

**FLACSO**

ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA

**13**

Noviembre de 2004

**La presencia de las empresas privatizadas  
en el sector externo argentino  
durante la década de 1990.  
Análisis de sus efectos en el Balance de Pagos.**

EDUARDO M. BASUALDO Y CECILIA NAHÓN

**FLACSO Argentina**  
**Área de Economía y Tecnología**

Programa de investigación **“Privatización y Regulación en la Economía Argentina,”**  
Coordinado por Daniel Azpiazu

Proyecto **“Privatización y Regulación en la Economía Argentina. Impactos sobre la estructura de precios relativos, la concentración económica, la competitividad y la distribución del ingreso”** patrocinado por la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica (PICT 1999 N° 02-07523)

Documento de Trabajo N° 13, noviembre de 2004

**Edición impresa**

Diseño de tapa e interior a cargo de Libronauta

© 2004 by FLACSO/Área de Economía y Tecnología  
Ayacucho 551 C1026AAC Buenos Aires, Argentina  
Tel: (54-11) 4375-2435 Fax: (54-11) 4375-1373  
email: econo@flacso.org.ar

ISSN: 1668-0669

Queda hecho el depósito de Ley 11.723.

Reservados todos los derechos.

Queda rigurosamente prohibida sin la autorización por escrito de FLACSO y Libronauta Argentina S. A., la reproducción total o parcial de esta obra, por cualquier medio o procedimiento incluidos la reprografía y el tratamiento informático.

# Índice

<b>1. Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2. Evolución e importancia en el sector externo de las empresas privatizadas</b>	<b>7</b>
2.1. El endeudamiento público en la era de la Convertibilidad	10
2.2. El papel de las empresas privatizadas en el sector externo	13
<b>3. La Cuenta Corriente del Balance de Pagos</b>	<b>21</b>
3.1. Balanza Comercial de mercancías y servicios reales	21
3.2. Intereses pagados al exterior	26
3.3. Utilidades y dividendos	29
<b>4. La Cuenta Capital del Balance de Pagos</b>	<b>33</b>
4.1. Incidencia del proceso de privatización en el sector externo argentino	33
4.1.1. Ingresos totales y modalidades de pago	33
4.1.2. Participación del capital extranjero en las privatizaciones	39
4.2. Inversión extranjera directa e inversión de cartera	43
4.2.1. Las transferencias de capital en las empresas privatizadas	44
4.2.2. Las ganancias patrimoniales como sobredeterminación de la valorización financiera	49
4.3. Endeudamiento externo	52
4.4. Fuga de capitales locales al exterior	57
4.4.1. Naturaleza de la fuga de capitales	57
4.4.2. Evolución y características de la fuga de capitales en la década de 1990	59
4.4.3. La fuga de divisas del 2001 y la estimación de la remisión de recursos al exterior por parte de las empresas privatizadas	61
<b>5. Anexo</b>	<b>65</b>
<b>6. Bibliografía citada</b>	<b>66</b>



# La presencia de las empresas privatizadas en el sector externo argentino durante la década de 1990. Análisis de sus efectos en el Balance de Pagos.\*

EDUARDO M. BASUALDO\*\*  
CÉCILIA NAHÓN\*\*\*

## 1. INTRODUCCIÓN.

La trascendencia cualitativa y cuantitativa adquirida por el proceso de privatización y las empresas que emergieron del mismo en la economía argentina en general, y en el sector externo en particular, motiva la presente investigación.

La transferencia de los activos estatales al sector privado no sólo constituye la modificación estructural más relevante de la década de 1990, sino quizá de todo el siglo pasado. Una de las cualidades del programa de privatizaciones implementado en el país fue su amplitud y celeridad. Así, en el transcurso de cinco años (1990-1994) se transfirieron al capital privado la mayor empresa del país (la petrolera YPF); la generación, la transmisión y la distribución de energía eléctrica; el transporte y la distribución de gas natural; buena parte de la infraestructura vial (rutas nacionales y redes de acceso a las grandes ciudades); el dragado y el balizamiento de la hidrovía Santa Fe-Océano Atlántico; el sistema nacional de aeropuertos; los ferrocarriles de pasajeros y de carga; el servicio de telefonía; las terminales portuarias; el sistema de agua y saneamiento (en el Área Metropolitana de Buenos Aires y en diversas provincias) y las empresas siderúrgicas y petroquímicas, entre otras. En los años posteriores (1995-2001) el número y el alcance del proceso de privatización se desaceleró, destacándose como excepciones la concesión del servicio postal y, especialmente, la venta al capital privado del remanente estatal de YPF en 1999 -una de las principales operaciones de la década-.

Una vez consumada la privatización y/o la concesión de las empresas públicas, la superioridad que exhibe este conjunto de firmas en la economía argentina es abrumadora en prácticamente todas las dimensiones analíticas. Según surge de la información recabada por la “Encuesta Nacional de Grandes Empresas” (ENGE) realizada por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) (2004), las empresas privatizadas concentraron durante el periodo 1993-2001 casi el 30% de la producción, alrededor del 38% del valor agregado, el 56% de las utilidades, el 16% de la ocupación y el 20% de la masa salarial de las 500 empresas líderes del país. Estos resultados adquieren mayor significación al considerar que las firmas privatizadas representaron en promedio tan sólo el 14% del total de empresas relevadas por la ENGE en la etapa. Las empresas privatizadas se constituyeron en un actor clave de la elite económica local a lo largo de la última década.

La supremacía de estas firmas al interior de la economía nacional se repite al observar su presencia en las transacciones con los no residentes, reflejadas en el balance de pagos de la Argentina con el resto del mundo.<sup>1</sup> Este es el eje analítico del presente documento de trabajo. Se analiza específicamente el impacto del proceso de privatizaciones y de los consorcios que emanaron del mismo en los equilibrios externos del país durante la década de 1990. Esta es una perspectiva de análisis muy poco explorada en la literatura, tanto en aquella sobre el proceso de privatizaciones

\* El presente trabajo fue realizado en el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO-Sede Argentina, en el marco del proyecto «Privatización y Regulación en la Economía Argentina», que cuenta con el patrocinio de la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica. Los autores agradecen los valiosos comentarios y sugerencias de Daniel Azpiazu y Martín Schorr y, naturalmente, los eximen de los posibles errores u omisiones existentes.

\*\* Investigador del CONICET y Coordinador del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO.

\*\*\* Investigadora del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO y docente de la Universidad de Buenos Aires. Becaria doctoral de la Fundación Antorchas.

<sup>1</sup> La residencia está vinculada al espacio geográfico donde la persona física o jurídica desarrolla su actividad económica más allá de la nacionalidad de los involucrados. Dicho concepto es propio del balance de pagos.

como la que estudia la evolución del –especialmente crucial– sector externo argentino durante la Convertibilidad. Si bien se destacan algunas investigaciones recientes que, desde distintas ópticas, abordan de manera parcial la presencia de las privatizaciones en el sector externo (DNCI, 2000; Azpiazu, 2002; Gerchunoff et al., 2003), este es el primer estudio integral acerca de esta problemática.

La correcta caracterización de la magnitud y la dirección de los flujos de divisas vinculados al intercambio comercial y a las transferencias financieras que realizaron las empresas privatizadas en el último decenio no responde sólo a una inquietud académica. Se trata de un estudio crucial para evaluar las posibilidades y los condicionantes del desarrollo económico argentino en el futuro, donde los equilibrios externos poseen una centralidad fuera de cuestión. Esto es así porque los efectos de la privatización de las empresas estatales sobre el balance de pagos no se limitan al corto plazo sino que, como se mostrará, tienen consecuencias de largo alcance sobre las fuentes y usos de divisas del país.

El abordaje se realiza respetando el esquema tradicional de presentación de las cuentas externas de la economía argentina. Esto implica que se estudian la presencia y los efectos de las empresas privatizadas en la cuenta corriente del balance de pagos, por una parte, y en la cuenta capital y financiera, por otra. El panel de compañías analizadas incluye a aquellas propietarias o licenciatarias de ex activos públicos transferidos al sector privado a partir del año 1990 y a las que resultaron concesionarias para la explotación de activos estatales, nacionales, provinciales y/o municipales.<sup>2</sup> En términos generales el análisis comprende el período 1990-2001. No obstante, la información disponible no permite extender la totalidad de las series elaboradas para este conjunto de años, lo que implica que algunas series se presentan para una fracción de este período.

La información estadística que sustenta el presente documento surge mayormente de cuatro fuentes. Por una parte, del trabajo “El proceso de privatizaciones en la Argentina desde una perspectiva del balance de pagos”, publicado por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (DNCI) del Ministerio de Economía en el año 2000, que cubre el período 1990-1999. Adicionalmente, de las “Estimaciones Trimestrales del balance de pagos” elaboradas periódicamente por la misma Dirección Nacional, que abarcan la etapa 1992-2001. En tercer lugar, de los resultados de la ENGE realizada por el INDEC. Se toman en particular los datos de su última publicación (2004), en que se analiza la trayectoria de las mayores 500 firmas del país en la etapa 1993-2001, diferenciando la evolución de las privatizadas. Por último, para aquellos aspectos en que la información oficial es escasa o no se ajusta al propósito de este documento se han realizado estimaciones propias y se ha recurrido a la base de información sobre empresas privatizadas desarrollada en este proyecto en el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO. Sobre la base de la totalidad de la información disponible se elaboró el balance de pagos completo del sector de empresas privatizadas para el período 1992-2001.

En este marco, la estructura del presente documento es la siguiente. La sección 2 presenta la síntesis y las conclusiones del trabajo. Se expone el balance de pagos completo del sector de empresas privatizadas y se contrastan sus resultados con el balance de pagos correspondiente al sector público y al resto del sector privado. Se presentan también los rasgos salientes de las cuentas externas del sector bajo análisis, su relación con el ciclo económico y su papel en el sostenimiento del régimen de Convertibilidad. En la sección 3, se analizan los diferentes rubros de la cuenta corriente del balance de pagos de las firmas privatizadas y finalmente, en la sección 4, se abordan en detalle los diferentes rubros de la cuenta capital y financiera de estas empresas. En ambos casos, se estudia la trayectoria externa de las firmas privatizadas en relación con el comportamiento del Sector Privado No Financiero (SPNF) en su conjunto y la trascendencia de sus saldos en el balance de pagos global del país.

<sup>2</sup> Este conjunto, que comprende a las empresas privatizadas y a las concesionadas, será referido de manera sintética como empresas privatizadas o ex empresas estatales o públicas, salvo mención explícita en sentido distinto.

## 2. EVOLUCIÓN E IMPORTANCIA EN EL SECTOR EXTERNO DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS.

Los estudios que analizan el balance de pagos durante la década de 1990 han establecido que el sector público mediante su endeudamiento externo ha sido el proveedor de divisas que permitió, al mismo tiempo, saldar el déficit del sector privado y constituir la reserva de divisas que requería el régimen convertible para su desenvolvimiento.<sup>3</sup>

En efecto, el sector gobierno (sector público y BCRA) obtuvo un superávit sectorial de divisas de más de 33.000 millones de dólares entre 1992 y 2001 (Cuadro N° 1). En contraposición, el sector privado exhibió un saldo externo neto negativo desde el año 1994 en adelante y acumuló un déficit de divisas de más de 26.000 millones de dólares a lo largo de la década. No obstante, si bien el sector privado en su conjunto es significativamente deficitario en sus cuentas externas, las evidencias presentadas en el Cuadro N° 1 sugieren que dentro del mismo conviven actividades con situaciones diametralmente opuestas. En particular, se destaca que el sector de empresas privatizadas fue un aportante neto de divisas a la economía nacional durante la década de 1990. Según surge del balance de pagos por sector de destino, el saldo externo de las empresas privatizadas arroja un saldo neto positivo algo mayor a los 11.500 millones de dólares entre 1992 y 2001.<sup>4</sup>

Gracias a esta contribución positiva, el estratégico sector de empresas privatizadas se constituyó en el segundo aportante neto de divisas detrás del sector público consolidado en el período. Esta cualidad es relevante ya que distingue al núcleo de empresas privatizadas del resto del sector privado financiero y no financiero que opera en el país, el cual fue un demandante neto de divisas en la década de 1990, acumulando un saldo negativo conjunto en el balance de pagos cercano a los 37.700 millones de dólares entre 1992 y 2001.

Por tanto, es posible afirmar que junto al aporte de divisas del sector público, el superávit externo del sector correspondiente a las firmas privatizadas se constituyó durante la última década en la fuente de divisas que permitió, por un lado, cubrir el abultado déficit externo del resto del sector privado y, por otro, integrar las reservas internacionales necesarias para sostener el régimen convertible. Al contrario de lo que ocurre con la provisión de divisas por parte del sector público, este mismo rol que cumple el sector de firmas privatizadas ha sido poco explorado, así como, lógicamente, la comparación entre los tres sectores económicos que se discriminan en el Cuadro N° 1.

La primera conclusión que surge del análisis es que si bien los tres sectores son deficitarios a nivel de la cuenta corriente del balance de pagos, el sector de empresas privatizadas exhibe un saldo negativo relativamente reducido en comparación con los déficit del sector público y el resto del sector privado. Las firmas privatizadas contribuyen en toda la década solamente con 5.300 millones de dólares (equivalentes al 6%) al déficit total de la cuenta corriente, ya que detentan un saldo comercial acumulado positivo que compensa en términos de divisas buena parte de los servicios financieros girados al exterior entre 1992 y 2001. En cambio, el resto del sector privado concentra más del 50% del saldo negativo de la cuenta corriente en la etapa de referencia, alcanzando los 46.400 millones de dólares, debido mayormente a su abultado déficit comercial de mercancías y servicios reales con el resto del mundo.<sup>5</sup> Por último, el déficit del sector público, cercano a los 36.900 millones de dólares, da cuenta del 42% del déficit global de cuenta corriente entre 1992 y

<sup>3</sup> Ver por ejemplo Auditoría General de la Nación (1998), Basualdo (2003), Damill (2000), FIDE (2000) y Nahón (2004).

<sup>4</sup> En el Cuadro Anexo N° 1 se presenta el balance de pagos anual del sector de empresas privatizadas que da origen a los montos acumulados expuestos en los Cuadros N° 1, 3 y 4 de esta sección.

<sup>5</sup> Como se observa en el Cuadro N° 1, el rubro rentas de la inversión correspondiente al resto del sector privado es, si bien de signo negativo, de una magnitud sumamente reducida: 156 millones de dólares entre 1992 y 2001. Este valor es el resultado neto entre el flujo de intereses y utilidades de signo positivo devengados por los activos externos de los residentes argentinos en el exterior entre 1992 y 2001 (34.936 millones) y el flujo por igual concepto pero de signo negativo devengado por los pasivos del sector privado argentino con el exterior en el período (35.092 millones de dólares).

2001, mayormente como resultado de la carga negativa de intereses pagados a no residentes en concepto de rentas de la deuda externa pública.

