

LA PUNTA DEL OVILLO DE LA ECONOMÍA ARGENTINA: ¿FUGA DE CAPITALES O DÉFICIT FISCAL?

Pablo Manzanelli

I. Introducción

Existen dos visiones contrapuestas respecto a los problemas centrales que afectan a la economía argentina en múltiples aspectos: nivel de actividad, inversión, tipo de cambio, inflación, etc. *A grosso modo* se puede plantear que la visión ortodoxa sostiene que tales problemas son un resultado del déficit fiscal en tanto que para una parte de la heterodoxia derivan de la restricción externa. No se trata, al menos en las mejores versiones de cada uno, de que se desconozcan los problemas del sector externo en el primer caso y los del desequilibrio fiscal en el segundo, sino que se jerarquiza la “punta del ovillo” de las restricciones al crecimiento con diferentes grados y causalidades de acuerdo a sus respectivos marcos teóricos.

Estas breves notas se insertan en ese debate y pretenden, aunque en forma preliminar e incompleta, plantear algunas discusiones estructurales que se alejan de los lugares comunes y que tienen particular relevancia en el debate de la coyuntura actual. La idea central es **resaltar la importancia que asume la fuga de capitales** no solo respecto a la cuestión fiscal sino también en lo concerniente a la definición de la “nueva” restricción externa que emergió durante la valorización financiera.

II. La “nueva” restricción externa versus la cuestión fiscal

Durante la segunda fase de la industrialización sustitutiva (1958-1975) la visión heterodoxa, de raíz estructuralista, postulaba que la restricción al crecimiento se producía por la incapacidad para importar, es decir por una crisis de la balanza de pagos derivada del déficit comercial en circunstancias donde las exportaciones agropecuarias no alcanzaban para financiar las importaciones industriales¹. Si bien esta dinámica fue privativa de este patrón de acumulación con sus antecedentes en el gobierno peronista, diversos economistas “neodesarrollistas” la reproducen en la actualidad, omitiendo las profundas mutaciones que tuvo tras la irrupción de la valorización financiera como eje del proceso de acumulación de los sectores dominantes a partir de 1976².

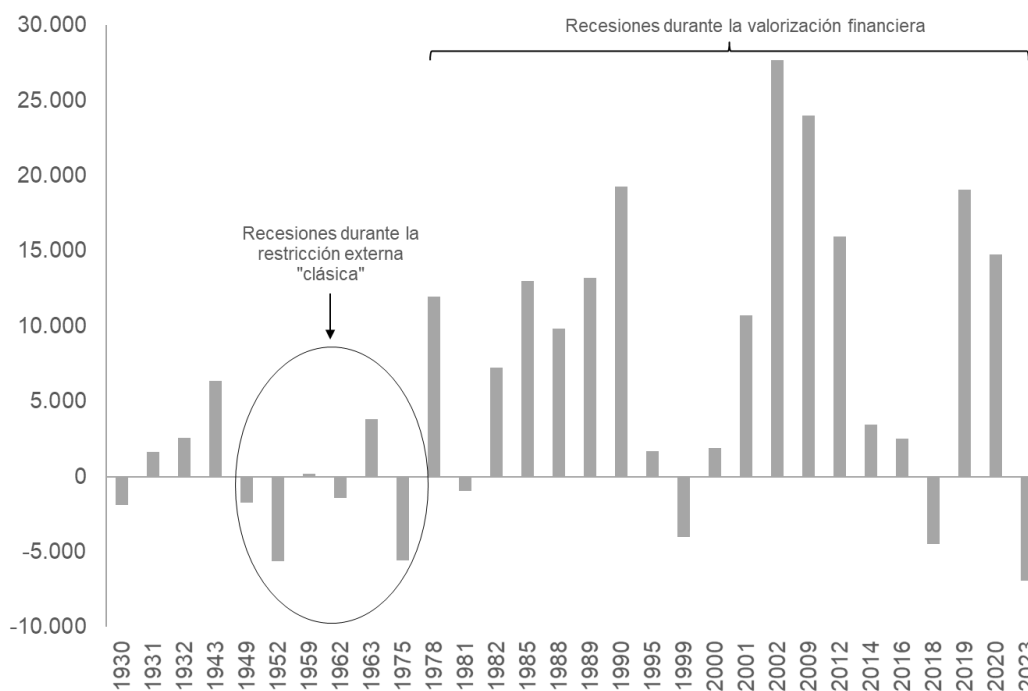
¹ Muy sintéticamente se puede mencionar que en ese período el dinamismo macroeconómico se sustentó en el denominado “ciclo corto” (*stop and go*), donde la fase expansiva liderada por la producción industrial se interrumpía por una crisis de la balanza de pagos derivada del déficit comercial. A esta situación le seguían las devaluaciones que provocaban la crisis en la economía real y generaban las condiciones para luego volver a repetir el ciclo. Esta ley que fue privativa de este patrón de acumulación, pero que había comenzado a esbozarse durante el gobierno peronista, se originó en un proceso económico en que la actividad central y dinámica de la economía (la industria) era fuertemente demandante de divisas y escasamente proveedora ya que su exportación era marginal, mientras que el agro pampeano exhibía un menor dinamismo pero con elevadas exportaciones. De allí que en determinado momento la demanda de divisas de la industria superaba la oferta de divisas generadas por el agro provocando los cuellos de botella en el sector externo (Braun y Joy, 1968 y Diamand, 1973).

