

## El drenaje de las reservas de divisas por el sector privado durante la convertibilidad\*

Juan B. Iñigo Carrera

La magnitud de las reservas de divisas constituye un factor crítico dentro de la estructura de la convertibilidad. Estas reservas han venido creciendo del siguiente modo, en millones de dólares<sup>1</sup>:

Variación de las reservas del BCRA	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Incremento / -disminución p/ transacciones	3274	4250	682	-102	3882	3273	3438

A primera vista se diría que, durante la vigencia de la convertibilidad, la Argentina ha tenido la capacidad de generar de manera sostenida un excedente económico que se ha ido acumulando bajo la forma de reservas internacionales en poder del banco central. Se suele oponer este crecimiento en las reservas al déficit de la balanza comercial, como prueba del vigor con que fluyen los capitales privados hacia el país. Pero, ¿ha aportado realmente el sector privado a la formación de las reservas, o, por el contrario, las ha drenado de manera sostenida a lo largo de la convertibilidad?

### Movimiento corriente efectivo del sector privado

En primer lugar, la balanza comercial (incluyendo los servicios como fletes, seguros, comunicaciones, financieros, culturales, recreativos, empresariales, profesionales, técnicos y otros) ha vuelto a tornarse crecientemente negativa a partir de 1997:

Balanza comercial	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
exportaciones fob	12399	13269	16023	21161	24043	26431	26221
importaciones fob	13795	15633	20162	18804	22283	28554	29444
fletes, comunic, otros, etc. (salida neta)	727	942	1319	1406	1362	1833	1985
Movimientos netos por comercio	-2123	-3306	-5458	951	398	-3956	-5208

El segundo flujo negativo del sector privado lo constituyen las remisiones al exterior de regalías, utilidades e intereses generados internamente:

Remisión de regalías, utilidades e intereses	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
regalías (netas de regalías cobradas)	283	317	369	330	369	387	411
utilidades y dividendos (neto ing. sec. fin.)	1217	1888	2244	2553	2410	2717	3259

\* Publicado en *Realidad Económica*, N° 166, agosto-setiembre 1999.

<sup>1</sup> Todos los datos incluidos en el presente artículo han sido elaborados en base a la Estimación del Balance de Pagos y de la Deuda Externa por sector residente publicada por el Ministerio de Economía. Se trata, en esencia, de la reclasificación y vinculación de los mismos de manera de dejar al descubierto relaciones económicas que la presentación original diluye o, lisa y llanamente, hace pasar por lo contrario de lo que son. Como la reclasificación abarca la totalidad de los rubros incluidos en el balance original, el análisis efectuado concilia de manera íntegra con él. Los importes se indican en millones de dólares.

intereses (netos cobrados sec. financiero)	578	850	1485	2188	2380	2867	3406
total remisión utilidades	2078	3055	4098	5071	5159	5971	7076

El tercer flujo negativo del sector privado lo constituyen los viajes y pasajes al exterior netos de iguales conceptos ingresados desde el exterior:

<b>Viajes y pasajes</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
salida neta	1307	1864	1897	1470	1480	1827	1818

Las transferencias netas desde el exterior que no originan una contraprestación son el único rubro, ciertamente menor, que se contrapone a los tres flujos corrientes negativos anteriores. A ellas se le suma el importe neto insignificante del rubro otras rentas:

<b>Transferencias corrientes netas del exterior sin contraprestación y otras rentas</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
ingreso neto	742	497	417	523	424	431	382

En resumen, el movimiento corriente neto que efectivamente ha tenido lugar resulta:

<b>Movimiento corriente neto efectivo</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
total del sector privado	-4766	-7728	-11036	-5067	-5817	-11323	-13720

¿Cuáles han sido las fuentes de divisas con que el sector privado ha hecho frente a este egreso neto?

### **Movimiento neto efectivo de capitales del sector privado**

En primer lugar, la metodología introducida a partir de 1992 para el cómputo de la balanza de pagos suma a los flujos corrientes de divisas efectivamente realizados, el beneficio imputado por las inversiones de residentes argentinos pertenecientes al sector no financiero localizadas en el exterior. A nadie escapa el carácter puramente ficticio que tiene el presunto ingreso de estos fondos a la economía nacional. Su inclusión en la balanza de pagos no tiene más efecto que el puramente estético de presentar disminuido el flujo neto sostenidamente negativo de egresos corrientes del sector privado.

