los flujos de utilidades y dividendos, los cuales se registran independientemente de su efectiva remisión al exterior. En los casos en que estos flujos no son girados al exterior de manera directa, generando el correspondiente movimiento de reservas internacionales, estos tienen como contrapartida movimientos en la Cuenta Financiera sin afectar las reservas internacionales. Los intereses devengados durante la cesación de pagos tienen como contrapartida la partida (imputada) de Atrasos en la Cuenta Financiera, mediante la cual se incrementa el stock de deuda externa (junto con los Atrasos en el pago de vencimiento de las amortizaciones, aunque en este caso todos los movimientos quedan registrados en la Cuenta Financiera). En el caso de las utilidades no distribuidas estas se consideran como una reinversión por parte de los no residentes, la cual se registra como Inversión Directa en la Cuenta Financiera.

financiamiento del sector privado (y de la Cuenta Corriente) es explicado únicamente por el resultado de la Balanza Comercial, ya que el sector en cuestión se ha mantenido como demandante neto de divisas en los otros rubros, incluso en mayor medida que durante la convertibilidad (particularmente para utilidades y dividendos). Tal es así que, a partir de 2011, producto de la combinación de menores niveles de superávit comercial y mayores niveles negativos de utilidades y dividendos y déficit en la Balanza de Servicios, vuelve a quedar al descubierto la elevada demanda de divisas por parte de este sector (Gráfico 1).

**Cuadro 2. Necesidad de financiamiento corriente agregado según sector y resultado de la Cuenta Corriente. En millones de dólares. 1992-2016 y acumulados 1992-2001 y 2002-2015.**

Año	Necesidad de financiamiento Sector Privado	Necesidad de financiamiento Sector Público	Cuenta Corriente
1992	-3.206	-2.352	-5.558
1993	-6.267	-1.942	-8.209
1994	-8.821	-2.160	-10.981
1995	-2.379	-2.726	-5.104
1996	-3.449	-3.306	-6.755
1997	-8.384	-3.732	-12.116
1998	-10.320	-4.144	-14.465
1999	-7.212	-4.698	-11.910
2000	-4.051	-4.904	-8.955
2001	2.113	-5.894	-3.780
2002	14.687	-5.985	8.702
2003	14.321	-6.248	8.073
2004	9.470	-6.394	3.076
2005	8.258	-3.203	5.055
2006	9.170	-2.950	6.220
2007	8.446	-2.717	5.730
2008	8.123	-2.823	5.299
2009	10.099	-3.122	6.976
2010	1.029	-3.190	-2.161
2011	-1.882	-3.764	-5.646
2012	1.502	-3.823	-2.320
2013	-9.362	-3.662	-13.024
2014	-4.732	-4.124	-8.856
2015*	-12.907	-3.899	-16.806
2016*	-9.950	-5.075	-15.024
1992-2001	-51.975	-35.858	-87.832
2002-2015	56.223	-55.905	319

(\*) Años con información provisoria.

Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

### 1.2. Financiamiento externo

En lo que respecta a la Cuenta Capital y Financiera, el cambio más relevante entre la convertibilidad y el período posterior se encuentra en el rol desempeñado por el endeudamiento externo, especialmente el del sector público, ya sea con el sector privado o con organismos multilaterales (Anexo I). Este último desempeñó a lo largo de los años noventa un rol preponderante



(junto con las privatizaciones) en el sostenimiento del nivel de reservas internacionales y, con ello, de la paridad de la moneda nacional con el dólar estadounidense, particularmente apreciada en términos históricos. Luego de la crisis de la convertibilidad, el sector público dejó de desempeñar dicho papel. En efecto, más allá de la quita de deuda en el marco de las reestructuraciones de los años 2005 y 2010<sup>4</sup>, a lo largo de todo el período 2002-2015, el sector público acumuló pasivos externos por aproximadamente 28.600 millones de dólares (corrientes) –aunque en dicha cifra se cuentan los Atrasos de intereses impagos, los cuales en efecto no constituyen nuevo endeudamiento–, cuando en el período 1992-2001 dicho monto fue de 70.000 millones (corrientes). En 2016, el endeudamiento externo reapareció con fuerza inusitada, tal es así que sólo en dicho año el incremento de los pasivos externos del sector público superó los 27.700 millones de dólares, la cifra más alta de todo el período analizado.

Por su parte, 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. No obstante, hacia fines del período comienza una etapa de cancelación de pasivos que se extiende hasta el año 2005 y, a partir de allí, se observa mayormente años con acumulación de pasivos, aunque con niveles inferiores a los de los años noventa (Anexo I).

La fuga de capitales<sup>5</sup> por parte del sector privado es una constante en todo el período 1992-2016 (con excepción de 1992 y 2005) (Anexo I) y, a su vez, éste es el principal componente del drenaje de divisas tanto en la convertibilidad como en la posconvertibilidad, con un monto acumulado cercano a los 146.000 millones de dólares (corrientes). Es decir que, a la par del endeudamiento externo del sector privado y público o la balanza comercial superavitaria, la formación de activos externos del sector privado absorbió buena parte de esos saldos.

La IED también tiene un rol relevante en el financiamiento externo, pero este se sostiene a lo largo del período analizado, con un total acumulado cercano a los 139.000 millones de dólares (corrientes). De hecho, a simple vista, el flujo de IED fue mayor en la posconvertibilidad, con mayores porcentajes de reinversión de utilidades, mientras que durante la convertibilidad cobraba particular relevancia el cambio de manos con importante peso de las privatizaciones de empresas públicas. Sin embargo, el elevado monto de IED por reinversión de utilidades de los últimos años se

---

<sup>4</sup> Una discusión acerca de la magnitud de la quita de deuda en el marco de las mencionadas reestructuraciones puede verse en Müller (2016).

<sup>5</sup> En el presente trabajo adoptamos como definición de fuga de capitales (en el marco del drenaje de divisas por parte del sector privado) a la formación de activos externos por parte de residentes, excluida la inversión directa. Este criterio puede considerarse una estimación de mínima en comparación con los métodos más usuales para estimar el flujo anual de la fuga de capitales a partir del Balance de Pagos, en los cuales dicho movimiento es entendido en un sentido más amplio al aquí identificado, en tanto incluyen a la totalidad de la formación de activos externos propiedad de residentes, incluyendo a la inversión directa (y en ocasiones los errores y omisiones). Claro está que tales rubros quedan comprendidos en el presente trabajo, pero clasificados de manera diferente. Para una discusión acerca de los distintos métodos de estimación de la fuga de capitales y su relación con el criterio aquí adoptado ver Basualdo y Kulfas (2002), Gaggero, Casparrino y Libman (2007), Gaggero, Rua y Gaggero (2013), entre otros.

encuentra, al menos en parte, vinculado a las restricciones<sup>6</sup> para su giro efectivo al exterior, con lo cual no necesariamente se trata de incrementos en la capacidad productiva, sino en ocasiones un mero registro contable, tal como se mencionó previamente. Recientemente, con el cambio de gobierno en diciembre de 2015, se eliminaron las restricciones existentes para la remisión de utilidades y dividendos, a la par que se acordó el giro programado de las utilidades “retenidas”.

**Cuadro 3. Financiamiento neto agregado según sector y resultado de la Cuenta Capital y Financiera. En millones de dólares. 1992-2016 y acumulados 1992-2001 y 2002-2015.**

Año	Sector Privado	Sector Público	Cuenta Capital	Cuenta Capital y Financiera
1992	8.069	1.084	16	9.169
1993	10.230	3.950	16	14.196
1994	9.326	4.438	18	13.781
1995	-90	7.777	14	7.701
1996	2.171	10.027	51	12.249
1997	10.066	7.577	66	17.709
1998	9.432	8.849	73	18.354
1999	3.770	9.853	149	13.772
2000	-389	9.015	106	8.732
2001	-12.953	7.355	157	-5.442
2002	-13.620	1.875	406	-11.339
2003	-7.015	3.840	70	-3.105
2004	-1.606	3.120	196	1.710
2005	2.877	724	89	3.690
2006	1.465	-5.415	97	-3.853
2007	1.662	5.528	121	7.311
2008	-9.296	2.759	181	-6.356
2009	-7.251	1.885	74	-5.292
2010	7.558	401	89	8.048
2011	-4.892	4.036	62	-793
2012	3.618	-4.134	48	-469
2013	4.616	-275	33	4.374
2014	701	9.562	59	10.322
2015*	8.426	4.725	51	13.203
2016*	1.181	27.713	237	29.131
1992-2001	39.632	69.924	665	110.221
2002-2015	-12.756	28.630	1.577	17.451

(\*) Años con información provisoria.

Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

En términos agregados, el financiamiento neto resultó positivo (acumulación de pasivos) para ambos sectores durante el período 1992-2001, lo cual, como mencionamos, sostuvo las necesidades corrientes y el incremento de reservas, teniendo como base preponderante el endeudamiento público externo. Desde 2002, los flujos de endeudamiento neto de ambos sectores son sustancialmente menores, cuando no negativos producto de la efectiva cancelación de pasivos. A su vez, el sector

<sup>6</sup> Una descripción de tales restricciones puede encontrarse en Gaggero *et al.*, (2013).

privado presenta en varios años resultado neto negativo explicado principalmente por la fuga de capitales que más que compensa los mayores flujos de IED.

### *1.3. Movimiento neto*

El movimiento neto por sector, esto es, el resultado de las transacciones corrientes y financieras de cada sector, pretende dar cuenta de su aporte (retiro) neto de las reservas internacionales en cada período (Cuadro 4). Como es sabido, y como se desprende de los cuadros anteriores, a lo largo de la convertibilidad el sector privado ha drenado reservas de manera neta (Iñigo Carrera, 1999; Damill, 2000), con un resultado acumulado de aproximadamente 12.000 millones de dólares (corrientes) entre 1992 y 2001, aunque ese agregado se constituyó a partir del resultado posterior a 1995, cuando acumuló más de 21.000 millones de dólares (corrientes). Este proceso estuvo sostenido mayormente por la acumulación de pasivos (endeudamiento) y venta de activos (privatizaciones) del sector público, que contribuyeron a incrementar el nivel de reservas internacionales. Si a ello se incorporan los errores y omisiones, comúnmente considerados como transacciones del sector privado, dicho monto alcanza en el período 1992-2001 una cifra cercana a los 27.000 millones de dólares (32.000 si se considera el lapso 1995-2001).

Entre 2002 y 2015 se observa una dinámica opuesta. El resultado neto del sector privado fue positivo en alrededor de 43.500 millones de dólares (corrientes) –37.600 al considerar los errores y omisiones–, a partir del cuantioso superávit comercial. De hecho, entre 2002 y 2012 dicho resultado asciende a una cifra cercana a los 56.000 millones y luego comienza a decrecer a la par del deterioro de dicho resultado comercial. Por su parte, en el caso del sector público el resultado neto para el período 2002-2015 fue negativo en un monto cercano a 27.000 millones, sector que dejó de ser tomador neto de deuda.

No obstante el resultado positivo, el rol del sector privado continuó siendo el mismo en un aspecto fundamental: el drenaje de divisas. Éste ha sido, y continúa siendo, el principal curso seguido por los excedentes de reservas generados en ambos períodos, el cual se constituye principalmente a través de las utilidades y dividendos y la copiosa fuga de capitales. En efecto, desde 2013 tal resultado ha quedado en evidencia, conjuntamente con la necesidad de financiar dicho drenaje, el cual en 2016 fue cubierto por el endeudamiento del sector público.

**Cuadro 4. Movimientos netos por sector y variación y saldo de reservas internacionales. En millones de dólares. 1992-2016 y acumulados 1992-2001 y 2002-2015.**

Año	Sector Privado	Sector Público	Errores y Omisiones Netos y Cuenta Capital	Variación de Reservas Internacionales	Saldo de Reservas Internacionales al 31/12 de cada año
1992	4.863	-1.268	-322	3.274	12.446
1993	3.964	2.007	-1.721	4.250	17.393
1994	504	2.278	-2.100	682	17.922
1995	-2.468	5.051	-2.685	-102	18.506
1996	-1.278	6.721	-1.561	3.882	21.538
1997	1.683	3.845	-2.254	3.273	24.633
1998	-889	4.705	-378	3.438	27.867
1999	-3.441	5.155	-513	1.201	28.765
2000	-4.440	4.111	-111	-439	28.260
2001	-10.839	1.461	-2.705	-12.083	18.398
2002	1.066	-4.110	-1.472	-4.516	10.476
2003	7.306	-2.408	-1.317	3.581	14.119
2004	7.864	-3.274	729	5.319	19.646
2005	11.136	-2.480	201	8.857	28.077
2006	10.635	-8.365	1.260	3.530	32.037
2007	10.109	2.811	179	13.098	46.176
2008	-1.173	-64	1.246	9	46.386
2009	2.848	-1.238	-264	1.346	47.967
2010	8.587	-2.789	-1.641	4.157	52.190
2011	-6.774	272	393	-6.108	46.376
2012	5.120	-7.957	-468	-3.305	43.290
2013	-4.746	-3.937	-3.141	-11.824	30.600
2014	-4.031	5.438	-212	1.195	31.408
2015*	-4.480	826	-1.279	-4.933	25.563
2016*	-8.769	22.639	-145	13.725	38.772
1992-2001	-12.342	34.066	-14.349	7.376	
2002-2015	43.467	-27.274	-5.785	10.408	

(\*) Años con información provisoria.

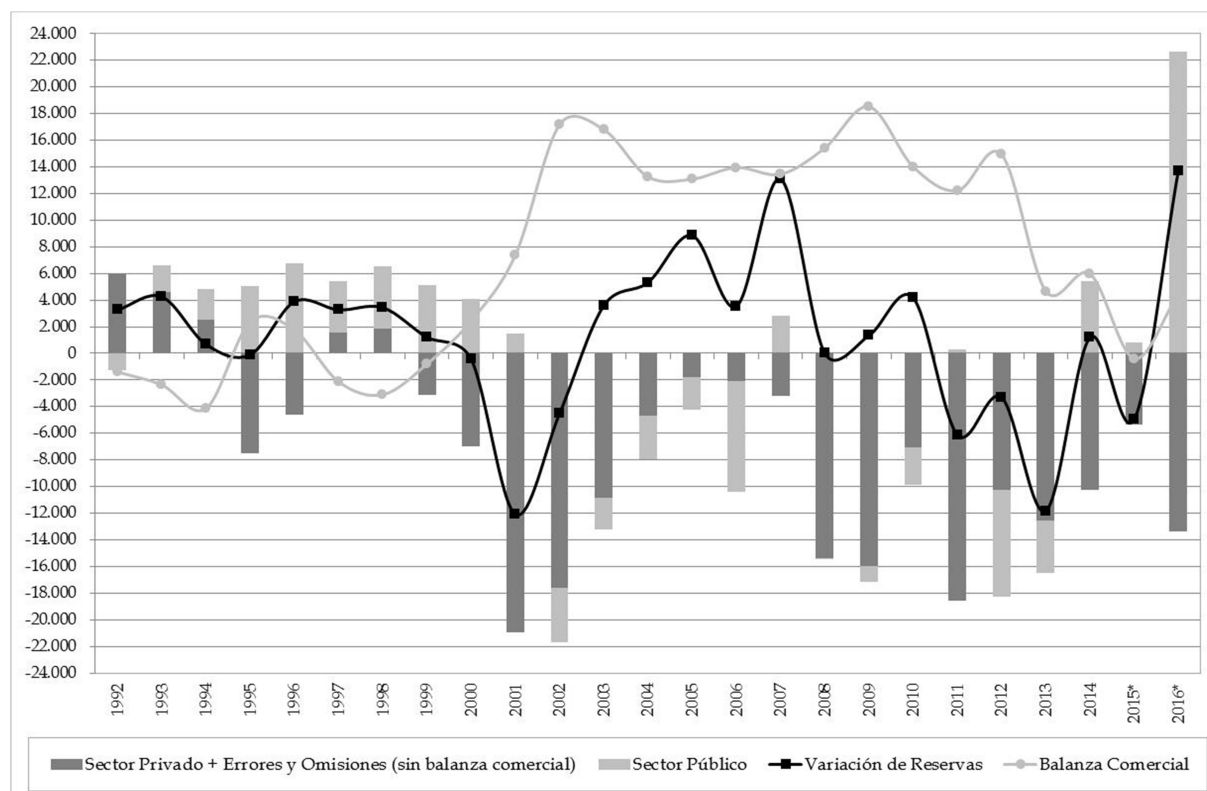
Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

En líneas generales, como se observa en el Gráfico 1, durante la convertibilidad el financiamiento del sector público basado en el endeudamiento externo permitió incrementar el nivel de reservas y cubrir el drenaje de divisas por parte del sector privado, dinámica que en la posconvertibilidad tomó la forma de movimientos netos negativos del sector público (producto en gran medida de la deuda contraída en el pasado) conjuntamente con el drenaje estructural de divisas por parte del sector privado (incluso con mayores niveles que en la etapa anterior), ambos cubiertos por el superávit de balanza comercial, que incluso permitió la acumulación de reservas hasta 2010.

