

# **La relación de los componentes de la dinámica económica argentina y el capital financiero entre 2002 y 2012**

**Marisa Leonor BORDÓN-OJEDA**  
bordon\_marisa@hotmail.com  
Universidad Complutense de Madrid  
(España)

## **The relationship between the components of the Argentina economic dynamics and the financial capital between 2002 and 2012**

### **ResumenAbstract**

- 1. Introducción**
- 2. Perspectiva teórica**
- 3. Evolución del ámbito productivo y financiero**
- 4. La relación del capital financiero con la inversión y el consumo**
- 5. Inserción internacional primaria y de bajo valor añadido**
- 6. Recuperación parcial en la distribución del ingreso**
- 7. El Estado, el capital financiero y su influencia mutua**
- 8. Conclusiones**
- 9. Bibliografía**

# La relación de los componentes de la dinámica económica argentina y el capital financiero entre 2002 y 2012

Marisa Leonor BORDÓN-OJEDA  
bordon\_marisa@hotmail.com  
Universidad Complutense de Madrid  
(España)

## The relationship between the components of the Argentina economic dynamics and the financial capital between 2002 and 2012

### Citar como/Cite as:

Bordón-Ojeda, M. L. (2019). La relación de los componentes de la dinámica económica argentina y el capital financiero entre 2002 y 2012. *Iberoamerican Journal of Development Studies*, vol. 8(1):216-243.

DOI: 10.26754/ojs\_ried/ijds.322

### Resumen

La combinación de determinadas políticas económicas y una situación externa favorable contribuyeron a un crecimiento sostenido y a un menor endeudamiento con el exterior de la economía argentina durante los primeros años de la posconvertibilidad. El objetivo de este trabajo es constatar, mediante el estudio de las interrelaciones con los distintos ámbitos de la dinámica económica, que el capital financiero conservó una posición central en el proceso económico argentino en la primera década de la posconvertibilidad. Esta posición se caracterizó por su capacidad de condicionar las decisiones de política económica, la desvinculación parcial con la actividad productiva y la obtención de elevadas rentabilidades. El estudio se realizó mediante un enfoque histórico estructural, acotando los ámbitos de la dinámica económica, por razones de espacio, a sus variables más relevantes en la explicación del funcionamiento de la economía argentina.

**Palabras clave:** dinámica económica, capital financiero, política económica.

### Abstract

The combination of certain economic policies and a positive external situation contributed to high growth rates of the Argentine economy and a lower external debt during the first years of post-convertibility. The objective of this paper is to verify if the financial capital kept a central position in the Argentine economic process in the first decade of post-convertibility, by analysing the relations between the financial capital and the different areas of the economic dynamics. This central position was characterized by the ability of the financial capital to condition policy making decisions, partial disconnection with productive activity and high profitability. The study was carried out through a historical structural approach, limiting the areas of economic dynamics to its most relevant variables in the explanation of the functioning of Argentine economy.

**Keywords:** economic dynamics, financial capital, economic policies.

# 1 Introducción

Las transformaciones en el ámbito de la política económica argentina en los años 2002-2012, cuya orientación difiere de las medidas de signo neoliberal implementadas desde mediados de los años setenta, modificaron algunos rasgos presentes en la dinámica económica. Asimismo, la ausencia de financiación internacional y la gestión del endeudamiento público parecieron modificar el papel del capital financiero como impulsor del crecimiento a través de la deuda pública y lo desplazaron como centro de la dinámica económica.

El propósito de este trabajo es constatar que esas modificaciones no han cambiado esencialmente el rol del capital financiero en la dinámica económica a lo largo del período de análisis. Para ello, en el segundo epígrafe se comentarán los lineamientos teórico-metodológicos a partir de los que se establecen las relaciones que orientan el análisis empírico y, en los epígrafes 3 a 8, se analizarán las relaciones del capital financiero, con las variables de los cinco ámbitos de la dinámica económica escogidas para este estudio: el ámbito productivo, la inversión y el consumo, la inserción externa, la distribución del ingreso y la relación con el Estado. Se incluye un último epígrafe en el que se detallarán las conclusiones a las que se llega en el estudio.

## 2 Perspectiva teórica

En este epígrafe describiremos los lineamientos teóricos utilizados para escoger las variables y explicar las relaciones causales más relevantes del capital financiero y la dinámica económica en Argentina entre los años 2002 y 2012.

La metodología utilizada en el análisis es la histórico-estructural; modalidad que, si bien tiene como punto de partida las distintas teorías que conformarán el esquema genérico de causalidades, se enriquece con hechos históricos y circunstancias específicas del caso, al tiempo que se apoya en elementos empíricos. Los datos utilizados en esta investigación proceden, en su mayoría, del Instituto de Estadísticas y Censos (Indec) con base en el año 1993 y del Banco Central de la República Argentina.

La concepción del capital financiero, desde la que parte el análisis, se compone de tres elementos: su función, que define su potencialidad intrínseca de fluir hacia el sector productivo o hacia el sector especulativo; como sujeto que forma parte de la clase capitalista, y su perspectiva institucional, desde la que bancos y demás organismos internacionales son capital financiero.

La relación entre capital financiero y dinámica económica se abordará desde dos enfoques. En el primero, se interpreta que, en

las últimas décadas, se encuentra oculta, tras la apariencia de autonomía, la relación estrecha que las vincula al ámbito productivo: la punción de parte de sus beneficios. Desde esta perspectiva teórica, la participación cada vez mayor de intereses y dividendos presiona sobre los beneficios y convierte al salario en la variable de ajuste con inevitables efectos en la demanda (consumo y expectativas de inversión) (Chesnais 2003, Duménil y Lévy 2009). El impacto en la inversión a largo plazo y el consumo disminuyen las expectativas sobre el crecimiento de la demanda, lo que implica un nuevo desincentivo para estas inversiones y convierte el corto plazo en la opción menos riesgosa. En el segundo, se interpreta que las contradicciones en la esfera productiva también pueden llevar a los capitales a la esfera de circulación, particularmente en la actividad especulativa, lo que provoca la expansión financiera (Bellamy Foster y Magdoff 2009). Ambos enfoques serán incorporados para el estudio del capital financiero en el proceso económico.

Con respecto a las dimensiones de la dinámica económica que nos permitirán realizar el análisis, utilizaremos la definición de cinco ámbitos componentes de un modelo de acumulación: oferta, demanda, distribución del ingreso, marco institucional y el plano de la estructura económica internacional. Cada uno de estos ámbitos, a su vez, está integrado por elementos que se concretan en variables específicas (Palazuelos 2000).

Para realizar este análisis de relaciones entre el capital financiero y la dinámica económica, tomaremos como variables principales de su lógica de funcionamiento entre 2002 y 2012: las características del sector productivo, la inversión y el consumo, la inserción internacional primaria y de bajo valor añadido, la evolución de la distribución del ingreso y la intervención del Estado. Sin embargo, no es el objetivo de este trabajo realizar una descripción exhaustiva del funcionamiento de la dinámica económica argentina en este período, sino constatar cuál ha sido el lugar del capital financiero en su seno. La elección de las variables se justifica por la imposibilidad de abarcar todas las variables de la dinámica económica en este estudio y por la relevancia de cada una de ellas para explicar el funcionamiento de la economía argentina.

En los siguientes epígrafes, analizaremos las relaciones del capital financiero con cada una de estas variables.

### **3**

## **Evolución del ámbito productivo y financiero**

En este epígrafe describiremos la relación entre el ámbito productivo y el financiero, para lo que analizaremos la participación de cada una de estas actividades en el producto interno bruto (PIB) y la evolución de sus tasas de crecimiento.

Las diferencias en el manejo de la política cambiaria, a favor de la manutención de la competitividad a través de la moneda, y las condiciones externas favorables generaron, en los primeros años, un superávit comercial y de las cuentas públicas. La economía comenzó a crecer a partir del segundo semestre de 2002, de modo que se presentaron elevadas tasas de crecimiento durante los primeros años (en promedio, un 8,8% entre 2003 y 2007). La rápida recuperación de la actividad validó las políticas implementadas a la salida de la crisis. Además, la idea del establecimiento de un modelo «productivista» se sustentó en las pruebas de la reactivación de la industria y el crecimiento del empleo.

Pero las elevadas tasas de crecimiento, la mayor participación de la industria y las elevadas tasas de inversión (relativas) no se tradujeron en una transformación profunda de la estructura económica argentina.

En primer lugar, la producción primaria incrementó su dependencia al monocultivo de la soja, lo que generó problemas medioambientales (deforestación o desplazamiento de otros cultivos) y sociales (desalojo de campesinos y concentración de la tierra). Por otro lado, la megaminería a cielo abierto se expandió en estos años, de forma que se acentuó el perfil extractivo de la producción argentina.<sup>1</sup> Sin embargo, la participación de la actividad primaria en el PIB se redujo respecto de 2002 (8,4%) y pasó a representar el 4,9% en 2012.

En el caso de la industria, su participación se revierte respecto de los niveles de la crisis, pero no recupera los niveles anteriores a los años noventa (según datos del Indec, la industria representaba el 19,2% del PIB en 1980), resultado de los efectos que las medidas neoliberales han tenido sobre el aparato productivo argentino. En un comienzo, resultó ser de los sectores más beneficiados; la devaluación, la congelación de tarifas de los servicios públicos y los tipos de interés favorables permitieron la modificación de precios relativos y, con ello, la ampliación de la producción de bienes transables. Se abrieron industrias que habían cerrado sus puertas durante la década anterior; nacieron nuevas industrias, como en el caso de la actividad textil, y se ampliaron plantas, caso de las actividades oligopólicas (Basualdo 2011).

