



Universidad  
Nacional de  
General  
Sarmiento

# I JORNADAS DE ECONOMÍA POLÍTICA

6 y 7 de diciembre de 2007 - Campus UNGS

## Argentina, 30 años de dependencia financiera

Andrés Asiain

INSTITUTO DE INDUSTRIA  
UNIVERSIDAD NACIONAL DE GENERAL SARMIENTO

[jornadaecopol@ungs.edu.ar](mailto:jornadaecopol@ungs.edu.ar) / [www.ungs.edu.ar/ecopol](http://www.ungs.edu.ar/ecopol)

(54 11) 4469-7552 o 4469-7500 int. 7160

# Argentina, 30 años de dependencia financiera

Andrés Asiain<sup>1</sup>

## Resumen:

En este trabajo estudiamos los efectos sobre nuestra economía de 30 años de incorporación pasiva a los mercados mundiales de capitales. Tomamos como rito inicial de esa incorporación a la reforma financiera de junio de 1977, señalando que ella formaba parte de un conjunto de medidas, tomadas por equipo económico de Martínez de Hoz, tendientes a trasladar el manejo de los flujos financieros de nuestra economía desde el Estado Nacional hacia el Mercado Mundial.

El estudio de nuestras cuentas externas a lo largo del período nos reveló una serie de efectos de largo plazo a los que nos conduce la internacionalización de nuestro sistema financiero: Exportación neta de recursos hacia el exterior, déficit de nuestras cuentas financieras con acumulación de reservas internacionales y un incremento paralelo de nuestros activos y pasivos externos.

Analizamos estos resultados por medio del concepto de dependencia financiera. Vimos que sus principales características eran la absorción del excedente interno por el sistema financiero externo, su reingreso como capital extranjero concentrado, la descapitalización y el estancamiento.

Terminamos con unas reflexiones sobre las consecuencias políticas y sociales de la dependencia financiera.

Palabras claves: “Dependencia financiera”, “Sistema financiero”, “Fuga de Capitales”, “Reforma Financiera 1977”, “Deuda Externa”, “Extranjerización”

---

<sup>1</sup> Investigador de la Cátedra Nacional de Economía “Arturo Jauretche” y el Instituto de Investigaciones económicas de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA. Los comentarios pueden enviarse a [andresasiain@hotmail.com](mailto:andresasiain@hotmail.com).

## Argentina, 30 años de dependencia financiera

### 1. Introducción

La política económica de Martínez de Hoz se apoyó en dos principios rectores: “eliminar la excesiva e irracional intervención del Estado en la economía y reemplazar el sistema de economía cerrada por otro abierto”, en sus propias palabras<sup>2</sup>. La aplicación de ambos principios buscaron modificar las condiciones de funcionamiento de la economía argentina para reinsertarla pasivamente en los mercados mundiales. Como un siglo atrás, el viejo programa liberal de nuestras oligarquías había regresado para sentar las bases de una Argentina subordinada al orden mundial de las grandes potencias. Su aplicación requirió, como entonces, el exterminio de parte de nuestra población. Sin embargo, el papel que el mercado mundial tenía para nuestra economía no era el de otros tiempos<sup>3</sup>.

La economía mundial de los años setenta se caracterizaba por un exceso de liquidez internacional, resultado, en buena parte, de los superávits comerciales obtenidos por los países exportadores de petróleo tras las fuertes alzas en el precio del crudo. Estos “petrodólares” se canalizaron hacia la banca privada que funcionaba sin regulaciones en la city de Londres<sup>4</sup>. El reciclaje de éstos fondos se gestionó con una política agresiva de colocación de préstamos en los países de desarrollo intermedio. La Argentina era considerada uno de ellos<sup>5</sup>.

Desde entonces el funcionamiento de nuestra economía se ha vuelto altamente dependiente de los movimientos internacionales de capitales. Etapas de apreciación cambiaria con ingresos masivos de capitales externos dan lugar a etapas de tipo de cambio depreciado y fuerte exportación neta de recursos reales hacia el exterior. En el largo plazo, el desenvolvimiento económico fuertemente inestable, de estancamiento y descapitalización, coincide con un peso cada vez mayor del capital externo.

---

<sup>2</sup> Martínez de Hoz, J.A., 1981, p. 70.

<sup>3</sup> La continuidad histórica entre el proyecto oligárquico de finales del siglo XIX y XX forma parte del ideario de los ejecutores y de los ideólogos del programa económico del Proceso de Reorganización Nacional. A modo de ejemplo, el título del libro de Martínez de Hoz, *Bases para una Argentina Moderna*, en el que justifica su gestión como parte de un proyecto para transformar no sólo las estructuras de nuestra economía, sino también la “mente de sus habitantes”, busca identificarse con las Bases de Alberdi y el proyecto que dio origen a la “Argentina moderna” de la historia mitrista.

<sup>4</sup> Los denominados mercados de euro dólares.

<sup>5</sup> En Sampson, A., 1981, se encuentra un interesante desarrollo desde la óptica de los banqueros de la formación de los mercados de eurodólares, el reciclaje de los petrodólares y la crisis de la deuda.

En este trabajo intentamos mostrar que ello es consecuencia de nuestra integración al mercado mundial de capitales. Esta da origen a un fenómeno que denominamos de dependencia financiera caracterizado, en el largo plazo, por la extranjerización de la propiedad del capital interno en paralelo a la exportación neta de bienes y servicios reales.

En la primer parte señalamos las principales medidas de Martínez de Hoz tendientes a la integración de la Argentina al circuito financiero mundial. Luego analizamos sus consecuencias mediante el estudio de los balances de pagos del período 1976-2006. A partir de ello desarrollamos el concepto de dependencia financiera y cuales son sus principales efectos en nuestra economía. Por último presentamos algunas conclusiones. Se incluye un anexo en el que se analizan distintas formas de presentar las cuentas externas de nuestra economía.

## **2. La incorporación al mercado financiero internacional**

Los principios de reducción del papel del Estado y apertura que guiaron la política económica de Martínez de Hoz se encuentran presentes en las medidas tomadas para modificar el sistema financiero. La Reforma Financiera de junio de 1977, la política de unificación de cambios a lo largo de 1976, la Ley de inversiones extranjeras del mismo año, la libre compra-venta de dólares y de toma de créditos externos en 1978, entre otras, tendieron al traspaso del control del sistema bancario del BCRA<sup>6</sup> a las entidades financieras, en el marco de una apertura de la cuenta de capitales. De esta manera los flujos financieros de nuestra economía pasaron a ser organizados por el mercado financiero mundial, dejándose al BCRA una influencia indirecta muy limitada<sup>7</sup>.

### **2.1 La Reforma Financiera**

---

<sup>6</sup> Banco Central de la República Argentina.

<sup>7</sup> Esta pérdida del control de los flujos financieros internos se manifiesta en la literatura económica con el concepto de país chico, que significa que es incapaz de influir en las variables del mercado financiero mundial (ver por ejemplo Rodríguez, C., 1979). Muchas veces se indica que la pérdida del control de los flujos financieros se produce si se quiere determinar el nivel del tipo de cambio siendo una segunda opción la flotación del cambio que permitiría controlar los flujos financieros. Sin embargo éstas opciones no se presentan en la práctica de la política económica dada la lentitud y el costo de los ajustes importantes por medio del tipo de cambio. Lo habitual es la intervención en el mercado de cambios evitando sus fluctuaciones bruscas y la subordinación parcial de la política monetaria a dicho objetivo.

La reforma financiera<sup>8</sup> de junio de 1977 implicó el traspaso desde el Estado a las entidades financieras de las funciones básicas del sistema financiero. Ello requirió dar marcha atrás con la ley de nacionalización de depósitos de 1973 devolviendo a las entidades financieras la capacidad de creación monetaria<sup>9</sup>. De esta manera la captación de depósitos y la creación y orientación del crédito pasó a ser exclusiva responsabilidad de las entidades financieras. También se dejó en sus manos la determinación de las formas, tasas y plazos de los depósitos y créditos<sup>10</sup>.

Estas medidas se apoyaron en una concepción que revaloriza al mercado financiero como elemento dinamizante de las economías periféricas<sup>11</sup>. Se consideraba que las tasas de interés menores a la tasa de inflación, vigentes bajo el régimen anterior, desalientan el ahorro y permiten la realización de inversiones de baja productividad. El exceso de demanda de crédito que ello genera y la consiguiente racionalización del mismo por el Estado reemplaza la lógica de la rentabilidad propia del mercado por las vigentes en la administración estatal. Se supone que ello conduce a una asignación ineficiente del ya de por sí escaso ahorro. De esta manera la liberalización del mercado financiero conduce a un incremento del ahorro y la inversión, y a una mejor asignación de ésta, en el marco de un alza de las tasas de interés que pasan a reflejar el verdadero nivel de escasez del capital.

Desde esta perspectiva, la compra especulativa de divisas, viviendas o tierras, así como la acumulación de inventarios por motivos especulativos, se entiende como una consecuencia indirecta de las tasas de interés negativas que llevan a la destrucción de los instrumentos financieros como forma de conservar el valor de los ahorros. De esta manera la liberalización del mercado de crédito hace innecesarias reglamentaciones como el control de cambios, el congelamiento de los alquileres y arrendamientos, etc.

---

<sup>8</sup> La reforma financiera requirió la implantación de dos leyes. La ley 21.495 de descentralización de depósitos, que enseguida desarrollamos, y la ley 21.526 sobre entidades financieras. Ésta última incorpora una serie de regulaciones para el nuevo mercado financiero en las que se destaca la extensión de la garantía estatal a los depósitos en moneda nacional de todas las entidades financieras. Éstas garantías obligaron al Estado a enormes desembolsos al producirse la quiebra de grandes entidades financieras en 1980, según lo reconoce el propio Martínez de Hoz (ver Martínez de Hoz, J.A., 1981, p. 86).