**Cuadro N° 1: Balance de pagos por sector económico, 1992-2001 (millones de dólares y %)**

	<b>Sector Público y BCRA (1)</b>	<b>Empresas privatizadas (2)</b>	<b>Resto Sector Privado* (3)</b>	<b>Total (4) = (1) + (2) + (3)</b>	<b>Empresas Privat. / Total (2) / (4)</b>
<b>I. Cuenta Corriente</b>	<b>-36.881</b>	<b>-5.304</b>	<b>-46.429</b>	<b>-88.614</b>	<b>6%</b>
Balanza Comercial	0	16.452	-16.412	41	40325%
<i>Exportaciones</i>	0	23.074	192.879	215.952	11%
<i>Importaciones</i>	0	-6.621	-209.290	-215.912	3%
Servicios reales y otros	-1.062	-2.042	-29.862	-32.965	6%
Rentas de la inversión	-35.820	-19.715	-156	-55.690	35%
<b>II. Cuenta Capital</b>	<b>69.979</b>	<b>16.870</b>	<b>8.794</b>	<b>95.642</b>	<b>18%</b>
Privatizaciones**	14.089	0	0	14.089	0%
Resto Inversión Ext. Directa***	0	18.217	47.642	65.859	28%
Inversión de cartera y otras operac.	-265	-6.200	-5.687	-12.153	51%
Endeudamiento externo	56.155	17.451	27.060	100.666	17%
Fuga de capitales****	0	-12.598	-60.221	-72.819	17%
<b>III. Saldo del bdp</b>	<b>33.098</b>	<b>11.566</b>	<b>-37.636</b>	<b>7.028</b>	<b>165%</b>
<b>IV. Saldo del bdp reclasificado*****</b>	<b>19.008</b>	<b>25.655</b>	<b>-37.636</b>	<b>7.028</b>	<b>365%</b>

\* Incluye al resto del Sector Privado Financiero y No Financiero.

\*\* Ingresos en efectivo y en títulos de deuda (valuados a valor de mercado) recibidos por el sector público por la venta inicial de las empresas estatales. Incluye Inversión Extranjera Directa (IED) e Inversión de Cartera en Acciones (ICA).

\*\*\* Inversión Extranjera Directa (IED) no vinculada con la venta inicial de las empresas públicas. Se clasifica según el sector de destino: empresas privatizadas (incluye los ingresos de divisas por cambio de manos al interior de los consorcios) y resto del sector privado.

\*\*\*\* Incluye el rubro errores y omisiones y no incluye la estimación de fuga por subfacturación de exportaciones. La fuga correspondiente a las empresas privatizadas es la fuga de las propias empresas y las transferencias al exterior que realizan sus accionistas al vender sus participaciones en las mismas.

\*\*\*\*\* Corresponde al saldo por sector reclasificando los ingresos por privatizaciones de la cuenta capital desde la columna (1) a la (2).

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA DNCI (2000), ESTIMACIONES TRIMESTRALES DEL BALANCE DE PAGOS (VARIOS NÚMEROS), ENGE (2004) Y BALANCES DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS.

Así como los tres sectores analizados detentan una posición deficitaria en la cuenta corriente, aunque con divergencias tanto cuantitativas como cualitativas entre sí, la situación inversa se registra en la cuenta capital y financiera del balance de pagos. El sector público es, con creces, el que despliega un mayor superávit acumulado en el período, de casi 70.000 millones de dólares, fundado en el cuantioso ingreso de divisas provenientes del endeudamiento externo neto y, en menor medida, de la inversión extranjera directa (IED) e inversión de cartera en acciones (ICA) recibida por la venta inicial de las empresas estatales.<sup>6</sup> El sector público explica 73% del saldo positivo de la cuenta capital en la etapa.

El endeudamiento externo y la inversión extranjera directa también son fuentes de divisas sumamente relevantes para el sector de empresas privatizadas y el resto del sector privado. Ambos

<sup>6</sup> Se computan bajo IED las participaciones extranjeras en firmas locales superiores a un 10% del paquete accionario. En cambio, la ICA consiste en la adquisición de acciones por parte de tenedores minoritarios cuyas tenencias individuales no alcanzan el 10% del paquete accionario (DNCI, 2000).

multiplicaron sus pasivos externos durante la Convertibilidad, aportando por este concepto abundantes capitales a la economía local, incluso si se descuenta de los mismos el saldo negativo de la inversión extranjera de cartera en la etapa de referencia. No obstante, a diferencia del caso del sector público, estos ingresos positivos en la cuenta capital son moderados, en ambos casos, por un movimiento de divisas con una dirección inversa que se constituye en la transferencia de recursos al exterior más relevante del balance de pagos entre 1992 y 2001: la fuga de capitales locales destinada a expandir la riqueza financiera de los capitalistas argentinos en el exterior. La fuga de capitales asciende a más de 12.500 millones de dólares para el sector de empresas privatizadas y a casi 60.300 millones de dólares para el resto del sector privado de la economía.<sup>7/8</sup>

Aun considerando la magnitud de la transferencia de recursos locales al exterior, el saldo acumulado de la cuenta capital durante la Convertibilidad por el sector de empresas privatizadas es positivo, rozando los 17.000 millones de dólares. Este saldo duplica el resultado neto obtenido por el resto del sector privado, que apenas supera los 8.700 millones de dólares. El resultado de la cuenta capital correspondiente a las empresas privatizadas es tan superior al saldo del resto del sector privado debido, principalmente, a la menor preeminencia –tanto en términos absolutos como relativos– de la fuga de capitales al exterior.

El análisis del saldo global en términos de divisas de cada uno de los sectores económicos mencionados indica que durante la década de 1990 el sector público es superavitario, ya que las divisas recibidas por el mismo superan holgadamente las requeridas para afrontar sus compromisos externos. El sector de empresas privatizadas, por su parte, registra un saldo positivo en la cuenta capital más que suficiente para afrontar las necesidades de divisas de la cuenta corriente, siendo por tanto también un sector oferente neto de divisas, aunque con menos cuantía que el sector público. En contraposición, el resto del sector privado es un consumidor neto de divisas en la economía, debido a que el financiamiento externo recibido le resulta insuficiente para afrontar sus propias necesidades de divisas, explicadas mayormente por el déficit comercial y la fuga de capitales. Por tanto, una visión integral de las dinámicas desplegadas por cada uno de los tres sectores deja al descubierto que el superávit en términos de divisas del sector público y de las empresas que emergieron del proceso de privatización ocupó un papel insustituible durante la década de 1990: el financiamiento del déficit externo del resto del sector privado y el aporte de las divisas necesarias para “respaldar” la Convertibilidad.

En rigor, para analizar la incidencia integral de las ex empresas públicas en el balance de pagos durante la última década es conveniente considerar conjuntamente el saldo resultante del comportamiento de las propias empresas privatizadas (los mencionados 11.500 millones de dólares) y los flujos de divisas que ingresaron a la economía local por la venta inicial de los activos públicos al capital privado (aproximadamente 14.000 millones de dólares). Este último ingreso de capital se encuentra clasificado en la columna (1) correspondiente al sector público en el Cuadro N° 1 debido a que este es el sector de destino de las divisas originadas en las privatizaciones. Sin embargo, con el fin de dar cuenta de la magnitud y la relevancia de los flujos de divisas hacia y desde la economía argentina que se encuentran vinculados a las ex empresas públicas durante la década de 1990, es conveniente reclasificar este monto en la columna (2) del cuadro bajo análisis, obteniendo de este modo un nuevo resultado sectorial, expuesto en la fila IV.

Este reordenamiento analítico arroja un resultado llamativo: el superávit externo vinculado a las operaciones de las ex firmas estatales en su conjunto asciende a casi 25.700 millones de dólares entre 1992 y 2001, constituyéndose ahora este “sector ampliado” en el principal contribuyente

<sup>7</sup> Según definen Basualdo y Kulfas (2000), la fuga de capitales locales tiene lugar cuando los residentes de una economía remiten fondos al exterior para realizar diversas inversiones y adquirir activos que pueden ser físicos o financieros. No se trata de una operatoria necesariamente ilegal (aunque presumiblemente una parte significativa podría considerarse como tal), sino de la transferencia de capital líquido hacia el exterior para realizar inversiones directas, efectuar depósitos bancarios o adquirir títulos, acciones, etc.

<sup>8</sup> La fuga de capitales correspondiente a las empresas privatizadas incluye la fuga de las propias empresas y las transferencias al exterior que realizan sus accionistas al vender sus participaciones en las mismas.

neto de divisas de la economía argentina. Las divisas aportadas por este sector surgen mayormente de tres fuentes: las exportaciones netas,<sup>9</sup> el endeudamiento externo neto y la inversión extranjera, que incluye tanto la venta inicial de las empresas públicas (privatizaciones), como las transferencias de capital posteriores al interior de los consorcios adjudicatarios.

Por su parte, el sector público (sin considerar las privatizaciones) pasa a ubicarse en segundo lugar como proveedor neto de divisas, con un superávit acumulado entre 1992 y 2001 cercano a los 19.000 millones de dólares. Cabe destacar que este saldo positivo es mayormente el resultado de un endeudamiento externo que prácticamente duplica el pago de los intereses devengados. Esto implica que el endeudamiento estatal no se restringe al necesario para afrontar el pago de los intereses adeudados –en ese caso ambos tendrían que tener una magnitud equivalente– sino que, además, está en función del déficit externo del resto del sector privado y de la constitución de las reservas que permitan sostener la paridad sobrevaluada de la moneda local.

Dada la importancia que asume el endeudamiento público en el sostenimiento del régimen convertible, resulta insoslayable –antes de profundizar en el análisis del sector de empresas privatizadas– abordar brevemente los factores que lo impulsan.

## 2.1. El endeudamiento público en la era de la Convertibilidad.

La acentuada reestructuración de los ingresos del sector público durante la década de 1990 se encuentra en la base del desequilibrio fiscal que forzó el endeudamiento estatal, especialmente en la segunda mitad de la década. Al respecto, cabe recordar que la reestructuración del mercado de trabajo tiene un profundo impacto negativo en las finanzas públicas debido tanto a la privatización del sistema jubilatorio –y su consiguiente transferencia a las AFJP– como a las notables reducciones en los aportes patronales.

La ley de privatización parcial del régimen previsional aprobada en 1994 implicó la posibilidad restringida para optar por permanecer en el sistema de reparto estatal. El efecto inmediato del nuevo esquema fue un traspaso masivo de los trabajadores activos al naciente sistema privado, lo que implicó que el Estado dejara de percibir una ingente masa de recursos. En cuanto a las contribuciones patronales a la seguridad social, disminuyeron significativamente durante el período analizado mediante la incorporación de una cantidad creciente de actividades económicas y de regiones a beneficios estatales de reducción o exención impositivas. Las estimaciones realizadas al respecto, indican que dicha política comprometió, en promedio, el 40% del monto de las contribuciones patronales, a lo cual se le adicionó la disminución de un punto en los aportes patronales al sistema de obras sociales.<sup>10</sup>

Los argumentos que justificaron la necesidad de esta transferencia de ingresos genuinos del sector público a las fracciones dominantes locales mediante la reducción de los aportes patronales son harto conocidos. Éstos destacaban tanto la necesidad de generar empleo en un contexto de sistemático incremento del desempleo, como la idea de paliar el atraso cambiario aparejado al régimen convertible con tasa de cambio fija, especialmente para los sectores productores de bienes transables –los más expuestos a la competencia extranjera a raíz de la apertura económica vigente durante estos años–.

No obstante, las alternativas económicas del período desmienten la existencia de alguno de esos procesos. En primer término, esta “devaluación fiscal” no derivó en alteración alguna del ritmo de expulsión de mano de obra ni en una disminución del trabajo “en negro”. Por el contrario, la desocupación alcanzó niveles impensables pocos años antes y se incrementó la proporción de asala-

<sup>9</sup> Como se mostrará posteriormente, el saldo comercial positivo de las empresas privatizadas incluye dos situaciones diametralmente opuestas: un significativo superávit comercial proveniente de las empresas que operan en el sector de la energía (especialmente Repsol-YPF) y un acentuado déficit comercial de las empresas prestatarias de servicios públicos.

<sup>10</sup> Esta estimación proviene de Szretter (1997), citado en Beccaria y Galin (2002).

riados no registrados.<sup>11</sup> En segundo lugar, si bien no se trató de una transferencia de ingresos genuinos estatales realizada en forma indiscriminada hacia el capital en general, su sesgo principal no está vinculado al “grado de transabilidad” de los bienes producidos por las empresas privadas sino a su tamaño relativo, porque las principales evasoras de las cargas sociales son las pequeñas y medianas empresas, mientras no ocurre lo mismo en las grandes firmas oligopólicas.<sup>12</sup> De allí que no se trató de una transferencia de recursos indiscriminada hacia el empresariado en su conjunto ni dirigida a los productores de bienes transables, sino circunscripta a las grandes empresas oligopólicas que de esta manera incrementaron sus rentabilidades relativas. En este sentido, el caso paradigmático está constituido por los consorcios adjudicatarios de las ex empresas públicas. Éstos recibieron el beneficio impositivo pero, en la generalidad de los casos, no cumplieron con la cláusula de “neutralidad tributaria” que era parte de los compromisos asumidos contractualmente con el Estado según el cual toda variación (incremento o decremento) impositiva debía ser trasladada a las tarifas. Las evidencias disponibles indican que si bien los incrementos impositivos se trasladaron a las tarifas, con la disminución de los mismos ocurrió lo contrario.<sup>13</sup>

Estas transferencias de recursos fiscales al capital concentrado local asumieron una importancia decisiva en el resultado financiero del sector público. Tal como se verifica en el Cuadro N° 2, la información disponible indica que entre 1994 y 2000, los recursos transferidos a las fracciones dominantes locales mediante la reducción de los aportes patronales alcanzaron a 16.057 millones de pesos constantes del año 2000, que sumados a las restantes reducciones vinculadas al mercado de trabajo –como los aportes al sistema de obras sociales– totalizaron 29.960 millones.<sup>14</sup> Los mismos, junto a los aportes jubilatorios transferidos por el Estado a las AFJP, superaron los 52.000 millones de pesos.

La magnitud que tienen estas transferencias estatales al capital oligopólico se aprecia cuando se las compara con el gasto estatal más dinámico de la última década: el pago de los servicios de la deuda externa. Según la información oficial (DNCI, 2004), los servicios de la deuda externa consolidada (deuda de la Nación, las provincias y las municipalidades) entre 1994 y 2000 ascendieron a 54.446 millones de pesos del año 2000. Se constata por tanto que los recursos transferidos al capital oligopólico son prácticamente equivalentes a los servicios de la deuda externa consolidada durante ese mismo período (representan el 96% de los mismos). De esta manera, así como los acreedores externos percibieron una porción creciente del gasto estatal, las fracciones dominantes locales en el peor de los casos recibieron una transferencia de recursos estatales equivalente. Una forma alternativa de apreciar este mismo fenómeno es confrontar el déficit financiero del sector público efectivamente registrado con el que se hubiera constatado si, suponiendo todo lo demás

<sup>11</sup> Sobre la desvinculación entre el nivel de los aportes patronales y el nivel de ocupación e informalidad en el mercado de trabajo ver UADE (1999).