Según datos del Indec, entre los años 2002 y 2007, la industria creció a una tasa promedio del 10,3%, mientras que la construcción lo hizo a una tasa del 22,1%. El sector de producción de bienes, a su vez, presentó en estos años una tasa de crecimiento promedio del 10,2% y su participación en el PIB pasó del 30,4 al 32,4%.

Sin embargo, a partir de 2008, el crecimiento del sector productivo de los primeros años se mantuvo. En el caso de la produc-

1 Para más información, véase Katz (2014).

ción de bienes, alcanza el 28,7% en 2012, la industria entre 2008 y 2012 crece al 4,8% y la construcción al 1,8%, según el Indec.

El PIB de la industria alcanza su menor participación en 2002 (15,4%) y alcanza el 15,9% del PIB en 2012 (nivel de 2000, cuando el país se hallaba en plena crisis). Pese a las mejoras, no se alcanzaron los niveles presentes en 1993, cuando representaba el 18,2% del PIB,<sup>2</sup> momento en el que el capital financiero se hallaba en el centro de la escena económica.

Además de no revertirse significativamente su situación en términos de participación del PIB, los rasgos estructurales de la actividad productiva se mantuvieron, por lo general, intactos. La rama que más se ha desarrollado en este período fue la de vehículos automotores (409%) que, en el caso argentino, constituye una industria ensambladora, cuyos componentes suelen ser, en su mayoría, importados y con escasos encadenamientos productivos en la industria nacional. Le siguen los minerales no metálicos (177%), la metalmecánica (175%) y los productos textiles (158%),<sup>3</sup> según datos del Ministerio de Industria.

A lo largo de este período, no se modifica la estructura y predominan las actividades asociadas al procesamiento de recursos naturales, generalmente de bajo valor añadido, la industria automotriz y el enclave ensamblador de productos electrónicos de Tierra del Fuego (Schorr 2013). Se trata de actividades concentradas, controladas por capitales extranjeros y unos cuantos grupos locales, orientadas a la exportación y, en algunos casos, con una elevada demanda importadora. Estas actividades poseen, además, escasos eslabonamientos industriales y una reducida capacidad de generación de empleo. Para estas empresas, los salarios cuentan en mayor medida como un componente del coste que como un generador de demanda, justamente por su elevada orientación exportadora.

Luego de un período de expansión económica, como se pondrá en evidencia en el epígrafe 6, el patrón productivo se mantuvo inalterable, lo que supuso que volviera a producirse el estrangulamiento externo. Tras una fase de expansión económica, vuelve el déficit comercial, especialmente de algunos sectores productivos, por la importación de componentes y equipos.

El patrón productivo se mantuvo inalterable, lo que supuso que volviera a producirse el estrangulamiento externo. Luego de un período de expansión económica, vuelve el déficit comercial, especialmente, de algunos sectores productivos, por la importación de componentes y equipos.

La industria fue considerada como el sector dinamizador del modelo económico del kirchnerismo; sin embargo, la falta de reversión de la dependencia tecnológica reforzó «la centralidad estructural y poder de veto de los grandes proveedores de divisas en

2 Datos del Indec (año base 1993).

3 En el caso de la industria textil, su expansión se basa en el crecimiento del sector informal y el trabajo precario. Para más información, véase Ferreira y Schorr (2013).

la Argentina», sectores de bajo (o nulo) grado de industrialización (Schorr 2013).

Con el correr del tiempo, las medidas de política económica sesgaron los beneficios hacia las fracciones más concentradas y de orientación exportadora, lo que fomentaron la centralización y la concentración de capital (Basualdo 2011). La extranjerización de la estructura productiva también aumentó, evidenciado en la participación extranjera de la cúpula empresarial.

La orientación productivista del esquema macroeconómico, presente en el discurso del Gobierno, no se ha reflejado en un aumento significativo de la industria en el PIB. Puede que la industria se viera más beneficiada que con las medidas de corte neoliberal y que aumentara su orientación exportadora, pero la existencia de estos elementos no ha derivado en una diversificación de la producción ni en nuevos encadenamientos productivos ni en el desarrollo de aquellos sectores ausentes en la matriz productiva.

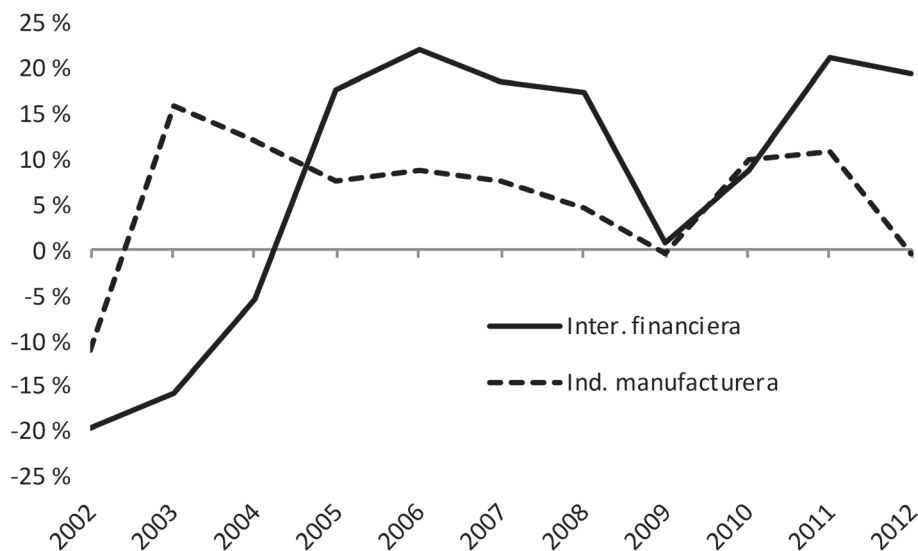
Por otro lado, en 2004 la participación de la intermediación financiera en el PIB llegaba a su nivel mínimo, 3,6%, similar al que tenía en 1993; al contrario que la industria que alcanzaba en 2004 el máximo del período (16,8%).

La relación inversa entre ambas actividades se pone de manifiesto también hacia el final del período, cuando la industria redujo su participación y la intermediación financiera la eleva al 6,9% del PIB, nivel incluso mayor que en 2001.<sup>4</sup> Este comportamiento divergente evidencia la falta de vínculo entre ambas actividades. Mientras que la industria aumenta su participación en el PIB, el sector financiero la reduce y viceversa. La relación inversa de ambas actividades se aprecia también en sus tasas de crecimiento.

Si vemos esta evolución de manera más detallada, tenemos que, entre 2002 y 2007, el sector manufacturero presentó su crecimiento más intenso, con una tasa del 10,3%. Por el contrario, en ese mismo período, la intermediación financiera crecía, en promedio, un 6,3%. Entre 2008 y 2012, se invirtió la tendencia y la intermediación financiera incrementó su participación en el producto a una tasa promedio anual del 12,3%, mientras que la industria creció menos aceleradamente, a una tasa del 4,8%, coincidiendo con el agotamiento del modelo de crecimiento.

Si tomamos la tasa de crecimiento entre 2005 y 2012, el promedio de la actividad financiera es todavía mayor: alcanza el 15,2%, según los datos del gráfico 1. En promedio, la intermediación financiera crece más que la industria: un 9,7 frente al 7,5%.

4 Según datos del Indec.



**Gráfico 1**

Variación interanual de la participación en el valor añadido de la intermediación financiera y la industria manufacturera, 2002-2012

Fuente: Indec, Cuentas Nacionales (año base 1993).

En 2009 se produjo una abrupta caída para ambas variables, seguido de una recuperación escasamente más elevada de las manufacturas, que enseguida fue superada por la actividad financiera. El crecimiento total de la intermediación financiera en el PIB fue de un 153%, lo que superaba ampliamente el 106% de la industria, y la actividad financiera creció más que el sector manufacturero, al que supuestamente financia. La desagregación de estos datos también muestra su evolución invertida; en el caso de la industria, la mayor parte de este crecimiento se da entre 2002 y 2010 (87%) y, en el caso de la intermediación financiera, sucede entre 2007 y 2012 (88%).

Cuando la industria recupera su participación, la intermediación financiera la reduce, y viceversa. Podemos inferir, en primer lugar, que el desempeño de la industria y el del sistema financiero no están totalmente vinculados. El desempeño del sector financiero evoluciona con relativa independencia de lo que sucede con la actividad productiva.<sup>5</sup> En segundo lugar y en relación con lo anterior, las políticas económicas de la posconvertibilidad no encaminaron al capital financiero hacia al ámbito productivo. El papel del capital financiero en la dinámica económica no cambió, al menos en lo que concierne a su vínculo con la actividad productiva.

La política económica de este período se centró en mantener un tipo de cambio competitivo, que favoreció a los bienes transables, especialmente en los primeros años después de la crisis de 2001, aunque cada vez menos efectivo, a causa de la inflación. Sin embargo, no alteró significativamente al patrón productivo, no se revirtió la dependencia tecnológica y continuó siendo uno de los

5 No nos referimos a que es independiente del proceso de producción sino, simplemente, a que su evolución es diferente, lo que indica que el capital financiero se desempeña en otras actividades. No obstante, el capital financiero depende del proceso de producción y sus ganancias provienen de la plusvalía generada en él.



elementos que impulsaron la dependencia financiera, conservando algunas características del rol del capital financiero (especialmente internacional).

Por último, las evoluciones divergentes de la participación de la industria y de la intermediación financiera del PIB, y sus tasas de crecimiento, muestran que la evolución de ambas actividades no estuvo vinculada.