En lo que sigue, nos preguntamos por la unidad de tales movimientos haciendo hincapié en papel del endeudamiento externo<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> En Schorr y Wainer (2014) puede encontrarse un excelente análisis de la dinámica del Balance de Pagos durante la postconvertibilidad en comparación a la década previa. Allí, los autores destacan que según sea la cuenta comercial o la cuenta capital y financiera la que aporte divisas ello implicará un mayor poder político a distintos sujetos económicos: de la cúpula exportadora de *commodities* al capital financiero y acreedores externos. Lamentablemente,

**Gráfico 1. Movimientos netos por sector, variación de reservas internacionales y balanza comercial (desagregada del sector privado). En millones de dólares. Argentina. 1992-2016.**



(\*) Años con información provisoria.

Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

## 2. Acerca del movimiento general del proceso de acumulación nacional

### 2.1. Breves consideraciones en torno al eje de la acumulación de capital en Argentina<sup>8</sup>

Desde nuestro punto de vista, la producción capitalista es un proceso de *contenido* mundial (a diferencia de los modos de producción previos), que se realiza (como una modalidad concreta del carácter privado del trabajo) bajo la *forma* de un conjunto de naciones que se interrelacionan como fragmentos del trabajo total de la sociedad. En este sentido, nuestro país forma parte del grupo de países que tanto bajo la división “clásica” como bajo la “nueva división” internacional del trabajo producen para el mercado mundial mercancías de origen agrario y minero, rasgo complementado por la producción de mercancías industriales centralmente para el mercado interno.

por razones de tiempo no pudimos presentar aquí (y en lo que resta del trabajo) una comparación de los puntos de coincidencia y diferencia con dicho trabajo, la cual queda pendiente para el futuro.

<sup>8</sup> El presente apartado tiene como base los desarrollos presentados en Marx ([1857-1858] 2005; [1867]1995 y [1894]2000) e Iñigo Carrera (2007 y 2008).

Esta situación, consideramos, no encuentra su fundamento en una abstracta “especialización en las ventajas comparativas”, sino en que el trabajo aplicado a la tierra en Argentina tiene una productividad sustancialmente mayor tal que, a una necesidad social solvente por mercancías agrarias dada la puesta en producción de dichas tierras abarata el valor de las mercancías en cuestión. Específicamente, su producción en espacios nacionales como la Argentina implica el abaratamiento de la fuerza de trabajo para el capital en su conjunto, potenciando consecuentemente el proceso de producción de plusvalía relativa a escala global.

Ahora bien, por idéntica razón, cuando Argentina vende mercancías de origen agrario al mercado mundial, fluye hacia el país, portada en el precio de tales mercancías, una determinada masa de renta de la tierra, que constituye una fuente extraordinaria de plusvalía (en tanto no tiene como contraparte la producción de valor). La misma tiene como fuente plusvalía producida por los capitales que directa o indirectamente (vía el valor de la fuerza de trabajo) las compran, de modo que le resta potencialidad a la acumulación general (mundial) de capital, actuando a contramano de la determinación más general del modo de producción capitalista. Sobre esta base, entendemos que es posible afirmar que, en su determinación más general, la potencialidad de la renta de la tierra que ingresa a la Argentina es la de refluir -al menos en alguna porción- a los fragmentos de capital para los cuales originariamente constituyó una detracción de plusvalía<sup>9</sup>. En consecuencia, creemos que es posible identificar que el eje en torno al cual gira la acumulación de capital en Argentina está dado por el reflujo de al menos parte de la renta de la tierra<sup>10</sup>.

Para avanzar de modo general sobre la forma de realizarse dicho reflujo, primeramente debemos detenernos escuetamente en el segundo rasgo identificado en la estructura productiva nacional: la producción de mercancías industriales en escala restringida para el mercado interno. En la misma es posible identificar, a grandes rasgos, dos tipos de capitales: aquellos que, hacia el interior del espacio nacional, logran reproducirse en el tiempo de un modo relativamente normal, y aquellos que en determinados momentos históricos tienen un particular auge y, posteriormente, tienden a un profundo achicamiento o directamente a la desaparición. Entre los primeros, se destacan especialmente capitales que operan en otros países con la escala normal necesaria para vender en el mercado mundial, y localizan en Argentina fragmentos de sí mismos para producir en

---

<sup>9</sup> Sin dudas, no es esta la única posibilidad, toda vez que -considerando los dos polos posibles- dicha 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, creemos que aquella determinación general es la que mayormente se realizó en el curso concreto de los hechos

<sup>10</sup> Nos interesa realizar dos observaciones de importancia. En primer lugar, que con lo anterior no pretendemos afirmar que tal contenido general se realiza bajo la misma forma en todo momento; por el contrario, implica considerar a los distintos “modelos de acumulación” que habitualmente se diferencian en la historia económica de nuestro país como formas particulares de realizarse dicho contenido. En efecto, el uso del término “eje” tiene por intención identificar el núcleo central que le da unidad al movimiento concreto de la economía nacional en la historia, lo que no implica pretender reducir todos los aspectos de dicho movimiento concreto al eje en cuestión.

una escala restringida. En este sentido, llamamos a estos “capitales medios fragmentados” (dentro de los cuales se incluyen los nacionales de tamaño equivalente), y al resto “pequeños capitales”.

En ambos casos, escala restringida y su correspondiente menor productividad tienen, como contracara, mayores costos, lo que en principio implica la imposibilidad de apropiarse la tasa general de ganancia, de modo que -como resultado de la competencia- debieran tarde o temprano resultar expulsados de la producción. En este sentido, desde el punto de vista de la unidad mundial de la acumulación de capital surge una pregunta fundamental: sobre qué base (adicional a la plusvalía extraída a los propios asalariados) los capitales medios fragmentados logran reproducirse de una forma relativamente similar a la normalidad de los capitales medios, y los pequeños capitales presentan ciclos de particular auge (y qué rol juegan los mismos en la acumulación de capital nacional, en tanto una buena parte son luego arrasados por el proceso de concentración y centralización del capital). En otros términos, surge la pregunta en torno a la existencia de fuentes extraordinarias de plusvalía que actúen como compensación del rezago productivo. En nuestro país, por lo comentado previamente, la renta de la tierra (independientemente de los cambios en su magnitud en el tiempo, aspecto no menor al que nos referiremos más adelante) constituye la fuente extraordinaria “por excelencia”. Ello lleva a detenerse brevemente en los principales mecanismos contemporáneos a partir de los cuales ocurre tal redistribución.