<sup>12</sup> Sobre el particular, las evidencias empíricas analizadas por Santarcángelo y Schorr (2000), indican que: “durante la década pasada aproximadamente un 25% de los trabajadores ocupados en las empresas de menor tamaño gozó de todos los beneficios sociales, lo cual contrasta marcadamente con lo que sucede a nivel de las grandes y muy grandes firmas (donde dicha proporción siempre fue superior al 80% del total de asalariados empleados en las mismas)” (pág. 81).

<sup>13</sup> A este respecto, se puede consultar Azpiazu y Basualdo (2001). Las excepciones a este comportamiento no solamente son escasas sino también parciales, tal como lo indican Azpiazu y Schorr (2001a) al afirmar que: “hay ciertas excepciones que merecen ser resaltadas; más aún cuando, paradójicamente, las acciones emprendidas denotan la aplicación de criterios ad-hoc que no se condicen con la normativa vigente y revelan, igualmente, una ostensible captura institucional de los organismos de control por parte de las firmas sujetas a regulación y/o del poder político” (pág. 41).

<sup>14</sup> El monto de los recursos transferidos a las fracciones dominantes locales a través de la rebaja de aportes patronales proviene de las estimaciones efectuadas a ese respecto por el Ministerio de Economía. Sin embargo, otra estimación inédita de la Dirección Nacional de Políticas de Seguridad Social supera largamente dicha estimación. Sobre esta última, Beccaria y Galin (2002) indican que: “El costo fiscal estimado de las reducciones en las contribuciones patronales, excluidas las obras sociales, entre 1995 y 2001 (los datos de 1994 no están disponibles) habría alcanzado la suma de 27,8 mil millones de pesos” (pág. 107).



fracciones se aseguraron, además, por medio de este endeudamiento el establecimiento de las reservas de divisas que le dieron sustento al régimen convertible.

En otras palabras, se trata de un proceso inverso al proclamado por la ortodoxia neoliberal. Como es necesario obtener las divisas que garanticen la acumulación ampliada del capital de ambas fracciones dominantes, en su forma financiera, es imprescindible forzar el endeudamiento externo del sector público sin alterar el severo ajuste del gasto estatal y neutralizando los ingresos extraordinarios que provienen de la transferencia de sus activos fijos a los propios sectores dominantes. Esa es la función que cumplen la transferencia del sistema jubilatorio y la disminución de los gravámenes a la fracción dominante local (disminución de las cargas patronales y aportes), que además tienen la “virtud” de restablecer el equilibrio –o aminorar los sesgos– entre las distintas fracciones dominantes en términos del excedente redistribuido a partir del Estado. Así como los acreedores externos concentran una porción creciente del ingreso –o del gasto– estatal por las amortizaciones y los intereses de la deuda externa pública, las fracciones dominantes locales perciben transferencias equivalentes que se originan en esa pérdida de ingresos genuinos y en las cuales también participa la banca transnacional.

En síntesis, las evidencias empíricas demuestran que las transferencias de ingresos estatales a las fracciones dominantes locales, que son crecientes a lo largo del tiempo, ponen en marcha un proceso de endeudamiento externo que supera largamente los servicios derivados del mismo porque tiene como objetivo cubrir el déficit del sector privado y contribuir con la constitución de las reservas necesarias para dar sustento a la Convertibilidad. No obstante, el sector público parece no estar solo en este papel. Como se ha mostrado, el sector de empresas privatizadas también tuvo un saldo sectorial positivo en materia de divisas, contribuyendo a financiar el desequilibrio del resto del sector privado. En lo que sigue se profundiza en el análisis global de las cuentas externas de este sector.

## **2.2. El papel de las empresas privatizadas en el sector externo.**

Los resultados expuestos requieren ser analizados con mayor profundidad. En particular, es necesario identificar los ciclos y las tendencias de los flujos de capital vinculados al sector de empresas privatizadas en la década de 1990 y sopesar la trascendencia relativa de cada una de las fuentes y los usos de divisas a lo largo del tiempo. Cabe preguntarse: ¿cuál es la relevancia de este aporte sectorial de divisas en el balance de pagos de la economía argentina durante la Convertibilidad? ¿Cómo se relaciona con el ciclo económico local? Para abordar estas preguntas, en el Cuadro N° 3 consta la evolución de los grandes rubros del balance de pagos para el sector público, las empresas privatizadas y el resto del sector privado durante tres sub-períodos dentro de la década de 1990. El primer período (1992-1994) corresponde a la fase expansiva del primer ciclo de la Convertibilidad, con una tasa anual media de crecimiento del PIB de 7,1%. El segundo (1995-1998) engloba la fase recesiva del primer ciclo y el momento de expansión del segundo ciclo de la Convertibilidad. En conjunto esta etapa es de expansión del producto, con tasas medias de 3,7% anual. La última etapa (1999-2001) corresponde a la profunda recesión registrada hacia fines de la década (la etapa recesiva del segundo ciclo), con una tasa media de crecimiento del PIB negativa de 2,9%. Como se verá, las etapas establecidas también difieren entre sí respecto de los resultados globales del balance de pagos y en cuanto al tamaño y composición de los saldos de divisas atribuidos al sector de empresas privatizadas.

Se observa en primer término que la etapa inicial de la Convertibilidad no sólo es la de mayor expansión económica sino también la de mayor superávit anual medio del conjunto del balance de pagos y, en particular, del sector de firmas privatizadas. Este elevado superávit (5.904 millones) surge de la conjunción de un reducido signo negativo en la cuenta corriente y un elevado resultado en la cuenta capital. Se trata de una fase en donde la economía en su conjunto acumula una cantidad de divisas a una tasa anual récord y donde la contribución del sector de empresas privatizadas es crucial en tanto aporta poco más de 70% de las reservas finalmente acumuladas.

**Cuadro N° 3: Evolución de la principales cuentas del balance de pagos según etapas y sectores económicos, 1992-2001 (millones de dólares)**

\* Incluye al Sector Privado Financiero y No Financiero.

\*\* Incluye los ingresos por privatizaciones.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA DNCI (2000), ESTIMACIONES TRIMESTRALES DEL BALANCE DE PAGOS (VARIOS NÚMEROS), ENGE (2004) Y BASE DE DATOS DEL ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA DE LA FLACSO.

En el período 1995-1998 se experimenta una fuerte desaceleración del crecimiento económico medio, incluyendo cinco trimestres recesivos. La crisis financiera que inaugura esta etapa y la recesión económica que la cierra enmarcan años donde se registra una importante fuga de capitales y un creciente pago de utilidades e intereses a no residentes en los tres sectores económicos. Esto último explica el deterioro del saldo de cuenta corriente, en especial en el sector de firmas privatizadas, que prácticamente se triplica, aun cuando, como se verá, este sector exhibe un saldo comercial positivo. No obstante, los ingresos de divisas por endeudamiento externo y los flujos de IED destinados a las transferencias de empresas compensan las salidas de capitales y el saldo deficitario de la cuenta corriente, arrojando un saldo sectorial positivo (3.712 millones) que, de todos modos, es notablemente menor respecto de la primera etapa. Aun así, este saldo positivo contribuye con 36% a la acumulación de reservas local en el período. El sector público es el principal contribuyente en materia de divisas a la economía nacional en estos años, especialmente gracias a la expansión del endeudamiento externo, reflejado en el cuantioso saldo de la cuenta capital de este sector. El resto del sector privado, en cambio, expande significativamente su resultado deficitario (13.317 millones).

Finalmente, en el último tramo de la década, al tiempo que se consolida el achicamiento de la economía nacional se acelera la pérdida de reservas del BCRA, especialmente en 2001. En este contexto, los cambios de propiedad de las empresas privatizadas (transferencias entre accionistas y venta del remanente de la participación estatal en YPF) vuelven a hacer un aporte significativo en términos de divisas, al más que compensar en la cuenta capital el saldo deficitario de la cuenta corriente del sector. Una vez más, el sector de firmas privatizadas realiza un aporte neto positivo –aunque más modesto respecto de las etapas previas– al balance de pagos global de la economía (1.950 millones), que de todas formas es insuficiente, al igual que el endeudamiento público con los organismos multilaterales, para frenar la inevitable debacle de la Convertibilidad.

En definitiva, el sector de empresas privatizadas tuvo un saldo positivo en términos de divisas durante las tres sub-etapas identificadas. Este saldo surge de la conjunción de importantes superávits en la cuenta capital, que más que compensan las –crecientes– necesidades de divisas originadas en la cuenta corriente del balance de pagos. Este resultado global positivo contrasta con el saldo neto del resto del sector privado, que no sólo fue negativo durante las tres etapas identificadas sino que

también se expandió velozmente de punta a punta del decenio. Adicionalmente, cabe destacar que mientras el sector de empresas privatizadas mantuvo un resultado positivo en la cuenta capital y financiera en la totalidad de los sub-períodos, no sucede lo mismo con el resto del sector privado, que en la etapa de crisis final del régimen convertible exhibe incluso un signo negativo de más de 16.600 millones de dólares.

Se observa también que el saldo del sector de empresas privatizadas alcanza su pico –acumulado y también en términos anuales promedio– en la primera fase de la década y se reduce en los restantes períodos, confirmando una tendencia decreciente en el tiempo. Con el fin de establecer con precisión cuáles son las variables que explican esta trayectoria, en el Cuadro N° 4 se presenta una desagregación de los rubros más significativos del balance de pagos correspondiente a las empresas privatizadas. A diferencia de los cuadros precedentes, en que se expusieron los saldos sectoriales de acuerdo a la clasificación clásica del balance de pagos, aquí se ordenan las cuentas externas de acuerdo a la vinculación de cada variable con el comportamiento de las firmas privatizadas (sección I) o, por el contrario, con modificaciones en la propiedad del capital social de las mismas (sección II). Esta clasificación se considera más apropiada que la tradicional del balance de pagos para evaluar las fuentes y usos de divisas del sector de ex empresas estatales en la década. Se presentan los promedios anuales de cada rubro en los tres períodos históricos delimitados dentro de la década de 1990 y, a diferencia del Cuadro N° 3, se incluyen aquí los ingresos de divisas por la venta inicial de las empresas estatales como parte de los movimientos vinculados al sector de empresas privatizadas.

**Cuadro N° 4: Balance de pagos del sector de empresas privatizadas, 1992-2001  
(promedios anuales, millones de dólares)**

\* Corresponde a la fuga de las propias empresas privatizadas y a las transferencias al exterior que realizan sus accionistas al vender sus participaciones en las mismas. No incluye la estimación de fuga por subfacturación de exportaciones.

\*\* Incluye ingresos en efectivo y en títulos de deuda valuados a valor de mercado.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA DNCI (2000), ESTIMACIONES TRIMESTRALES DEL BALANCE DE PAGOS (VARIOS NÚMEROS), ENGE (2004) Y BASE DE DATOS DEL ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA DE LA FLACSO.

La primera constatación relevante que surge del análisis es que el saldo decreciente del sector de firmas privatizadas se origina ante todo en la pronunciada contracción del saldo conjunto de los rubros vinculados al comportamiento de las firmas (fila I), que de un resultado positivo medio anual de 1.317 millones de dólares en la primera etapa se transforma en un resultado medio de signo inverso, -197 millones de dólares, al final de la década.

Diversos fenómenos estrechamente relacionados entre sí confluyen en la conformación de un resultado decreciente en el saldo de divisas correspondiente al comportamiento de las firmas. El más relevante de estos factores es la tendencia ascendente de las rentas de la inversión transferidas al exterior a lo largo del período, tanto en lo que hace a las utilidades pagadas como retribución a la inversión extranjera como a los intereses devengados por el endeudamiento externo. En efecto, mientras el flujo de utilidades se cuadruplica de punta a punta de la década, el de intereses crece a una tasa aún mayor, multiplicándose por siete. Este hecho pone de manifiesto la desvinculación del ciclo económico local que experimentan estas variables a lo largo de la década de 1990, manteniendo su ritmo ascendente aun en las épocas de contracción general de la economía.<sup>16</sup>

A su vez, cabe destacar el reducido nivel de utilidades reinvertidas por estas empresas en la economía local, que alcanzan en promedio al 18% de las utilidades en la década, siendo por tanto una fuente creciente de divisas en términos absolutos –debido a la expansión del monto de utilidades– pero secundaria en las tres etapas (alcanzan en el pico tan sólo a 313 millones de dólares anuales en promedio). Los aportes de capital a las empresas privatizadas, por su parte, se destacan también por su reducida envergadura. De un nivel inicial medio de 214 millones de dólares –probablemente destinados a constituir las garantías requeridas y a la adquisición de empresas vinculadas y no a la capitalización de las propias firmas privatizadas– se reducen a cero en el transcurso de la década, transformándose en el rubro más insignificante del balance de pagos.

El saldo de signo positivo de la balanza comercial correspondiente a estas empresas compensa parcialmente sus negativas rentas de la inversión durante la última década. La balanza comercial posee una trayectoria que no acompaña linealmente los avatares del ciclo económico local, creciendo durante toda la Convertibilidad. Esta tendencia está motorizada esencialmente por la expansión de las exportaciones, las que superan el ritmo de crecimiento, también positivo, de las importaciones de mercancías y de servicios reales. Mientras estas últimas se duplican –impulsadas por la sobrevaluación cambiaria y la preferencia de las privatizadas por jerarquizar a proveedores intracorporativos–, el valor promedio de las exportaciones crece cuatro veces entre el primero y el último período de la década. Como se verá al analizar este componente con mayor detalle, la expansión en los volúmenes exportados no es un fenómeno que refleje el comportamiento del conjunto de empresas privatizadas sino más bien todo lo contrario: se trata de una cualidad acotada al núcleo de firmas privatizadas pertenecientes al sector de energía y, en menor grado, a la producción minera. Estas empresas expandieron sus exportaciones de hidrocarburos y minerales en la última década, en especial desde 1998 en adelante, impulsadas por el incremento de precios y los mayores excedentes disponibles como consecuencia de la recesión local.

No obstante, la principal fuente de divisas vinculada al comportamiento de las firmas privatizadas no proviene de su potencial exportador sino, ante todo, de su capacidad de acceder al endeudamiento internacional, mayormente a través de la colocación de obligaciones negociables en el exterior. El endeudamiento de estas firmas alcanza a 1.745 millones de dólares anuales promedio durante los diez años analizados. Las empresas privatizadas iniciaron, y sin duda protagonizaron, el nuevo ciclo de endeudamiento externo en la última década. Su *stock* de deuda externa creció diez veces en la era convertible, superando la tasa de expansión de la deuda privada, de la deuda pública y, lógicamente, de la deuda externa del país en su conjunto.