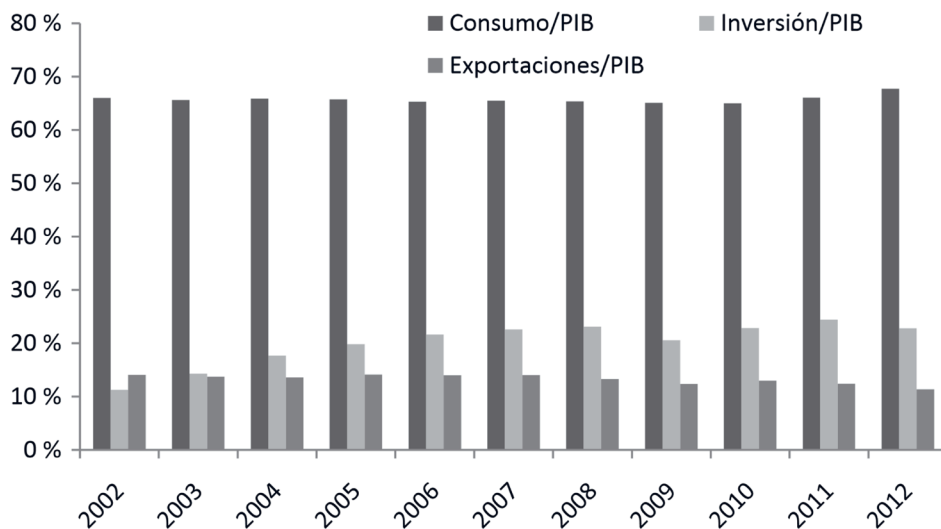
## 4 La relación del capital financiero con la inversión y el consumo

La recuperación inicial de la economía argentina fue impulsada por el mercado interno, en primera instancia. En este sentido, el consumo fue el componente más importante de la demanda agregada, pero fue la inversión la que creció más intensamente. Ambas variables fueron las responsables del impulso de la demanda.

La expansión del capital financiero y el aumento de su margen de influencia en la economía suelen afectar negativamente a la inversión. En el caso de Argentina, la inversión bruta interna fija (IBIF) pasó del 11,3% del PIB en 2002 al 22,8% en 2012, de modo que se superaron los niveles de la década anterior, según datos del Indec. Como muestra el gráfico 2, la inversión creció a tasas mayores al 30% durante los años 2003 y 2004, pero con una persistente tendencia decreciente, y llegó a ser negativa en -10,2% en 2009. Aunque se recuperó en 2010, no volvió a crecer como en los primeros años y recuperó su tendencia decreciente. En este caso, el desempeño de la inversión tuvo cierto margen de recuperación, pero, como veremos a continuación, su crecimiento estuvo limitado y no alteró las características que definen el proceso económico argentino.

Si bien una descripción detallada de lo sucedido con la inversión está fuera del alcance de este trabajo, mencionaremos dos características que resultan relevantes para el análisis. En primer lugar, si bien los niveles que alcanzó entre 2003 y 2007, en cuanto a su participación en el PIB, son elevados para el caso argentino, están lejos de los niveles presentes en países con gran dinamismo industrial, como es el caso de los llamados «tigres asiáticos» (30%) (Eskenazi 2009).

En segundo lugar, la política puesta en marcha en 2002 garantizó a los capitalistas de la industria y del agro un fuerte crecimiento en sus márgenes de ganancia, pero tales beneficios no se canalizaron en la medida necesaria en la reinversión productiva. Su composición presentó un mayor sesgo hacia la construcción (68% en 2002), sobre todo residencial, si bien la diferencia se redujo, hasta representar el 52% del total de la IBIF hacia el final del período.

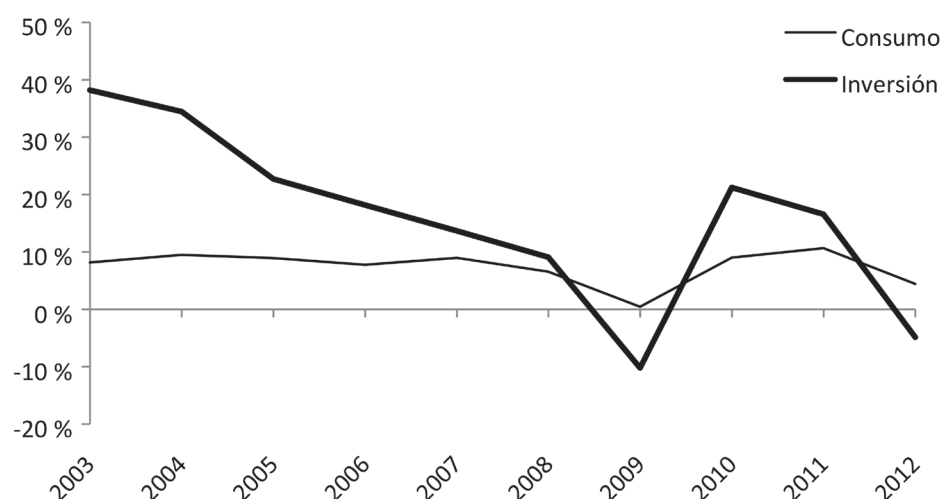


**Gráfico 2**

Consumo e inversión como porcentaje del PIB, 2002-2012

Fuente: elaboración propia según datos del Indec (año base 1993).

El comportamiento más dinámico de la inversión estuvo relacionado con el hecho de que la devaluación y el posterior control de la paridad permitieron mantener el coste de la mano de obra bajo en términos internacionales. Aumentaron las rentabilidades, especialmente de las grandes empresas. Según el cálculo realizado en una muestra de 99 empresas de la base de datos Orbis, obtuvieron un ROE del 25,5% y un ROA del 10,4% en 2005.<sup>6</sup> Esta rentabilidad se redujo hacia 2012, siendo del 19,4 y 8,8% respectivamente.



**Gráfico 3**

Variación interanual del consumo y la inversión, 2003-2012

Fuente: Indec, Cuentas Nacionales (año base 1993).

6 Para el cálculo de esta rentabilidad, se utilizaron datos de 99 grandes empresas industriales que cotizan en bolsa, presentes en la base de datos Orbis.

En los noventa, la inversión en la expansión de las finanzas llevó a que las inversiones a corto plazo predominaran, desplazando capitales hacia el sector financiero con rentas financieras comparativamente más altas. Este desplazamiento dejaba menos recursos para la inversión a largo plazo. La punción de las ganancias del sector productivo, a través de los intereses y demás rentas financieras, limitó los recursos que volvían al proceso productivo, lo que redujo los recursos hacia la acumulación de capital.

Esto no ocurrió a lo largo de los años de la posconvertibilidad, cuando convivieron altas rentabilidades en el sector financiero (en 2012, el 25,7 %),<sup>7</sup> altas rentabilidades en las inversiones de títulos públicos (los títulos del BCRA ofrecían tipos del 14 %) y elevados dividendos (en 2011 salieron de la economía 10 745 millones de dólares en concepto de dividendos),<sup>8</sup> con tasas relativamente elevadas de inversión (no muy elevadas en términos internacionales) y tipos de interés reales negativos. Si bien autores como Duménil y Lévy (2001) sostienen que grandes transferencias hacia las finanzas pueden convivir con tipos de intereses bajos y elevadas tasas de ganancia, el caso argentino presenta sus particularidades.

El tipo de interés real fue negativo en buena parte del período (-2 % en 2004, -1 % en 2012, según datos del BCRA), pero no todas las actividades del sector financiero presentaron tipos reales negativos, especialmente las vinculadas al consumo.<sup>9</sup> Según datos del Banco Central, el tipo de interés aplicado a tarjetas de crédito y préstamos personales rondaba el 25 %. En 2012 el interés aumentó al 34,3 % para este tipo de préstamos. Además, existió una importante transferencia de ingresos hacia capital financiero a través de la deuda pública y de los dividendos.

En el caso de la deuda pública, el Banco Central necesitaba acumular reservas en dólares para poder pagar esta deuda; al comprar estos dólares, liberaba pesos que luego absorbía mediante la colocación de sus títulos. Estos títulos eran comprados en su mayoría por el sistema financiero nacional, que se beneficiaba de elevadas rentabilidades. En promedio, estos títulos rentabilizaron un 14 % en todo el período, según datos de relevamiento de expectativas de mercado del Banco Central. A su vez, el sector productivo transfirió elevadas rentabilidades a los accionistas mediante dividendos, como se verá en el epígrafe 6 (gráfico 7).

Los niveles de inversión más elevados no implicaron ausencia de punción sobre las ganancias de la producción o que el capital financiero contribuyera a una mayor acumulación de capital, con influencia positiva en la actividad y el empleo.