La forma más reconocida de interrumpir el flujo de parte de la renta de la tierra hacia los terratenientes es el establecimiento de retenciones a las exportaciones, que luego se constituyen en fuente de exenciones impositivas, subsidios y generación de demanda solvente a partir de la expansión del consumo público. Ahora bien, menos reconocido como mecanismo de apropiación es la sobrevaluación de la moneda nacional<sup>11</sup>, de la cual tiende a enfatizarse exclusivamente que conlleva a una sobreexposición a la competencia externa, impidiendo la producción interna que no pueda hacer frente a ella. Sin embargo, la sobrevaluación también implica que la exportación recibe

---

<sup>11</sup> La problemática del tipo de cambio y su nivel de paridad es uno de los principales temas de discusión en la literatura. Sin pretender, ni mucho menos, agotar la discusión, mencionamos aquí algunos aspectos fundamentales de nuestra mirada. Planteado en el plano de las determinaciones generales, la referencia general es el tipo de cambio que se correspondería con la capacidad de representar valor de la moneda nacional respecto del dólar (en tanto signo de valor reconocido directamente en cuanto tal en el mercado mundial), tal que si el tipo de cambio efectivo se encuentra sostenidamente por encima o por debajo del mismo implica que se está disociando el precio interno de las mercancías respecto de su precio internacional, de modo que se le está dando a parte del valor encerrado en las mismas un curso particular. En este sentido, dicho criterio (que resulta en esencia diferente al criterio de equilibrio de balance de pagos y de paridad de poder adquisitivo) no implica sostener que el tipo de cambio “debe estar siempre” en el referido nivel sino que, por el contrario, implica considerar al tipo de cambio efectivo como un vehículo de apropiación y distribución de la riqueza social, de donde emerge la pregunta respecto de la fuente y el destino de dicha porción de la riqueza social, fuente que hasta aquí en el presente texto está constituida de modo general por la renta de la tierra. En el plano concreto, por su parte, lo anterior implica dos “momentos” diferentes: por un lado, la identificación de los determinantes de la evolución de la capacidad de representar valor de la moneda nacional y, por el otro, la identificación de un año o período en el cual el tipo de cambio efectivo se encuentre en su nivel de paridad (en el sentido aquí considerado) para, a partir de la aplicación de los referidos determinantes, obtener año a año el tipo de cambio de paridad, permitiendo su comparación con el tipo de cambio efectivo vigente en cada momento del tiempo. Volveremos más adelante sobre el modo en que consideraremos la sobrevaluación en el presente texto.

en moneda nacional una porción de riqueza social menor a la que se correspondería con el nivel de paridad del tipo de cambio, riqueza cuya distribución efectiva ocurre con la compra de divisas abaratas.

En este sentido, la sobrevaluación fundamentalmente implica, de un lado, el abaratamiento de las importaciones que, siendo que en buena medida las constituyen insumos y medios de producción, se traducen de modo general en una disminución de los costos de producción<sup>12</sup>. A la vez, del otro, implica una multiplicación del valor de las remesas de utilidades (y de la fuga de capitales en general) obtenidas en moneda nacional. Finalmente, dada la incidencia de las mercancías que son afectadas por la sobrevaluación en la canasta de consumo de la fuerza de trabajo, al igual que las retenciones la misma se traduce en un abaratamiento del valor de la fuerza de trabajo (sin afectar el salario real). De esta forma, la sobrevaluación de la moneda constituye un mecanismo de apropiación y distribución de renta de la tierra<sup>13</sup>.

Hasta aquí, a partir de dichos mecanismos, la renta actúa como fuente de compensación de la generalidad de los capitales que producen en el país. Corresponde ahora considerar la situación diferencial de los mismos según se trate de capitales medios fragmentados o pequeños capitales, procurando responder sintéticamente la pregunta abierta previamente respecto del rol de estos últimos en la unidad de la acumulación de capital. Más específicamente, siendo que la valorización de estos últimos se encuentra regida por la tasa de interés (y no por la tasa de ganancia), siempre que produzcan plusvalía más allá de su precio de costo más dicha tasa, los capitales medios fragmentados encuentran la posibilidad de apropiarse plusvalía en la circulación. En este sentido, la liberación de plusvalía por parte de los pequeños capitales (plusvalía que, al menos en parte, está constituida por renta de la tierra) constituye en una fuente adicional de valorización de los capitales medios fragmentados.

Así, el rezago productivo general de la economía nacional, al ponerlo en la perspectiva de la unidad mundial de la acumulación de capital, aparece de una manera diferente a la habitual. Cuando el rezago es atribuible a los fragmentos de capitales que en otros países producen para el mercado mundial (y a los nacionales de tamaño equivalente), la redistribución de la renta compensa el rezago de productividad. Cuando corresponde a los pequeños capitales, los mismos son desde este punto de vista un vehículo indirecto de compensación de los anteriores. El rezago aparece así como una

---

<sup>12</sup> Justamente por ello es que en ciertas ocasiones viene acompañada con trabas a la importación (prohibiciones, cuotas, impuestos) de mercancías que se producen localmente.

<sup>13</sup> Resulta importante destacar que la sobrevaluación de la moneda nacional como mecanismo de apropiación de renta impone una profunda restricción a la exportación nacional, que se adiciona a la ya referida menor productividad relativa; en efecto, sólo pueden exportarse en buena medida de forma independiente a la sobrevaluación aquellas mercancías que portan renta de la tierra y cuya producción, por tanto, no ve afectada su normal valorización por la pérdida de riqueza social en la mediación cambiaria.



forma de realizarse el reflujo de al menos parte de la renta de la tierra a los espacios nacionales a los que se les escapa con la compra de las mercancías agrarias.

2.2. *En torno a la escala de la acumulación de capital y la deuda externa como fuente extraordinaria de plusvalía*

Sobre la base de lo desarrollado previamente, es posible plantear que tanto la escala de la producción social como el ciclo de la misma tienen en nuestro país una primera determinación específica: la magnitud y evolución de la renta de la tierra<sup>14</sup> (y sus formas de apropiación) *en relación* a la magnitud y evolución de la necesidad por la misma para la compensación del rezago de productividad. Así, la renta de la tierra permite el crecimiento de la escala del ámbito de acumulación nacional más allá de los límites que impone, de manera general, la capacidad productiva de los capitales individuales que operan en su interior. A la vez, su *ausencia relativa* se traducirá en una contracción general de la escala de la acumulación, al menos para la generalidad de los capitales.

En este contexto general, dado el espacio temporal que abarca el presente trabajo, resulta de interés plantear lo que consideramos algunos “momentos” particulares de la unidad de dicho movimiento general de la acumulación de capital nacional respecto de la magnitud del flujo de renta. Si partimos de un “momento inicial” en donde se verifica un importante flujo de renta de la tierra respecto de la escala de la acumulación y la brecha de productividad, es de esperar que inicialmente el mismo sea captado (contemporáneamente) por retenciones a las exportaciones, toda vez que en manos del estado nacional es el mecanismo que permite, en función de lo antedicho, un aumento general de la escala de la acumulación. Sin embargo, tarde o temprano este instrumento pone abiertamente de manifiesto el carácter antagónico en cuestión, tanto que a partir de un momento determinado pasan a considerarse “confiscatorias”. En contraposición, la sobrevaluación de la moneda constituye un mecanismo “menos explícito” de distribución de renta de la tierra, en tanto el nivel del tipo de cambio aparece como fruto de una decisión de política económica y no de apropiación de riqueza. Por ello, en el ciclo genéricamente planteado la sobrevaluación en algún punto pasa a tomar creciente protagonismo, “alargando” el ciclo de la acumulación. Ahora bien, por lo antedicho, esto “beneficia” específicamente a los capitales medios fragmentados, mientras que a la par va estrangulando crecientemente la “competitividad” interna, lo cual afecta particularmente a los pequeños capitales (y, con ello, a la demanda general de fuerza de trabajo).

---

<sup>14</sup> La magnitud de la renta de la tierra depende fundamentalmente de las cantidades de mercancías agrarias exportadas y de sus precios en el mercado mundial, ambos factores particularmente volátiles, de modo que la magnitud de renta de la tierra que fluye a la Argentina escapa absolutamente al control de los sujetos sociales del ámbito nacional, a la par que tiende a presentar un comportamiento relativamente inestable en el tiempo, con lapsos de profundo crecimiento o violenta caída.

Ahora bien, la capacidad de sostener la sobrevaluación no es infinita, ya que este proceso también presenta límites concretos, particularmente porque, al volver más barata la divisa, acentúa su utilización, por lo que su principal manifestación en el campo externo es la insuficiencia de reservas internacionales para sostenerla. En términos sencillos, hacen falta “los dólares” que no sólo satisfagan la demanda de divisas a la paridad vigente, sino que formen las reservas de la autoridad monetaria (tal que no se vislumbre un pronto agotamiento de las divisas y, por tanto, la sostenibilidad misma de la sobrevaluación). En tal contexto, el endeudamiento externo<sup>15</sup> como fuente para complementar a la renta de la tierra en el sostenimiento de la sobrevaluación aparece como posibilidad para continuar la valorización aparentemente normal de los capitales medios fragmentados (y, por tanto, expulsando ya con carácter prácticamente definitivo a la pequeña producción).