<sup>9</sup> La ley 20.520 de nacionalización de depósitos disponía que todas las entidades financieras transfirieran sus depósitos al Banco Central de la República Argentina (BCRA) y que en el futuro la recepción de depósitos sólo podía ser realizada por dicha institución. De esta manera se eliminaba la posibilidad de que las entidades financieras creen moneda (la expansión secundaria de la oferta monetaria propia de los sistemas de encaje fraccionario, en el lenguaje técnico), por lo que la autoridad monetaria pasaba a tener el monopolio de la creación monetaria dentro del sistema bancario. En palabras de Ricardo Cairoli, presidente del BCRA en 1974, “de lo único que se trata es de que el Estado reasumió su exclusiva atribución de emitir moneda, facultad que, aunque le era propia, hasta esa fecha había sido usada por los bancos comerciales” (Cairoli, R., 1975, p. 31).

<sup>10</sup> Sólo los bancos pueden recibir depósitos a la vista.

<sup>11</sup> Esta concepción puede consultarse en el capítulo IX sobre la reforma financiera del libro de Martínez de Hoz de 1981. Una versión de un aparente mayor rigor científico puede consultarse en McKinnon, R., 1974.

## 2.2 Liberalización de la cuenta de capitales

Durante 1976 se procedió a la unificación de los diversos tipos de cambios vigentes hasta el momento. Desde ese momento comenzaron una serie de disposiciones tendientes a la desregulación del mercado de divisas. Entre ellas puede mencionarse “las siguientes posibilidades antes inexistentes: libre remisión de utilidades, dividendos y regalías; la liberación del plazo para pagar importaciones; la libertad para remitir fondos al exterior y la eliminación de la obligación de ingresar del exterior las divisas provenientes de exportaciones de bienes y servicios en ciertos casos o la ampliación de los plazos para hacerlo en otros”<sup>12 13</sup>. La compra-venta de dólares se liberalizó, en los hechos, a partir de enero de 1978<sup>14</sup>. A partir de diciembre de 1978 se eliminó toda restricción para la toma de créditos en el exterior, excepto el plazo mínimo de un año para su repago. De esta manera se alcanza la “libertad del mercado cambiario..., la apertura al libre flujo de capitales y el establecimiento de un mercado único de cambios”<sup>15</sup>.

La liberalización de la cuenta de capitales se tenía como un requisito para un mayor ingreso de capitales externos considerados necesarios para el desarrollo económico. Es interesante al respecto transcribir las palabras de dos “expertos en materia financiera externa” citados por Martínez de Hoz a 15 años de su gestión para justificar su política de endeudamiento externo: “Ser ‘en desarrollo’ es estar endeudado. Los países de desarrollo intermedio son estructuralmente importadores de capital cuya productividad en su uso es alta. Cuanto más recursos naturales y humanos tenga el país, mayor necesidad tiene de obtener préstamos para desarrollar los mismos”<sup>16</sup>.

En términos de la teoría neoclásica, el rendimiento del capital es mayor cuanto más escaso es el mismo. Como el capital es más escaso en los países periféricos que en los centrales, su rendimiento (entendiendo por este tanto a la rentabilidad como a la productividad física) es también mayor. De esta manera la liberalización de los movimientos de capitales deberá generar una transferencia neta de capitales desde el centro hacia la

---

<sup>12</sup> Martínez de Hoz, J.A., 1981, p.94.

<sup>13</sup> La ley 21.382 de Inversiones Extranjeras de agosto de 1976 permite además a las empresas extranjeras acceder al crédito interno en las mismas condiciones que las nacionales (artículo 7) y considera a las operaciones con su casa matriz como realizadas entre partes independientes (artículo 9).

<sup>14</sup> Por disposición del BCRA pasa a permitirse la compra de hasta 5.000 dólares en enero, 10.000 en junio y 20.000 en septiembre. Sin embargo, la ambigüedad de las circulares permite eludir esos toques. Como señala Jorge Schvarzer, “la ambigüedad aplicada en la redacción de las resoluciones significa una manera vergonzante de autorizar a los inversores locales a comprar divisas en la cantidad y oportunidad que lo deseen” (Schvarzer, J., 1987, p.77-78).

<sup>15</sup> Martínez de Hoz, J.A., 1981, p.70.

<sup>16</sup> William Bolin y Jorge del Canto, LDC DEBT: beyond crisis management, Foreign Affairs, junio-agosto de 1983, citado por Martínez de Hoz, J.A., 1991, p.175.

periferia hasta que su escasez relativa se iguale (hasta que los países subdesarrollados dejen de serlo).

Bajo ésta concepción la reforma financiera y la liberalización de la cuenta de capitales se vuelven dos elementos complementarios para el desarrollo económico. La primera garantiza que la tasa de interés refleje el verdadero valor del capital en la economía, dado por su escasez relativa (igualada a su productividad física), generando una asignación eficiente del mismo. La segunda permite que el arribo de capital externo desde los países en dónde es menos escaso (productivo), donde las tasas de interés son menores.

Pasemos a estudiar las consecuencias de nuestra integración al circuito financiero mundial a través de las cuentas del Balance de Pagos.

### **3. Nuestras cuentas con el exterior**

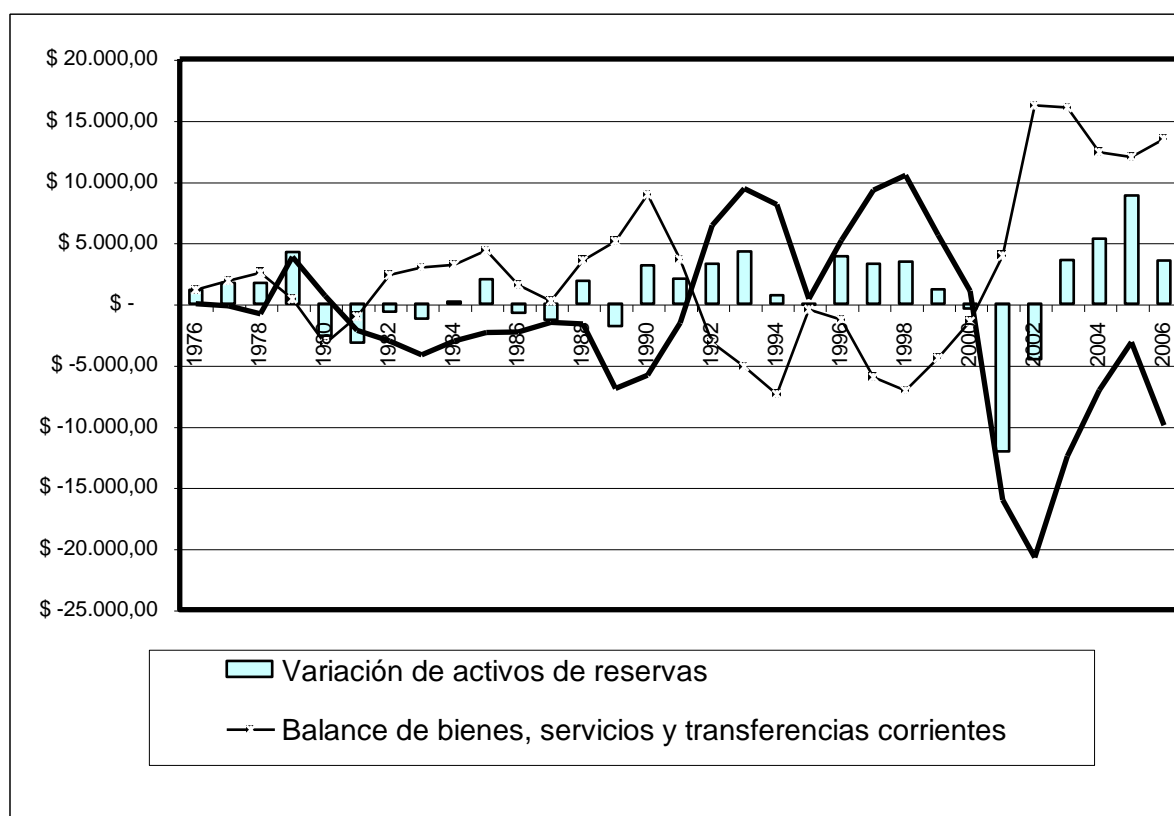
El Balance de Pagos registra las operaciones realizadas entre residentes en nuestro país y quienes no lo son. Resulta por ello un registro de suma utilidad para el estudio de los efectos de nuestra integración al circuito financiero mundial.

En primer lugar presentamos los principales movimientos del balance de pagos para el período 1976-2006. Agruparemos las diversas cuentas según se traten de transacciones reales o financieras. De esta manera podemos observar los flujos reales de bienes y servicios entre nuestra economía y el resto del mundo (transferencias netas de recursos reales), por un lado, y los movimientos financieros, por el otro. Para ello se requiere una presentación diferente de las cuentas del balance de pagos de la que es habitual. En el anexo I desarrollamos el porque de nuestra forma particular de presentación de las cuentas externas.

Tomamos como transacciones reales al intercambio de bienes y servicios reales (exportaciones e importaciones) y a las transferencias corrientes (por tratarse, en gran parte, de la contrapartida de los servicios laborales de inmigrantes y emigrantes). Un superávit en las transacciones reales significa que nuestra economía ha producido más de lo que ha consumido o invertido, es por lo tanto una transferencia real de recursos hacia el resto del mundo. Por el contrario, un déficit significa que nuestra economía ha gastado más de lo que produjo, es por tanto un ingreso de recursos reales desde el resto del mundo. Según la concepción neoclásica desarrollada en el apartado anterior, nuestro país debería registrar déficits en las cuentas reales, lo que no sería otra cosa que la contrapartida física (importaciones de maquinarias, bienes intermedios, tecnologías, etc.) del ingreso de capitales proveniente de los países centrales, para nuestra capitalización y desarrollo.