Por el contrario, coexistieron la expansión de las finanzas, expresada en altas rentas financieras, y altas tasas de inversión (relativas). El capital financiero no cambió su papel en la economía argentina; continuó «desvinculado» de lo que sucedía en la actividad real y obtuvo altas rentabilidades que superaron las de la economía

7 Según datos del Balance del Sistema Financiero presente en el Informe de Bancos del BCRA.

8 Datos de «Balanza de Pagos» Indec.

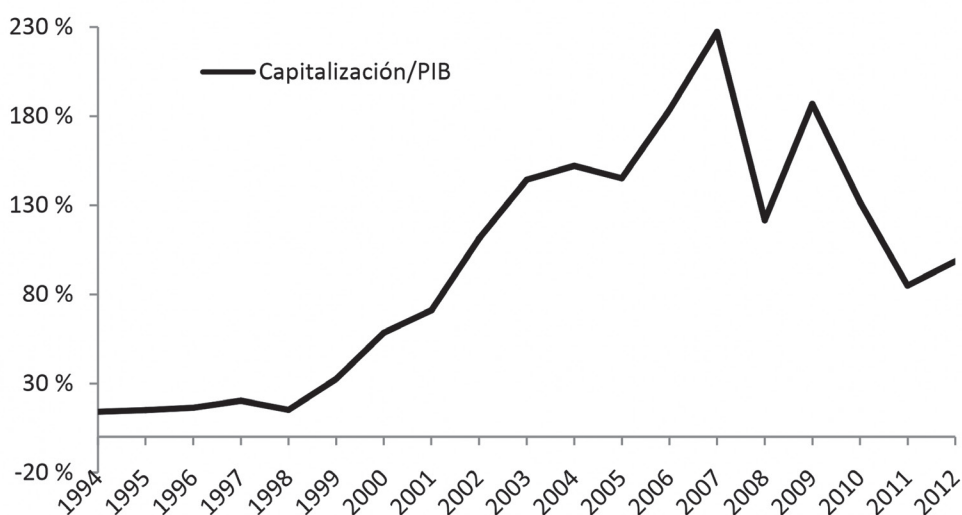
9 Según datos del Banco Central, el tipo de interés aplicado a tarjetas de crédito y préstamos personales rondaba el 25 %. En 2012, el interés aumentó al 34,3 % para este tipo de préstamos.

en general.<sup>10</sup> Pese a la recuperación de la actividad productiva, el capital financiero no perdió totalmente su posición de privilegio en términos de rentabilidad.

Además, no hubo correlación entre el crecimiento de la inversión y la financiación del sistema bancario al sector productivo, por la ausencia de medidas que orientaran el crédito, como se ha podido comprobar, en el epígrafe anterior, en las trayectorias opuestas de la intermediación financiera y la industria.

Otro indicador de expansión de las finanzas es la capitalización bursátil que, en este período, alcanzó niveles más significativos que durante los años anteriores a la crisis, en plena «valorización financiera». Su porcentaje en el PIB creció hasta 2005 con máximos en 2007 y 2009, tal como puede apreciarse en el gráfico 4. Si bien la capitalización bursátil presentó un comportamiento errático, su nivel en el PIB fue bastante mayor que en la década anterior y creció en promedio anualmente más que la economía: 15,4%. El capital ficticio creció y los mercados de capitales se dinamizaron en este período.

El consumo, por su parte, aumentó su participación en el PIB y pasó del 66 al 67,7% (gráfico 2). A su vez, los datos del gráfico 3 muestran que el consumo creció anualmente en torno al 9% hasta 2007; luego presentó una evolución más irregular. A pesar de representar las dos terceras partes del producto, el crecimiento de la economía no está justificado en su totalidad por esta variable. Si bien el mercado interno cobró importancia relativa a partir de 2002, la demanda externa resulta imprescindible para entender el funcionamiento del proceso económico argentino. Aunque las exportaciones representaron un porcentaje menor de la demanda agregada y redujeron su importancia en términos cuantitativos, pasando del



**Gráfico 4**

Porcentaje de capitalización bursátil en el PIB, 1994-2012

Fuente: elaboración propia según datos del anuario del IAMC.

10 En 2012, el ROE de la economía estaba en torno a al 19% (Buccieri y Solari 2012), mientras que el ROE del sistema financiero se encontraba por encima del 25% (BCRA).

14,1 % del PIB en 2002 al 11,4 % en 2012, su importancia cualitativa se mantuvo intacta: el funcionamiento de la economía necesitó las divisas generadas por el sector externo para el sostenimiento de la política económica, el pago de las obligaciones del Estado y el desarrollo del sector productivo, por su dependencia tecnológica.

El consumo continuó creciendo, pese al incremento de los precios, aunque menos a partir de 2007. Si bien los salarios crecieron, el crédito al consumo plausiblemente contribuyó al mantenimiento de los niveles de consumo. El 17 % de la cartera de crédito se orientó en 2012 a la industria manufacturera y el 11,6 % a la producción primaria, siendo la financiación a personas físicas del 33,3 % en el mismo año.<sup>11</sup> Por otra parte, el tipo de interés de los préstamos personales y de las tarjetas de crédito crecieron del 25 % en 2005 al 34,3 % en 2012.<sup>12</sup>

La evolución de la inversión podría significar que el capital financiero contribuyó a su desempeño y que dejó de lado su comportamiento distorsionador en la acumulación. Pero, pese a que la inversión creció a niveles inéditos a lo largo de estos años, no obstante, no alcanzó a los «tigres asiáticos» y buena parte de este crecimiento se destinó a la construcción. Además, pese a la recuperación de la industria y de la inversión, el capital financiero continuó percibiendo altas rentas. En el caso del consumo, su recuperación coincidió con un crecimiento de los préstamos vinculados a él, que representaron elevados beneficios para los bancos.

## 5 Inserción internacional primaria y de bajo valor añadido

El cambio de precios relativos internos resultado de la devaluación en 2002 benefició al sector productivo, al mismo tiempo que permitió cierta sustitución de importaciones y mejoró las condiciones de las cuentas externas. El tipo de cambio competitivo<sup>13</sup> también favoreció a las ventas al exterior, cuyo impulso definitivo residió en los altos precios internacionales de los productos que exportaba Argentina, especialmente agropecuarios<sup>14</sup> (Peralta Ramos 2007, Basualdo 2011). Esta situación impidió que se manifestara la típica estrangulación externa de la economía argentina, durante buena parte de nuestro período de estudio.

La situación favorable de las cuentas externas contribuyó al superávit fiscal, a través de las retenciones a las exportaciones, y también permitió la acumulación de reservas internacionales, a través de la intervención del Banco Central, lo que estabilizó la demanda de divisas (Basualdo 2011). Es así como, a partir de 2003, el superávit comercial se convirtió en uno de los pilares del modelo macroeconómico, ya que la acumulación de reservas hacía posible

11 Según datos del Balance del Sistema Financiero presente en el Informe de Bancos del BCRA.

12 Datos del BCRA.

13 Con la intervención del Banco Central, se buscaba conservar el valor del peso respecto del dólar y la competitividad de la moneda abarataba las exportaciones y encarecía las importaciones; de este modo, se pretendía mantener el superávit comercial. Para más información, véase Frenkel y Rapetti (2007).

14 El aumento de los precios de los productos primarios tuvo varias explicaciones; entre ellas, el impulso de la demanda de países como China y la especulación en torno al mercado de productos primarios.

el control del tipo de cambio (continuidad del modelo) y el pago de la deuda externa pública. La imposibilidad de acceder a financiación externa después del *default* llevó a que las necesidades de financiación fueran cubiertas por el comercio exterior y por ingreso de inversiones extranjeras.

Sin embargo, los problemas en la cuenta corriente volvieron a irrumpir en la economía argentina, puesto que la simple acumulación de divisas y el mantenimiento del «dólar caro» no resultaron medidas suficientes para zanjar el problema de la competitividad de la producción local y la dependencia tecnológica.<sup>15</sup>

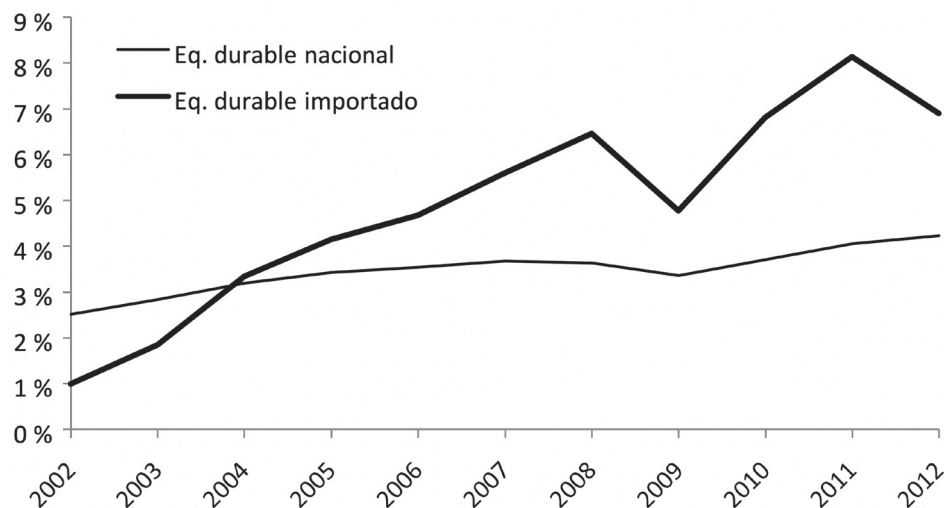
El impulso de la política cambiaria no se tradujo en un cambio de inserción internacional, es decir, en una auténtica diversificación de las exportaciones, en donde los productos manufactureros de elevado valor añadido ganaran terreno. La inserción internacional se mantuvo básicamente orientada a bienes agropecuarios y de bajo valor añadido.

Entre 2002 y 2012, las exportaciones argentinas crecieron un 229%, mientras que las importaciones lo hicieron en un 527%. Entre 2002 y 2007, las exportaciones crecieron un 128%. Menos intenso fue el crecimiento entre 2007 y 2012, de tan solo un 45%. Asimismo, las importaciones también crecieron de forma más intensa entre 2002 y 2007, un 298%, mientras que, entre 2007 y 2012, lo hicieron un 58%.

Las manufacturas de origen industrial (MOI) aumentaron su participación en las exportaciones, que pasaron de representar el 29,6% de las exportaciones totales en 2002 al 34,2% en 2012. Lo mismo sucede con las manufacturas de origen agrícola (MOA): en 2002, eran el 31,7% del total de las exportaciones y, en 2012, pasaron a ser el 33,4%. A simple vista, parece que hay un avance de los productos manufacturados sobre los primarios, pero lo cierto es que las MOA son productos de escaso valor añadido. Si sumamos la participación de las MOA y de las exportaciones primarias en el total de las ventas internacionales, vemos que, en 2012, representaban el 57,1% cuando, en 2002, esta suma llegaba al 50,1%. Existe un aumento de importancia del conjunto de los productos vinculados al sector agropecuario y de bajo valor añadido.