² En dos documentos anteriores se expone el razonamiento de considerar la vigencia del patrón de acumulación de la valorización financiera durante el período 1976-2023 (Basualdo y Manzanelli, 2023 y 2024). A pesar de los intentos de modificarlo durante el ciclo de gobiernos kirchneristas y, en menor medida,

A tal punto esto es así que durante el período 1976-2023 **las recesiones económicas tendieron a desvincularse del déficit de la balanza comercial**. Concretamente las evidencias indican que entre 1930 y 2023 hubo 30 recesiones sobre un total de 94 años, destacándose las siguientes etapas:

- Entre 1930 y 1948, es decir en forma previa al desempeño del denominado “stop and go”, hubo 4 años de contracción del PBI. En 3 oportunidades hubo superávit comercial y solo en 1 déficit;
- Durante el período 1949-1975, ahora sí bajo la vigencia plena de la restricción externa “clásica”, hubo 6 años recesivos: en 4 de ellos se registró déficit comercial, en 1 el resultado comercial fue prácticamente cero, mientras que el único año de superávit comercial (1963) se trató de una recesión que se había iniciado el año anterior con déficit comercial. Es decir que en este período todas las recesiones, con sus más y sus menos, se vincularon a procesos de déficit comercial.
- Entre 1976 y 2023 se registraron 20 años de caída de la actividad económica sobre un total de 48 años, convirtiéndose en el período con mayor intensidad de recesiones (4 cada 10 años versus 2 cada 10 durante el período 1930-1976). Pero esa no es la única diferencia sino su escasa vinculación con el déficit comercial: solo en 4 de esos 20 años contractivos se registró déficit de la balanza comercial (1981, 1999, 2018 y 2023).

Gráfico 1. Saldo de la balanza comercial en los años de contracción económica (millones de dólares constantes de 2023), 1930-2023