Entre 1992 y 2001 el endeudamiento anual medio no sólo es la principal fuente neta de divisas relacionada con el comportamiento operativo de las firmas sino, más aún, la más cuantiosa

<sup>16</sup> La única excepción a este comportamiento expansivo son las utilidades correspondientes al año 2001. La envergadura de la recesión local implicó que si bien las utilidades mantienen un signo positivo son la mitad de las obtenidas en 2000 (ver Cuadro Anexo N° 1).

línea del balance de pagos del sector, superando incluso los ingresos anuales medios por privatizaciones y exportaciones netas. Específicamente, en la etapa 1995-1998 tiene lugar un pico de ingresos de capitales en concepto de endeudamiento externo, favorecido por la abundancia de recursos a escala mundial y las excelentes perspectivas de rentabilidad exhibidas por las firmas del sector. Esta tendencia ascendente pierde fuerza en la última fase de la década por dos motivos. Por una parte, la mayor restricción al financiamiento externo que afectó al país. Por otra, si en las etapas previas las empresas privatizadas se lanzaron sin más en búsqueda de financiamiento externo, desde 1999 en adelante revierten sus estrategias. Anticipándose a una eventual devaluación del signo monetario, las firmas desaceleran su tasa de endeudamiento entre 1999 y 2000, para finalmente priorizar la cancelación de parte de la deuda externa en el año 2001. Es en esta última etapa cuando, a contramano del endeudamiento acotado en los mercados internacionales, crece significativamente la deuda de las filiales argentinas con sus casas matrices en un proceso de reordenamiento de sus pasivos externos.

Por último, destaca la trayectoria de la fuga de capitales estimada para la década, el segundo rubro demandante neto de divisas del balance de pagos, detrás de las rentas de la inversión. Si bien mantiene un signo negativo a lo largo de las tres etapas, la fuga de capitales adquiere especial protagonismo en las últimas dos fases de la era. En la etapa 1995-1998 la misma adquiere el máximo tamaño medio del decenio (-1.944 millones de dólares), originado, por una parte, en las transferencias al exterior de parte de los capitales que ingresan a la economía local por las transferencias de activos fijos dentro de los consorcios de las empresas privatizadas y, por otra, como contrapartida del creciente endeudamiento externo recibido por las firmas, parte del cual se vuelca al exterior para cerrar el ciclo de valorización financiera. En la fase de declive de la década (1999-2001), en que el endeudamiento externo se contrae, la fuga de capitales también pierde dinamismo, y es generada mayormente por las salidas de capitales originadas en los cambios patrimoniales de las firmas. De hecho, en este último lapso, la fuga de capitales promedio (-951 millones) supera al endeudamiento externo medio (804 millones).

En definitiva, el análisis de la sección I del balance de pagos vinculada al comportamiento de las firmas muestra un nítido saldo decreciente durante el período y un promedio anual total de solamente 382 millones de dólares. Estos aspectos ponen de manifiesto que no fue el comportamiento mismo de las empresas privatizadas el factor explicativo del abundante saldo neto positivo de divisas del sector. En cambio, fueron más bien sus constantes cambios de propiedad, desglosados en la sección II del balance de pagos, los que contribuyen mayormente al saldo sectorial positivo. En el Cuadro N° 4 se observa con claridad que los rubros vinculados a la propiedad de las empresas no sólo son los principales aportantes de divisas dentro del sector de firmas privatizadas, sino que también su importancia aumenta a lo largo de la década –a medida que declina, hasta tornarse negativo, el resultado de la primera sección del balance de pagos–. Mientras en la primera etapa los cambios de propiedad explican 69% del aporte neto positivo del sector, en la siguiente contribuyen con el 93% y en la última fase de la década dan cuenta del 110% de las divisas aportadas, financiando parte del déficit operativo de las empresas privatizadas.

Las modificaciones patrimoniales sintetizadas en la sección II del citado cuadro reflejan dos procesos de transferencia en la propiedad de las empresas. Se trata de dos oleadas sucesivas, y parcialmente superpuestas, de arribo de inversión extranjera al sector de ex empresas públicas. En su conjunto estas oleadas explican más del 50% de la IED recibida en el país entre 1992 y 2001. Las empresas privatizadas son centrales, por tanto, para comprender la acelerada expansión de la presencia del capital extranjero en la economía argentina en el último decenio. Estos procesos se enmarcan en la multiplicación de los flujos de capitales a nivel mundial durante la década de 1990. En efecto, el volumen mundial de movimientos de IED se cuadruplica en el período, desde 93.000 millones de dólares anuales promedio en 1980-1989 a más de 400.000 millones anuales promedio en 1990-1999 (UNCTAD, 2002). La Argentina es un destino privilegiado de estos flujos, ubicándose entre los cuatro principales receptores de IED dentro de la periferia (los otros fueron Brasil, China y México).

La primera oleada extranjerizante se ubica mayormente a inicios de la década y consiste en la venta y/o la concesión de los activos públicos al sector privado, en la cual el capital extranjero

obtiene una amplia participación. Los consorcios conformados para adquirir los activos estatales - a precios notoriamente subvaluados- tienen, en la generalidad de los casos, una estructura tripartita conformada por grupos económicos locales, bancos transnacionales y empresas extranjeras. La segunda oleada refiere a los cambios de propiedad al interior de los consorcios adquirientes, en los que las empresas transnacionales tienden a expandir su presencia a través de la compra de acciones a los grupos económicos locales, que se retiran mayormente del sector a partir del año 1994. En conjunto, ambas oleadas implican un ingreso anual medio de 2.183 millones de dólares durante la última década, equivalente al 85% del aporte anual medio en términos de divisas del total del sector de empresas privatizadas.

Las privatizaciones marcan el inicio de una nueva -y distinta- etapa de inversión extranjera en la Argentina, revirtiendo la tendencia vigente en la década anterior. En el transcurso de cinco años (1990-1994) se implementa un sumamente abarcativo programa de privatizaciones que acaba con prácticamente toda propiedad estatal en el ámbito productivo.<sup>17</sup> Los capitales aportados por las empresas extranjeras y los bancos transnacionales, junto a la repatriación de capitales que realizan los grupos económicos locales para participar en la propiedad de las empresas públicas, ascienden a 2.301 millones de dólares anuales en promedio (considerando la inversión extranjera directa y la inversión de cartera) en la primera fase de la década (1992-1994). Los flujos por privatizaciones decrecen posteriormente (1995-1998) a medida que se reduce la cantidad de privatizaciones realizadas y el tamaño de las empresas transferidas. Finalmente, este monto vuelve a experimentar un alza en la última etapa de la década (1999-2001) debido, mayormente, a la venta del remanente estatal de la petrolera nacional (YPF).

En total, los ingresos por privatizaciones concentran el 65% de las divisas ingresadas al país debido a modificaciones en la estructura de propiedad de las ex empresas públicas entre 1992 y 2001. El 35% restante se origina en los montos recibidos por las transferencias entre los accionistas de las empresas una vez privatizadas (incluyendo las transferencias directas y a través del mercado de capitales). Se trata de un proceso doble: por una parte, de retirada de los grupos económicos locales que venden sus participaciones en el capital de los consorcios adjudicatarios -obteniendo significativas ganancias patrimoniales-, y por otra, de consolidación de las empresas extranjeras que operan en el sector y quedan como accionistas principales de las firmas privatizadas. Los promedios por etapa muestran una leve tendencia ascendente en los traspasos de propiedad durante la década de 1990 que, en rigor, esconde las importantes fluctuaciones anuales de los capitales ingresados, que varían al ritmo de la cantidad y el tamaño de las ventas realizadas. Las transferencias entre accionistas alcanzan su pico en 1994, 1997 y 1999 (Cuadro Anexo N° 1).

Las operaciones de traspaso de propiedad de las ex empresas públicas, junto al endeudamiento externo, sostienen a lo largo de las tres etapas de la década el saldo positivo de divisas del sector de firmas privatizadas en su conjunto. Cabe preguntarse acerca del aporte de estos flujos a la formación de capital a nivel local, sea a través de la expansión de la infraestructura existente, la apertura de nuevas plantas productivas o la incorporación de maquinarias y equipos destinados al aumento de la productividad.

En primer lugar, es claro que las transferencias de propiedad no refieren a recursos destinados a la formación de capital. Por el contrario, son capitales que ingresan al país para financiar el recurrente cambio de manos de los originarios activos estatales, sin implicar en sí mismos la ampliación y/o renovación del *stock* de capital local, que se limita a rotar entre los balances de diversos sectores económicos. Respecto del endeudamiento externo, las evidencias disponibles ponen de manifiesto que solamente una parte fue destinada al financiamiento de la inversión, siendo ampliamente utilizado para sustentar la fuga de capitales (Azpiazu y Schorr, 2002). Por tanto, se trata de dos rubros del balance de pagos que no contribuyeron mayormente al acrecentamiento de la riqueza material

<sup>17</sup> Si bien el programa de privatizaciones, con sus consiguientes ingresos en materia de divisas, comienza en el año 1990, y por tanto sería conveniente incorporar a los cuadros expuestos los años 1990 y 1991, la metodología de elaboración del balance de pagos entonces vigente no lo permite. De todos modos, más adelante serán presentados y analizados los montos de divisas que ingresaron al país como resultado de las privatizaciones durante aquellos primeros años de la década.

local. No obstante, estos flujos de capital representaron un aporte de divisas significativo para la economía argentina, ocupando un papel estelar en el sostenimiento del régimen de Convertibilidad y su creciente necesidad de moneda extranjera para respaldar la paridad sobrevaluada. Este es el papel que es necesario elucidar.

Como es sabido, la Ley de Convertibilidad no implicó simplemente el establecimiento de un régimen de tipo de cambio fijo, sino la instalación de un esquema de “caja de conversión” en el cual la trayectoria de la base monetaria se encontraba “atada” (y supuestamente “respaldada”) por la evolución del *stock* de reservas internacionales. Estas últimas, a su vez, fluctuaban al ritmo del saldo del balance de pagos, ligando la suerte de la economía argentina a su capacidad de acumular reservas en las arcas del BCRA a un ritmo al menos igual al de la base monetaria necesaria para acompañar el ciclo económico. La utilización del tipo de cambio como ancla nominal para facilitar la estabilización de los precios internos implicó el establecimiento de un tipo de cambio especialmente bajo o, en otros términos, una moneda significativamente sobrevaluada en relación con el dólar estadounidense a inicios de la década.<sup>18</sup>

El atraso de la paridad nominal en un contexto de apertura plena al comercio de mercancías no tardó en reflejarse en un importante (aunque cíclico) déficit comercial global, el cual sumado a los crecientes servicios financieros pagados por los residentes al resto del mundo, configuraron una cuenta corriente estructuralmente deficitaria desde 1992. No obstante, el ciclo financiero dominante durante la última década no acaba allí. La vigencia de una moneda sobrevaluada implicaba la posibilidad de multiplicar la riqueza obtenida en pesos en la economía local al transformarla a dólares a ser atesorados fuera del país. Este mecanismo alentó, por tanto, la colocación de excedentes en diversos activos financieros (títulos, bonos, depósitos, etc.) y/o activos productivos en el mercado interno para ser —una vez valorizados internamente gracias a las mayores tasas de interés y/o rentabilidades relativas vigentes en la economía argentina— nuevamente expandidos al ser transferidos al exterior a un tipo de cambio atrasado que funcionaba como seguro de cambio. Este proceso se encuentra en el núcleo del circuito de ingreso de capitales, primero, y de salida, después, que acompañó la era de la Convertibilidad, ampliando las necesidades de divisas necesarias para garantizar el sostenimiento de la paridad convertible.

En definitiva, el saldo deficitario de la cuenta corriente sumado a la salida de capitales (valorizados) registrada a nivel de la cuenta capital generaba una demanda de divisas creciente en la economía local, cuya satisfacción era una condición necesaria para el sostenimiento del tipo de cambio establecido por ley. Como se señaló anteriormente, el sector de empresas privatizadas ocupó un papel insustituible como proveedor de las divisas necesarias para el sostenimiento del régimen convertible. Dos procesos se conjugaron en este sentido: por una parte, la transformación de los ex activos estatales en moneda de cambio enajenada gradualmente al capital extranjero y, por otra, la capacidad privilegiada de las firmas privatizadas para acceder al endeudamiento externo.

La Convertibilidad no fue meramente un régimen cambiario, así como la sobrevaluación no fue solamente una distorsión cambiaria. La Convertibilidad, fue en cambio, la forma concreta que adoptó la reestructuración regresiva de la economía argentina durante la última década, proceso inscripto en una tendencia al estancamiento y al achicamiento de las capacidades productivas de la economía nacional que ya celebra sus primeros, trágicos, treinta años. Las reformas estructurales que completaron la caja de conversión (en particular la liberalización financiera y comercial, la desregulación de una amplia gama de actividades económicas y la privatización de empresas públicas), transformaron a la Convertibilidad en un régimen económico con consecuencias de largo alcance sobre la estructura productiva local. La desindustrialización, y su contracara necesaria, la reprimarización de la actividad productiva, fueron consolidadas en la última década en el marco de un régimen económico con sesgos en favor de la producción de bienes no transables en la estructura de precios relativos y políticas específicamente destinadas al desmantelamiento industrial.

<sup>18</sup> Adicionalmente, los aumentos de precios registrados entre abril y diciembre de 1991 (15%) y en 1992 (25%) terminaron por consolidar una moneda sobrevaluada (INDEC, 2003).

El cuadro productivo actual pone al descubierto las consecuencias de más de diez años de Convertibilidad: la Argentina se ha transformado en un país dedicado mayormente a la fabricación (y exportación) de productos de origen primario (agropecuarios e hidrocarburos) con nulo o reducido nivel de elaboración, acompañados por un tejido industrial desarticulado y atrasado en el que solamente se destacan aquellas industrias vinculadas al procesamiento de las riquezas naturales del país o favorecidas por subsidios estatales (“armaduras”).

Es en este marco donde debe inscribirse el papel adoptado por el sector de empresas privatizadas en el balance de pagos durante la Convertibilidad. La progresiva extranjerización del sector aportó, conjuntamente con el endeudamiento externo, una parte importante de las divisas necesarias para el sostenimiento de este régimen económico durante más de un decenio. Bajo la apariencia de la abundancia de divisas derivada del resultado superavitario del sector, se esconde en realidad un fenómeno más profundo: el rol ocupado por aquellas divisas en la reestructuración regresiva de la estructura productiva nacional –y, con ella el empobrecimiento de la clase trabajadora argentina–.

Por último, para completar la presente exposición de síntesis y conclusiones del trabajo, cabe arriesgar ciertas apreciaciones acerca de la trayectoria esperada en materia de divisas para el sector de empresas privatizadas. El panorama luce ciertamente opaco. Por una parte, las dos principales fuentes netas de divisas durante la última década (transferencias de propiedad y endeudamiento externo) no son sustentables en el largo plazo. Esto es así debido al poco margen remanente para aumentar la extranjerización en el sector y, también, dada la acotada capacidad de las firmas para acrecentar significativamente su endeudamiento externo en el actual contexto de precios relativos. Por otra parte, cabe destacar el hecho de que las principales fuentes netas de divisas en la última década anteceden flujos con un signo inverso: utilidades e intereses. Es esperable por tanto que las utilidades y los intereses mantengan su tendencia ascendente en el futuro, lo que sugiere que, en adelante, tenderá a consolidarse un saldo global negativo en el sector.