El crecimiento de la importancia de las MOI no ha significado un cambio en la inserción externa del país. Esta idea se refuerza si incorporamos al análisis el detalle de las manufacturas de origen industrial que participan en las exportaciones. En su mayoría, se trata de *commodities* industriales de bajo valor añadido (acero, aluminio, químicos, etc.) y de bienes asociados a sectores en los que se han realizado acuerdos comerciales internacionales, como el automotriz, lo que ha llevado a su escasa integración en la industria nacional. Además, el sector de las MOI presentó un déficit estructural de divisas (dependencia de bienes de capital e insumos), que

15 En enero de 2004, el dólar cotizaba a 2,89 pesos, mientras que el 28 de diciembre de 2012 lo hacía a 4,92 pesos.



**Gráfico 5**

Inversión en equipo durable nacional e importado sobre el total de la IBIF, 2002-2012

*Fuente:* elaboración propia según datos del Indec.

condicionan la perspectiva de un perfil exportador manufacturero dinámico (Schorr 2013).

En el gráfico 5, se presentan datos de las inversiones en bienes de equipos importados y nacionales como porcentaje del PIB. En él podemos ver que las inversiones en equipos nacionales son mayores hasta 2004; a partir de ese momento, el uso de equipos durables importados superará a los de origen nacional; dicha tendencia se mantiene y acentúa hasta alcanzar su nivel máximo en 2011 (8,1% del PIB). La importación de bienes de equipo presionaba sobre la necesidad de entrada de divisas, a la vez que perjudicaba al superávit comercial. Durante este período, no se rompe con la tendencia al déficit comercial que caracteriza a una economía de inserción primaria y dependencia tecnológica y que conlleva, entre otras cuestiones, a la dependencia financiera.

Otra de las características de la cuenta corriente en la posconvertibilidad es el déficit energético, que llevó a la pérdida del autoabastecimiento (Katz 2014), lo que acentúa las dificultades que presentaron las cuentas internacionales durante los últimos años del período que abarca este trabajo.

Pero ¿cuáles son las razones por las que la inserción externa condiciona el papel que adopta el capital financiero en la economía argentina? En primer lugar, las características de la inserción externa que acabamos de mencionar, es decir, un perfil exportador de bajo valor añadido y su débil integración con el resto del sector productivo, condicionan las necesidades de capital financiero internacional. La tendencia al déficit comercial genera dependencia de entrada de capital extranjero.

En segundo lugar, la propia medida que se utilizó para fomentar el comercio exterior (tipo de cambio competitivo) contribuyó a aumentar la presión sobre el ingreso de moneda extranjera; sin este ingreso, no podía realizarse la intervención en el mercado cambiario, que permitió el funcionamiento de todo el engranaje del modelo macroeconómico.

Por último, el pago de las obligaciones del Estado también dependía de los ingresos de la exportación. Los mecanismos creados en la reestructuración de la deuda *defaulteada* en 2001 recompu-sieron la rentabilidad de los acreedores externos (Bordón 2017), con los que se ha cumplido «religiosamente», y sin siquiera poner en duda la legitimidad de estas obligaciones en el momento de confeccionar las condiciones del canje. Las obligaciones del Estado resultaron ser un elemento más en la necesidad de ingreso de moneda extranjera en la economía. En este sentido, el capital financiero internacional conservó también sus posiciones de privilegio.

La acumulación de reservas se utilizó, en buena medida, para el pago de la deuda externa, reemplazándola por deuda interna, si bien esta nueva gestión de la deuda soberana y el flujo capital proveniente del comercio internacional evitaron el círculo de pago de deuda externa con más deuda externa, característico de los noventa.

No se modificaron las condiciones de dependencia tecnológica y de dependencia financiera. En este sentido, la caída del superávit comercial y los problemas de déficit público provocaron que el endeudamiento externo comenzara a reactivarse en los últimos años del período.

Ninguno de estos elementos implicó un retorno al ciclo de deuda que paga deuda, pero su potencialidad siempre estará latente en la medida en que no se tomen medidas adecuadas para revertir la dependencia tecnológica del sector productivo y para controlar las salidas de capital del sector no financiero. La importancia de la fuga de capitales como vehículo de presión sobre las necesidades de financiación externa se complementó con el hecho de que estos recursos que se escapan de la economía ya no formarán parte de las inversiones en el país. Entre 2003 y 2012 se fugaron 90 788 millones de dólares, según los datos recogidos en el informe trimestral «Evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario».<sup>16</sup>

El elevado grado de extranjerización de la economía y la continuidad de la Ley de Capitales Extranjeros contribuyeron a reforzar la tendencia a sacar capitales de la economía. El comportamiento de las empresas extranjeras corresponde a estrategias marcadas por las empresas matrices, que casi nunca se relacionan con la estrategia productiva que pueda seguir el país en el que se hallan. Por esa razón, las inversiones son escasas y con un elevado sesgo importador (compra de bienes a las casas matrices). La Ley de

16 El cálculo de la fuga de capitales es la suma de las divisas que se adquieren para tenencias de activos externos por parte del sector no financiero.



Capitales Extranjeros no remedia esta tendencia, sino que, por el contrario, iguala las condiciones del capital extranjero con las del capital nacional y no impone trabas al giro de beneficios al exterior que, en estos años, siguió una tendencia creciente. Entre 2009 y 2012, salieron de la economía 37 295 millones de dólares en concepto de dividendos, según datos del Indec.

Si bien es verdad que el control al mercado de cambios implementado en 2011 limitó la fuga de capitales y la repatriación de dividendos, otros mecanismos de fuga continuaron vigentes (operaciones de bolsa o mercado *blue*).

Pese a que el sector externo carece de una participación significativa en la demanda agregada, condiciona el desarrollo de las variables de consumo e inversión, por la importancia del ingreso de divisas para la importación de bienes de capital. La industria fragmentada y un tejido productivo desarticulado llevan a que, en momentos de crecimiento, aumente la presión sobre el saldo comercial y a que su sostenibilidad en el tiempo dependa de la disponibilidad de divisas proveniente de las exportaciones o del endeudamiento externo. Las cuentas externas tienden al déficit por la ausencia de soluciones en este sentido, lo que lleva a la economía a la dependencia financiera.

## 6 Recuperación parcial en la distribución del ingreso

Lo que sucede en el ámbito de las finanzas condiciona la distribución del ingreso, y ello, a su vez, la reproducción del proceso de acumulación. El flujo de capitales hacia la actividad financiera en lugar de la esfera productiva afecta al empleo, y la participación de capitales financieros en los beneficios presiona a la baja la parte de ingresos correspondiente a los salarios (Chesnais 2003), aunque la participación en los mercados financieros pueda aumentar el ingreso disponible. Las rentas financieras forman parte de los ingresos de empresarios e inversores. En este caso, los ingresos disponibles de estos individuos se amplían gracias a las rentas financieras, por lo que comparten intereses con el capital financiero, al igual que los jubilados, cuyos fondos se encuentran en el sistema de capitalización. El consumo final de las familias depende de sus ingresos salariales, el endeudamiento, los salarios indirectos provenientes de las percepciones del Estado y otros ingresos, dentro de los cuales podrían encontrarse los que acabamos de mencionar. En el caso argentino, quienes reciben ingresos financieros son una minoría muy marginal y las jubilaciones vuelven a estar a cargo del Estado a partir de 2008. Sin embargo, el acceso al endeudamiento es significativo.

Como acabamos de mencionar, el desempeño de las finanzas puede afectar al nivel de empleo y a la balanza entre beneficios y salarios. Para constatar este impacto del comportamiento del capital financiero en la distribución del ingreso, analizaremos los siguientes indicadores: el nivel de desempleo y de desigualdad, la distribución funcional del ingreso (masa de salarios y beneficios) y los ingresos del capital financiero.

El efecto de la expansión económica impactó en la creación de empleo, lo que permitió un aumento de los ingresos de la población. Durante los primeros años del nuevo siglo, se tomaron algunas medidas que mejoraron los ingresos de los asalariados, no solamente como forma de aliviar los terribles efectos de la crisis en la sociedad y por la necesidad de realizar determinados ajustes en relación con la devaluación, sino también como forma de ampliar la base social del Gobierno kirchnerista (Peralta Ramos 2007).

A lo largo de esos años, el salario mínimo aumentó por decreto y a través del Consejo Nacional de Empleo y volvieron a realizarse las negociaciones salariales. También se elevaron los ingresos de jubilados y pensionados, aunque de forma limitada.

Las condiciones de vida avanzaron, aunque no se realizaron reformas profundas que supusieran un cambio radical de la redistribución de la riqueza en favor de las clases menos favorecidas. Se implementaron algunas políticas sociales, que supusieron mejoras respecto de la década anterior, como el Plan Jefes y Jefas de Hogar Desocupados, el Plan de Inclusión Previsional, la Asignación Universal por Hijo, etc.,<sup>17</sup> aunque la recomposición de los indicadores sociales haya resultado modesta en comparación a los niveles de crecimiento (Basualdo 2011).