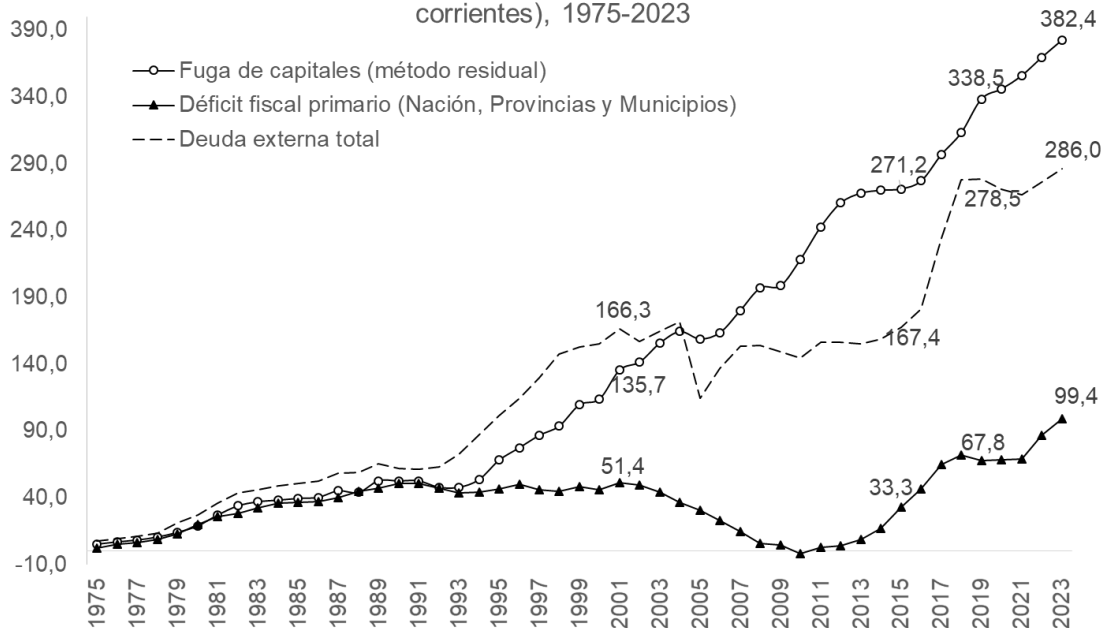


Fuente: elaboración propia en base al INDEC, Ferreres (2020) y U.S. Bureau of Labor Statistics.

del Frente de Todos, no se logró cambiar la estrategia de valorización financiera de los sectores dominantes, lo que derivó en el sostenimiento de la fuga de capitales al exterior.

Esto no quiere decir que la problemática del sector externo haya cedido frente a la cuestión fiscal durante la valorización financiera, sino que por las características del nuevo patrón de acumulación **las crisis que se manifiestan en el sector externo tienen una naturaleza diferente donde el elemento decisivo es la fuga de capitales al exterior**. En ese marco, la exigencia de sostener un superávit comercial es superior³ dado que de allí se obtienen las divisas genuinas para intentar equilibrar lo que desequilibra la salida de capitales al exterior y los pagos de la deuda externa que están intervinclados con la fuga como se demostró en trabajos previos (Basualdo, 2020) y puede constatarse en el Gráfico 2.

Gráfico 2. Stock acumulado de la deuda externa total, la fuga de capitales al exterior y el déficit fiscal primario (miles millones de dólares corrientes), 1975-2023



Nota: la fuga de capitales se calculó en base al "método residual" de la Balanza de Pagos, mientras que el déficit primario corresponde al Sector Público Argentino.

Fuente: elaboración propia en base al INDEC, Ferreres (2020) y Ministerio de Economía (ONP).

Al respecto, resulta interesante la visión planteada en el documento de Cristina Fernández de Kirchner (2024: 22): "En el modelo de valorización financiera de las experiencias neoliberales, los problemas en la balanza de pagos se producen por apertura indiscriminada de la cuenta capital, el ingreso de capitales especulativos y la toma de deuda para cubrir la salida de estos". Sin embargo, deben considerarse dos apreciaciones sobre esa aseveración y la visión explícita en el documento de poner el énfasis en las "crisis de deuda" en lugar de la fuga.

La primera es que la salida de capitales no se constata solo en las experiencias neoliberales durante la valorización financiera sino que también se verificó en los gobiernos nacionales y populares en los que se logró reestructurar la deuda externa en forma sostenible (2003-2015) pero no se pudo imponer un patrón de acumulación distinto abriendo campos de inversión en la industria que desalienten estructuralmente

³ Si bien en estas notas no se ahonda en la nueva problemática de la balanza comercial cabe plantear que esta exigencia se desenvuelve en un contexto en el que se incrementó la elasticidad ingreso de las importaciones (por efecto de la apertura económica, la desindustrialización y las tendencias a la internacionalización productiva), al tiempo que se produjeron modificaciones estructurales en las exportaciones (aumento del coeficiente de exportación y cambios en la composición de las exportaciones en detrimento de los productos primarios y a favor de las exportaciones industriales).

la fuga de capitales. Lo propio ocurrió durante el gobierno del Frente de Todos aunque, en este caso, no se avanzó en una restructuración sostenible de la deuda externa contraída durante la gestión de Macri.