Por supuesto, la ficción alcanza hasta el punto en la balanza de pagos en que debe darse por cancelado el ingreso presunto, presentándolo ahora como un flujo de capital desde la economía nacional hacia el exterior. Y es entonces que el sector privado no financiero pone en evidencia que no sólo se abstiene previsoramente de ingresar al país la renta de sus inversiones localizadas en el exterior, sino que, a partir de 1994, ha extraído sistemáticamente nuevos fondos generados internamente para colocarlos en el exterior. Cosa que no tiene nada de extraño en una economía donde la moneda nacional ha permanecido fuertemente sobrevaluada por casi diez años. Al pasar por la mediación cambiaria, los fondos generados internamente multiplican su capacidad adquisitiva en el exterior. El efecto neto entre la ficción de los ingresos de beneficios desde el exterior, y la realidad de la salida de fondos generados internamente hacia él, resulta:

<b>Movimiento nominal y efectivo del sector no financiero nacional</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
renta imputada por colocaciones externas	1787	1706	2371	2963	2819	3165	3237

colocación adicional (-) / ingreso de capital (+) imputados	986	-1642	-5379	-11207	-5424	-5607	-4031
ingreso efectivo al país (- egreso)	2773	64	-3008	-8244	-2605	-2442	-794

La primera fuente de ingreso efectivo de capital por parte del sector privado que contrarresta el flujo negativo corriente, es la inversión externa directa en la Argentina:

<b>Inversión externa directa</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
total	2049	1848	3185	4052	5827	7314	5408

Esta fuente suele ser presentada como uno de los puntos fuertes del plan económico aplicado. Sin embargo, en el promedio del período, el 63 % de la misma equivale a las regalías y utilidades remitidas al exterior. En esa misma medida, no se trata de un ingreso adicional que potencia la acumulación de capital dentro del ámbito nacional. Se trata de un ingreso que se limita a compensar el drenaje que sufre esta acumulación, al ser transferida la riqueza social que produce, al bolsillo de sus propietarios externos. La participación equivalente de esta fuente interna dentro del total de la inversión directa externa ha evolucionado del siguiente modo:

<b>Equivalencia de regalías y utilidades internas sobre inversión externa directa</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
%	73	119	82	71	48	42	68

La segunda fuente de ingreso de capital es el endeudamiento privado externo, tanto por parte del sector financiero como del no financiero:

<b>Préstamos netos de amortizaciones, colocación directa de bonos y títulos</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
total	3691	6387	5452	6108	3496	10080	5883

Es necesario detenerse aquí a considerar el movimiento específico del endeudamiento externo privado. El saldo de deuda ha evolucionado del siguiente modo:

<b>Endeudamiento privado externo al fin del período</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
sector financiero	6520	8881	10799	13627	15656	20498	21936
sector no financiero	5568	9708	13583	17918	20589	28981	34958
saldo de deuda total	12088	18589	24382	31545	36245	49479	56894
incremento anual del endeudamiento	3493	6501	5793	7163	4700	13234	7415

Este crecimiento progresivo de la deuda privada con acreedores del exterior corresponde a un flujo neto efectivo de fondos substancialmente menor, ya que los intereses netos devengados anualmente por la deuda representan las siguientes proporciones respecto del incremento de la misma:

<b>Proporción de intereses capitalizados en la deuda privada externa</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
% s/ incremento anual	17	13	26	31	51	22	46
flujo efectivo neto	2915	5651	4308	4975	2320	10367	4009

Esto quiere decir que la reproducción del sector privado en las condiciones actuales requiere de un flujo significativo de crédito externo. No simplemente para refinanciar los intereses devengados, sino para hacerse de nuevos aportes de capital.

Pero, ya en posesión de estos capitales adicionales, sigue no siendo capaz de generar las divisas con las cuales pagar los intereses y la amortización correspondiente. Para peor, el flujo neto ha sufrido una violenta caída en 1998.

La magnitud del incremento experimentado por el endeudamiento privado externo con una moneda nacional fuertemente sobrevaluada no puede sino recordar la situación que culmina con la estatización de la deuda externa privada en 1982. Sin embargo, para tener una visión más clara de la magnitud alcanzada actualmente por la cuestión, debe considerarse que el monto de deuda estatizada era de 5260 millones de U\$\$, suma equivalente a 8885 millones de U\$\$ de hoy día<sup>2</sup>. Es decir, equivalía tan sólo al 16 % del saldo de la deuda privada externa a diciembre de 1998.