En la lista de mejoras, encontramos la reducción del desempleo, que pasó del 20,4% en el primer trimestre de 2003 al 6,9% en el cuarto trimestre de 2012 (conglomerados urbanos), recuperando los niveles de octubre de 1990 (6,3%), pero no los de la década de los setenta.<sup>18</sup>

El mercado laboral siguió manteniendo sus características de heterogeneidad y fragmentación, además de presentar un elevado porcentaje de empleo no registrado (Eskenazi 2009). Según datos publicados por el Ministerio de Trabajo, el empleo no registrado de mayores de dieciocho años alcanzó el 34,1% del total de asalariados mayores de dieciocho años<sup>19</sup> y, según el Informe Mundial sobre Salarios 2014-2015 de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), los asalariados informales sobre el empleo total en 2011 se encontraban levemente por debajo del 50% (OIT 2015, p. 62).

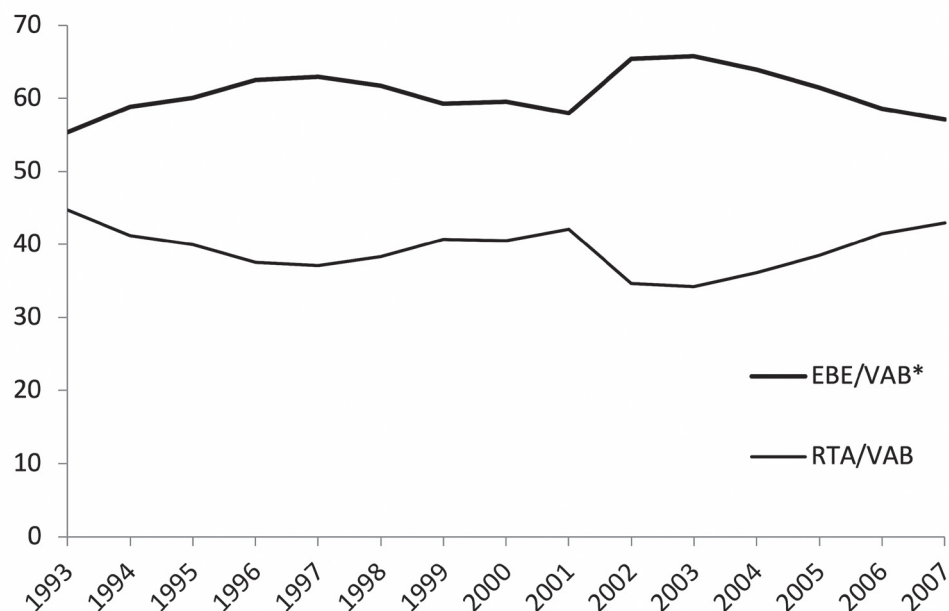
El total de hogares bajo la línea de pobreza (urbana) representaba el 42,7% en el primer semestre de 2003, mientras que, en el segundo semestre de 2012, representaba el 4%, según datos del Indec.<sup>20</sup> En 1970 este indicador era el 5%, lo que nos muestra que se ha producido una mejora en cuanto a los niveles presentes en

17 Para más información sobre las medidas asistencialistas, véase Neffa (2009) y Díaz (2012).

18 En octubre de 1974, el porcentaje de desempleo era del 3,5% (datos del Indec).

19 Según datos del número 11 de la *Revista de Trabajo* del Ministerio de Trabajo, basándose en la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) del Indec en el cuarto trimestre de 2012.

20 Debido al cambio de metodología en el cálculo de la inflación en 2007 por parte del Indec, estos datos estarían infravalorados; según un informe de CIFRA-CTA, este porcentaje se ubicaría en el 18,5% en el segundo semestre de 2012. No obstante, en el informe se afirma la existencia de una reducción sistemática de la pobreza desde 2003.



\* Los beneficios incluyen el ingreso bruto mixto.

### Gráfico 6

Porcentaje de beneficios y remuneración al trabajo asalariado sobre el valor añadido, 1993-2012

Fuente: elaboración propia según datos del Indec.

esos años, y muy significativa respecto a los niveles inmediatamente posteriores a la crisis.<sup>21</sup>

No ocurrió lo mismo con la desigualdad: el quintil más pobre en 1990 percibía el 2,3% de los ingresos y el más rico, el 34,8% (según datos de la Cepal). En 2001, los porcentajes eran del 1,2% para el quintil más pobre y el 40,6% de los ingresos eran percibidos por el quintil más rico. Entre los años 2002 y 2012, no se alcanzan los niveles de igualdad de 1990, aunque el quintil más pobre aumentó respecto de 2001 al 1,4%, y el más rico reduce su participación al 36,2%. También quedan lejos los niveles de los años ochenta, cuando el quintil más pobre percibía el 2,8% de los ingresos y el más rico el 30,9%.

Si tomamos el índice de Gini, en Argentina pasa a ser de 0,492 en 2012, cuando en 2000 llegó a 0,544, según datos de la Cepal. Se trata de una mejora significativa, aunque tampoco se alcanzan los niveles anteriores a la crisis ya que, en 1992, era de 0,482.

Uno de los indicadores relevantes en términos de la distribución del ingreso y su relación con las finanzas es la distribución funcional del ingreso. Cuando se produce una expansión de las finanzas, esto suele reflejarse en un aumento de la masa de beneficios y en un desplazamiento de la masa de salarios, puesto que las rentas financieras obligan a un incremento de las ganancias de las que provienen, lo que convierte al salario en la variable de ajuste.

En el gráfico 6 podemos ver cómo el excedente bruto de explotación sobre el valor añadido bruto se eleva entre 2001 y 2003;

21 Anuario estadístico 1995 de Cepal.

a partir de ese año, comienza una trayectoria descendente hasta 2007. En esta primera parte del período, el aumento de los beneficios correspondería al efecto que la devaluación tiene sobre los salarios reales y al bajo nivel de empleo a la salida de la crisis. Hemos incluido los datos desde 1993 (desde donde comienzan los datos publicados por el Indec, utilizando esta anualidad como año base) ya que, al observar toda la serie, podemos matizar el alcance del incremento de los salarios en el ingreso.

Los beneficios redujeron su participación en el ingreso del 65,4 al 57,1% en 2007. La caída de la participación de la masa de beneficios en el ingreso fue relevante, en la medida en que, en el período anterior, el salario resultó ser la variable de ajuste y se produjo un avance de los beneficios sobre los salarios, como resultado de la aplicación de las medidas neoliberales. Esto coincidió con un avance del capital financiero, cuyas rentas requerían de una ampliación de la masa de beneficios.

En la posconvertibilidad, el aumento de los beneficios en los primeros años fue contemporáneo a las rentabilidades negativas del sector financiero y el *default* a los acreedores extranjeros. Este aumento de la participación de los beneficios correspondería al efecto de la devaluación, que afecta especialmente a los salarios (en términos internacionales).

A partir de 2003, la masa salarial comienza a recuperarse por efecto de la creación de empleo y de las mejoras reguladas, mientras que, en 2005, las rentabilidades del sector financiero se vuelven positivas y se recomponen los pagos a acreedores internacionales con la reestructuración. El capital financiero recuperó su rentabilidad en un momento en el que los beneficios siguieron una tendencia decreciente en la participación en el ingreso.

¿Cómo se explica que aumenten simultáneamente la rentabilidad del capital financiero y los salarios? Lo cierto es que las condiciones en las que se encontraba la economía argentina, no solo como consecuencia de las medidas neoliberales, sino también por el impacto de la devaluación y del colapso de la economía, llevaron a los beneficios a un nivel de participación en el ingreso muy elevado. El hecho de que los salarios no disminuyesen su participación en el ingreso, sino que, por el contrario, la aumentasen, no implica que el capital financiero haya retrocedido en su participación de los beneficios, como lo indican sus índices de elevada rentabilidad y el aumento de la distribución de dividendos (gráfico 7). Sus intereses tampoco estuvieron al servicio de los intereses del sector productivo, como queda demostrado en la débil conexión que existe entre el sector financiero y la producción.

El avance de los beneficios del capital financiero, a partir de 2004, convivió con un aumento de la inversión. A partir de este año, la intermediación financiera recuperó la participación en el PIB, mientras que la industria retrocedió, aunque el sector produc-

tivo mantuvo la rentabilidad elevada de algunos sectores, lo cual incentiva cierto nivel de inversión, a pesar de que la economía presente cada vez más contradicciones.

En 2011, cuando la inversión alcanzó su máximo histórico (24,5%), el sector financiero era uno de los sectores más rentables de la economía,<sup>22</sup> y la fuga de capitales llegó a uno de sus máximos niveles del período (21 504 millones de dólares), todo esto en un contexto de economía creciente (8,8%).<sup>23</sup>

Si bien el tipo de interés real es bajo e incluso negativo en este período, los dividendos crecen de forma significativa desde 2000, como se observa en el gráfico 7.

Luego de la crisis, cuando las expectativas mejoraron y la inversión aumentó, los dividendos siguieron su tendencia creciente, partiendo del 2,9% del PIB hasta alcanzar el 4,8% en 2005. En 2006 la distribución de beneficios cayó, pero se recuperó inmediatamente y alcanzó su máximo nivel en 2009 (8% del PIB), coincidiendo con el año en el que la crisis internacional impactó en la economía argentina. Debe tenerse en cuenta, igualmente, que este máximo estuvo influido por la caída del PIB de ese año. Según datos de la Balanza de Pagos del Indec, entre 2003 y 2012, salieron de la economía más de 60 385 millones de dólares en concepto de pago de dividendos.