El resto de las cuentas del balance de pagos corresponden a transacciones financieras. Por un lado agrupamos a la cuenta capital y financiera (donde se registran principalmente las variaciones de la inversión extranjera directa, del endeudamiento externo, compra de acciones de empresas locales por no residentes<sup>17</sup>, por el lado de nuestros pasivos, y los depósitos, tenencias de divisas y otras inversiones financieras en el exterior, más la inversión directa en el exterior de nuestros residentes, por el lado del activo), las rentas de la cuenta corriente (intereses, utilidades y dividendos generados por los activos y pasivos externos) y los errores y omisiones<sup>18</sup>. Presentamos por separado las variaciones de reservas<sup>19</sup>.

Gráfico 1: Balance de pagos, cuentas reales y financieras, millones de dólares, 1976-2006.



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL y FMI.

<sup>17</sup> Si las tenencias de acciones es superior al 10% del capital social se considera como inversión directa.

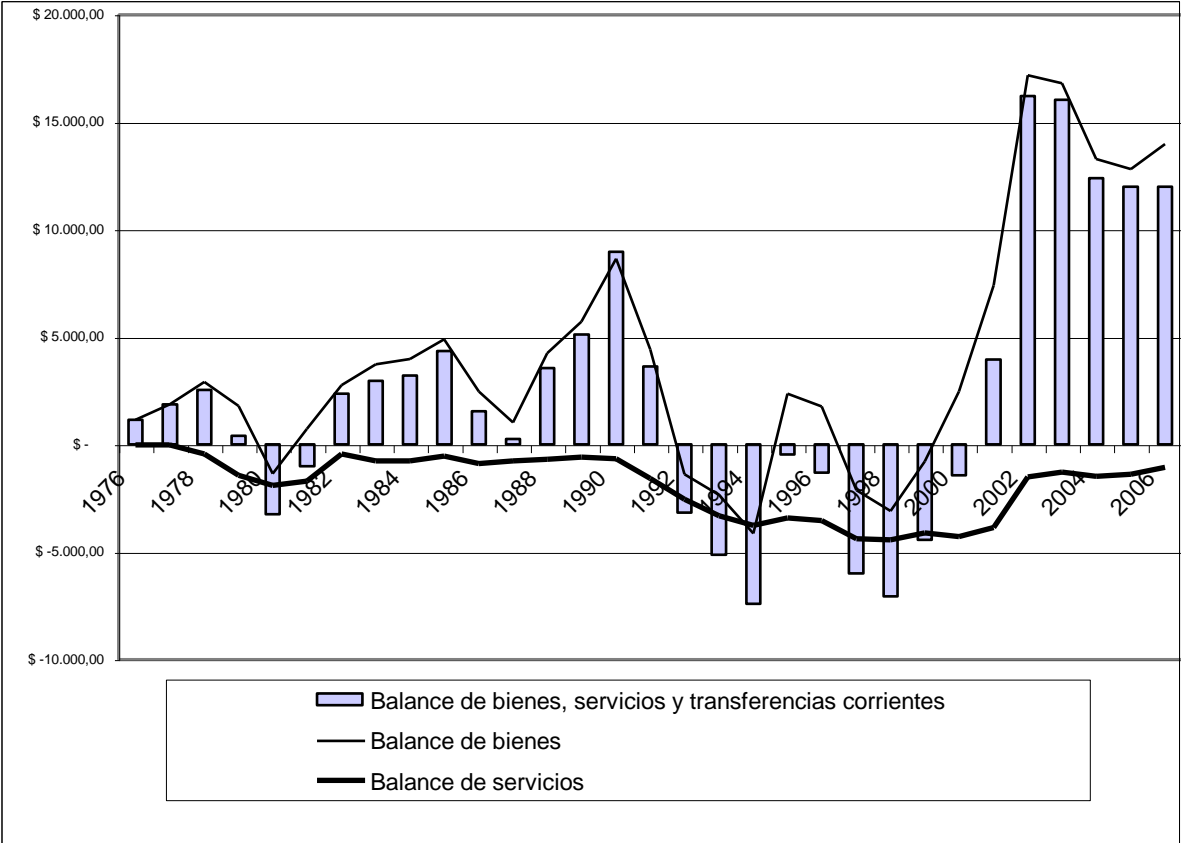
<sup>18</sup> En ellos queda registrada, por defecto, parte de las salidas de capitales privados (Basualdo, E. y Kulfas 2000, p.87).

<sup>19</sup> Nuestra división de las cuentas entre reales y financieras para una mejor visualización de las transferencias netas de recursos difiere del uso de este concepto por las estadísticas de la CEPAL (ver anexo I). Entendemos que la acumulación de reservas equivale a otorgar un crédito al resto del mundo, aunque a menores tasas que las que el resto del mundo cobra a nuestros residentes. La inmovilización de grandes reservas para disminuir el incentivo a ataques especulativos sobre las monedas nacionales constituye una característica de la integración de los países de la periferia al circuito financiero mundial y es una causa importante de transferencia de recursos hacia el exterior.



En el gráfico 1 pueden distinguirse dos momentos de déficit en las cuentas reales, los años 1980-1981, y 1992-2000. Ambos momentos coinciden con la vigencia de planes de estabilización basados en la política cambiaria: la “tablita” de Martínez de Hoz y el régimen de convertibilidad de Cavallo. La apreciación cambiaria combinada con la apertura comercial, propias de éstos planes de estabilización estimularon las importaciones<sup>20</sup>. Las mayores importaciones implican mayores gastos en fletes y seguros brindados por no residentes lo que incrementa el déficit por servicios reales. El turismo en el exterior, estimulado por la política cambiaria, profundiza el déficit de ésta cuenta. Como se aprecia en los gráficos 2 y 3 esos años se caracterizan por elevados niveles de importaciones y de déficit de servicios reales.

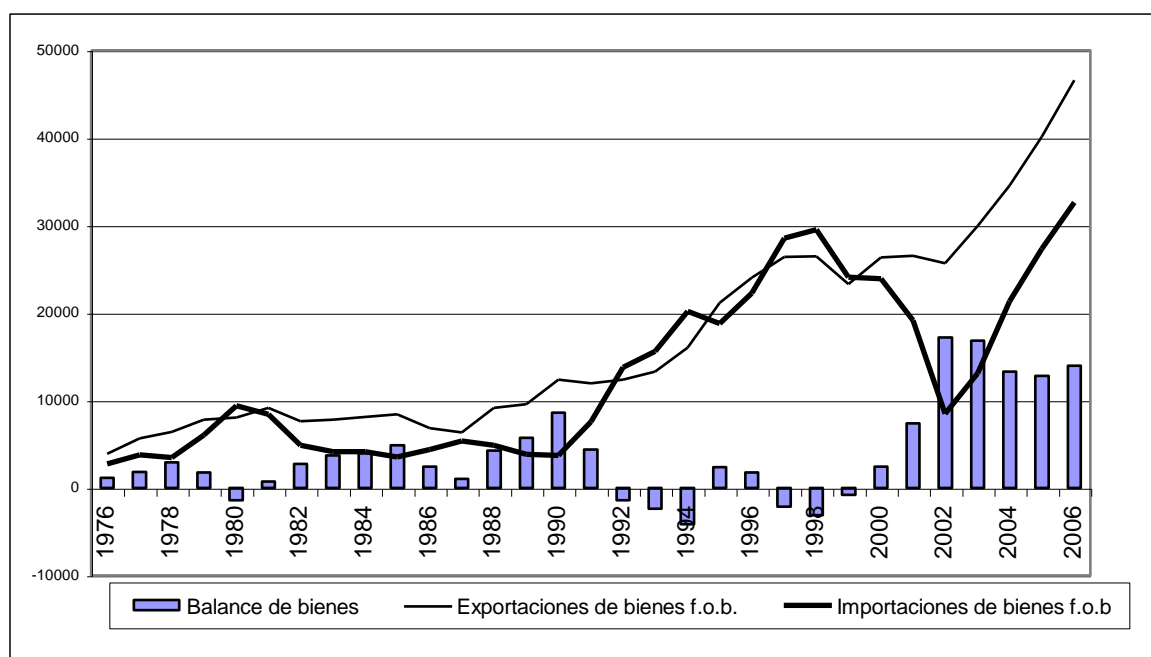
Gráfico 2: Cuentas reales del balance de pagos, millones de dólares, 1976-2006



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL y FMI.

<sup>20</sup> La “tablita” consistía en preanunciar las tasas de devaluación decrecientes de varios meses, mientras que el régimen de convertibilidad establecía la estabilidad del nivel de cambio. Ambos operan sobre los niveles de inflación a través de su impacto sobre las expectativas inflacionarias (vinculadas a las expectativas cambiarias) y sobre el precio de los transables, por eso ambos planes fueron acompañados de bruscas rebajas arancelarias. La diferente velocidad en que ajustan el tipo de cambio y los precios (especialmente en los sectores no transables) genera una apreciación real de la moneda local.