Sobre esta base es posible pensar un escenario de *escasez relativa estructural* de renta de la tierra. En dicho contexto, la existencia o no de la posibilidad de endeudamiento externo, de modo de obtener las divisas necesarias para asegurar la normal valorización de los capitales medios fragmentados, jugará un rol crucial. De existir la posibilidad de expandir el endeudamiento, la sobrevaluación de la moneda nacional aparece como el mecanismo “por excelencia” de distribución de esa fuente extraordinaria, toda vez que cumple inmediatamente su rol de multiplicar en dólares el desembolso en moneda nacional de los capitales medios fragmentados.

---

<sup>15</sup> En este punto, consideramos necesario realizar algunas aclaraciones en relación a la forma en que abordamos el análisis preliminar del endeudamiento externo en el presente trabajo. En primer lugar, nos focalizamos en el papel desempeñado por el endeudamiento público, por lo que en la mayor parte del análisis que sigue hacemos abstracción del rol del endeudamiento del sector privado, que adquiere, como se dijo anteriormente, preponderancia en las etapas iniciales de los procesos de endeudamiento acelerado de la historia argentina reciente (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005). Este análisis queda pendiente de una discusión más amplia que no es posible exponer aquí por cuestiones de espacio. En segundo lugar, cabe mencionar algunas cuestiones preliminares en relación a la forma concreta bajo la cual el endeudamiento público externo fluye hacia el interior del proceso de acumulación nacional, y que hacen a la forma de su papel en el sostenimiento de la escala de dicho proceso. En este sentido, al mismo tiempo que incrementa las reservas del Banco Central, la deuda externa puede volcarse (aunque no necesariamente) hacia el interior del proceso de acumulación nacional mediante la inyección de pesos –siempre que no se realice la esterilización correspondiente–, jugando así una doble faceta que interesa analizar en su movimiento concreto. En relación a esta posibilidad, cabe distinguir que el endeudamiento público puede tomar curso bajo distintas alternativas y que no todas sus formas llevan a la inyección de pesos referida. A priori, no habría una cuestión particular en una u otra forma en cuanto a las implicancias identificadas para el endeudamiento en el cuerpo del texto, pero sí podría haber diferencias respecto de las formas en que fluye su contrapartida en pesos (por ejemplo, sobre los procesos inflacionarios). En este punto, se podrían distinguir dos cuestiones sobre la apropiación de la riqueza social extraordinaria que supone el endeudamiento externo público. Por un lado, (de manera directa) la propia transferencia que significa cubrir déficit primario (o financiar obra pública) con endeudamiento a través de la generación de demanda solvente por parte del Estado o de la disminución de costos a los capitales que operan localmente (a través del otorgamiento de subsidios). Por otro, en tanto los dólares son convertidos previamente a pesos, si la moneda se encuentra sobrevaluada, una parte de la riqueza extraordinaria en cuestión queda pendiente de apropiación (mismo mecanismo que en el caso de los dólares de exportación) y es posteriormente apropiado por los capitales individuales que importen, giren utilidades y dividendos o paguen intereses, al tipo de cambio sobrevaluado. En otras palabras, parte de la riqueza que queda pendiente de apropiación cuando los dólares que ingresan por la deuda son convertidos a pesos –dada la sobrevaluación de la moneda– deja de estar en manos del Estado –quien podría generar demanda social solvente o distribuirla como fuente de compensación– para pasar a ser apropiada por los otros agentes mencionados. Tales aspectos del endeudamiento externo público quedan pendientes de futuras discusiones.

Así las cosas, en dicho momento del ciclo, la multiplicación del endeudamiento externo aparece como una (posible) fuente de riqueza extraordinaria para el país. En ese punto, la sobrevaluación del peso sólo puede sostenerse a condición de conseguir endeudamiento externo (proceso que tiene lugar en paralelo a la creciente liberalización de las transacciones de mercancías y financieras), lo cual tiene, a su vez, un límite inherente. El endeudamiento externo tiene, en sí mismo, una dinámica creciente debido a que la necesidad de endeudamiento se va retroalimentando, dado que la deuda que se va contrayendo implica mayor necesidad de endeudamiento a futuro para el pago de los intereses, los cuales también son fluctuantes y se incrementan con la propia dinámica hacia la insolvencia (a la vez que contraen la escala del proceso de acumulación). En este sentido decimos que la deuda tiene un límite inherente, al disociarse su magnitud de la capacidad de repago, que se expresa en el límite en el acceso a la afluencia de riqueza social a países como Argentina<sup>16</sup>. Entonces, más tarde o más temprano, ante la insuficiencia (relativa) de renta de la tierra y el agotamiento de la posibilidad de endeudarse, se produce finalmente la caída de la escala de la acumulación a un nivel compatible con el volumen de renta disponible vis a vis su necesidad en función de las condiciones productivas de los capitales individuales actuantes (o incluso por debajo de tal nivel en función de la magnitud del proceso de retracción), comúnmente bajo la forma de una crisis del propio endeudamiento conjuntamente con una brusca devaluación.

A modo de cierre, resulta de interés plantear, sin perjuicio lo anterior, que el endeudamiento externo no necesariamente constituye una fuente *estructural* de compensación, en tanto debe considerarse el efecto neto en el tiempo. Más específicamente, si “a la larga” los egresos de riqueza social en concepto de pago de deuda e intereses equiparan a los ingresos ocurridos en un determinado lapso de tiempo, no habrá constituido una fuente extraordinaria de plusvalía considerada en términos netos, aunque ello no quita el papel de sostenimiento de la acumulación en una determinada escala en el momento en que se verificaron los ingresos de divisas. Ello llevaría, nuevamente, a preguntarse por la fuente de dicho reflujo de divisas<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Cabe aclarar que existe la posibilidad que este mecanismo se rompa en caso que la deuda externa sea destinada a generar capacidad de repago, hecho que, sin embargo, no ocurre a lo largo de la historia argentina.

<sup>17</sup> Por ejemplo, para el denominado “modelo agroexportador” Iñigo Carrera (1998) plantea que la cancelación de una deuda externa desproporcionada respecto de las capacidades de la acumulación nacional de pagarla, a la par que adquirida a elevadas tasas de interés, fue la forma en la cual ocurrió centralmente el reflujo de renta de la tierra. En esta línea, queda pendiente para futuros trabajos el análisis del papel jugado por el default de 2002 y el proceso de renegociación de la deuda en 2005 y 2010. Un análisis respecto de dicho proceso puede encontrarse en Müller (2016).

### **3. El rol específico del endeudamiento externo público en Argentina desde la convertibilidad**

Los escenarios anteriormente planteados no fueron, claro está, casuales. Por el contrario, hemos planteado de modo muy general aquellos que, creemos, se corresponden con la evolución de la acumulación de capital en nuestro país desde la década del noventa hasta la actualidad. En este sentido, avanzamos aquí sobre esta problemática, siguiendo el orden cronológico (y no el de los escenarios planteados).

El marco de la “nueva división internacional del trabajo”, la necesidad de la economía nacional por fuentes extraordinarias de plusvalía se vio redoblada: al rezago productivo existente ya bajo la ISI, se sumó el aumento de la brecha de productividad (producto del salto en el desarrollo de las fuerzas productivas a escala planetaria) junto con la creciente participación en el mercado mundial de mercancías producidas con bajos salarios. En tal contexto, la renta de la tierra no sólo no se expande sino que muestra signos de retroceso). Como consecuencia de lo anterior, la escala de la acumulación nacional tiende a estancarse; en efecto, en términos de valor recién hacia 2006 el producto social supera claramente su nivel de mediados de la década del setenta (Kennedy, Pacífico y Sánchez, 2017).

Dicho estancamiento general de la acumulación de capital en nuestro país tuvo por forma concreta dos movimientos contrapuestos, especialmente bajo la convertibilidad. De un lado, el proceso (ocurrido con particular violencia en los años noventa) de destrucción de buena parte del entramado de las denominadas PyMES y la consecuente concentración y centralización del capital (Basualdo, 2000; Kulfas y Schorr, 2000). Del otro lado, la relativamente normal continuidad de la acumulación de capital de los capitales medios fragmentados. En este sentido, los mismos contaron con una fuente adicional de valorización: tal como se analiza en detalle en Basualdo *et al* (2015), el capital oligopólico local (grupos económicos locales e intereses extranjeros radicados en el país, que en nuestro desarrollo constituyen representantes del capital medio fragmentado) contrajo deuda externa para realizar colocaciones en activos financieros en el mercado interno aprovechando el diferencial de tasas de interés interna e internacional, para luego fugarlo al exterior<sup>18</sup>.