Una tercera fuente de ingresos de divisas por parte del sector privado corresponde a la venta primaria de acciones a tenedores del exterior, y en mucha mayor proporción, a la venta secundaria de acciones y títulos públicos a iguales compradores. Sin embargo, a partir de 1995 esta fuente ha revertido en un drenaje de divisas:

<b>Colocación privada de acciones y títulos públicos en el exterior</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
primaria de acciones	199	2592	2061	-1165	2	276	-505
secundaria de acciones y títulos públicos	1608	4005	4073	-735	-284	-1629	-987
total	1807	6597	6734	-1900	-282	-1353	-1492

Por último, bien podría suponerse que el sector financiero, cuyos voceros se desgarran las vestiduras por el agotamiento de la convertibilidad, ha aportado sus disponibilidades para la formación de las reservas en divisas. Sin embargo, a lo largo del período considerado se ha constituido en un demandante neto de divisas para remitir sus disponibilidades al exterior:

<b>Flujo de disponibilidades del sector financiero</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
ingreso (+) / extracción (-)	-799	-1559	51	340	-2130	-2502	1847

#### *Movimiento neto total del sector privado*

De los movimientos vistos, resulta que el sector privado ha tenido el siguiente comportamiento respecto de la formación de las reservas de divisas durante la vigencia del plan de convertibilidad:

<b>Aporte a (-retiro de) las reservas de divisas por el sector privado</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998.
movimiento neto	4755	3483	-627	-3225	-883	1086	-2057

Hasta 1993 la operatoria del sector privado aportaba al incremento de las reservas de divisas. Pero a partir de 1994, y con la excepción de 1997, esa operatoria se ha convertido en un drenaje sostenido de las reservas. Y si esto ha ocurrido durante el período de plena vigencia de las bases para la sobrevaluación del peso formalizada mediante la convertibilidad, resulta claro qué puede esperarse ahora que esas bases se encuentran en crisis.

---

<sup>2</sup> Computados en base al índice de precios al consumidor de USA.

## *El sector público como abastecedor de las reservas de divisas*

La brecha entre las reservas crecientes y el drenaje de ellas hecho por el sector privado, ha sido cubierto por el sector público:

<b>Aporte a (-retiro de) las reservas de divisas por el sector público</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Incremento (-disminución) de las reservas	3274	4250	682	-102	3882	3273	3438
Aporte (-retiro) del sector privado	4755	3483	-627	-3225	-883	1086	-2057
Ajuste por tipo de pase	-169	230	-121	33	-100	-211	4
Errores y omisiones netos	-198	-1243	-820	-1682	-1648	-1281	905
neto aportado por el sector público	-1283	2010	2129	4805	6413	3468	4590

¿De dónde ha sacado el sector público las divisas con que, no sólo ha incrementado las reservas, sino que ha alimentado su envío hacia el exterior por el sector privado?

Ante todo, la actividad del sector público ha aportado al déficit corriente de divisas que, hasta aquí, se ha considerado relacionado de manera directa con el sector privado en los rubros "comercio" y "servicios reales". Las importaciones, viajes, contratación de asesoramientos externos, etc., por cuenta del estado, han participado en la formación del mismo. De modo que la falta de discriminación sectorial limita la precisión del análisis en este aspecto. Sin embargo, la magnitud de la salida total de divisas por los conceptos en cuestión pone en evidencia que, por mayor que pueda haber sido la participación del sector público en ellos, la misma se encuentra muy lejos de constituir la determinante central del déficit de divisas correspondiente; especialmente con la privatización de los servicios y obras públicas. Al mismo tiempo, por la ausencia de desagregación en los registros publicados, los movimientos del sector privado financiero computados hasta aquí incluyen los correspondientes a los bancos oficiales, excluido el Central. Y resulta razonable suponer que el comportamiento de estos bancos oficiales ha tendido a parecerse al del resto del sector público, haciendo que el drenaje de divisas por parte del sector privado aparezca atenuado en las cifras consideradas. De todos modos, falta considerar aún los gastos corrientes netos del sector público que el balance de pagos registra de manera discriminada:

<b>Otros servicios del gobierno</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998.
egreso neto	146	98	107	120	155	131	67

El primer concepto de egresos significativo por parte del sector público lo constituyen los intereses devengados por la deuda pública externa:

<b>Intereses devengados por la deuda pública externa</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998.
total	2835	2662	3176	3927	4502	5205	5752

El cargo anual por intereses no ha cesado de crecer desde 1993. Sin embargo, por más creciente que sea, este cargo no ha implicado desembolso alguno de reservas a partir de ese mismo año. Lo mismo ha ocurrido con los servicios de amortización del capital adeudado. El primero ha sido cubierto mediante su incorporación al saldo de la deuda del estado, mientras que el segundo lo ha sido mediante la renovación de la deuda que ha ido venciendo. Más aún, el endeudamiento se ha ampliado por encima de la capitalización de los intereses vencidos:

<b>Ampliación (-cancelación) de la deuda</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
--	------	------	------	------	------	------	------

**pública externa**

Incremento neto de amortizaciones	232	4485	3222	6724	9398	6426	8834
Ampliación neta por sobre los intereses	-2603	1823	46	2797	4896	1221	3082

Esta ampliación de la deuda pública externa ha sido la primera fuente de divisas que ha aportado a la formación de las reservas y cubierto el movimiento negativo del sector privado.