Gráfico 3: Balance de bienes, millones de dólares, 1976-2006



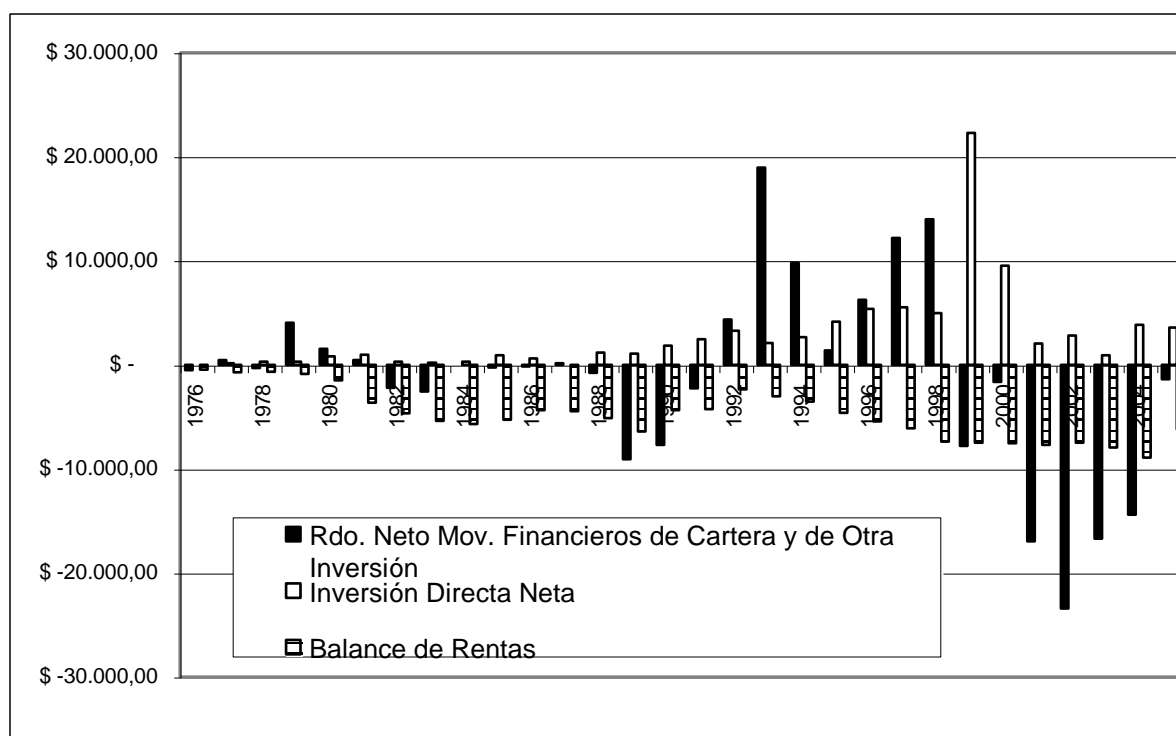
Fuente: elaboración propia en base a CEPAL y FMI.

Los períodos 1976-1979, 1982-1991 y 2001-2006 se caracterizan por el superávit de las cuentas reales (gráfico 1). Las tres etapas se corresponden con tipos de cambio reales relativamente depreciados. El nivel de actividad es inestable y de estancamiento en las dos primeras etapas mientras que a partir del 2002 registra un incremento continuo importante. Los niveles de importaciones parecen responder, por lo tanto, al nivel del tipo de cambio y de actividad. Es por ello que se mantienen bajos durante los ochenta y los primeros años tras la crisis de la convertibilidad (momentos de bajo nivel de actividad y tipo de cambio depreciado), y aumentan en la última etapa de crecimiento económico (aunque a niveles relativamente menores que en los años noventa, lo que puede asociarse a la diferencia cambiaria<sup>21</sup>). Las exportaciones no parecen corresponder a un patrón sistemático en el corto plazo, sin embargo muestran un incremento tendencial muy importante para el conjunto del período.

Por el lado de las transacciones financieras, en el gráfico 4 se presenta una mayor apertura de la cuenta financiera y del balance de rentas.

<sup>21</sup> El tipo de cambio devaluado parece haber estimulado un incipiente proceso de sustitución de importaciones como señalan Müller, A.; Lavopa, A. (2005).

Gráfico 4: Cuentas financieras y balance de rentas, millones de dólares, 1976-2006



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL y FMI.

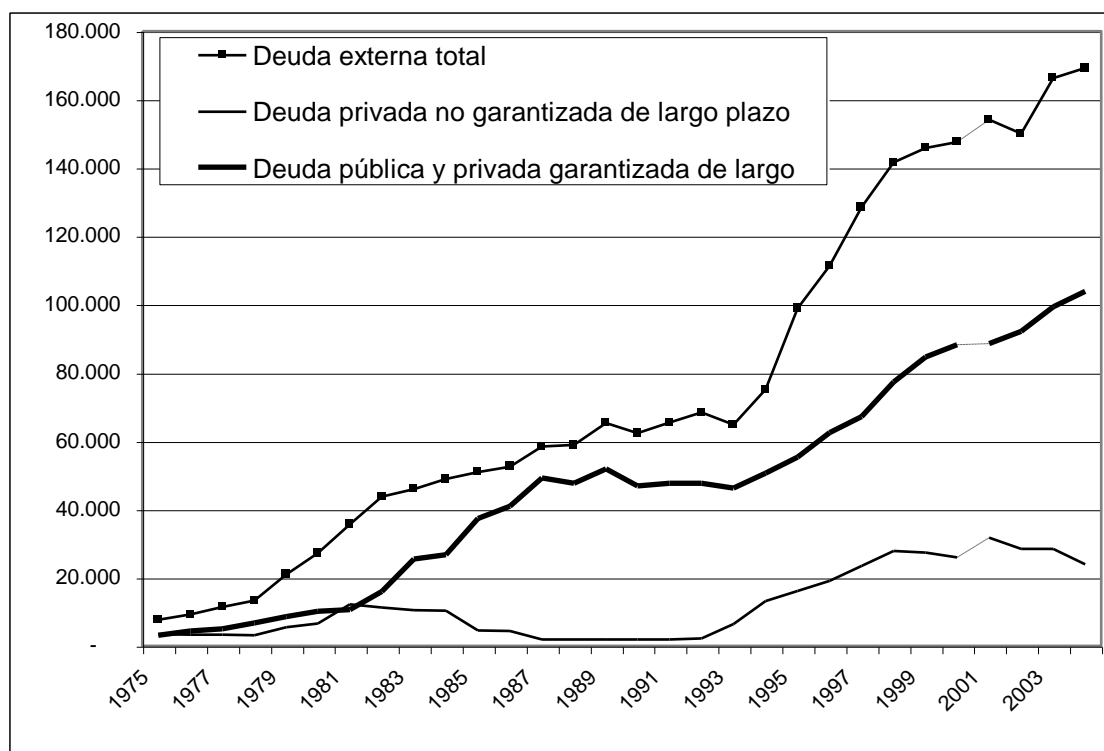
Puede observarse que los años que rigen los planes de estabilización cambiaria coinciden en su mayor parte con el ingreso de capitales financieros (de cartera y otra inversión). La estabilidad y apreciación cambiaria parece brindar a éstos capitales oportunidad de altos rendimientos en términos internacionales. Las crisis de éstos regímenes, la etapa hiperinflacionaria de finales de los ochenta registran las salidas más pronunciadas. Los momentos previos al derrumbamiento de los regímenes de “ancla” cambiaria estimulan las fugas masivas de capitales como forma de prevención a la desvalorización en términos internacionales de los stock de capital que implica la devaluación. Los períodos inmediatamente posteriores a la crisis de esos regímenes se caracterizan por una elevada incertidumbre cambiaria y saltos inflacionarios que mantienen esa tendencia. En el caso de la crisis de convertibilidad las salidas de capitales privados continuaron hasta el año 2005, es decir, a cuatro años de abandonado el régimen y a tres de recuperación económica. Las salidas de capital durante la hiperinflación se explica por la destrucción de la moneda nacional y la sustitución, en los hechos, por el dólar que ese proceso generó<sup>22</sup>.

<sup>22</sup> Se agrega al “motivo especulación” de la terminología keynesiana de demanda de divisas (para preservar el valor de la riqueza frente a expectativas de devaluación), el “motivo transacción”. Lo que implica el avance de la sustitución de la moneda local por la divisa en la función de medio de cambio y pago además del de reserva de valor. Cabe señalar que la divisa llega a cumplir la función de unidad de cuenta para gran parte de los bienes en

Respecto al déficit de rentas se observa la tendencia creciente por sobre sus fluctuaciones cíclicas, lo que se explica por el continuo incremento de los pasivos externos de nuestra economía a lo largo del período (gráficos 5-7). Por último, las inversiones directas cobran importancia a partir de los noventa a raíz del proceso de privatizaciones y de extranjerización de empresas locales<sup>23</sup>.

En los próximos gráficos consideramos los efectos acumulados de éstos movimientos financieros sobre el endeudamiento externo de nuestra economía y el stock de capitales que residentes de nuestro país mantienen en el exterior. Comencemos por los niveles de endeudamiento externo. En el gráfico 5 observamos los niveles de deuda externa total, discriminando la deuda de largo plazo privada sin garantía de la estatal o privada con garantía.

Gráfico 5: Deuda externa total, privada sin garantía de largo plazo y pública o garantizada de largo plazo, millones de dólares, 1975-2004<sup>24</sup>



Fuente: elaboración propia en base a Banco Mundial

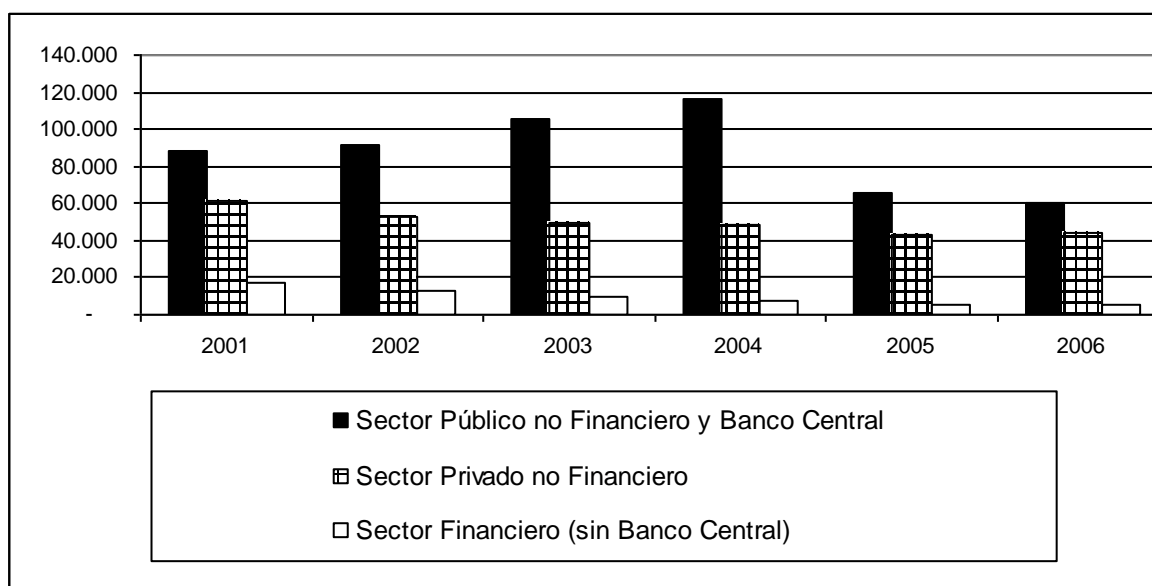
pleno proceso hiperinflacionario donde los precios pasan a formarse directamente en divisas para ser luego traducidos a moneda nacional (Fanelli, J.M.; Frenkel, R., 1990).