Ahora bien, si bien en términos dinámicos el endeudamiento externo privado continuó siendo el de mayor crecimiento (en buena medida por comenzar el lapso con un bajo nivel de endeudamiento, dada la estatización de la deuda privada externa de 1982), por la magnitud adquirida se destaca principalmente la multiplicación del endeudamiento externo público, de modo

---

<sup>18</sup> Justamente por esta razón el autor denomina “valorización financiera” al modelo de acumulación vigente durante la etapa comprendida entre la irrupción de la dictadura militar y el estallido de la convertibilidad. A diferencia de lo ocurrido con la “tablita” de Martínez de Hoz, dada la paridad fija de la moneda nacional durante los noventa, la sobrevaluación no jugó un papel en la valorización financiera.

que, considerando lo anterior conjuntamente con la privatización de empresas públicas, se constituyó en fuente para el drenaje de divisas del sector privado (que realizó un aporte negativo a la formación de reservas) y la formación de reservas internacionales, tal como quedó en evidencia en el primer apartado (Damill, 2000; Damill, Frenkel y Juvenal, 2003; Frenkel, 2003; Basualdo *et al.*, 2015; Müller, 2016). Sobre esta base, y en función de lo desarrollado más arriba, creemos que es posible afirmar que fue el endeudamiento público externo, cuyo crecimiento resultó en principio absolutamente dissociado de la capacidad de la economía nacional de generar el plusvalor necesario para su repago (y mayormente a elevadas tasas de interés), el que se constituyó en una fuente extraordinaria de riqueza social que ingresó al país, adicional a la renta de la tierra (que no por encontrarse en niveles bajos históricamente dejó de fluir al país)<sup>19</sup>.

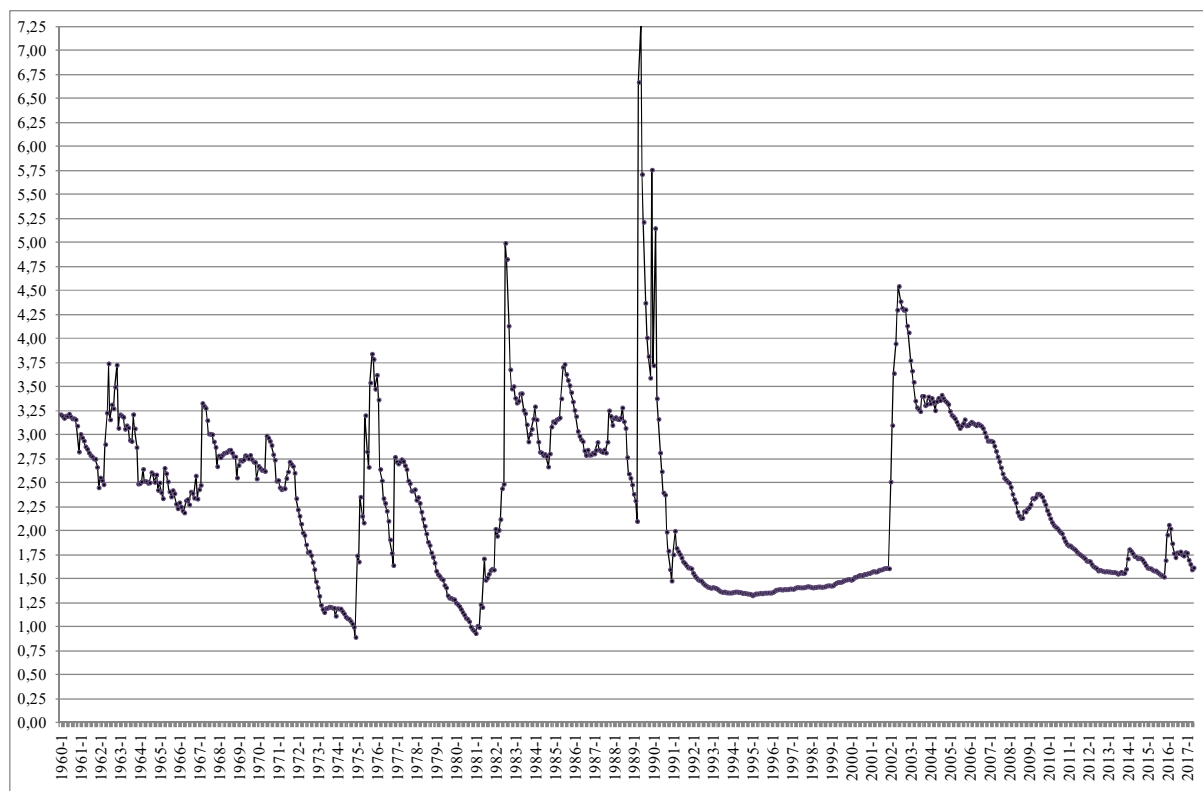
Sobre esta base, la valorización de los capitales medios fragmentados tuvo como mecanismo de compensación fundamental el acceso al dólar profunda y sostenidamente abaratado para las importaciones de insumos, medios de producción (expresión concreta de la denominada “reconversión productiva” ocurrida en esos años), remisión de utilidades y fuga de capitales en general, tal como se observa en el Gráfico 2<sup>20</sup>). En función de lo planteado más arriba en el presente texto, una de las fuentes de sostenimiento de tal sobrevaluación fue la renta de la tierra. Ahora bien, el permanente resultado negativo del balance comercial resulta indicativo que dicha fuente no resultó suficiente; así, es el endeudamiento público externo el que aporta la otra parte del sostenimiento de dicha sobrevaluación cumpliendo así específicamente la deuda pública externa su papel de fuente extraordinaria de plusvalía. En efecto, el agotamiento progresivo en la capacidad de incrementar el endeudamiento hasta alcanzar la restricción plena concluyó en un período de marcada recesión económica (1998-2001), que culminó con la peor crisis de la historia económica argentina (2001-2002). La violenta devaluación de la moneda nacional que constituyó el vehículo de la explosión de la misma puso de manifiesto hasta qué punto era el endeudamiento público externo fuente de la sobrevaluación. Ahora bien, en relación a lo mencionado al respecto en la Introducción, desde nuestro punto de vista no se trata unilateralmente de una crisis de deuda, sino que bajo la forma de la crisis de deuda se puso de manifiesto crudamente el límite específico de la acumulación de capital en Argentina.

---

<sup>19</sup> Por su parte, bajo la dictadura militar el ciclo de endeudamiento de los capitales privados tuvo un abrupto final hacia comienzo de los años ochenta (cuando la crisis de la deuda recorrió a toda la región, con el incremento de la tasa de interés internacional como detonante), contexto en el cual la deuda privada externa fue estatizada en 1982, a través del mecanismo de los seguros de cambio. En este sentido, la plusvalía extraordinaria en cuestión también terminó teniendo por fuente el endeudamiento externo público.

<sup>20</sup> En rigor, en el gráfico en cuestión se expresa la evolución del tipo de cambio real, sin una referencia explícita a si el mismo expresa en determinado momento una moneda nacional sobrevaluada. Esta es una discusión interesante en sí misma, pero cuyo desarrollo excede los límites del presente trabajo. En este sentido, nos sostenemos en el hecho unánimemente aceptado de que el peso nacional en los noventa estaba particularmente abaratado o, dicho en otros términos, el tipo de cambio real particularmente bajo.

**Gráfico 2. Tipo de cambio real mensual. Base 2006. Argentina. Enero 1960 - Mayo 2017. En pesos por dólar estadounidense.**



Fuente: INDEC, Ministerio de Hacienda y Finanzas, CIFRA (IPC -9 Provincias) y BLS.