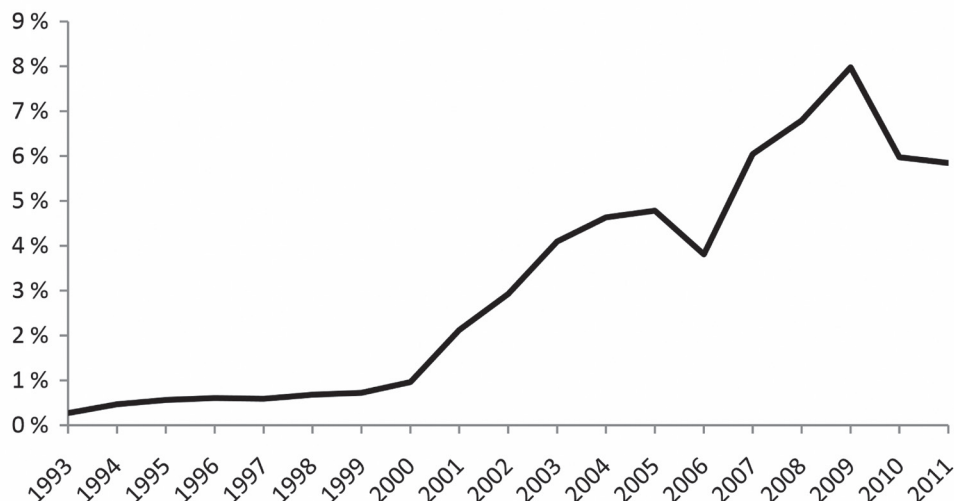
Por otro lado, en Argentina las rentas financieras no forman parte de los ingresos de los individuos de forma generalizada. La participación en los mercados de capitales ha sido limitada hasta la implementación de la nueva Ley de Mercado de Capitales en 2012 (Ley 26831). Aunque el lucro financiero que puede generar la compra y venta del dólar en el mercado negro pueda ser un poco más significativo que el proveniente de activos financieros, se reduce a una porción de la población que no es la mayoritaria. Por otro lado, los fondos de jubilación se encuentran nuevamente en manos del Estado desde 2008. No existe «comunidad de intereses» entre el capital financiero y los individuos que pueda afectar, de alguna forma, a la distribución en este sentido.

Sin embargo, los préstamos al consumo resultaron ser una de las actividades principales y más lucrativas del sistema financiero. A través de los préstamos personales y la financiación vía tarjetas de crédito, ambos destinados al consumo, el capital financiero realizó una punción directa sobre los salarios.

Hemos analizado la evolución de la distribución para luego poder evaluar las relaciones que pueden establecerse entre esta evolución y lo sucedido con el capital financiero. En este sentido, se concluye que los salarios han aumentado su participación en el ingreso, lo que ha llevado a una mejora de la distribución. A su vez, mejoraron los índices de empleo, desigualdad y pobreza. No obstante, la recuperación de estos índices no ha alcanzado los niveles presentes en los años anteriores a las medidas neoliberales y al

22 Véase *Página 12*, 19 de enero de 2011.

23 Según datos del Indec y el informe trimestral «Evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario».



**Gráfico 7**

Dividendos pagados en efectivo como porcentaje del PIB, 1992-2012

Fuente: elaboración propia, según el Anuario Bolsa de Comercio de Buenos Aires y Ministerio de Economía.

modelo de «valorización financiera» y las mejoras son insuficientes frente a las elevadas tasas de crecimiento.

Al relacionar lo sucedido en la distribución con el comportamiento del capital financiero, vemos que gran parte de las ganancias financieras tuvieron su origen en el crédito al consumo; la punción se produce directamente en los salarios, sin necesidad de que intermedie el proceso de producción. Por último, es plausible concluir que el capital financiero ha podido compensar, mediante el crédito, las limitaciones que la competitividad ha impuesto a la expansión de los salarios.<sup>24</sup> De esta forma, las mejoras en la distribución han convivido con cierta continuidad de las condiciones favorables en el ámbito de las finanzas.

## 7 El Estado, el capital financiero y su influencia mutua

A lo largo de este período, el Estado recuperó herramientas de intervención que había perdido en la década anterior. El margen de influencia de la Administración en el orden económico y social puede apreciarse en tres ámbitos: la política monetaria y cambiaria, la soberanía en las decisiones de política económica y el aumento de la banca pública en el sector financiero. Esta nueva situación afectó a las relaciones entre el Estado y el capital financiero.

El primer ámbito es el correspondiente a las políticas monetaria y cambiaria. El Estado recuperó estas herramientas inhabilitadas durante el período de convertibilidad.

24 Existe la necesidad de mantener los salarios reales internacionales bajos para compensar la debilidad relativa del capital a nivel internacional, es decir, la brecha tecnológica (Basualdo 2011).

La devaluación y el *default* perjudicaron, en un primer momento, al capital financiero y lo desplazaron de su lugar central, a través de la quiebra del ciclo especulativo que giraba en torno a la deuda (necesidades de financiación e incremento de la deuda pública más necesidades de financiación). Sin embargo, la intervención estatal impidió la quiebra del sistema financiero a través del rescate financiero en 2002, de modo que se engrosó su endeudamiento y el coste en la sociedad.<sup>25</sup> Más adelante, la combinación de política monetaria y el sistema financiero permitieron el manejo de la paridad cambiaria, lo que coadyuvó a la acumulación de reservas.

La recuperación de estas políticas por parte del Banco Central permitió el pago de la deuda reestructurada, lo que no hubiera sido posible sin el sector financiero, principal comprador de los títulos del BCRA. El Banco Central intervenía en el mercado cambiario, utilizando estos títulos, con el fin de evitar el efecto inflacionario del exceso de pesos generado por la liquidación de las divisas de la exportación, pero también para evitar la devaluación del peso. Para ello, emitía títulos, de elevada rentabilidad, que el sector financiero compraba, de forma que se convirtió en el financiador del Banco Central, el cual, a su vez, financiaba con sus reservas al Estado.

El segundo ámbito corresponde a la recuperación de cierto margen de soberanía en términos de política económica, al desprenderse de los condicionamientos del FMI. La cancelación de sus obligaciones con el organismo y la confección de la reestructuración de la deuda en suspensión de pagos, sin su intervención, dieron un vuelco a las relaciones que el Gobierno argentino había mantenido hasta ese momento con el organismo internacional.

La reestructuración redujo el pago de intereses, lo que se sumó a las mejoras en las condiciones de las cuentas externas que contribuyeron a acabar con el circuito que colocaba la deuda en el eje de la lógica de la especulación financiera, pero se establecieron mecanismos que resguardaron la rentabilidad obtenida por los acreedores<sup>26</sup> y la obsesión por el pago puntual a proveedores condicionó las decisiones de política económica, lo que pone de manifiesto la importancia de la deuda pública en términos de condicionalidad. La reforma de la Carta Orgánica del Banco Central (por la que se amplió la capacidad de financiar al Tesoro con reservas) y los controles en el mercado de divisas (para controlar la salida de dólares de la economía que amenazaban el nivel de reservas internacionales) son ejemplos de este condicionamiento.

La nueva gestión de la deuda dependía de la financiación interna del Banco Central (y del resto del sector público); permitió continuar con los pagos y mantener elevada su rentabilidad. Y, pese a la reducción de la deuda externa, la deuda continuó siendo una de las principales vías de salida de capital y conservó la dependencia de divisas provenientes del exterior. Su pago dependía de las reservas y la política del BCRA se dedicó a conservarlas.

25 Para más información sobre el rescate financiero, véase Cobe (2009).

26 Los cupones ligados al PIB, la capitalización de intereses y los bonos ajustados a la inflación forman parte de estos mecanismos (Bordón 2017).

En tercer lugar, se ampliaron los espacios de la banca pública en el sistema financiero, el cual se orientó, fundamentalmente, a la financiación del Tesoro, en lugar de dedicarse a políticas de desarrollo.

Algunos autores han sostenido que la banca pública tuvo un papel importante en las medidas anticíclicas. Golonbek y Mareso (2011, p. 12) analizan los créditos entre 2007 y 2010 y llegan a la conclusión de que estos crecen menos que el PIB (los préstamos del sector privado crecieron un 61 %, a excepción del Banco Nación, mientras que el PIB lo hizo en un 74 %). Los datos convergen si incluimos el crédito al Banco Nación (75 %); sus préstamos crecen, en ese período, un 156 %, lo que evidenciaría su papel en términos de políticas anticíclicas. No obstante, la banca pública dedicó un porcentaje muy importante de su actividad a la financiación del sector público. Según datos del BCRA presentes en el Informe de Bancos, el 72,5 % de la financiación al sector público en 2012 tuvo su origen en la banca pública.

La banca financió el pago de la deuda reestructurada, mediante la compra de títulos del Banco Central. Es así que tanto las políticas monetaria y cambiaria como la gestión de las finanzas públicas influyeron en el comportamiento del sistema financiero. Las entidades financieras intervinieron en el pago a los acreedores externos al participar en el sostenimiento de la política de esterilización y de mantenimiento del tipo de cambio, que permitió, a su vez, la acumulación de reservas internacionales para el pago de la deuda externa pública, al tiempo que se lucraban con los beneficios procedentes de esta.

La ampliación de recursos disponibles significó cierta autonomía del Gobierno respecto del período anterior, especialmente durante la llamada «fase expansiva» (2002-2007), cuando las elevadas tasas de crecimiento y las retenciones a la exportación ampliaron su recaudación. También influyeron en esta recuperación el impulso inicial que representaron la suspensión de pagos en 2001 y, más adelante, la nueva gestión de la deuda pública, caracterizada por la reestructuración y el canje de la deuda en *default* en 2005, el pago de la deuda con el FMI en 2006 y la financiación interna del Estado mediante las Administraciones públicas.

Pero, a pesar de este margen más amplio en la gestión, no se alteraron determinados pilares fundamentales para el funcionamiento del modelo de «valorización financiera». Es el caso de la Ley de Capitales Extranjeros y la Ley de Entidades Financieras. Las garantías de libre movilidad de capitales no se alteraron; solo a partir de 2011 se realizaron controles mediante las autorizaciones del Banco Central.