<sup>23</sup> El papel central que tiene la compra de empresas ya existentes, especialmente de empresas públicas, dentro de la inversión extranjera directa de los noventa puede consultarse en Chudnovsky, D. Y López, A., 2001. Para un análisis de la etapa posterior consultar Sacroisky, A., 2006.

<sup>24</sup> La deuda externa total incluye además al endeudamiento de corto plazo y el uso de crédito del FMI.

Puede observarse el continuo crecimiento de nuestra deuda externa a lo largo de todo el período, en forma relativamente independiente de los resultados de nuestras cuentas externas reales<sup>25</sup>. Los planes de estabilización cambiaria marcaron una aceleración del endeudamiento externo total, pero éste continuó creciendo en las etapas posteriores aunque a menor velocidad<sup>26</sup>. También se observa el proceso de estatización de la deuda externa a lo largo de la década de los ochenta, medidas impuestas por la doble presión de acreedores y deudores<sup>27</sup>, que transformará la naturaleza de la deuda externa. Ésta dejará de ser una relación económica entre un acreedor y deudor privado para transformarse en una relación fundamentalmente política entre Estados deudores, por un lado, y bancos extranjeros y organismos internacionales acreedores, por el otro. La serie se discontinúa en el año 2001 debido a una ampliación de la encuesta sobre deuda externa privada por lo que presentamos los datos del ministerio de economía para el período 2001-2006. En el gráfico 6 puede observarse el efecto de la quita sobre el nivel del endeudamiento externo público para el año 2005.

Gráfico 6: Deuda externa total, discriminando sector deudor, millones de dólares, 2001-2006



Fuente: elaboración propia en base a MECON.

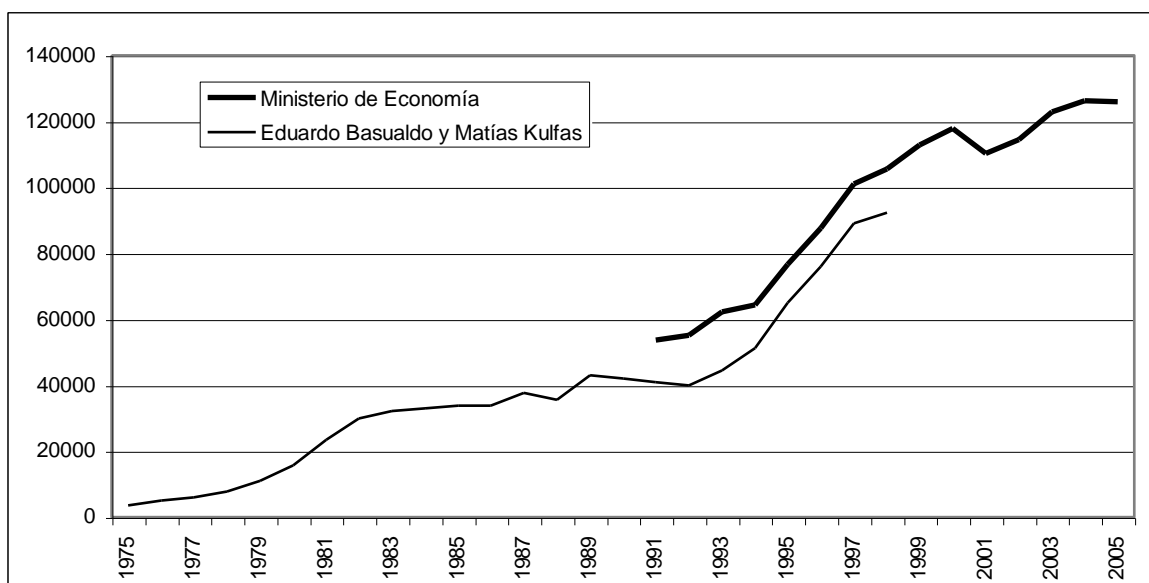
<sup>25</sup> Los resultados en las cuentas reales parecen afectar la tasa del crecimiento de nuestra deuda externa, pero no ponen en cuestión su continuo incremento. En términos matemáticos, de existir una relación entre el crecimiento de la deuda externa y los resultados reales, ésta afecta el signo de la segunda derivada, no así de la primera.

<sup>26</sup> La continuación del incremento de la deuda externa se debe en gran parte a la acumulación de atrasos en el pago de intereses y amortizaciones de deudas pre-existentes.

<sup>27</sup> En muchos casos el acreedor y deudor coincidían como lo comprobó la justicia federal en la causa n°14.467 conocida como el juicio a la deuda externa. Información detallada al respecto puede obtenerse en el libro de quien iniciara la causa, Alejandro Olmos, 1989.

En el gráfico 7 mostramos la evolución del stock de capitales en el exterior que poseen los residentes de nuestro país. Si se lo compara con el gráfico 5, puede observarse el fuerte paralelismo entre la evolución de la deuda externa y del stock de capitales “fugados”<sup>28</sup>. Al igual que la deuda externa, el stock de capitales fugados crece a lo largo del período en forma casi ininterrumpida, acelerando su incremento durante la vigencia de planes de estabilización con “ancla” cambiaria<sup>30</sup>.

Gráfico 7: Stock de capital en el exterior del sector privado, millones de dólares, 1975-2005.



Fuente: elaboración propia en base a Basualdo, E. Y Kulfas, M., 2000, y MECON.

En el cuadros 1 presentamos las principales características de las cuentas externas para los períodos con regímenes de “ancla” cambiaria. Se pueden observar las fuertes similitudes de ambos procesos, siendo la principal diferencia la mayor importancia relativa de los ingresos de capital externo para adquirir empresas nacionales, públicas y privadas, durante la convertibilidad.

<sup>28</sup> Este paralelismo entre endeudamiento externo y fuga de capitales ha sido señalado por la misma banca extranjera acreedora tras la crisis de la deuda en sus disputas con los grupos locales por la apropiación del excedente latinoamericano. Ver por ejemplo el texto de la Morgan Guaranty Trust Company de marzo de 1986 citado por Padilla del Bosque, R., 1991, p.3. Desde otra posición la misma conclusión obtienen Basualdo, E. y Kulfas, 2000.

<sup>29</sup> Existen muchas definiciones sobre que es una fuga de capital y como diferenciarla de una exportación de capitales. Nuestra concepción es similar a la que trabaja Graham, F. (1930) al analizar la hiperinflación alemana, y se diferencia de las definiciones habituales. La fuga de capital es la salida de ahorro al exterior para distintas formas de inversión cuyo rendimiento se acumula en el extranjero (su objetivo final no es repatriar las ganancias).

<sup>30</sup> Se observa un desfase de un período entre el comportamiento de la deuda externa y los capitales fugados.

Cuadro 1: Regímenes de "ancla" cambiaria

	<b>Tablita cambiaria ('79-'81)</b>	<b>Convertibilidad ('91-'01)</b>
<b>Condiciones iniciales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fuerte acumulación de reservas por superávits comerciales en 1976-79 y toma de créditos externos por el Estado con organismos internacionales y bancos extranjeros.</li> <li>• Condiciones internacionales de exceso de liquidez.</li> <li>• Fácil acceso al mercado de crédito internacional.</li> <li>• Elevada inflación.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Importante acumulación de reservas por superávit comercial 1990-91 e ingreso de inversiones directas por privatizaciones.</li> <li>• Condiciones internacionales de elevada liquidez.</li> <li>• Acuerdo con acreedores externos (plan Brady y capitalización a valor nominal de los bonos de deuda externa pública en las privatizaciones) y reanudación del acceso al mercado de crédito internacional.</li> <li>• Hiperinflación.</li> <li>• Incertidumbre cambiaria y fuga de capitales</li> </ul>
<b>Balance de bienes y servicios reales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Déficit por fuerte incremento de las importaciones, de los gastos de turismo en el exterior y de los fletes y seguros.</li> <li>• Elevado nivel de exportaciones.</li> </ul>	
<b>Servicios financieros</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Déficit creciente por pagos de intereses de deuda externa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Déficit creciente por pagos de intereses de deuda externa y remisión de utilidades de empresas extranjeras.</li> </ul>
<b>Deuda Externa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crecimiento acelerado.</li> <li>• Sustitución de deuda externa privada por pública a finales del régimen.</li> </ul>	
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Imposición de políticas de ajuste del gasto estatal por organismos internacionales de crédito para el acceso a préstamos hacia finales del período.</li> </ul>
<b>Inversión Extranjera Directa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poco importante.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Montos importantes asociados a la compra de empresas existentes de propiedad pública o privada nacional.</li> </ul>
<b>Movimientos de capital financiero privado</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ingresos masivos a comienzos del régimen y fuertes salidas hacia su final.</li> </ul>	
<b>Reservas Internacionales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Importante acumulación al comenzar el régimen y fuerte desacumulación hacia su final.</li> </ul>	

<b>Condiciones finales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Elevado nivel de deuda externa. Imposibilidad de seguir pagando los servicios. Cierre del acceso al crédito internacional.</li> <li>• Inestabilidad e incertidumbre cambiaria y fugas masivas de capitales.</li> <li>• Brusca caída del nivel de actividad y de las importaciones.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Extranjerización del capital interno.</li> </ul>

En el cuadro 2 presentamos los saldos netos de las principales cuentas externas para ambos regímenes de ancla cambiaria. Se destaca el fuerte incremento de la deuda externa en paralelo al stock de capitales fugados al exterior, así como los déficits en las cuentas reales del balance de pagos.