El estallido de la convertibilidad tuvo como consecuencia inmediata un incremento inédito de la tasa de desocupación (que superó el 20%) y un retroceso del salario real del orden del 30%. Así, bajo la forma de un “tipo de cambio real competitivo” se generó un espacio de acumulación para diversos capitales, tanto para aquellos que acumulaban capacidad ociosa, como para un renovado conjunto de pequeños capitales. Esta fue la base general sobre la cual se asienta, creemos, el ciclo económico positivo del lapso 2003-2007. Ahora bien, en dicho proceso, la moneda nacional se fue paulatinamente apreciando, a la par que creciendo el salario real; más específicamente, hacia 2007/2008 el salario real promedio habría recuperado su nivel vigente antes del estallido de la convertibilidad, para continuar con una tendencia creciente.

En este contexto, creemos que es posible afirmar que la base material que le dio sustento general a la posibilidad de continuidad dicho ciclo expansivo fue el renovado flujo de renta de la tierra, que evidencia un primer “salto” en los primeros años de la postconvertibilidad, para luego expandirse fuertemente desde 2008. Ahora bien, como consecuencia de lo que se denominó “crisis del campo”, la renta incrementada no logró captarse a partir de una suba de las retenciones a las

exportaciones (impuestas en el contexto de la violenta devaluación de 2002), obstaculizándose por tanto la posibilidad de su redistribución directa. Es justamente desde entonces cuando la apreciación cambiaria se acelera notablemente, jugando crecientemente su rol de “estirar el ciclo” de la acumulación.

Sin embargo, no tardó en aparecer en el Balance de Pagos el reflejo del límite entre la necesidad de la renta de la tierra como fuente de compensación y la disponibilidad de la misma (esto es, la denominada “restricción externa”), más aún considerando la propia sobrevaluación y el estancamiento (y finalmente retroceso) de los precios de las commodities en los años más recientes. Más específicamente, desde 2011 (y con excepción de 2014) se registra una Variación de Reservas Internacionales negativa, situación centralmente explicada primeramente por el crecimiento del signo negativo de Rentas de Inversión (sustancialmente, Utilidades y Dividendos), la fuga de capitales y, luego, por el achicamiento paulatino del superávit comercial<sup>21</sup>.

Como consecuencia de ello, desde 2011 el producto social, tanto en su carácter material como en su carácter de valor, entró en un proceso de estancamiento (con oscilaciones), el cual perdura hasta la actualidad, poniendo de manifiesto nuevamente el límite específico de la economía nacional. En efecto, no resulta casual que, una vez destrabado el denominado “conflicto con los fondos buitres” en el marco del cambio de gobierno de diciembre de 2015, el endeudamiento neto del sector público haya recobrado creciente protagonismo, en magnitudes incluso superiores a las de mayor contracción de deuda de los años noventa.

#### **4. Conclusiones preliminares**

Sobre la base de lo desarrollado en el presente trabajo, siempre con carácter preliminar, la dinámica reciente del ciclo de la acumulación de capital nacional parece indicar el inicio de un período que, en sus características generales, reviste similitudes con las observadas durante los años noventa, esto es, el acceso al endeudamiento público externo como forma de sostener la sobrevaluación de la moneda nacional. No obstante, el comienzo de dicha década se encontraba precedido de un período de estancamiento de la escala de la economía argentina, mientras que al contexto actual lo precede un ciclo de crecimiento de la escala de la acumulación apoyado en la renta de la tierra, lo cual plantea un interrogante acerca de la forma y extensión del proceso en ciernes.

---

<sup>21</sup> Es en este contexto general en el cual caben considerarse la instrumentación de mecanismos directos de administración del uso de divisas desde 2011 -vigentes hasta el cambio de gobierno en diciembre de 2015-, que sustancialmente consistieron en el control estatal de las importaciones (a través de asignación de prioridades) y de la remesa de utilidades, así como también el establecimiento de impuestos y límites para la adquisición de divisas para ahorro y turismo. De esta forma, con el surgimiento de un mercado paralelo como telón de fondo, y tal como suele ocurrir en los momentos más críticos del proceso de acumulación de nuestro país, en la cotización del dólar estadounidense comenzaron a concentrarse crecientemente la mayor parte de las tensiones del mismo.

Las crecientes tensiones en torno al nivel del salario real, el cual ha cesado su proceso de crecimiento (iniciado en 2002, luego de haber alcanzado uno de sus “pozos” históricos), evidenciando en 2014 y 2016 (y, seguramente, 2017) un retroceso, permiten pensar que, a excepción de un cambio brusco en las condiciones del mercado mundial que impliquen un renovado flujo de renta de la tierra, el actual estancamiento del producto social pone en evidencia que las perspectivas para la clase trabajadora no son las más auspiciosas. En este sentido, creemos que es fundamental poner de relieve que un retroceso en las condiciones de reproducción de los trabajadores tendrá la forma de una profundización en la diferenciación y heterogeneidad de la fuerza de trabajo (la cual se pone claramente de manifiesto en diversas políticas o discursos concretos del actual gobierno), que muy probablemente empuje a una porción de la población a engrosar las filas de aquellos que se reproducen en las condiciones más miserables. Y ello sin considerar el desarrollo pleno del mencionado proceso de multiplicación de la deuda externa como forma de sostener el proceso de sobrevaluación cambiaria, con destino a una nueva crisis bajo la forma de la crisis del endeudamiento externo, con las nefastas condiciones que ello implica para los trabajadores.



## Referencias bibliográficas

- Basualdo, E. (2000), *Concentración y centralización del capital en la Argentina durante la década de los noventa. Una aproximación a través de la reestructuración económica y el comportamiento de los grupos económicos y los capitales extranjeros*, Buenos Aires: FLACSO/Universidad Nacional de Quilmes/IDEP.
- Basualdo, E. y Kulfas, M. (2002), *La fuga de capitales en la Argentina, en Globalización Económico Financiera. Su impacto en América Latina*, Buenos Aires: Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales (CLACSO).
- Basualdo, E., Manzanelli, P., Barrera, M., Wainer, A. y Bona, L. (2015), *Deuda externa, fuga de capitales y restricción externa. Desde la última dictadura militar hasta la actualidad*, Documento de Trabajo N° 68, CEFID-AR, Buenos Aires, abril.
- CENDA (2010), *La economía Argentina en la post-convertibilidad (2002-2010). La anatomía del nuevo patrón de crecimiento y la encrucijada actual (Capítulo 3)*, Buenos Aires: Cara o Ceca.
- Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005), *La deuda argentina: historia, default y reestructuración*, CEDES, Buenos Aires, abril.
- Damill, M. (2000), “El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la Convertibilidad”, *Boletín Techint*, n.º 303, pp. 69-88.
- Damill, M., Frenkel, R. y Juvenal, L. (2003), “Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en Argentina”, *Desarrollo Económico*, vol. 43, n.º. 170, IDES, Buenos Aires, julio – septiembre.
- Frenkel, R. (2003), “Globalización y crisis financieras en América Latina”, *Revista de la CEPAL*, n.º. 80, pp. 41-54, Buenos Aires.
- Gaggero, J., Casparrino, C. y Libman, E. (2007), *La Fuga de capitales. Historia, presente y perspectivas*, Documento de Trabajo N° 14, Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina (CEFID-AR), mayo.
- Gaggero, J., Rua, M. y Gaggero, A. (2013), *Fuga de capitales III. Argentina (2002-2012). Magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes*, Documento de Trabajo N° 52, Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina (CEFID-AR), diciembre.
- INDEC (2007), *Metodología de Estimación del Balance de Pagos*, Buenos Aires, mayo.
- Iñigo Carrera, J. (1999), “El drenaje de las reservas de divisas por el sector privado durante la convertibilidad”, *Revista Realidad Económica*, n.º. 166, pp. 132-141, IADE, Buenos Aires.
- Iñigo Carrera, J. (1998), “La acumulación de capital en la Argentina”, Centro para la Investigación como Crítica Práctica, Buenos Aires.
- Iñigo Carrera, J. (2007), *La formación económica de la sociedad argentina. Volumen I, Renta agraria, ganancia industrial y deuda externa. 1982-2004*, Buenos Aires: Imago Mundi.
- Iñigo Carrera, J. (2008), “La unidad mundial de la acumulación de capital en su forma nacional históricamente dominante en América Latina. Crítica de las teorías del desarrollo, de la dependencia y del imperialismo”, *IV Coloquio Internacional de la Sociedad Latinoamericana de Economía Política*, Buenos Aires, 22 al 24 de octubre.
- Kennedy, D., Pacífico, L. y Sánchez, M. (2017), “La evolución de la economía argentina a partir de la publicación de la base 2004 de las cuentas nacionales. Reflexiones a partir de la consideración del doble carácter del producto social en perspectiva histórica”, enviado para su evaluación a la Revista Cuadernos de Economía Crítica, mimeo.
- Kulfas, M. y Schorr, M. (2000), *Concentración en la industria manufacturera argentina durante los años noventa*, Buenos Aires: FLACSO, Área de Economía y Tecnología.