Dos contra tendencias podrían compensar este saldo. En primer lugar, es posible considerar que los accionistas no residentes de las empresas privatizadas aumenten sus aportes de capital y/o decidan reinvertir una porción significativa de las utilidades obtenidas anualmente en el futuro. Esta no fue la tendencia registrada en el primer decenio de operación de las firmas en que, al contrario, tanto los aportes como el porcentaje de utilidades reinvertidas fueron sumamente escasos –aun considerando la elevada rentabilidad de estas empresas–. Por tanto, sería demasiado aventurado suponer que esta tendencia podría revertirse en el futuro próximo –en un contexto menos favorable en términos de precios relativos– y resulta más adecuado estimar que se repetirá el comportamiento histórico. En segundo lugar, un atenuante al déficit sectorial podría provenir de un saldo comercial de sorprendentes proporciones. Este resultado depende de la trayectoria esperada para las exportaciones de petróleo y gas, que son las que configuran el saldo comercial positivo. Si bien sus precios pueden mantenerse por un lapso en los elevados niveles vigentes, las fluctuaciones propias de los precios de las *commodities* afectarán antes o después al sector. A su vez, respecto de las cantidades exportadas, es necesario tener en cuenta que, por una parte, la recuperación de la economía local reduce los saldos exportables y que, por otra, no es conveniente que estas firmas aumenten significativamente sus exportaciones sin realizar a la par inversiones en exploración que aseguren la oferta local de productos energéticos en el largo plazo.

En suma, es esperable que el saldo originado en la operación de las empresas privatizadas tienda a ser negativo, salvo que las exportaciones energéticas o los aportes de capitales logren compensar esta tendencia. A su vez, parece difícil que este saldo negativo sea compensado por el ingreso de divisas provenientes de modificaciones en la propiedad del sector o por nuevos flujos netos significativos de financiamiento externo. Por tanto, las evidencias presentadas despiertan fuertes dudas acerca de la sustentabilidad de largo plazo del superávit sectorial exhibido por las empresas privatizadas en la década de 1990.

A continuación se desglosan y analizan en mayor detalle cada uno de los componentes de la cuenta corriente (sección 3) y la cuenta capital y financiera (sección 4) del balance de pagos de las firmas privatizadas que sustentan las reflexiones aquí expuestas.

### 3. LA CUENTA CORRIENTE DEL BALANCE DE PAGOS.

En la presente sección se analizan detenidamente las implicancias de la operación de las empresas privatizadas y concesionadas sobre la cuenta corriente del balance de pagos durante la década de 1990. Este estudio comprende la revisión de tres rubros: la balanza comercial (mercancías y servicios reales), los intereses devengados por el endeudamiento externo y las utilidades y dividendos correspondientes a la inversión extranjera en el sector de firmas privatizadas.

#### 3.1. Balanza Comercial de mercancías y servicios reales.

La evolución de la balanza comercial del país durante la vigencia de la Convertibilidad presenta una serie de peculiaridades dentro de las cuales se debe enmarcar el análisis del sector de empresas privatizadas. Según se observa en el Cuadro N° 5, en 2001 las exportaciones totales superan los 30.900 millones de dólares, luego de aumentar casi un 90% desde 1993. A pesar de este significativo incremento, el saldo comercial global es –a excepción de 2001– sistemáticamente negativo durante la década, debido a los acentuados montos de importaciones asociados a la profunda desindustrialización que provoca la apertura importadora de la economía argentina. Este déficit comercial de carácter estructural tiende a atenuarse durante las crisis, tal como se registra durante 1995 y, especialmente, en la etapa de crisis terminal del régimen de Convertibilidad (1998-2001).

**Cuadro N° 5: Balanza Comercial de las empresas privatizadas y concesionadas, 1993-2001\***  
(millones de dólares)

\* Incluye mercancías y servicios reales.

\*\* La información de YPF (1993-1998) y Repsol-YPF (1999-2001) surge de un relevamiento propio de los balances de la empresa durante la década (la ENGE no brinda información sobre empresas particulares debido al secreto estadístico).

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA DNCI (2004), ENGE (INDEC), BALANCES DE YPF, REPSOL-YPF Y BASE DE DATOS DEL ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA DE LA FLACSO.

El déficit comercial acumulado entre 1993 y 2001 supera los 33.600 millones de dólares y se corresponde con un saldo anual medio de -3.742 millones de dólares. La conformación de este saldo es marcadamente heterogénea entre las diferentes fracciones del capital local. La información

provista por la ENGE permite corroborar el acentuado sesgo que exhibe el saldo comercial entre 1993 y 2001. Tal como se observa en el Cuadro N° 5, las 500 empresas más grandes del país obtuvieron un superávit de cuantía similar al déficit del intercambio comercial del conjunto de la economía argentina en el mismo período.

Sobre la base de estas evidencias se puede deducir que mientras las grandes firmas tienen un superávit comercial acumulado entre 1993 y 2001 de 32.422 millones de dólares, el resto de la economía tiene un déficit de nada menos que 66.105 millones de la misma moneda. Esta situación marcadamente diferencial presenta una serie de características que cabe mencionar. La primera de ellas, refiere al carácter profundamente asimétrico de la apertura comercial, ya que la importancia de las 500 firmas de mayores ventas en las exportaciones totales es creciente y supera el 60% al final de período analizado –proceso que es más atenuado en términos de las importaciones totales–.<sup>19</sup> La segunda característica consiste en la creciente importancia que asumen los productos primarios o sustentados en ventajas comparativas naturales a medida que se expanden las exportaciones. Concretamente, las exportaciones de productos primarios, combustibles, hidrocarburos y manufacturas de origen agropecuario representaron el 70% de las exportaciones en el promedio de la década (DNCI, 2004).

La información recabada por el INDEC en la encuesta anual a las 500 mayores firmas del país también permite analizar el impacto de las empresas privatizadas en el balance comercial durante la década de 1990. En el mismo Cuadro N° 5 constan las series correspondientes a las exportaciones e importaciones de mercancías y servicios reales de estas empresas durante el período analizado.

La cantidad de firmas incluida en el panel se incrementa a lo largo de la década conforme, por un lado, avanza el proceso de privatización y concesión y, por otro, las empresas resultantes del mismo acrecientan su tamaño pasando a formar parte del conjunto de las 500 firmas más grandes del país. Por otra parte, se verifica que el saldo de la balanza comercial de las empresas incluidas en este panel es superavitario a lo largo de todo el período, resultado motorizado mayormente por la expansión de las exportaciones, cuyo incremento fue suficiente para compensar la escalada de las importaciones, también crecientes durante buena parte del decenio.

Las exportaciones se multiplicaron por tres entre 1993 y 2001, acumulando una tasa de expansión promedio anual superior al 16% de punta a punta. La excepción a este acelerado crecimiento la constituyen las caídas de los años 1998 y 2001, debidas en ambos casos a reducciones en el precio de los principales productos de exportación de las firmas privatizadas, particularmente al deterioro del precio del crudo y el gas natural en 1998 –su precio medio interanual se redujo 31% y 16% respectivamente– y a la nueva reducción del precio de referencia del petróleo en 2001 –el mismo cayó otro 13%–.

Estas fluctuaciones ponen de manifiesto la trascendencia de la firma YPF (1993-1998), luego Repsol-YPF (1999-2001), en la determinación de la trayectoria expansiva de las ventas al exterior del conjunto de firmas privatizadas. Se trata de la principal exportadora de hidrocarburos y la mayor exportadora del país. Entre 1993 y 1999 por sí sola explica el 61% de las exportaciones y el 94% del superávit comercial del sector de firmas privatizadas incluido en el panel. En los años 2000 y 2001 el peso relativo de Repsol-YPF se reduce y aun así sus ventas externas son el 51% de las exportaciones del conjunto de firmas privatizadas y su superávit comercial da cuenta del 58% del saldo comercial. El origen del elevado superávit de YPF no alberga ningún misterio: mientras el valor de sus exportaciones se duplicó al ritmo del aumento de la producción petrolera y la mejora en los precios internacionales entre 1993 y 2001 –a excepción de los descensos de precios mencionados–, sus importaciones crecieron sólo marginalmente, e incluso se redujeron en la etapa final de la década. YPF concentra, considerando la década completa, el 58% de las exportaciones de las

<sup>19</sup> En rigor, las exportaciones se encuentran concentradas en un conjunto aún más reducido de firmas. En el año 2000, por ejemplo, las cien mayores empresas exportadoras concentraban el 67% del total exportado pese a representar el 1% del total de firmas que comercian con el exterior. En el otro extremo, se encontraban 5.570 micro y pequeñas empresas que si bien representaban el 41% de las exportadoras explicaban menos del 1% del volumen vendido al exterior (Schorr, 2004).

empresas del sector privatizado y concesionado. De las evidencias disponibles, se desprende que el restante 42% también se encontraría concentrado en unas pocas firmas, fundamentalmente en aquellas empresas concesionarias de la explotación de recursos naturales en el sector de la energía (gas e hidrocarburos). En 1999, tan sólo diez empresas explicaban el 100% de las exportaciones del sector y cinco de ellas concentraban el 65% de las mismas.

Las importaciones también experimentaron una importante expansión desde la privatización de las ex empresas estatales, especialmente entre 1993 y 1999, en que crecieron a una tasa promedio acumulada del 20% anual. En 1999 alcanzaron un valor récord de 2.012 millones de dólares. Al igual que las ventas externas, las importaciones se encuentran concentradas en algunas pocas firmas, aunque involucran más empresas que en el caso anterior y ninguna detenta la hegemonía de YPF en la actividad exportadora. Si se considera el conjunto de la década, Repsol-YPF explica tan sólo el 14% de las importaciones realizadas por el total de empresas privatizadas.

Este incremento de las compras externas se origina en la práctica generalizada por parte de los consorcios adjudicatarios de importar la mayoría de los equipos e insumos adquiridos a sus empresas vinculadas. Además de abrir un espacio para la recurrencia a precios de transferencia (con las consecuentes pérdidas fiscales que los mismos involucran),<sup>20</sup> esta práctica representó el golpe de gracia para buena parte de la industria local proveedora de bienes y equipos, la cual fue ampliamente desmantelada durante la última década. Se trata de las compañías (grandes y medianas) que funcionaban como proveedoras de las empresas públicas y que quedaron desprotegidas como consecuencia de la privatización de sus clientes históricos; más aún considerando el incumplimiento efectivo de las leyes vigentes de “Compre Argentino” y “Contrate Nacional”.<sup>21</sup> La contracción del sector industrial proveedor de bienes de capital implica la pérdida de las competencias y los conocimientos adquiridos en la industria local durante varias décadas, así como la ampliación de la dependencia externa para la provisión del equipamiento necesario para la prestación de los servicios públicos. Estas transformaciones acentúan las presiones futuras sobre el balance de divisas, acrecientan la brecha existente entre las acotadas capacidades locales y las vigentes en la frontera tecnológica internacional y poseen consecuencias negativas en términos de generación de empleo.

Dada la relevancia de YPF/Repsol-YPF en la obtención del superávit comercial agregado del sector de empresas privatizadas y concesionadas, resulta interesante analizar cómo se transforma este saldo comercial sin considerar el favorable aporte de la principal empresa del país (Cuadro N° 5).

Este ejercicio revela un resultado comercial del resto de las empresas privatizadas sustancialmente reducido entre 1993 y 1999, que oscila entre pequeños déficit y superávit, acumulando un resultado neto prácticamente nulo en esos años. Esta situación se modifica, sin embargo, a fines del decenio, cuando el saldo comercial de las privatizadas y concesionadas se torna positivo, fluctuando alrededor de los 1.300 millones de dólares. Por una parte, este cambio de tendencia se debe al descenso de las importaciones como consecuencia de la recesión económica –fenómeno común a la totalidad de la economía argentina, pero especialmente intenso en el caso de las empresas privatizadas– y a la menor adquisición de bienes de capital en relación con las compras promedio de la década, debido a que detienen sus inversiones y a que el grueso de las mismas ya se había realizado (en especial entre 1991 y 1994). Por otra parte, el superávit registrado (aún sin considerar YPF) se

<sup>20</sup> Se denomina “precio de transferencia” al valor monetario que asume una transacción económica realizada por dos unidades económicas societariamente vinculadas. La manipulación de los precios de transferencia es una modalidad frecuentemente utilizada por las empresas transnacionales para evadir o eludir impuestos. Así, por ejemplo, una filial radicada fuera de su país de origen puede pagar un precio menor al de mercado por un producto remitido por su casa matriz con el objeto de erogar menores aranceles a la importación (modalidad que adquiere sentido en economías cerradas con fuertes barreras arancelarias), o bien pagar sobrepagos a su casa matriz para, de este modo, incrementar artificialmente sus costos y reducir el monto imponible para el impuesto a las ganancias (este último ejemplo adquiere mayor relevancia en economías abiertas y de bajas o nulas tasas arancelarias, tales como se dan en la actualidad). De este modo, el sobrepago es la forma que asume –implícitamente– la ganancia obtenida por la filial, derivada de su actividad en la economía en que ha operado.

<sup>21</sup> Ver al respecto Azpiazu (2002).

explica debido a la ampliación del espectro de los productos exportados. Las evidencias disponibles en el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO revelan que si bien en ese proceso Repsol-YPF ocupa un lugar central, la expansión de las exportaciones también involucra a otras empresas energéticas que buscan usufructuar la importante recuperación del precio de los hidrocarburos entre 1999 y 2001 (el precio internacional del petróleo creció un 37% y el del gas natural se duplicó entre esos años).

Al respecto, en el Cuadro N° 6 se verifica la relevante diversificación de las exportaciones energéticas del país que se despliega durante los últimos años de la década. En tan sólo dos años los productos principales de exportación (petróleo y en menor medida nafta súper), pierden significación relativa (del 67% al 60% entre 1999 y 2001) a pesar de que el primero de ellos se expande en términos absolutos (de 1.569 a 2.329 millones de dólares). La causa del descenso de la participación relativa de las exportaciones de estos productos se encuentra en el dinamismo de las ventas externas de gas licuado, fuel oil y gas natural. En conjunto, estos productos concentraban casi el 25% del total de exportaciones en 2001, cuando dos años antes alcanzaban a representar sólo el 15% de las mismas. Esta tendencia se profundizó con posterioridad a la devaluación del peso.

**Cuadro N° 6: Evolución de las exportaciones de petróleo y sus derivados, 1999-2001  
(millones de dólares y porcentajes)**

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA SECRETARÍA DE ENERGÍA.

En términos de las exportaciones de petróleo y sus derivados por empresa, en el Cuadro N° 7 se puede verificar una acentuada concentración ya que durante el trienio 1999-2001 las tres principales empresas concentran el 64% de las mismas y la primera de ellas (Repsol-YPF) el 46%. No obstante, la diversificación de los productos energéticos exportados es acompañada por una similar diversificación de las empresas que realizan esas ventas al exterior. De allí que durante los últimos años analizados (2000 y 2001), la combinación de la desindustrialización interna con la crisis económica y la vigencia de precios internacionales de los productos exportados favorables facilitó la obtención de un superávit comercial en el sector de firmas privatizadas, incluso sin considerar a la ex petrolera estatal. Se trata de una situación incierta ya que su mantenimiento en el tiempo depende de la permanencia de los factores que impulsan este fenómeno y de los enfoques que adopte la política económica al respecto.