Cuadro 2: Resumen de operaciones externas de nuestra economía, millones de dólares, regímenes con ancla cambiaria (totales acumulados).

	<b>1979-81</b>	<b>1991-01</b>
Balance de bienes, servicios y transferencias corrientes	-3.896	-28.905
Cuenta capital y financiera, balance de rentas y errores	2.330	38.394
Variación de activos de reservas	-1.566	9.489
Incremento deuda externa total	22.382	78.269
Incremento capitales fugados	15.645	54.923

Fuente: Elaboración propia en base a CEPAL, FMI, Banco Mundial, Basualdo y Kulfas (2000) y MECON.

En el cuadro 3 presentamos las principales características de las etapas de tipo de cambio depreciado 1982-1990 y 2002-2006. Ambas etapas coinciden con una fuerte exportación de recursos reales al exterior en contrapartida con las pesadas cargas financieras generadas por los elevados pasivos externos heredados de los períodos de ancla cambiaria. Sin embargo las condiciones para lograr los superávits reales presentan diferencias significativas. La década de los ochenta se caracteriza por el ajuste recesivo como forma de lograr reducir las importaciones y lograr saldos comerciales superavitarios. La última etapa se caracteriza por lograr superávit comerciales que, tras una primer año de ajuste recesivo, coinciden con un fuerte incremento de la actividad económica. Esta diferencia reconoce causas internas como ser la capacidad para mantener un tipo de cambio depreciado estable, como externas. Respecto a éstas últimas, sobresale el comportamiento de los términos de intercambio de fuerte deterioro en los ochenta y de fuerte incremento en el período 2002-06.



También se destaca el comportamiento diferencial respecto a la deuda externa. El período de los ochenta se caracteriza por la estatización de la deuda externa privada en el marco de un incremento de la deuda total por acumulación de intereses impagos. La última etapa se caracteriza por una reducción de la deuda total impulsada por la reducción de la deuda externa pública.

Cuadro 3: Períodos de tipo de cambio depreciado

	1982-1990	2002-2006
<b>Condiciones iniciales (ver condiciones finales del cuadro 2)</b>		
<b>Balance de bienes y servicios reales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Superávit comercial pese al estancamiento de las exportaciones y la caída de los términos de intercambio. Se consigue mediante la reducción de las importaciones por el tipo de cambio depreciado y, principalmente, el estancamiento de la actividad productiva y de la inversión.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Importantes superávit comercial en el marco de exportaciones crecientes y elevados términos del intercambio. Las importaciones caen fuertemente a comienzos del período para recuperarse al hacerlo la actividad económica.</li> </ul>
<b>Servicios financieros</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Déficit creciente por pagos de intereses de deuda externa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Déficit creciente por pagos de intereses de deuda externa y remisión de utilidades de empresas extranjeras.</li> </ul>
<b>Deuda Externa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Constante negociaciones con acreedores externos e imposición de políticas de ajuste interno.</li> <li>• Acumulación de intereses impagos.</li> <li>• No acceso al mercado internacional de crédito.</li> <li>• Estatización de la deuda externa privada.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Renegociación de la deuda externa pública e importante quita a los acreedores no oficiales.</li> <li>• Regularización de los pagos.</li> <li>• Reanudación del acceso al mercado internacional de crédito.</li> </ul>
<b>Inversión Extranjera Directa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poco importante.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fuerte reducción y posterior recuperación (sin alcanzar los niveles de los noventa).</li> </ul>
<b>Movimientos de capital financiero privado</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fuertes salidas al comienzo del período y durante las crisis hiperinflacionarias.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fuertes salidas durante la mayor parte del período. Se invierte su signo a partir del 2006.</li> </ul>

<b>Reservas Internacionales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inestables.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fuerte caída inicial y posterior recuperación por acumulación de saldos comerciales favorables.</li> </ul>
<b>Condiciones finales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crisis hiperinflacionaria y destrucción de la moneda nacional.</li> <li>• Incertidumbre cambiaria y fugas masivas de capital.</li> <li>• Incumplimiento de los pagos de la deuda externa y cierre de los mercados internacionales de crédito.</li> <li>• Caída del nivel de actividad y de las importaciones.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estabilidad cambiaria y reanudación del ingreso de capitales privados de corto plazo.</li> <li>• Limitado acceso al crédito internacional.</li> <li>• Elevados servicios financieros por deuda externa y giros de utilidades de las empresas extranjeras.</li> <li>• Fuerte superávit comercial.</li> </ul>

En el cuadro 4 presentamos los saldos netos de las principales cuentas externas para ambas etapas de cambio depreciado. Se destaca la fuerte exportación de recursos reales hacia el exterior, que superan ampliamente los déficits de las cuentas reales de los períodos que los preceden (comparar cuadro 2 y 4). Ambos períodos coinciden también en el incremento de los capitales fugados al exterior. Como ya se indicó, la evolución de la deuda externa difiere para ambas etapas.

Cuadro 4: Resumen de operaciones externas de nuestra economía, millones de dólares corrientes, regímenes con ancla cambiaria (totales acumulados).

	<b>1982-90</b>	<b>2002-06</b>
Balance de bienes, servicios y transferencias corrientes	32.271	70.078
Cuenta capital y financiera, balance de rentas y errores	-	-53.307
Variación de activos de reservas	1.419	16.772
Incremento deuda externa total	26.575	-56.934
Incremento capitales fugados	18.663	15.736 (1)

(1) El incremento corresponde al período 2005-2002.

Fuente: Elaboración propia en base a CEPAL, FMI, Banco Mundial, Basualdo y Kulfas (2000) y MECON.

Para finalizar presentamos el siguiente cuadro con los saldos de nuestras cuentas externas para el total del período bajo análisis. En el se destacan ciertas tendencias que se imponen sobre la sucesión de etapas de apreciación y depreciación cambiaria. Estas tendencias son el incremento de los pasivos externos (en el cuadro sólo aparece la deuda externa, pero similar tendencia registra la inversión directa). Esta mayor presencia del capital externo en nuestra economía se produce, en oposición a lo predicado por la teoría neoclásica, en paralelo al superávit de nuestras cuentas reales. Es decir que el mayor endeudamiento externo y la mayor presencia de empresas extranjeras en nuestra economía no tuvo una contrapartida real en un incremento de nuestra capacidad de importar medios de producción, tecnologías, etc. Sino que por el contrario, se produjo en paralelo a disminución de esa capacidad. Esta paradoja deja de serlo al observar el incremento de los capitales fugados al exterior, los pagos de intereses, amortizaciones, remisión de utilidades y dividendos, y el incremento de las reservas internacionales que son su contrapartida.

Cuadro 5: Resumen de cuentas externas de nuestra economía, millones de dólares, 1976-1006

	1976-2006 (1) Total acumulado
Balance de bienes, servicios y transferencias	75.081
Cuenta cap. y financiera, rentas y errores	-44.384
Variación de activos de reservas	30.699
Incremento deuda externa total	101.463
Incremento capitales fugados	122.384

(1) El valor absoluto de las cuentas financieras, la variación de la deuda y de los capitales en el exterior debe ser tomado con cautela debido a los cambios de serie registrados en el período

Fuente: Elaboración propia en base a CEPAL, FMI, Banco Mundial, Basualdo y Kulfas (2000) y MECON.

#### 4. La dependencia financiera

Antes de interpretar los resultados del apartado anterior a la luz del concepto de dependencia financiera, es oportuno desarrollar que entendemos por dependencia y por capital financiero. La dependencia económica se produce cuando las principales decisiones en una economía (cuanto invertir o consumir, en qué, cómo distribuir el ingreso, etc.) no son tomadas en función de los intereses internos sino en tanto no contradigan los intereses externos

dominantes. Nótese que una economía regulada por los mercados mundiales de mercancías y/o capitales cuyo movimiento no logra controlar es por definición una economía dependiente. Al hablar de dependencia financiera nos referimos a que el movimiento de las principales variables de nuestra economía dependen de los movimientos internacionales del capital financiero, y por lo tanto de quienes los determinan (banca extranjera, fondos de inversión, grandes empresas transnacionales, organismos internacionales de crédito, potencias que los influyen, sectores locales ligados a ellos).

Respecto al concepto de capital financiero es importante diferenciarlo de otras formas del capital, especialmente la comercial o productiva. El capital financiero surge, según Hilferding (1963), una vez desarrollada la separación entre propiedad y gestión del capital. La propiedad del capital cobra movimientos relativamente autónomos, del capital productivo o mercantil, en forma de capital dinerario. Hemos visto que el proceso de endeudamiento externo y extranjerización de la propiedad de nuestra economía se produce sin un ingreso de capital productivo o mercantil, siendo por tanto un proceso básicamente financiero cuya contrapartida es el incremento de los capitales fugados al exterior, los pagos de intereses, amortizaciones, remisión de utilidades y dividendos, y el incremento de las reservas internacionales.

Intentaremos resumir algunas de las principales características económicas de nuestra dependencia financiera a partir de las observaciones de la sección anterior.