- Marx, K. ([1857-1858]2005), *Elementos fundamentales para la crítica de la Economía Política (Grundrisse) 1857-1858. Volumen I*, México D.F: Siglo XXI Editores.
- Marx, K. ([1867]1995), *El Capital. Crítica de la Economía Política. Tomo I*, México D.F.: Fondo de Cultura Económica.
- Marx, K. ([1894]2000), *El Capital. Crítica de la Economía Política*, Tomo III, México D.F.: Fondo de Cultura Económica.
- Müller, A. (1998), *Economía Descriptiva. Nociones de cuentas nacionales e indicadores socio-económicos*, Buenos Aires: Catálogos.
- Müller, A. (2016), *Crecimiento, cambio estructural y deuda: Tres ensayos sobre el ciclo neo-desarrollista*, Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires (CESPA-IIIE-FCE).
- Schorr, M. y Wainer, A. (2014), “La economía argentina en la posconvertibilidad: problemas estructurales y restricción externa”, *Revista Realidad Económica*, n.º 286, pp. 137-174, IADE, Buenos Aires.

**Anexo I. Financiamiento neto. Sector Público no Financiero y BCRA y Sector Privado no Financiero y Financiero (sin BCRA) (a), según rubros. En millones de dólares. 1992-2016 y acumulados 1992-2001 y 2002-2015.**

Año	Sector Público					Sector Privado					
	Colocaciones, Capitalización y Desembolsos netos de Amortizaciones y Recompra (b)	Desembolsos netos de amortizaciones del BCRA	Otras fuentes de financiamiento	Atrasos (b)	Privatizaciones (b)	Colocaciones y desembolsos neto de amortizaciones (SPnoF)	Bonos, Títulos, Acciones y otros activos y pasivos (sector financiero)	IED	Disponibilidades del sector financiero	Otras fuentes de financiamiento	Fuga de capitales (SPnoF)
1992		130	158			2.764	1.618	921	-800	1.431	2.135
1993		1.210	-4.274			6.130	2.509	1.153	-1.558	2.944	-948
1994	2.970	457	496	0	515	6.469	1.591	2.486	48	3.272	-4.540
1995	4.795	1.913	-44	0	1.113	5.156	2.043	2.999	345	-826	-9.806
1996	8.140	363	944	0	580	3.158	852	4.768	-2.137	-434	-4.035
1997	6.829	-37	-108	0	892	10.071	1.425	4.615	-2.506	-542	-2.997
1998	8.936	-654	217	0	351	6.558	1.066	4.631	1.840	-633	-4.030
1999	7.874	-832	-1.381	0	4.192	-10.208	1.347	18.065	696	-2.192	-3.939
2000	5.662	772	2.549	0	32	-2.695	-674	9.487	-179	-3.978	-2.350
2001	-4.281	10.368	1.243	0	25	-1.648	-3.227	1.980	4.088	-1.586	-12.560
2002	-5.167	-1.116	-23	8.182	0	-4.952	-1.653	2.776	735	572	-11.099
2003	-6.416	-731	-538	11.525	0	-2.182	-1.877	878	-430	1.369	-4.773
2004	-9.908	-2.043	-356	15.427	0	-2.296	-1.997	3.449	594	1.039	-2.395
2005	-2.288	-2.887	1.188	4.710	0	-2.027	-1.603	3.954	-309	718	2.143
2006	3.372	-10.230	-326	1.769	0	1.196	-70	3.099	-287	1.575	-4.048
2007	1.962	1.520	-1.069	3.115	0	4.629	271	4.969	-462	2.268	-10.012
2008	-2.373	2.770	-2.237	4.599	0	3.729	-675	8.335	-2	-6.616	-14.066
2009	-582	-1.380	927	2.920	0	-1.637	-53	3.306	-44	-828	-7.994
2010	8.399	-2.910	812	-5.899	0	4.629	-438	10.368	187	2.070	-9.258
2011	-71	5.000	-2.318	1.426	0	4.784	951	9.352	-37	-1.693	-18.249
2012	-579	-2.000	-2.950	1.394	0	168	-660	14.269	-97	-118	-9.944
2013	809	-2.000	-352	1.268	0	596	1	8.932	-67	-454	-4.391
2014	14.688	3.200	281	-8.606	0	-2.294	58	3.145	-172	1.030	-1.066
2015*	-3.278	7.580	-403	826	0	4.411	736	10.884	-605	1.518	-8.517
2016*	36.154	-1.087	1.271	-8.625	0	-69	-2.010	4.858	-2.457	1.393	-534
1992-2001	40.924	13.690	-200	-	7.700	25.753	8.551	51.107	-164	-2.544	-43.070
2002-2015	-1.433	-5.228	-7.365	42.656	-	8.753	-7.010	87.714	-997	2.450	-103.668

(a): debido a la imposibilidad de desagregar la información, incluye instituciones del gobierno del sistema financiero.

(b): el acumulado corresponde al período 1994-2001 debido a la falta de información desagregada para el Sector Público no Financiero para los años 1992 y 1993.

(\*): años con información provisoria.

Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

## Anexo II. Agrupamientos por sector en Cuenta Financiera.

<b>BCRA</b>	
Desembolsos netos de amortizaciones	Préstamos de Organismos Internacionales y otros bilaterales (FMI, BID, BM y Otros)
Otras fuentes de financiamiento	Compra-Venta de títulos públicos nacionales; Otros pasivos BCRA; Activos BCRA; Atrasos)
<b>Sector Financiero</b>	
IED	Variación de activos netos de pasivos por Inversión directa
Bonos, Títulos, Acciones y otros activos y pasivos	<b>Activos:</b> Bonos, títulos y obligaciones negociables; Acciones y otras participaciones de capital; Préstamos y otros créditos. <b>Pasivos:</b> Obligaciones negociables (Bonos y títulos); Acciones y otras participaciones de capital; Depósitos totales; Líneas de crédito; Otras financiaciones; Obligaciones diversas; Atrasos. <b>Otros financiamientos:</b> Operaciones con no residentes de activos financieros internos.
Disponibilidades	Disponibilidades
<b>Sector Público no Financiero</b>	
Colocaciones, Capitalización y Desembolsos netos de Amortizaciones y Recompra	<b>Gobierno Nacional:</b> Títulos; Préstamos al Gobierno Nacional; Organismos Internacionales; Club de París. <b>Gobiernos Locales:</b> Títulos; Préstamos financieros; Préstamos de Organismos. <b>Empresas y otros:</b> Préstamos de Organismos; Otros préstamos.
Otras fuentes de financiamiento	<b>Gobierno Nacional:</b> Instrumentos Financieros Derivados; Otros financiamientos; Depósitos e inversiones en el exterior; Operaciones con títulos públicos; Entes binacionales; Otros. <b>Gobiernos Locales:</b> Otros. <b>Empresas y otros:</b> Deuda comercial ref. en el Club de París
Atrasos	<b>Gobierno Nacional:</b> Atrasos. <b>Gobiernos Locales:</b> Atrasos
Privatizaciones	<b>Gobierno Nacional:</b> Privatizaciones. <b>Gobiernos Locales:</b> Privatizaciones.
<b>Sector Privado no Financiero</b>	
IED	Variación de activos netos de pasivos por Inversión directa
Fuga de capitales del Sector Privado no Financiero	<b>Activos:</b> Depósitos; Créditos Comerciales; Otros con devengamiento de renta; Otros activos sin devengamiento de renta
Colocaciones/Desembolsos neto de amortizaciones	Obligaciones Negociables; Acciones y otras participaciones de capital; Organismos Internacionales; Bancos Participantes (CFI, CII, BID); Deudas directas con bancos; Acreedores Oficiales; Deudas con proveedores
Otras fuentes de financiamiento	Otros; Atrasos de interés; Venta a no residentes de activos financieros internos