Finalmente, para completar el análisis del comportamiento comercial externo de las empresas privatizadas de servicios públicos, es importante considerar su saldo de balanza comercial excluyendo las firmas que operan en el sector de la energía (incluida YPF). Dado que son justamente estas últimas las que experimentaron el crecimiento más importante en el volumen de sus exportaciones en los últimos años, no resulta sorprendente que al excluirlas de la muestra el saldo comercial resultante cambie de signo.

**Cuadro N° 7: Exportaciones de petróleo y sus derivados por empresa, trienio 1999-2001  
(millones de dólares y porcentajes)**

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA SECRETARÍA DE ENERGÍA.

Como se aprecia en el Cuadro N° 8, el saldo agregado promedio de la balanza comercial de las empresas privatizadas de servicios públicos (sin considerar YPF ni las restantes firmas concesionarias del sector de la energía) entre 1993 (año en que se consumaron la mayor parte de las privatizaciones) y 1999 (último año para el cual se cuenta con información) es fuertemente negativo, alcanzando un déficit promedio de 583 millones de dólares en el período de referencia.

**Cuadro N° 8: Saldo de la balanza comercial de las empresas privatizadas de servicios públicos,  
1993-1999\* (millones de dólares)**

\* Se incluyen firmas que operan en sectores concesionados aunque no fueron parte de ninguna ex empresa pública (caso CTI y Movicom/Bell South).

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE LOS BALANES DE LAS EMPRESAS Y BASE DE DATOS DEL ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA DE LA FLACSO.

Este desequilibrio representa el 12% del déficit comercial de la economía argentina entre 1993 y 1999, cuyo promedio anual asciende a los -5.049 millones de dólares. Salvo la ex empresa de aeronavegación estatal, que obtiene un superávit comercial gracias a la venta de pasajes aéreos en el exterior –mayormente por motivaciones fiscales–, el resto de las empresas de servicios públicos privatizadas realizó una contribución negativa al balance comercial en la etapa bajo estudio. Se trata de empresas orientadas al mercado interno que no elaboran productos de exportación y que recurren, especialmente en las etapas de expansión, a la adquisición de insumos, equipamiento y servicios reales importados para realizar sus actividades en el país. El aporte del sector de telecomunicaciones en la generación de este déficit es particularmente relevante (el promedio de la etapa 1993-1999 arroja un déficit sectorial de 464 millones de dólares) debido a sus significativas importaciones de equipos y a sus magras exportaciones.

Otro rubro significativo en las importaciones, que al igual que las adquisiciones de insumos y equipos en el exterior es un flujo de características permanentes, son los servicios de gerenciamiento contratados mayormente con las casas matrices de las empresas privatizadas o con firmas vinculadas a los consorcios adjudicatarios. Estos flujos acumularon 1.912 millones de dólares entre 1993 y 2001 y representaron el 22% de las importaciones de las firmas privatizadas en el período (Cuadro Anexo N° 1). Cabe destacar que en este tipo de operaciones se suele recurrir a la utilización de precios de transferencia, los que generalmente encubren una remisión de utilidades a los accionistas no residentes.<sup>22</sup>

### 3.2. Intereses pagados al exterior.

Como se mencionó previamente, las firmas privatizadas fueron protagonistas del nuevo ciclo de endeudamiento privado externo entre 1992 y 1999. La deuda externa de las empresas privatizadas será analizada en detalle más adelante, pero en este apartado resulta insoslayable señalar que, tal como se constata en el Cuadro N° 9, su deuda externa creció a una tasa anual acumulativa del 41% entre los mencionados años, superando la tasa de expansión de la deuda externa privada, la del sector privado no financiero y la del país en su conjunto en igual período (DNCI, 2004). El *stock* de endeudamiento externo de las firmas privatizadas supera el 48% de las obligaciones externas de todo el SPNF en 1995 y el 40% de las mismas en el final del período considerado (2001).

<sup>22</sup> A este respecto, Maas y Thwaites Rey (2002) señalan que: “Un detalle poco conocido de los contratos de privatizaciones es que éstos permitieron el pago de “honorarios de administración” (*management fee*) a los operadores técnicos de las concesiones, que no son otros que las empresas multinacionales que controlan o encabezan los consorcios. Estos honorarios superan con creces cualquier pago razonable por un servicio técnico. Usualmente se contabilizan como parte de los “gastos de explotación” de las compañías (es decir que están exentos de impuestos). En otras palabras, se trata de ganancias encubiertas que se giran a las casas matrices eludiendo el pago del impuesto a las ganancias. Generalmente son un porcentaje del 6 al 7% del margen bruto de utilidad de las empresas. Telefónica de Argentina, por ejemplo, pagó 148 millones de dólares de *management fee* en 2000 a su operador técnico, Telefónica de España. Si a esto se le suman los 343 millones de dólares de ganancia neta que informó la compañía en su balance, se llega a un total de beneficios de 491 millones de dólares (16,6% sobre ventas). Telecom les pagó a sus dos operadores técnicos, France Telecom y Stet (Italia) 130 millones de dólares en 2000 antes de contabilizar pago de intereses, amortizaciones, impuestos, etc. De modo que las dos grandes telefónicas que operan en Argentina podrían no ganar un centavo en sus balances de algún año, y aun así, sus casas matrices seguirían recibiendo unas remesas de cuantiosas utilidades. Gas Natural BAN (Buenos Aires Norte) le paga a su operador técnico, el consorcio catalán-estadounidense Invergas, siete millones de dólares anuales por honorarios de administración. Esta suma es un tercio de toda la masa salarial de la compañía, que facturó 450 millones de dólares en 2000 y ganó 54 millones (12%). El caso de Aguas Argentinas es similar: pagó 18 millones de dólares en 2000 a su casa matriz, Suez Lyonnaise Des Eaux, en concepto de honorarios por un “contrato de control de gestión y transferencia de tecnología” que firmó en 1993”.

## Cuadro N° 9: Deuda externa, intereses pagados y utilidades remitidas por las empresas privatizadas, 1992-2001 (millones de dólares y porcentajes)

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA DNCI (2000 Y 2004).

Si bien el ingreso de capitales en concepto de endeudamiento externo posee un efecto positivo de corto plazo sobre el balance de pagos, en el mediano y largo plazo da lugar a un flujo de divisas de naturaleza permanente con sentido inverso: el pago de intereses. La envergadura del *stock* de deuda externa contraída por las firmas privatizadas implica que, a medida que avanza el decenio, se consolida una transferencia continua de recursos desde las empresas radicadas en el país hacia sus acreedores externos en concepto de pago de intereses por el capital adeudado, generando de esta manera una presión creciente sobre el balance de divisas.

El monto transferido anualmente en concepto del pago de intereses se multiplicó por diecinueve a lo largo de la década, alcanzando a 1.643 millones de dólares en el año 2001. La relevancia de este flujo de capital remitido al exterior queda claramente establecido al observar que las empresas privatizadas explican una porción creciente del total de intereses pagados por el SPNF entre 1992 y 2001, concentrando a fines de la etapa más del 45% de los intereses globales del sector. Esto es así debido a que mientras las rentas en concepto de endeudamiento externo del SPNF se expanden a una tasa anual acumulativa de casi 28% de punta a punta del período, las correspondientes al sector de empresas privatizadas crecen a una tasa cercana al 39% anual.

Un elemento relevante para analizar el endeudamiento externo de las empresas privatizadas es aquel vinculado a las tasas de interés abonadas y, en particular, su relación con las tasas de interés que debieron afrontar el resto de las empresas que opera en el mercado local.

Las evidencias presentadas en el Cuadro N° 10 revelan que, como era de esperar, las firmas privatizadas lograron endeudarse en el exterior a tasas de interés notablemente más reducidas que las disponibles para las empresas domésticas (mayormente PYMES) en el mercado financiero local. La tasa de interés promedio pagada a los acreedores externos durante la década por el endeudamiento obtenido fue del 9,4%.<sup>23</sup> Este reducido costo estimado del endeudamiento en términos relativos facilitó la obtención de ganancias extraordinarias en las firmas privatizadas, a la vez que fue un mecanismo que impulsó la valorización financiera del capital obtenido.

<sup>23</sup> Esta tasa de interés se estimó sopesando la carga de intereses en cada período en el stock de deuda vigente a fines del período anterior.

## Cuadro N° 10: Tasas de interés anual comparadas, 1994-2000 (porcentajes)

\* Tasa vigente a diciembre de cada año.

\*\* Intereses en t respecto de *stock* de deuda en t-1.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DEL BANCO CENTRAL Y DE LA DNCI (2000).

A pesar de su menor nivel en la comparación local, la tasa de interés promedio a la cual se endeudaron externamente las empresas privatizadas es mayor respecto de la tasa correspondiente a otros deudores externos para prácticamente todos los años de la década (Gráfico N° 1).

### Gráfico N° 1 Evolución de la tasa de interés según tipo de deudor (intereses sobre el stock de deuda del período anterior en porcentajes).

FUENTE: ELABORADO SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DEL MINISTERIO DE ECONOMÍA DE LA NACIÓN.

En efecto, la evolución de la tasa de interés promedio de las empresas privatizadas entre 1993 y 2001 es mayor a aquella seguida por la tasa de interés correspondiente a los préstamos al SPNF y a aquella abonada por el sector público durante casi toda la etapa analizada, a excepción del año 1997. La significativa capacidad de endeudarse que desplegaron las firmas privatizadas en la última década indicaría que se trató de empresas con elevados niveles de solvencia, capaces de afrontar sus pasivos en tiempo y forma. Por tanto, ¿cómo se explica las relativamente elevadas tasas de interés

*vis-à-vis* el SPNF? Este resultado no posee una explicación sencilla, más aún al considerar las mencionadas facilidades de acceso de las empresas privatizadas a los mercados financieros internacionales gracias a la presencia en los consorcios adjudicatarios de importantes operadores y bancos transnacionales, así como del relativamente bajo nivel de riesgo de impago de los préstamos otorgados a estas empresas debido a las condiciones favorables en las que operaban desde su génesis y a sus reducidos niveles de deuda previa.

Una hipótesis factible respecto de las elevadas tasas de interés en términos relativos que afrontaron estas empresas sugiere que el endeudamiento externo, más allá de proporcionar la financiación de algunas inversiones, pudo haber facilitado de manera encubierta la transferencia de recursos adicionales desde las filiales operando en la Argentina a sus casas matrices y los bancos y acreedores vinculados en los países de origen. El pago de intereses podría haber ofrecido entonces un mecanismo alternativo para la transferencia de ganancias hacia el exterior, particularmente en la última etapa de la década, en que se reducen en términos absolutos las utilidades remitidas al exterior pero se mantiene la tendencia creciente del pago de intereses a los acreedores externos. Entre 1996 y 2000 los montos remitidos en concepto de intereses superan a los transferidos por la distribución de dividendos tanto en términos absolutos como en proporción a los *stocks* con que cada uno se vincula: mientras que los intereses abonados representan en promedio en esta etapa el 9,1% del *stock* de deuda externa vigente, las utilidades giradas al exterior representan en promedio el 5,6% del *stock* de inversión extranjera acumulado (DNCI, 2000).

### 3.3. Utilidades y dividendos.

La combinación de precios de venta subvaluados y marcos regulatorios que, por acción u omisión, presentaron sesgos sumamente favorables a las empresas adjudicatarias de las privatizaciones configuró un escenario óptimo para la expansión de sus ventas y utilidades a lo largo de la década. La información relevada (Cuadro N° 11) muestra que la facturación de las empresas privatizadas pertenecientes a la cúpula empresaria de la Argentina (las 200 firmas más grandes del país) se expandió a una tasa promedio acumulada del 20% anual entre 1992 y 2001, quintuplicando la tasa de crecimiento del PIB en la misma etapa y multiplicando por siete la tasa de expansión de las ventas de las empresas que, aun perteneciendo a la cúpula, no son privatizadas.

Las utilidades sobre ventas de estas empresas también se distinguen del resto. Entre 1992 y 2001 las ex empresas públicas pertenecientes a la cúpula obtuvieron una rentabilidad anual promedio del 9,5%, casi tres veces superior a la utilidad media sobre ventas de las 200 empresas con mayor facturación del país (3,3%). La rentabilidad anual media de las empresas accionistas de las privatizadas también superó a la del resto de la cúpula, ascendiendo al 5,9%. Esta extraordinaria rentabilidad explica que las ganancias acumuladas entre 1992 y 2001 por el conjunto de las empresas privatizadas y sus empresas accionistas represente el imponente 92% del total de ganancias agregadas de la cúpula empresaria local.

Esta abultada masa de beneficios le permitió a los consorcios adjudicatarios recuperar el monto invertido en la adquisición de las empresas con suma velocidad. Así, por ejemplo, la información de balance de las dos empresas en que se divide ENTel (Telefónica de Argentina y Telecom Argentina) revela que entre 1991 y 2001 las mismas acumulan 6.476 millones de dólares en concepto de utilidades contables. Considerando que los consorcios adquirientes (Cointel para Telefónica de Argentina y Nortel para Telecom Argentina) controlan el 60% del paquete accionario de cada firma, el porcentaje equivalente de utilidades acumuladas (3.885 millones de dólares) casi cuadruplica los 917 millones de dólares que supuso el desembolso realizado en 1990 (214 millones en efectivo y 703 millones en títulos de deuda) para hacerse cargo de los activos de la ex-ENTel

(Abeles, Forcinito y Schorr, 2001).<sup>24</sup> Tal evolución les posibilita a los consorcios tomados conjuntamente recuperar el monto de la inversión inicial en poco menos de cuatro años.

**Cuadro N° 11: Evolución de la cantidad de firmas, las ventas y las utilidades de las 200 empresas de mayores ventas del país según su vinculación con las privatizaciones, 1992-2001 (cantidad, millones de dólares y porcentajes)**

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE BALANCES DE LAS EMPRESAS Y BASE DE DATOS DEL ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA DE LA FLACSO.

Similares conclusiones se desprenden de lo acontecido en el ámbito del sector gasífero, ya que al observar la evolución del monto de las ganancias obtenidas por las dos empresas transportistas se constata que los consorcios propietarios de las mismas recuperan la inversión inicial (equivalente a 566 millones de dólares) en menos de cuatro años de actividad. Por otra parte, las ocho distribuidoras de gas en que se subdivide Gas del Estado recuperan el monto desembolsado inicialmente (1.274 millones de dólares) en siete años de operaciones (Azpiazu y Schorr, 2001a). Teniendo en cuenta que

<sup>24</sup> Sobre el precio de venta de la empresa ENTel, Verbitsky (1991) indica que: “El último balance aprobado por la SIGEP en 1987 había arrojado un valor de libros de 3.500 millones de dólares. Para 1990 los consultores lo recalcularon en unos 3.100 millones de dólares [...] Se dispuso entonces que la valuación no fuera ésa, sino la que surgiera del método denominado “flujo de caja descontado, con proyecciones calculadas a diez años, valor residual por flujo perpetuo del último año y correcciones que lo incrementan” [...] La revelación más notable de Zinn es que con este método no hubo una valuación sino cinco, en un abanico que fue de los 3.200 como máximo a 1.900 millones de dólares como mínimo [...] El gobierno optó por la más baja. Sin embargo, por la coexistencia de dos valuaciones (flujo de caja descontado y activos sujetos a explotación) garantizaban la rentabilidad del 16 por ciento sobre la más alta. Ese juego de malabar, por el cual bajaba el precio de venta pero subía la base de cálculo de la rentabilidad, no sería fácil de mantener” (pág. 214).

las concesiones para prestar los servicios de transporte y distribución de gas se otorgan por un lapso de 35 años con la posibilidad de ser prorrogadas por 10 años adicionales, es indudable que la recuperación de la inversión original se concreta en plazos sumamente reducidos debido a la confluencia de un bajo precio inicial y niveles de inversión excepcionalmente reducidos.