#### **a- Absorción del excedente interno por el sistema financiero externo:**

Los mecanismos básicos por los que nuestro excedente económico sale al exterior son:

- Intereses, utilidades y dividendos que producen nuestros pasivos externos. Como señala Pedro Paz, “la dependencia financiera tiene su origen en la presencia de capitales extranjeros en la economía de la periferia”. “Cada entrada de capital extranjero tiene como contrapartida en el mediano y largo plazo, un flujo de recursos financieros en sentido inverso por concepto de servicios de dicho capital que excede a las entradas originales”. “La situación antes descrita significa que los países subdesarrollados deben cubrir el peso de esas transferencias netas de divisas a través de dos conductos: primero, exportando más de lo que importan o, lo que es lo mismo, importando menos de lo que permitirían sus exportaciones; y/o segundo, mediante el aumento de su endeudamiento externo. El segundo camino no soluciona el problema sino lo posterga”<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> Paz, P, 1960, p.8, 9 y 12.

- Dolarización de nuestro sistema monetario: La característica inestabilidad de los movimientos financieros internacionales y la baja capacidad de influencia en ellos se tradujo en una agudización de la inestabilidad cambiaria. En el mediano plazo, la tendencia a la exportación neta de recursos al exterior observada implicó una tendencia a la desvalorización de nuestra moneda. El efecto de la inestabilidad cambiaria y tendencia a su desvalorización, sobre la capacidad de reserva de valor de los activos financieros locales (incluyendo en ello el deterioro de la capacidad de reserva de valor de la moneda nacional por el efecto inflacionario de las devaluaciones) llevó a su sustitución por los activos financieros externos. De esta manera gran parte de los ahorros nacionales se realizaron en activos financieros externos (sea la tenencia de dólares, depósitos en el exterior, etc.), lo que explica parte importante de la fuga de capitales observada. Este proceso se manifestó luego de cada gran crisis del período bajo análisis, especialmente durante los procesos hiperinflacionarios en donde la divisa llegó a emplearse como medio de cambio, pago y unidad de cuenta para la mayor parte de las transacciones de nuestra economía (ver nota 22).
- Inmovilización de Reservas: Los enormes volúmenes de capital líquido desregulado que conforman el mercado financiero mundial obligan a los países de la periferia integrados al mismo a mantener cuantiosas reservas inmovilizadas para prevenir los ataques especulativos sobre sus monedas. Hemos observado el fuerte incremento de las reservas que arrojó como saldo el período estudiado (cuadro 5).

### **b- Reingreso de nuestro excedente interno en forma de capital extranjero concentrado**

La absorción del excedente interno por el sistema financiero mundial acentúa el estrangulamiento de divisas de la economía reduciendo aún más la capacidad interna de estimular la actividad económica. Una política de estímulo del gasto interno puede inducir importaciones incompatibles con el equilibrio externo. A su vez, una política monetaria expansiva podría estimular la salida de capitales financieros de corto plazo<sup>32</sup>. El acceso al mercado internacional de crédito y la atracción de inversiones extranjeras surgen como la forma de inducir la actividad interna si se desea evitar una crisis de balance de pagos.

---

<sup>32</sup> Esto es así porque una política monetaria expansiva disminuye el costo del financiamiento interno y desestimula la toma de financiamiento en el exterior, es decir que estimula la salida (o disminución del ingreso) de capitales financieros externos. A ello se hace referencia en la nota 7, donde se desarrolla la pérdida de independencia de la política monetaria que implicó la apertura de la cuenta de capitales.

De esta manera el financiamiento de las actividades económicas pasa a depender de su aprobación por el capital externo. El sistema financiero externo absorbe los ahorros dispersos de todo el mundo, los concentra, y los distribuye en forma de capital extranjero. El poder del capital externo concentrado va desplazando al capital nacional (público y privado) de la actividad interna<sup>33</sup>. Podría decirse que así como la apertura comercial sustituye la producción nacional por la importada, la apertura de la cuenta de capital sustituye la propiedad nacional por la extranjera.

### **c- Descapitalización y estancamiento**

Los montos de nuestro excedente que salen al exterior han superado en el largo plazo a los montos reingresados en forma de inversiones extranjeras. De esa manera se genera una tendencia al superávit en nuestras cuentas externas reales, a una transferencia de recursos reales hacia otros países. Es decir, producimos más de lo que consumimos o invertimos, y transferimos la diferencia al exterior. Se produce por lo tanto lo opuesto a lo predicho por la teoría neoclásica. La apertura a los movimientos internacionales del capital conduce a la transferencia de capital de las zonas que escasea a donde abunda acentuando el diferencial de desarrollo entre ellas<sup>34</sup>.

La exportación neta de parte de nuestro excedente se vincula con el estancamiento de la acumulación de capital en nuestra economía<sup>35</sup>. Entre las causas de los bajos niveles de inversión puede mencionarse:

- Competencia entre inversión en el país o en el exterior: La incorporación al mercado financiero mundial hace que el rendimiento y seguridad de la inversión interna deba ser superior al de las inversiones en el exterior para realizarse.

- Inestabilidad cambiaria y tendencia a su desvalorización: Como señalamos se encuentra vinculada a la inestabilidad de los flujos internacionales del capital financiero y a la transferencia neta de recursos hacia el exterior. La inestabilidad del cambio hace que los

---

<sup>33</sup> Señalaba Scalabrini Ortiz (1940), p 120, que “endeudar a un país a favor de otro, hasta las cercanías de su capacidad productiva, es encadenarlo a la rueda sin fin del interés compuesto... ..Tarde o temprano el acreedor absorbe al deudor. Primero al débil y pequeño. Luego al más poderoso y resistente. Forzosamente y muchas veces contra su propia voluntad, el capital absorbe y centraliza”.

<sup>34</sup> Este proceso es parte de la tendencia impuesta a los mercados financieros por la regulación monetaria de la economía de EEUU a partir del gobierno de Reagan. El incremento de la tasa de interés propiciado desde la Reserva Federal a comienzos de la década de los ochenta, implica utilizar el reciente mercado mundial de capitales para financiar los déficits de cuenta corriente de la economía norteamericana. De ahí en adelante el crecimiento de dicha economía se desarrollará conjuntamente a fuertes déficits de cuenta corriente y a una impresionante succión de ahorro del resto de mundo. Para un análisis del financiamiento de la economía de EEUU y su impacto en América Latina durante la década del ochenta hasta comienzos de los noventa pueden consultarse Dinenzon, M. y Hopenhayn, B., 1987 y 1991, y Hopenhayn, B. y Cruces, M., 1995.

<sup>35</sup> La participación de la inversión en la demanda agregada disminuyen a lo largo del período en comparación con la primera mitad de los setenta, los niveles absolutos de inversión permanecen estancados disminuyendo en relación al número de habitantes.

rendimientos de la inversión interna en comparación con la inversión en el exterior sean inciertos. Ello conduce también a una reducción del horizonte temporal de la inversión, con el consiguiente deterioro de las inversiones de larga maduración tan necesarias para nuestro desarrollo.

- Reducción del número de actividades rentables: La apertura comercial y el ajuste del mercado interno disminuyen el número de actividades rentables y desalientan por lo tanto a la inversión.

- Ausencia del Estado como agente inversor: El sobreendeudamiento externo del Estado, la venta de sus empresas, el ajuste de sus gastos, y la filosofía liberal de muchas gestiones, condujo a su retirada del proceso de acumulación. De esta manera desaparece el agente inversor por excelencia de nuestra economía en su etapa anterior<sup>36</sup>.

## **5. Conclusión**

En este trabajo estudiamos los efectos sobre nuestra economía de 30 años de incorporación pasiva a los mercados mundiales de capitales. Tomamos como rito inicial de esa incorporación a la reforma financiera de junio de 1977, señalando que ella formaba parte de un conjunto de medidas, tomadas por equipo económico de Martínez de Hoz, tendientes a trasladar el manejo de los flujos financieros de nuestra economía desde el Estado Nacional hacia el Mercado Mundial.

El estudio de nuestras cuentas externas a lo largo del período nos reveló una serie de efectos de largo plazo a los que nos conduce la internacionalización de nuestro sistema financiero: exportación neta de recursos hacia el exterior, déficit de nuestras cuentas financieras con acumulación de reservas internacionales y un incremento paralelo de nuestros activos y pasivos externos.

Analizamos estos resultados por medio del concepto de dependencia financiera. Vimos que sus principales características eran:

- absorción del excedente interno por el sistema financiero externo
- reingreso de nuestro excedente interno en forma de capital extranjero concentrado
- descapitalización y estancamiento

---

<sup>36</sup> El papel central del Estado en el proceso de acumulación durante la etapa de industrialización por sustitución de importaciones se estudia en Vitelli, G., 1990.

Si bien el análisis se realizó exclusivamente en el plano económico de nuestras cuentas con el exterior, nos permitimos unas reflexiones sobre la vinculación entre la dependencia financiera, soberanía política y la justicia social.

La salida del excedente por diversos medios y su reingreso como capital externo concentrado generan la concentración del poder económico en el capital externo y los sectores ligados al mismo. Se explica de este modo el creciente poder a lo largo del período de los bancos externos, organismos internacionales de crédito, las potencias que los controlan, las empresas multinacionales, sus embajadas, y los sectores del establishment con buenas relaciones en el exterior. La concentración del poder económico en el capital externo debilita la capacidad interna de decisión política.

A su vez, la tendencia a la exportación neta de recursos al exterior, la concentración del poder económico en el capital extranjero, la subordinación del Estado, no pueden desvincularse del deterioro de las condiciones de vida de nuestra población. El período que analizamos muestra un retroceso en la mayor parte de los indicadores sociales. La distribución del ingreso, los niveles de pobreza e indigencia, el desempleo, la remuneración y condiciones de trabajo, por mencionar algunos, han mostrado deterioro profundo respecto a los niveles alcanzados a principios de los años setenta. No parece arbitrario entonces relacionar la dependencia financiera con la injusticia social.