La segunda apreciación apunta a que sostener que se trataron de crisis de deuda “a secas”, sin incorporar con más énfasis la cuestión de la fuga de divisas, no permite contrarrestar la visión fiscalista ya que la misma plantea que el endeudamiento deriva del desequilibrio fiscal⁴. Es decir, que resulta necesario advertir que el proceso de endeudamiento es un vehículo para realizar las ganancias mediante la fuga de capitales al exterior (ganancias con origen estrictamente financiero en las etapas que lo impulsan, o de origen en la economía real pero con escasa reinversión de utilidades cuando se desalienta el factor especulativo pero no se consigue subordinar la estrategia de valorización financiera de los sectores dominantes).

Al respecto, la información empírica es contundente en señalar que **el fenómeno de la deuda externa está más vinculado a la fuga de capitales que al déficit fiscal durante la valorización financiera** (Gráfico 2). Entre 1976 y 2023 la deuda externa acumuló 286 mil millones de dólares, la fuga de capitales al exterior 382,4 mil millones de dólares⁵ mientras que el déficit fiscal primario -que incluye el consolidado de Nación, Provincias y Municipios- 99,4 mil millones de dólares.

Aun cuando no se deba soslayar la importancia que tiene la cuestión fiscal, particularmente en los últimos años, todo parece indicar que el problema más relevante que tiene la economía argentina, y que fue una constante durante el casi medio siglo de preeminencia de la valorización financiera, es **la fuga de capitales al exterior que más que triplica el déficit fiscal**. Los 382,4 mil millones de dólares equivalen a 140% del PBI promedio del período 1976-2023, por lo que el excedente económico que se excluyó del sistema económico local alcanzó a 1,4 PBI. Nada menos

III. La explicación histórica: fuga de capitales y valorización financiera

Estas breves notas quedarían más incompletas aún si no se intenta, al menos preliminarmente, esbozar algunas hipótesis sobre las razones de la fuga de capitales al exterior. La visión fiscalista sostiene que la salida de capitales al exterior obedece a la pérdida de confianza en la moneda local por efecto de las altas tasas de inflación que se vinculan a la emisión monetaria que se requiere para financiar el déficit fiscal primario (la tan mencionada frase de que “el Estado gasta más de lo que le ingresa”). Por su parte, la visión “neodesarrollista” difiere de la mono causalidad al vincularla a desequilibrios macroeconómicos que no solo obedecen a la brecha fiscal y su

⁴ En palabras de Javier Milei aludiendo al documento de CFK: “Si fuera cierta la hipótesis de que el déficit generase inflación, la pregunta es: ¿La deuda externa de dónde salió? Salió del déficit fiscal...”. Diario Ambito Financiero, edición del 14/02/2024.

⁵ Conceptualmente se define a la fuga de capitales al exterior como el excedente económico que no se invierte, ni se consume, ni se ahorra en el sistema financiero local; es decir que se excluye del sistema económico nacional. La definición metodológica que se utiliza es la del “método residual” de la balanza de pagos que considera como fuga de capitales a todas las divisas que ingresan al país (endeudamiento externo, inversión extranjera directa, saldos de la cuenta corriente) que no se acumulan como reservas del Banco Central. Cabe señalar que esta estimación excluye un componente central de la fuga que es la subfacturación de exportaciones y la sobrefacturación de importaciones. Las diferencias de magnitud (no de tendencias) que se pueden observar con el documento de Eduardo Basualdo “La nueva composición de la restricción externa en el marco de la imposición de la valorización financiera en 1976”, obedece a que en ese caso se utilizó el método de stock que publica el INDEC en la Posición de Inversión Internacional de la Balanza de Pagos.

financiamiento monetario sino a la escasez de dólares provocada por la “vieja” restricción externa (incapacidad para importar). En ambos casos se trata de estrategias defensivas por parte de los agentes económicos.