Las utilidades de las empresas privatizadas repercuten a largo plazo en las cuentas externas del país. Esto es así debido a que un porcentaje significativo de las acciones de estas empresas se encuentra en manos de no residentes y, por tanto, genera un flujo constante de utilidades a su favor. Concretamente, el *stock* de inversión extranjera en las empresas privatizadas devenga una renta anual registrada como débito en la cuenta corriente del balance de pagos. Este registro considera los resultados totales de las firmas netos de impuestos y de ajustes por inflación en proporción a la participación accionaria de los inversores no residentes en las mismas. En el balance de pagos se estima también qué proporción de las rentas generadas anualmente son reinvertidas y qué porción es remitida a los accionistas no residentes en calidad de dividendos. Por tanto, la inversión extranjera directa y la inversión de cartera, al igual que el endeudamiento externo, si bien generan en el corto plazo un efecto positivo sobre el balance de pagos posteriormente dan lugar a la aparición de un flujo permanente de salida de divisas desde el país hacia el exterior que tiende a revertir el sentido de la inversión inicial.

En el Cuadro N° 12 se puede observar que el monto de utilidades correspondiente a los accionistas no residentes en las empresas privatizadas fue ascendente durante la década pasada. La tasa anual de crecimiento promedio ascendió a 23,6%, una tasa superior a la también veloz expansión del *stock* de inversión extranjera en el sector privatizado (20,9%). Dicha evolución supera largamente la expansión de las utilidades obtenidas por el conjunto de agentes económicos que conforman el sector privado no financiero. Se destaca también el hecho de que las utilidades y dividendos mantengan su tendencia ascendente en las etapas de recesión de la década (1995 y 1999-2000). Sólo en el último año de la Convertibilidad, el año de la debacle, las utilidades se reducen,

**Cuadro N° 12: Inversión extranjera en empresas privatizadas y utilidades y dividendos correspondientes a la misma, 1992-2001 (millones de dólares y porcentajes)**

\* Estimado a través de la adición de los flujos correspondientes a la IED y la ICA vinculada a las empresas privatizadas.

\*\* Se considera el *stock* de inversión extranjera vigente en el período anterior.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA DNCI (2000 Y 2004).

aunque mantienen su signo positivo, reforzando la relativa independencia del ciclo económico que adquieren estas empresas en la década de 1990.<sup>25</sup>

El monto correspondiente a las utilidades representó en promedio una rentabilidad anual de 7,5% respecto del *stock* de capital extranjero en el sector de empresas privatizadas en el país, porcentaje que se reduce al 5,8% en promedio si se consideran las utilidades distribuidas como dividendos entre los accionistas –las que fueron la porción mayoritaria de las ganancias obtenidas–. Ambos rendimientos son curiosamente menores a los obtenidos por los acreedores externos de las empresas privatizadas a través del cobro de intereses del capital prestado, porcentaje que, como se analizó en la sección previa, alcanzó en promedio al 9,4%.

La información oficial disponible revela que el porcentaje de remisión al exterior de las utilidades de las empresas privatizadas (correspondientes a los accionistas no residentes) fue del 82,2% en promedio entre 1992 y 2001.<sup>26</sup> Es también llamativo que los inversores externos en las ex empresas públicas hayan comenzado a recibir dividendos desde el inicio de su gestión en el sector, tal como queda reflejado en la elevada participación de las utilidades remitidas en los primeros años post-privatización. Los dividendos oscilaron entre el 50% y el 80% de las utilidades entre 1992 y 2000. La situación en 2001 es de otro tenor, ya que se distribuyen 1.813 millones de dólares en dividendos, aun cuando las utilidades totales son sólo de 1.071 millones de dólares. Las significativas utilidades remitidas ponen al descubierto la estrategia de los consorcios adquirientes de destinar las ganancias principalmente a la distribución de dividendos y sólo marginalmente a la financiación de las inversiones comprometidas en los pliegos de venta y/o concesión, aspecto que será retomado más adelante. En su lugar, estas últimas fueron solventadas con endeudamiento, tanto en el mercado internacional como en el sistema financiero local.<sup>27</sup>

<sup>25</sup> A este respecto, Maas y Thwaites Rey (2002) señalan que: “Las ganancias de Aguas Argentinas parecen inmunes a la recesión. En 1998 ganó 36 millones de dólares, al año siguiente 62 y en 2000 tuvo un récord de ganancias de 85 millones (16,5% de las ventas, que sube al 20% si se consideran los “honorarios técnicos”). Tan fuertes rentas no provienen de una extraordinaria eficiencia de los operadores, sino más bien de las condiciones en que se pactaron las concesiones. Éstas incluyeron mercados cautivos y monopólicos con tarifas iniciales muy altas que fueron inmediatamente dolarizadas e indexadas por los índices de precios estadounidenses, amén de una muy débil regulación estatal”.

<sup>26</sup> La legislación vigente (incorporada en la Ley de Inversiones Extranjeras de 1993) no establece restricciones respecto del envío al exterior de remesas de utilidades.

<sup>27</sup> Esto no implica que la totalidad del endeudamiento haya tenido como destino la realización de inversiones ya que, como se verá, una parte del mismo fue canalizado hacia los circuitos financieros.

## 4. LA CUENTA CAPITAL DEL BALANCE DE PAGOS.

En la presente sección se analizan las implicancias de la privatización de los activos estatales y de la operación de las empresas que surgieron de este proceso sobre la cuenta capital del balance de pagos. Se presentan en primer lugar las incidencias en el sector externo de la privatización misma de los activos públicos considerando los ingresos recibidos por el Estado, los bonos rescatados y la participación del capital extranjero. A continuación, se analiza la trayectoria de los rubros más relevantes de la cuenta capital del sector de firmas privatizadas: la inversión extranjera, el endeudamiento externo y la fuga de capitales.

### 4.1. Incidencia del proceso de privatización en el sector externo argentino.

#### 4.1.1. Ingresos totales y modalidades de pago.

Los ingresos percibidos por el Estado argentino entre 1990 y 1999 por la transferencia al sector privado nacional y extranjero de más de cien empresas proveedoras de servicios públicos y productoras de bienes ascendieron a 23.850 millones de dólares (Cuadro N° 13).<sup>28</sup> La mayor parte de los fondos (76%) ingresó en calidad de IED y el 24% restante como inversión de cartera en acciones (ICA), a través de la colocación de parte del paquete accionario de las firmas en la bolsa local y/o en bolsas de valores del exterior.<sup>29</sup>

Las empresas públicas fueron adquiridas con distintas modalidades de pago: efectivo de libre disponibilidad, efectivo destinado a la constitución de fideicomisos (en principio destinados a la compra de bonos y títulos de la deuda externa, pero finalmente absorbidos por la Tesorería para su libre disposición) y –para el caso de los activos nacionales– títulos de deuda pública. Esta última modalidad fue un instrumento que agudizó aún más la subvaluación inicial de los activos públicos a ser transferidos al sector privado. El mecanismo consistió en que mientras los títulos de la deuda pública (en pesos y en dólares) fueron computados en parte de pago de acuerdo a su valor nominal, cotizaban en el mercado a un valor efectivo que oscilaba entre el 14% (en 1990) y el 73% (en 1994) del mismo.

La información expuesta en el Cuadro N° 13 revela que esta diferencia de valuación implicó para el Estado una merma de casi 9.000 millones de dólares en los ingresos recibidos por las privatizaciones, equivalente al 38% del monto efectivamente obtenido. Si se consideran a valor nominal los títulos públicos entregados en parte de pago, los ingresos percibidos por el Estado se elevan a más de 32.800 millones de dólares.

Los ingresos obtenidos fueron importantes en términos del gasto público total en los primeros años de la década. En 1990, por ejemplo, esta fuente no renovable de ingresos contribuyó con el 37% del gasto público total consolidado, es decir, el gasto total de la administración nacional y los gobiernos provinciales y municipales, incluyendo incluso la carga de intereses de la deuda pública. En 1992 y 1993, si bien la relevancia de estos ingresos pierde peso relativo en las cuentas públicas, aún son significativos, representando más del 12% y del 8% del gasto consolidado en cada año respectivamente.

<sup>28</sup> El análisis de esta sub-sección no incluye los años 2000 y 2001 ya que los escasísimos montos involucrados en la venta de activos públicos al capital privado nacional y extranjero en esos años no amerita considerarlos en el análisis. Es posible afirmar por tanto que, en lo sustantivo, el proceso de privatizaciones finalizó en 1999.

<sup>29</sup> Se destaca, entre otras, la venta a través de la bolsa de valores del 30% de la ex ENTel en 1991 y 1992, y del 45% de YPF en 1993.

### **Cuadro N° 13: Ingresos totales por privatizaciones, 1990-1999 (millones de dólares y porcentajes)**

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA DNCI (2000).

El 81% de los ingresos totales por privatizaciones fue obtenido por el Estado nacional. El 19% restante tuvo como destino las arcas de los estados provinciales, quienes a partir de 1993 se sumaron a la ola privatizadora enajenando sus propias empresas regionales de servicios públicos (Gráfico N° 2).

#### **Gráfico N° 2 Evolución de los ingresos del sector público nacional y provincial en concepto de privatizaciones, 1990-1999 (millones de dólares)**

FUENTE: ELABORACIÓN SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DEL MINISTERIO DE ECONOMÍA DE LA NACIÓN.

Los títulos de la deuda pública fueron especialmente relevantes como forma de pago en los primeros procesos de privatización, entre los que se destacan la transferencia de la línea aérea de bandera (Aerolíneas Argentinas), del 60% de la empresa nacional de telecomunicaciones (ENTel) y de las empresas estatales de gas y electricidad (Gas del Estado y SEGBA). En el Cuadro N° 14 se presenta un detalle de los sectores transferidos al capital privado en cada una de las dos etapas privatizadoras de la década.

Si se considera el período 1990-1994 el valor efectivo de los títulos capitalizados alcanzó al 30% del monto ingresado por las privatizaciones, siendo el 65% abonado en efectivo y el 5% restante mediante otras modalidades de pago, especialmente a través de fideicomisos.<sup>30</sup> Si se valúan los títulos en términos nominales, tal como fueron computados por el Estado, entonces el peso de los mismos prácticamente se duplica, pasando a representar el 55% del precio de venta final, siendo el 42% en efectivo y el 3% restante mediante otras modalidades menores. La capitalización de títulos de la deuda pública fue, por tanto, la modalidad dominante de pagos en las privatizaciones consumadas en el primer tramo de la década.

**Cuadro N° 14: Resultado financiero del programa de privatizaciones, 1990-2001  
(millones de dólares estadounidenses)**

\* Incluye los ingresos recibidos mediante otras formas de pago.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DEL ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA DE LA FLACSO Y DEL MINISTERIO DE ECONOMÍA DE LA NACIÓN.

Las privatizaciones realizadas a partir de 1995 fueron abonadas íntegramente en efectivo. Esto explica que, si se toma la década en su conjunto, el porcentaje de pagos con títulos públicos se reduce al 20% considerando los mismos a valor efectivo o al 41% si se los considera a valor nominal. En ambos casos la modalidad mayoritaria fue el pago en efectivo, resultado que se encuentra muy influido por el significativo peso de la privatización del 35% de YPF remanente en manos estatales en el año 1999.

El tipo de títulos aceptados como parte de pago por la propiedad o concesión de las empresas públicas se diversificó a lo largo de los primeros años de la década de 1990. En el Cuadro N° 15 se presenta un detalle de los títulos entregados como parte de pago, según su valor nominal.<sup>31</sup> Se observa allí que el 62% de los títulos capitalizados fueron bonos correspondientes a deuda pública

<sup>30</sup> Se incluyen aquí también dos modalidades de pago adicionales utilizadas en el caso de Aerolíneas Argentinas: un crédito otorgado por el vendedor que finalmente fue cancelado con bonos externos 1989 y ciertas deudas que el Estado mantenía con la empresa (DNCI, 2000).

<sup>31</sup> El total de títulos rescatados por el Estado nacional a valor nominal consignado en el Cuadro N° 15 (15.226 millones de dólares) es mayor al total correspondiente a los Cuadros N°13 y 14 (13.615 millones de dólares) debido a una diferencia entre las fuentes de ambos cuadros respecto del valor nominal de los títulos rescatados en la privatización de YPF. Adicionalmente, se registran diferencias menores en los sectores de electricidad, gas y telecomunicaciones.

emitida con anterioridad al inicio del régimen de Convertibilidad. El 38% restante correspondió a nuevos papeles de deuda pública colocados entre 1991 y 1993. Se trató fundamentalmente de los nuevos títulos emitidos como resultado de dos relevantes procesos de reestructuración de la deuda pública estrechamente vinculados y encarados por el Estado nacional en el marco del inicio de la Convertibilidad: la consolidación de pasivos y el Plan Brady.

**Cuadro N° 15: Rescate de papeles de deuda en privatizaciones (valor nominal), 1990-1994  
(millones de dólares y porcentajes)**

\* Incluye la deuda cuya asignación se encuentra sin identificar.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE PNUD (1996).

En primer lugar, en 1991 y 1992 se implementó un proceso de consolidación y cancelación de pasivos previsionales que consistió en el pago de deudas del sistema jubilatorio con sus beneficiarios a través de bonos a diez años (BOCON Serie I y Serie II, en pesos y en dólares). En segundo término, tuvo lugar en 1992 y 1993 la renegociación y el reemplazo en el marco del Plan Brady de la deuda externa acumulada con los bancos internacionales que se encontraba en situación irregular desde 1988. Este proceso implicó la consolidación de la deuda acumulada con los bancos internacionales (incluyendo los intereses devengados pero no pagados) y el reemplazo tanto del capital como de los intereses adeudados por tres nuevos papeles. El capital de la deuda bancaria original fue canjeado por un bono a la par (Par Bond) y un bono con descuento (Bono Discount), y los intereses en mora fueron cancelados parcialmente en efectivo y refinanciados mediante un bono a tasa de interés flotante (Floating Rate Bond).

Estos procesos de consolidación y emisión de nuevas deudas abrieron las puertas para que una parte de los pagos con títulos públicos en concepto de privatizaciones fueran realizados con BOCON y con bonos Brady entre 1992 y 1994. Si se toma el valor nominal del total de títulos de deuda entregados a cambio de las empresas vendidas, el 35% de los mismos corresponden a bonos de consolidación (BOCONES) y el 3% a bonos emitidos en el marco del Plan Brady (Cuadro N° 15).