Es plausible pensar que esta falta de profundidad en las medidas, en general, tenga sus raíces en la falta de interés que el esquema tuvo en cuestionar de forma radical las desigualdades sociales.

En 2008 surgieron las primeras restricciones representadas por el peso de la deuda externa y reaparecieron la inflación y la tendencia al déficit comercial, lo que nos lleva a concluir que el



aumento de la capacidad interventora en la economía no fue aprovechado en favor del desarrollo del país, puesto que los problemas de dependencia tecnológica y financiera no han sido resueltos.

El aumento de su capacidad de influencia coexistió con un deterioro de las cuentas públicas, de las cuentas externas y la continuidad de determinados problemas estructurales.

Podemos afirmar que se produjo un cierto condicionamiento por parte del capital financiero hacia el Estado, no solo expresado en términos de la situación de privilegio de los acreedores externos de la reestructuración, sino también del comportamiento del sector financiero que no ha sido redirigido hacia el ámbito productivo. Esto último queda reflejado en la ausencia de cambios determinantes en la Ley de Entidades Financieras, que continuó vigente. De alterarse la regulación, ello podía interferir con la función que el sistema financiero cumplía en el mecanismo de pago de la deuda canjeada en 2005 y 2010: la compra de títulos del BCRA para acumulación de reservas que se utilizaron en los pagos a los acreedores internacionales. La regulación favoreció cierto comportamiento del capital financiero a favor de los sectores especulativos, en lugar de crear vínculos con el sector productivo, pero, a su vez, el Estado se benefició de este comportamiento debido a la función que el sistema financiero cumplió en el pago de su deuda.

Los cambios que podrían haberse logrado a partir de la crisis de 2001, a través de la reestructuración o de una nueva orientación del crédito como consecuencia de la favorable situación de la banca pública, no se llevaron a cabo. La banca pública pasó a formar parte del concierto de organismos públicos que financiaron al Estado, transformando deuda externa en deuda interna, para cumplir puntualmente con el pago de la reestructuración. Tampoco la regulación fue en esa dirección; se acomodó a las necesidades de pago y llevó a que se tomen otras medidas, como en el caso de la Ley de Mercado de Capitales, para solucionar problemas que ella misma generó. Aunque, para su implementación, el Gobierno ha utilizado el discurso «productivista», las medidas de política económica en el ámbito de las finanzas carecen de profundidad en términos de orientación del sistema financiero a lo productivo.

## **8** **Conclusiones**

A lo largo de este trabajo, se ha constatado que, si bien el sector productivo argentino se ha visto favorecido a lo largo de este período, dicha evolución no estuvo relacionada con una mayor orientación de los recursos del sector financiero hacia esta actividad. Pese a ello, la inversión creció en este período, conviviendo con la recuperación de las rentabilidades financieras.

Además, no se produjeron transformaciones significativas en la estructura productiva ni en la inserción externa, vinculada, en su mayor parte, a productos primarios y de bajo valor añadido. La ausencia de cambios, en este sentido, contribuyó a conservar los rasgos de dependencia tecnológica de la economía que desencadenan periódicamente el déficit comercial, lo que acentuó, a su vez, la dependencia financiera. La situación favorable del sector externo, gracias a los elevados precios de las *commodities*, evitó que esta dependencia llevara a un aumento del endeudamiento externo, lo que facilitó el pago de la deuda reestructurada y el mantenimiento de un tipo de cambio favorable a la moneda extranjera.

Por su parte, la evolución de la inversión, junto con el impacto de algunas medidas de política económica, llevaron a un crecimiento del empleo y de los salarios. Sin embargo, estas mejoras en la redistribución convivieron con elevadas rentabilidades del capital financiero, que lograron obtener beneficios de la nueva gestión de la deuda y de la propia política del BCRA, a través de la tenencia de sus rentables títulos por parte del sector financiero. El capital financiero sacó provecho también de estas mejoras mediante los créditos al consumo.

El Estado no realizó en profundidad los cambios necesarios para superar los problemas de la estructura económica que generan la tendencia al déficit comercial. Ello supuso mantener la potencialidad de la deuda pública como problema estructural, de forma que condicionó las decisiones de política económica a su gestión. Por otro lado, los beneficios de los bancos quedaron ligados a las políticas monetarias y cambiarias, desempeñando un papel fundamental en el pago de la deuda reestructurada al financiar, mediante la compra de sus títulos, al BCRA. Esto se conjugó con la pérdida de oportunidad que supuso la ampliación del margen de maniobra del Estado a través de la banca pública como palanca impulsora de la financiación del sector productivo.

Pese a la mejora de la inversión y una distribución del ingreso más progresiva, no se produjo un cambio de posición del capital financiero, que conservó elevadas rentabilidades a través de la deuda, los dividendos, los títulos del Banco Central y los créditos al consumo; todo ello bajo la complacencia de un Estado que no puso remedio a su orientación especulativa y que conservó las condiciones para que el capital financiero mantuviera una posición desvinculada del ámbito productivo y se beneficiara de prominentes rentas. Como resultado, el capital financiero mantuvo determinados espacios de poder y creó nuevos canales a través de los que obtuvo sus beneficios; conservó igualmente su papel central en la dinámica económica puesta de manifiesto en la dependencia financiera externa y en el papel del sistema financiero para el sostenimiento de la paridad cambiaria.

Con este análisis, se contribuye a matizar el papel del capital financiero en la primera década de la posconvertibilidad. Mediante el estudio de su papel en los distintos ámbitos de la dinámica económica, se constata que el alcance de la recuperación de la inversión y de la actividad productiva, así como el impacto de la «desconexión» de los mercados internacionales de capital, no impidieron que conservara su posición central como uno de los sectores más rentables y su capacidad de condicionar la política económica.

## 9 Bibliografía

- BASUALDO E (2011). Sistema político y modelo de acumulación: tres ensayos sobre la Argentina actual. Cara o Ceca, Buenos Aires.
- BELLAMY FOSTER J, MAGDOFF F (2009). La gran crisis financiera: causas y consecuencias. Fondo de Cultura Económica, Madrid.
- BORDÓN M (2017). El Estado y el capital financiero en Argentina entre 2002 y 2012. La deuda pública. *Problemas del Desarrollo* 48(190):83-108.
- BUCCIARI MV, SOLARI AF (2012). Ganancias en Argentina: una perspectiva empírica. En: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. Informe económico trimestral 80, Buenos Aires, Mecon, pp. 19-41.
- CHESNAIS F (2003). La teoría del régimen de acumulación financiarizado: contenido, alcance e interrogantes. *Revista de economía crítica* 1:37-72.
- COBE L (2009). La salida de la convertibilidad: los bancos y la pesificación. Capital Intelectual, Buenos Aires.
- DÍAZ LANGOU G (2012). La implementación de la Asignación Universal por Hijo en ámbitos subnacionales. Cipeec, Buenos Aires.
- DUMÉNIL G, LÉVY D (2001). Costs and benefits of neoliberalism. A class analysis. *Review of International Political Economy* 8(4):578-607.
- DUMÉNIL G, LÉVY D (2009). Las finanzas capitalistas: relaciones de producción y relaciones de clase. En: Brunhoff S, Chesnais F, Duménil G, Husson M, Lévy D (eds.). *Las finanzas capitalistas. Para comprender la crisis mundial*. Ediciones Herramienta, Buenos Aires, pp. 151-203.
- ESKENAZI M (2009). Viejos-nuevos «modelos»: la acumulación de capital en la Argentina de la posconvertibilidad y sus consecuencias para la clase trabajadora. *Contribución a la Crítica* 4:71-111.
- FERREIRA E, SCHORR M (2013). La industria textil y de indumentaria en la Argentina. Informalidad y tensiones estructurales en la posconvertibilidad. En: Schorr M (ed.). *Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarrollo o crecimiento industrial?* Miño y Dávila, Buenos Aires, pp. 219-253.
- FRENKEL R, RAPETTI M (2007). Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad. Tech. rep. Center for Economic and Policy Research - Washington, D. C. y Political Economy Research Institute-University of Massachusetts Amherst.
- GOLONBEK C, MARESO P (2011). Sector financiero argentino 2007-2010: normalización, evolución reciente y principales tendencias. Documento de Trabajo. Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina (Cefidar).
- KATZ C (2014). Contrasantidos del neodesarrollismo: el caso de Argentina. En: Estrada Álvarez J (ed.). *América Latina en medio de la crisis mundial. Trayectorias nacionales y tendencias regionales*. Clacso, Buenos Aires, pp. 227-242.
- KATZ C (2014). ¿Qué es el neodesarrollismo? I, II, III. Una visión crítica. <https://katz.lahaine.org/que-es-el-neo-desarrollismo-i-una-vision-critica-economia/>, acceso 30 de julio de 2014.
- NEFFA JC (2009). El plan Jefes y Jefas de Hogar Desocupados (PJyJHD). En: Neffa JC, De la Garza Toledo E, Muñiz Terra L (comps.). *Trabajo, empleo, calificaciones profesionales, relaciones de trabajo e identidades laborales*. Clacso/CAI-CyT 2, Buenos Aires.

- OIT (2015). Informe Mundial sobre Salarios 2014/2015: salarios y desigualdad de ingresos. Organización Internacional del Trabajo, Ginebra.
- PALAZUELOS E (2000). Contenido y método de la economía. Akal, Madrid.
- PERALTA RAMOS M (2007). La economía política argentina: poder y clases sociales, 1930-2006. Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.
- SCHORR M (2013). Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarrollo o crecimiento industrial? Miño y Dávila, Buenos Aires.