En cambio, si se parte de que la fuga de capitales al exterior constituye la “punta del ovillo” de los problemas que afectan a la economía argentina **la razón fundamental reside en la adopción de la valorización financiera como eje de la acumulación ampliada de capital por parte de los sectores dominantes** que, luego, las recurrentes y profundas crisis a las que da lugar terminan difundiendo la “dolarización” como estrategia de ahorro de los sectores de medios y de altos ingresos. **No se trata, en este caso, de una explicación “cultural” sobre las razones de la fuga de capitales sino de una explicación histórica vinculada a la irrupción de la valorización financiera.**

Por lo tanto, para avanzar en la comprensión de este enfoque se requiere considerar la situación previa a 1976. Muy sintéticamente cabe señalar que entre 1964 y 1974, el avance de las exportaciones agropecuarias y, principalmente, industriales, así como el endeudamiento externo para financiar capital de trabajo, generaron condiciones parciales de superación de la restricción externa tal como se habían planteado entre 1949 y 1963; es decir, que se tendía a eliminar el principal escollo que tenía la economía argentina en tiempos del país industrial. Esto generó que, por primera vez en la sustitución de importaciones, la restricción externa solo generaba la desaceleración del PBI y no las crisis que se habían manifestado anteriormente, dado que la expansión económica fue contemporánea a una tendencia creciente de las reservas disponibles en el Banco Central, señalando un avance significativo en la sustentabilidad del proceso de sustitución de importaciones (Basualdo, 2006).

La valorización financiera no surge, por consiguiente, del agotamiento de la sustitución de importaciones. Más bien se trató, como en la actualidad, de un **intento de modificar estructuralmente la distribución del ingreso** a partir de la situación que habilitaba la muerte de Perón, intentando ponerle fin al **“ciclo del eterno retorno” de los gobiernos nacionales y populares.**

Esto se reflejó en un cambio estratégico en el partido político de los sectores dominantes: las fuerzas armadas, cuya interna entre “azules” y “colorados” residía en la estrategia que proponían para derrotar al movimiento popular y especialmente al peronismo. Para los “colorados” era necesario aniquilarlo porque concebían que era la entrada del comunismo al país, mientras que los “azules” entendían que se lo debía neutralizar políticamente, fracturando al peronismo y cooptando a parte de sus dirigentes. Si bien, los “azules” condujeron el planteo del partido militar durante la segunda sustitución de importaciones, su fracaso (el triunfo popular y el nuevo gobierno peronista en 1973) abrió la puerta para que los sectores dominantes le dieran a los “colorados” el mando del proceso que se puso en marcha a partir de la dictadura militar que comenzó en 1976 donde “el objetivo del crecimiento económico anterior fue reemplazado por la reestructuración económica que interrumpiría la industrialización como forma de anular las condiciones estructurales que daban lugar a las alianzas sociales y permitían la emergencia de gobiernos nacionales y populares” (Basualdo, 2013: 89).

Desde el punto de vista de las contradicciones secundarias de los sectores dominantes cabe señalar que, en ese momento, los grupos económicos locales buscaron alcanzar la hegemonía en detrimento del capital extranjero industrial que la había ejercido durante la segunda fase sustitutiva bajo el impulso del desarrollismo. Ciertamente, la valorización financiera pasó a ocupar un lugar central en la acumulación de los grupos

locales y empresas extranjeras (con sus derivaciones en la deuda externa y la fuga de capitales que fue apuntada anteriormente) pero la desindustrialización afectó principalmente a las transnacionales que no se alinearon al nuevo bloque de poder. En cambio, los grupos locales y algunos conglomerados extranjeros acentuaron su predominio económico no solo en base a la valorización financiera, que fue el eje de su proceso económico, sino que también retuvieron, y en algunos casos profundizaron gracias a la promoción industrial de los años ochenta o las privatizaciones de los noventa, su importancia en la economía real impulsando la tan ansiada “industrialización exportadora” que habían plasmado en el Plan Pinedo de 1940. Es decir que la valorización financiera fue acompañada de un aumento de la concentración y centralización del capital y una profunda reestructuración del entramado industrial.

Por supuesto que el sustento real de las nuevas estrategias económicas de los sectores dominantes radicaba en las también nuevas condiciones internacionales. Resulta inútil escindir las estrategias de poder de los contextos en que se inscriben. Pero los condicionamientos externos no actúan en cada país de la misma forma sino que lo hacen por intermedio de las causas nacionales. De allí, probablemente, su especificidad histórica.