De ello se desprende que el proyecto de un desarrollo nacional e incluyente debe tener entre sus objetivos la independencia financiera. La actual coyuntura latinoamericana e internacional son favorables para caminar en esa dirección. El elevado precio de nuestras exportaciones brinda cierto margen económico para prescindir momentáneamente de los mercados financieros internacionales. Los proyectos de construir instituciones e instrumentos monetarios latinoamericanos que comienzan a debatirse son un cambio de aire respecto al oscuro período del consenso de Washington.

Es por lo tanto de suma importancia instalar el debate sobre las consecuencias de la presencia del capital extranjero en la economía argentina. En este trabajo se intentó establecerlo en términos de su aporte de recursos productivos. Se observó que su presencia tiende, al contrario de lo supuesto por la teoría neoclásica, a disminuir los recursos productivos para nuestro desarrollo. Sin embargo el análisis no debería agotarse en ello. Quedan por analizar otras consecuencias económicas, así como políticas, culturales y sociales, de lo que aquí denominamos dependencia financiera. Queda también por estudiar los medios para revertirla.



## Bibliografía

Basualdo, E. y Kulfas, M. “Fuga de capitales y endeudamiento externo en Argentina”, Realidad Económica, n° 173, junio-agosto, 2000.

Cairolí, R., *El nuevo Sistema Bancario Argentino*, BCRA, enero de 1975.

Chudnovsky, D. Y López, .A., *La trasnacionalización de la economía argentina*, EUDEBA-CENIT, Bs As, 2001.

Dinenzon, M. Y Hopenhayn, B., “El régimen monetario internacional y la crisis de la deuda”, documento del CISEA, Bs As, 1987

“Liquidez internacional y deuda”, documento del CISEA, Bs As, 1991.

Fanelli, J M; Frenkel, R, *Políticas de estabilización e hiperinflación en Argentina*, Bs. As., Ed. Tesis S.A., 1990.

Hilferding, R., *El capital financiero*, Ed. Tecnos, Madrid, 1963.

Hopenhayn, B. y Cruces, M., “El financiamiento externo del hegemón: un análisis del déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos (1982-1994)”, documento del CENES n°5, Bs As, 1995.

McKinnon, R., *Dinero y capital en el desarrollo económico*, CEMLA, Méjico, 1974.

Martínez de Hoz, J.A., *Bases para una Argentina Moderna 1976-80*, Bs. As., 1981.

Martínez de Hoz, J.A., *15 años después*, emecé, Bs.As, 1991.

Morgan Guaranty Trust Company, “LDC Capital Flight”, World Financial Markets, marzo de 1986

Müller, A.; Lavopa, A., “Devaluación y sustitución de importaciones en Argentina. Ensayo de actualización al año 2003 de la matriz insumo producto”, CEPED, doc. de trabajo n°5, octubre, 2005.

Olmos, A., *Todo lo que usted quiso saber sobre la deuda externa y siempre se lo ocultaron*, Editorial de los Argentinos, Bs As, 1989.

Padilla del Bosque, R., *Estimación de la fuga de capitales bajo diversas metodologías para los casos de Argentina, Brasil, México y Venezuela*, Instituto Torcuato Di Tella, Bs As, octubre de 1991.

Paz, P., “Dependencia financiera y desnacionalización de la industria interna, Instituto Latinoamericano de Planificación Económica y Social, Santiago, junio de 1960.

Rodríguez, C., “El plan argentino de estabilización del 20 de diciembre”, CEMA n°5, julio de 1979.

Scalabrini Ortiz, R., *Política Británica en el Río de la Plata*, Bs As, 1940.

Sacroisky, A., “La inversión extranjera directa en la post-convertibilidad”, CEFIDAR, doc. De trabajo n° 12, octubre de 2006.

Sampson, A., *Los Bancos y la Crisis Mundial*, Grijalbo, 1981.

Schvarzer, J., *La política económica de Martínez de Hoz*, Hyspamérica, Bs.As., 1987.

Vitelli, G., *Las lógicas de la economía argentina: inflación y crecimiento*, 1990.

## ANEXO I - Transferencia de recursos reales con el exterior

En el presente artículo nos referimos con el término Ingreso (Egreso) de Recursos Reales con el Extranjero al Déficit (Superávit) de la Cuenta de Bienes y Servicios Reales (X-M) y de las Transferencias Corrientes (TC). Ello refleja los recursos reales que obtuvo (cedió) en forma neta la economía respecto al resto del mundo. El lado de las fuentes con que se financian las transferencias de recursos reales con el extranjero está dado por las partidas de las Cuentas Capital y Financiera (CF)<sup>37</sup>, las Rentas de Inversión y Otras Rentas (R) y las Variaciones de Reservas del BCRA (VR):

$$\text{TRRE} = \text{Fuentes de Financiamiento Externo}$$

$$(X-M) + \text{Saldo TC} = \text{VR} - \text{Saldo CF} - \text{Saldo R}$$

Un valor positivo de las Transferencia de Recursos Reales con el Exterior (TRRE) significa que la economía nacional financió un exceso de gasto del resto del mundo y viceversa.

Las razones que nos llevaron a elaborar un concepto propio para clasificar los movimientos del Balance de Pagos se comprenden al explicar porque no se utilizaron otras definiciones ya existentes como ser la de Ahorro Externo utilizada por el INDEC o el de Transferencia Neta de Recursos de la CEPAL.

El **Ahorro Externo** equivale al Saldo de la Cuenta Corriente (SCC) del Balance de Pagos con el signo cambiado. Un déficit de CC implica un flujo positivo de ahorro externo y viceversa. La diferencia con nuestro concepto de TRRE es que este último no incluye el resultado de las Rentas de Inversión y Otras Rentas (R). De esta manera exponer el porque excluimos estas cuentas explica el motivo por el que desechamos utilizar la categoría de Ahorro Externo.

$$\text{Déficit de Ahorro Externo} = \text{Fuentes de Financiamiento Externo}$$

$$(X-M) + \text{Saldo TC} + \text{Saldo R} = \text{Saldo CF} - \text{VR}$$

Los flujos contenidos por las cuentas de Rentas reflejan básicamente la remuneración al capital extranjero en sus distintas formas. Estas no fueron concebidas como la contrapartida de un movimiento real por considerarse que la remuneración al capital es un derecho de su propietario a apropiarse parte del excedente productivo sin una intervención real en el mismo (este concepto se apoya en la mayor parte de las doctrinas económicas excepto en parte de la escuela marginalista). De no ser así debería aceptarse que, por ejemplo, un incremento de las

---

<sup>37</sup> Incluimos aquí a los errores y omisiones por incluir gran parte de los movimientos financieros no declarados (especialmente en los períodos de elevada fuga de capitales).

tasas financieras internacionales por una decisión de la autoridad monetaria de E.E.U.U. implica un mayor rendimiento del capital externo invertido a tasa variable en nuestro país. La categoría de ahorro externo podría llevar a éste tipo de mal interpretación, ya que el mayor déficit de cuenta corriente por los crecientes pagos de intereses significan (ceteris paribus) un mayor ingreso de ahorro externo<sup>38</sup>.

La segunda razón que nos llevo a excluir las rentas financieras es que, como se desarrolla en el artículo, la creciente extranjerización de la propiedad del capital en nuestra economía no refleja un ingreso de recursos reales y, por tanto, no se vincula a una mayor capacidad productiva (como sería el caso si esos recursos reales inexistentes fueran utilizados con fines productivos). Por lo tanto, los intereses, utilidades, etc. que devengan no pueden considerarse la contrapartida de un servicio productivo.

Cabe aclarar que si mantuvimos a la Transferencias Corrientes por componerse mayormente de giros efectuados por trabajadores inmigrantes, y ser por tanto la contrapartida de un servicio real: su trabajo.

La Transferencia Neta de Recursos de la CEPAL (TNR.CEPAL) si bien se asemeja a nuestro concepto en tanto excluye los Saldos de las Rentas Financieras (no así las Otras Rentas) y mantiene las Transferencias Corrientes, se aleja por incluir la Variación de la Reservas del BC (VR):

TNR.CEPAL = Fuentes de Financiamiento Externo

$(X-M) + \text{Saldo TC} - \text{VR} = - \text{Saldo CF} - \text{Saldo R}$

No hemos utilizado la categoría de la CEPAL por entender que un incremento (descenso) de las Reservas del Banco Central no significa un ingreso (egreso) de recursos a la economía. Si bien las mayores reservas pueden utilizarse para financiar importaciones, sólo cuando se efectivice ese uso reflejaran un ingreso de recursos a la economía real. Hasta que llegue ese momento serán una posibilidad de recursos que puede no realizarse.

La razón complementaria para excluir las variaciones de reservas del Banco Central es que, desde que se liberalizaron los movimientos internacionales de capital, éstas no se utilizan generalmente para financiar importaciones. Se las mantiene congeladas como reservas, postergando indefinidamente su utilización, como forma de dar garantías a los capitales

---

<sup>38</sup> Ello no implica una crítica a la categoría de Ahorro Externo (que reflejaría correctamente que una mayor proporción de nuestro producto pasa a ser propiedad de no residentes), sino una explicación de porque no era útil a los fines descriptivos de nuestro artículo.

transnacionalizados de que el tipo de cambio vigente es estable. De esta manera entendemos que no corresponde atribuirle el uso posterior que puede desprenderse del concepto de la CEPAL.

Por último cuando esas reservas se utilizan, no lo hacen financiando importaciones sino en mayor medida la fuga de capitales privados. Es por eso que creímos conveniente excluirla del concepto de transferencias de recursos reales de la economía con el extranjero.