La segunda fuente a la que ha apelado el sector público para formar las reservas de divisas ha sido la privatización de las empresas públicas, con pago en efectivo:

<b>Ingreso por privatizaciones en efectivo</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
total	1678	3006	501	1072	481	752	351

La tercera y última fuente de divisas aportado por el sector público la constituyen los intereses ganados por la porción de las reservas colocadas en el exterior, y otras colocaciones del sector público no financiero. Desde el punto de vista del balance de pagos, este ingreso presupone la salida de divisas correspondientes a las colocaciones de capital. El efecto neto ha resultado:

<b>Ingreso neto por colocaciones en el exterior</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Intereses ganados	472	779	999	1213	1187	1458	1572
Retiros (-colocaciones) de capital	-684	-3500	690	-157	4	168	-348
Ingreso (-salida) de reservas	-212	-2721	1689	1056	1191	1626	1224

Sin embargo, esta tercera fuente no pasa de ser una derivación de las dos anteriores. De ellas han salido inicialmente las divisas colocadas luego a interés en el exterior. Por lo tanto, *el crecimiento del endeudamiento externo del sector público por encima de los intereses devengados por la deuda ya contraída y la venta de las empresas públicas a capitales externos han sido las dos fuentes de divisas que, no sólo han compensado el drenaje realizado por el sector privado, sino que han generado el incremento continuo de las reservas. O, lo que es lo mismo, el estado se ha endeudado en el exterior y vendido las empresas públicas de modo de proveer al sector privado de las divisas que éste ha drenado luego al exterior merced a la mediación de la convertibilidad, sostenida con las reservas formadas en base a esas mismas dos fuentes.*

La privatización del patrimonio público se agota por sí misma como fuente de alimentación de las reservas frente al drenaje sostenido de las mismas por el sector privado. Aunque el ingenio privatista siempre pueda encontrar una nueva veta que enajenar, no en vano se comparó popularmente a las privatizaciones con "la venta de las joyas de la abuela". Se ha llegado así al punto en que la ampliación sostenida del endeudamiento público externo por encima de los intereses devengados constituye la única fuente que contrarresta el drenaje de divisas realizado por el sector privado.

La crisis de superproducción en que se encuentra inmersa actualmente la economía argentina tiene un efecto contradictorio sobre la formación de las reservas. Por una parte, la caída en la actividad económica nacional atenúa la capacidad de importación, de generación de utilidades a ser remitidas al exterior, de viajes, etc.. Pero, por la otra, se manifiesta en la caída de las exportaciones y agudiza la presión por ampliar el endeudamiento externo. Así como se dificulta de este modo la obtención por parte del estado de los nuevos créditos netos que abastezcan a las reservas, se acrecienta la posibilidad de su drenaje por la salida del capital del sector privado al exterior. Tarde o temprano, este equilibrio imposible se va a manifestar como una crisis de las reservas de divisas. Y, ésta, como una crisis de la convertibilidad. Con el crecimiento real del endeudamiento público externo como única fuente del sostenimiento de las reservas, la

misma crisis se va a desarrollar hasta presentarse como una crisis de ese endeudamiento. Va a hacerse evidente entonces, de manera dramática, que el mero mantenimiento de la escala actual del proceso nacional de acumulación de capital se encuentra subordinado a la expansión real continua de la deuda pública externa.

Por más que esta crisis multifacética sea vista por quienes ejercen la representación política general del proceso nacional argentino de acumulación de capital como una circunstancia coyuntural producto de políticas "erróneas" y reparable mediante las políticas "correctas", se trata de una forma concreta necesaria de reproducirse la especificidad de ese proceso. Ocurre que el mismo no se basa simplemente en la extracción de plusvalía de la fuerza de trabajo puesta en acción por el capital productivo que actúa dentro del ámbito nacional. Se basa, de manera específica, en la fragmentación de los capitales más concentrados de la economía mundial como capitales que operan en el ámbito nacional con una magnitud restringida que los torna impotentes para competir en el mercado mundial. Estos capitales fragmentarios compensan tal impotencia mediante la apropiación de renta diferencial de la tierra y la porción de plusvalía producida por la fuerza de trabajo empleada por los genuinos pequeños capitales del ámbito nacional, y que escapa de las manos de éstos. Se acumulan así a contrapelo de realizar el papel histórico del modo de producción capitalista, despojando con ello a la clase obrera argentina de sus potencias genéricas para personificar el desarrollo de las fuerzas productivas materiales de la sociedad.

En mi trabajo *La acumulación de capital en la Argentina* despliego las determinaciones de esta especificidad y, en particular respecto de la cuestión tratada aquí, el papel que juega en ella la deuda pública externa.

Buenos Aires, mayo de 1999.