Bajo esas circunstancias es que la valorización financiera adoptó diferentes modalidades según los condicionamientos nacionales e internacionales (Basualdo, 2020). Bajo la hegemonía de los grupos locales entre 1976 y 2001, la versión “clásica” se sustentó en el endeudamiento externo privado, la valorización interna en base al diferencial positivo entre la tasa de interés local y la internacional, y la realización de las ganancias financieras mediante la fuga de capitales al exterior. El endeudamiento externo público fue el vehículo que facilitó los recursos y las divisas para sostener las burbujas financieras y la salida de capitales. La segunda modalidad de la valorización se desplegó durante el gobierno de Macri bajo la conducción del capital financiero internacional. En ese caso el endeudamiento externo fue principalmente del sector público que garantizaba una elevada rentabilidad financiera en dólares a partir de ubicar la tasa de interés local por encima de la variación del tipo de cambio, hasta que estalló la burbuja en 2018.

Como se apuntó previamente, en el medio de esos procesos hubo un intento de modificar el régimen económico en el marco de los gobiernos nacionales y populares (2003-2015) pero la expresión de la preeminencia de la valorización financiera fue que los estímulos macroeconómicos a la inversión productiva-industrial (importante rentabilidad entre 2003 y 2011 y elevación del consumo privado) no alcanzaron para modificar el patrón de acumulación de los sectores dominantes, lo que se expresó en una masa de ganancias no reinvertidas que derivaron en la salida de capitales al exterior y en una elevada exigencia al superávit comercial para financiarla.

En fin, reconocer este problema histórico -es decir que la fuga de capitales constituye un elemento decisivo en la estrategia de acumulación de los sectores dominantes- no pretende simplificar un relato entre “buenos” y “malos”. Pretende, por el contrario, resaltar las limitaciones que producen sus resultados en la economía argentina por sus impactos en la inversión y el crecimiento potencial, en la cuestión fiscal por las maniobras de evasión y/o elusión fiscal que suelen acompañar estos procesos, en materia de precios y actividad por sus impactos en el sector externo, etc.

Si se resaltan las limitaciones que implica la subordinación del rumbo económico a la estrategia actual de los sectores dominantes, lo que cabe desde el punto de vista de la construcción de **una alternativa nacional y popular reside no solo en intentar**

mejorar la distribución del ingreso sino, paralelamente, en avanzar en un perfeccionamiento de la regulación de los grupos económicos locales y extranjeros, que son decisivos en la naturaleza de la fuga, así como en impulsar un nuevo proceso de industrialización que, con políticas más activas que en el pasado, amplíe los campos de inversión sectoriales y procure subordinar la acumulación de los sectores dominantes a los requerimientos del desarrollo nacional.

Abril 2024

Bibliografía citada

- Basualdo (2006): *Estudios de historia económica. Desde mediados del siglo XX hasta la actualidad*. Siglo XXI, Buenos Aires.
- Basualdo y Manzanelli (2022): *Los sectores dominantes en la Argentina. Estrategias de construcción de poder desde el siglo XX hasta el presente*. Siglo XXI, Buenos Aires.
- Basualdo, E. M. (2013): “El legado dictatorial: el nuevo patrón de acumulación de capital, la desindustrialización y el ocaso de los trabajadores”, en Verbitsky H. y Bohoslavsk J. P. (ed.): *Cuentas pendientes: Los cómplices económicos de la dictadura*. Editorial Siglo XXI, Buenos Aires.
- Basualdo, E. M. (coord.) (2020): *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Siglo XXI, Buenos Aires.
- Basualdo, E. M. y Manzanelli, P. (2024): “La teoría del ciclo del eterno retorno. Los desafíos que enfrentan los sectores populares en la etapa actual”. Documento de trabajo N° 30 del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO.
- Basualdo, E.M. y Manzanelli, P. (2023): “Sistema político, coyuntura económica y líneas de política económica en la Argentina actual”. Documento de trabajo N° 29 del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO.
- Braun, O. y Joy, L. (1968). “A model of economic stagnation. A case study of the Argentine economy”. *The Economic Journal*, N° 312.
- Diamand, M. (1973): *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia*. Paidós, Buenos Aires.
- Fernández de Kirchner, C. (2024): “Argentina en su tercera crisis de deuda. Cuadro de situación”.
- Ferreres, O. J. (2020): *Dos siglos de economía argentina*. Fundación Norte y Sur, Buenos Aires.