La deuda pública nacional en 1989 ascendía a 63.672 millones de dólares (PNUD, 1996). El 97% era deuda en moneda extranjera y el 60% deuda con bancos internacionales. Si se considera el impacto de corto plazo del rescate de bonos públicos como resultado del programa de privatizaciones éste parece haber tenido un significativo efecto positivo sobre el endeudamiento público, ya que implicó una reducción importante del *stock* de deuda y, por tanto, la supresión de los servicios correspondientes a la misma en el futuro. La disminución de la deuda fue del 21% si se consideran los títulos al valor (nominal) al cual fueron capitalizados. Los títulos rescatados provenían de diversos organismos públicos. El 9% de los mismos correspondía a deuda contraída por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) (los denominados Trade Credit Agreement de 1983, 1985 y 1987 e instrumentos llamados BCRA notes), el 30% a préstamos obtenidos por

entes oficiales (empresas y bancos públicos con deudas comerciales y bancarias) y el 61% restante a deuda del Tesoro Nacional (deudas de la República I y II, Promissory Notes y BOCON).

El efecto positivo de las privatizaciones en la disminución del endeudamiento público suele ser subrayado en los análisis de corte ortodoxo como uno de los argumentos en favor de la venta de las empresas públicas. Sin embargo, tres elementos raramente mencionados respecto de los rescates de deuda diluyen, sin eliminar, el efecto positivo señalado, dando cuenta de la complejidad del fenómeno analizado.

En primer lugar, si se considera el valor efectivo de los bonos de deuda rescatados de acuerdo a su cotización bursátil en el momento en que fueron entregados al sector público, estos representan tan sólo el 7% del endeudamiento externo en 1989 (4.654 millones de dólares, aproximadamente un tercio del valor nominal de los mismos). Esto indica que, en todo caso, los títulos públicos fueron rescatados a un costo excesivamente alto para las finanzas públicas, ya que el valor de los activos concedidos por los mismos –sin tener en consideración lo planteado previamente respecto de su subvaluación– triplicó el valor efectivo de los títulos recibidos.

Por tanto, más que una operación pública exitosa de reducción del endeudamiento, la operación de incluir los papeles de la deuda entre las modalidades de pago de las empresas públicas fue una operación sumamente atractiva para los bancos transnacionales y los grupos económicos que tenían tenencias importantes de los mismos en el exterior. Todos ellos canjearon bonos que tenían un reducido precio en el mercado –debido a que estaban en cesación de pagos– a su valor nominal íntegro a través de la capitalización.<sup>32</sup> Un efecto adicional de esta operación fue la veloz revalorización de los papeles estatales que impulsó su contabilización al 100%, tal como se observa en la última fila del Cuadro N° 13 a través de la creciente relación entre el valor efectivo y el valor nominal de los bonos.

En segundo lugar, para realizar una evaluación completa del impacto de las privatizaciones sobre la deuda pública, es menester considerar la importancia económica de la deuda externa e interna de las firmas estatales que fue transferida a las empresas privatizadas y aquella, mayoritaria, transferida al Tesoro Nacional al vender las firmas. La información disponible muestra que el Estado absorbió el 75% del total de la deuda de estas firmas, trasladando a los nuevos consorcios propietarios poco menos de 6.000 millones de dólares (Cuadro N° 14). Esto implica que el Estado retuvo más de 20.100 millones de dólares en concepto de deuda total de las empresas transferidas, el 70% de la cual se encontraba nominada en divisas (Cuadro N° 16).

A pesar de que se trata de evidencias parciales, la trascendencia económica de la deuda absorbida por el Estado es elocuente: representa el 56% de los ingresos percibidos por el Estado en concepto de privatizaciones. Por cierto, ésta como la mayoría de las medidas más regresivas que forman parte del proceso de privatizaciones, son recomendaciones impulsadas por los organismos

<sup>32</sup> Al respecto Abeles (2001) al analizar el caso de ENTel indica que: “La subvaluación de los activos transferidos se vería reflejada cuando, en diciembre de 1991 y marzo de 1992, se colocó a la venta en el mercado de valores el 30% restante de las acciones de la ex ENTel; por dicho remanente se recaudó una suma de u\$s 2.057 millones, más del doble que lo recaudado con la venta inicial del 60% de ambas empresas, pero totalmente en efectivo (u\$s 830 millones por las acciones de Telefónica, y u\$s 1.227 millones por las de Telecom). Dicho monto, que incluso superaba –holgadamente– la estimación efectuada por el BANADE, implicaba que, en poco más de un año, el valor de cada acción de la empresa se había más que cuadruplicado. Si se hubiera vendido el 60% a los consorcios controlantes a la cotización que, en promedio, se infiere de estas colocaciones posteriores en el mercado de valores, se habría recaudado u\$s 4.114 millones. Si a su vez se supone que, de dicho monto, u\$s 214 millones corresponden a la parte pagada en efectivo, y el resto al valor de mercado de los títulos de la deuda capitalizados en la operación (i.e. manteniendo el mecanismo de pago concebido en el Pliego), se habrían podido rescatar más de u\$s 25.000 millones de deuda externa a valor nominal, cinco veces más que los u\$s 5.000 efectivamente rescatados” (pág. 78).”

internacionales, especialmente por el Banco Mundial que fue el responsable directo de diseñar y auditar las reformas estructurales.<sup>33</sup>

**Cuadro N° 16: Deuda de los principales organismos estatales asumida por el Tesoro Nacional al 31/7/93 (millones de dólares)**

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DEL PRESUPUESTO NACIONAL DE 1994.

Más aún, un aspecto adicional vinculado con la absorción estatal de la deuda de las empresas enajenadas, consiste en que existen evidencias de que, en muchos casos, hubo un incremento desmesurado del endeudamiento tanto interno como externo durante el propio proceso de privatización.<sup>34</sup> Presumiblemente este proceso tuvo el fin de acentuar el deterioro patrimonial de las empresas para convalidar su transferencia al sector privado. Esto implicó que el monto de deuda absorbido por el Estado fuera mayor al correspondiente unos pocos años antes, contribuyendo este proceso a la expansión del *stock* de deuda pública y a la consiguiente carga de intereses futuros de la misma.

<sup>33</sup> Al respecto, en un documento del Banco Mundial (1993) constan las “recomendaciones” para la privatización de las firmas estatales argentinas que realizó una misión que visitó el país entre noviembre de 1991 y octubre de 1992. Allí se señala: “Para hacer más atractiva la venta de empresas públicas, la reestructuración del programa gubernamental debe incluir: a) La absorción de la mano de obra excedente. b) La absorción de la totalidad de la deuda de las empresas y cualquier otro compromiso. c) La reducción de mano de obra se estima en 95.200 personas, representando una reducción de alrededor del 37% de los niveles de empleados a junio de 1991. d) Las privatizaciones deben usarse para pagar la deuda pública. e) Los precios y tarifas deben ser a precios internacionales, costos marginales, la indexación debe ajustarse con el índice de precios de USA”.

<sup>34</sup> Así, por ejemplo, Abeles, Forcinito y Schorr (2001) señalan para el caso de ENTel que: “Con respecto a los pasivos absorbidos por el Estado, no puede dejar de destacarse que, durante la intervención de la Ing. Alsogaray, se registró un notable incremento en los niveles de endeudamiento de Entel. En el período previo a la transferencia de la empresa, su deuda total, tanto externa como interna, se incrementó un 122%, llegando a superar los u\$s 2.000 millones. El componente interno de dicha deuda rondaba los u\$s 500 millones, y se debía, en buena medida, a compromisos contraídos por la empresa con sus principales contratistas, entre los que se encontraban Siemens, Pecom Nec (del grupo Pérez Companc) y Telettra e Itatel (ambas del grupo Techint)” (pág. 66).

El tercer elemento a considerar para sopesar el éxito de esta política es el impacto de la misma sobre la situación patrimonial de los consorcios adjudicatarios de las empresas privatizadas, lo cual posee efectos de largo alcance. Concretamente, los consorcios recibieron en la generalidad de los casos empresas sin pasivos, o con un reducido nivel de endeudamiento, lo cual sentó las bases para el inicio de un nuevo ciclo de endeudamiento externo durante la década de 1990. Como se mencionó, el *stock* de endeudamiento externo de las firmas que surgieron de la privatización de los activos públicos alcanzó en 2001 los 18.511 millones de dólares, monto algo superior a la deuda rescatada entre 1990 y 1994 si se considera ésta en términos nominales, y casi cuatro veces mayor a la misma en términos de su valor efectivo. Por tanto, la contracción del endeudamiento público como resultado de los rescates fue más que compensada por la acelerada expansión del endeudamiento privado en tan sólo un quinquenio, generando un aumento neto del *stock* total de deuda externa del país. Desde el punto de vista del balance de pagos, el nuevo endeudamiento acumulado, si bien en manos privadas, acrecienta la demanda interna de divisas necesaria para realizar los giros de intereses y amortizaciones a los acreedores externos de manera permanente.

En conclusión, si bien la capitalización de los títulos de la deuda pública implicó su reducción en el corto plazo, el hecho de que el rescate involucrara canjear a precio nominal títulos sumamente subvaluados en el mercado, que el Estado absorbiera la mayor parte de las deudas (acrecentadas) de las empresas públicas y, más aún, que las nuevas empresas saneadas financieramente iniciaran un nuevo espiral de endeudamiento externo en la última década, licua los efectos netos positivos de esta medida en el largo plazo.

#### **4.1.2. Participación del capital extranjero en las privatizaciones.**

Como se anticipó, el capital extranjero tuvo una presencia mayoritaria en los consorcios adjudicatarios de las empresas privatizadas. Esta injerencia inauguró una tendencia que se agudizaría a lo largo de toda la década pasada: la extranjerización de la economía argentina. Esta presencia creciente de las empresas transnacionales en la economía local se enmarca en la inédita expansión de los flujos de inversión extranjera a escala global durante la década de 1990.

Concretamente, según la clasificación elaborada por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales del Ministerio de Economía (2000), el 67% de los flujos totales que recibió el Estado como resultado de las sucesivas privatizaciones realizadas entre 1990 y 1999 fue de origen extranjero, ingresando 16.601 millones de dólares en el período. En 2000 y 2001 los montos externos captados en concepto de privatizaciones son ínfimos (acumulan en ambos años 57 millones de dólares, Cuadro Anexo N° 1), por lo cual el análisis posterior se centrará en las tendencias predominantes entre 1990 y 1999.

El citado promedio de participación de no residentes correspondiente al decenio en su conjunto (67%) oculta el peso creciente de la participación del capital extranjero en las desestatizaciones a medida que avanzaba la década. Este proceso fue contemporáneo con el retiro de los grupos económicos nacionales de la actividad (Gráfico N° 3).

Efectivamente, el peso de la fracción extranjera crece de una participación del 57% entre 1990 y 1994 en el conjunto de las transferencias realizadas, a una del 87% entre los años 1995 y 1999, mientras que la relevancia de la fracción local se reduce del 43% del capital aportado en el primer tramo de la década al escueto 13% en la segunda etapa. Estas transformaciones en el peso de cada fracción en la adquisición al Estado de las empresas públicas enajenadas se repiten, como se verá, en los cambios accionarios al interior de los consorcios adjudicatarios.

Si bien no hay dudas respecto de que el capital extranjero tuvo una participación mayoritaria en los procesos de venta de las ex empresas públicas en las dos etapas referidas, dos consideraciones de tipo metodológico pueden estar generando una sobreestimación de su presencia en estos procesos. Esta sobrevaluación tendría como contrapartida la subvaluación de la participación de los grupos económicos locales y otras fracciones del gran capital nacional, los que, como se ha expuesto, fueron actores decisivos en la transferencia de los activos públicos.

**Gráfico N° 3**  
**Participación del capital de origen extranjero y local en las privatizaciones,**  
**1990-1999 (porcentaje)**

FUENTE: ELABORADO SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DEL MINISTERIO DE ECONOMÍA.

La sobreestimación de la presencia extranjera estaría, en primer lugar, vinculada a qué fracciones del capital aportaron los títulos públicos aceptados por el Estado como forma de pago por las primeras ventas de la década (registrados en el balance de pagos como IED). Se supone habitualmente que la totalidad de los papeles de la deuda pública fueron aportados por la banca internacional acreedora de los mismos. No obstante, la evidencia disponible sugiere que una parte de los bonos entregados se encontraba en poder de grupos económicos locales como parte de sus tenencias financieras en el exterior. Estos grupos habrían colaborado en la recaudación de los bonos de la deuda pública necesarios para acceder a la propiedad de las firmas en proceso de privatización. La ausencia de información precisa sobre este fenómeno, hace necesario recurrir a la triangulación de datos para evaluar la exactitud del mismo.

El Cuadro N° 17 presenta una estimación de cuáles serían las modalidades de pago según el origen del capital si se supone que la distribución de formas de pago para la totalidad de las privatizaciones de cada año se repite para el capital nacional y extranjero en igual período.

Esta estimación permite deducir que el capital extranjero habría aportado el 59% de los títulos públicos (a valor efectivo) destinados a la adquisición de empresas públicas y el 56% del efectivo aportado a tal fin entre 1990 y 1994, mientras que los capitales de origen local habrían contribuido con el 41% de los bonos y el 44% del efectivo entregado en esta primera etapa. En la segunda oleada privatizadora, al no registrarse formas de pago alternativas al efectivo, la distribución de los montos en efectivo aportados por cada fracción replica el peso de cada una de ellas en el conjunto de las adquisiciones realizadas, reflejando la trascendencia alcanzada por el capital extranjero.

Estos resultados plantean dudas en cuanto a su veracidad, especialmente para la primera etapa analizada (1990-1994), en donde los títulos públicos son relevantes como modalidad de pago. Por una parte, las cifras expuestas para ese período asignan al capital nacional una participación relativa menor en los títulos de la deuda que en el efectivo aportado (41,3% versus 43,7%), cuando presuntamente la contribución principal de los grupos económicos locales habría sido –además

de su capacidad de *lobby*— una porción (minoritaria) de los bonos entregados para las adquisiciones de los activos.

**Cuadro N° 17: Montos y modalidades de pago comprometidas en las privatizaciones según origen del capital, 1990-1999 (millones de dólares y porcentajes)**

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA DNCI (2000).

Adicionalmente, si bien el valor de los títulos reunidos por el capital nacional supera el valor supuestamente aportado por éste en efectivo, al analizar el valor de los bonos de acuerdo a su cotización de mercado, se observa que los mismos son tan sólo el 43% del monto que habría aportado en efectivo esta fracción del capital, lo que llama la atención debido a que es esperable justamente la relación inversa (es decir, que el monto en títulos sea mayor que el efectivo).

Por tanto, se puede presumir que se subestima aquí el aporte del capital nacional en títulos públicos. Esta conclusión es congruente con la evidencia que indica que buena parte de los títulos aportados por esta fracción se encontraba nominalmente en poder de sociedades radicadas en paraísos fiscales del exterior y que pueden haber sido identificadas por los registros oficiales como inversión de no residentes.<sup>35</sup> Estos elementos sugieren que la clasificación que realiza el Ministerio de Economía (2000) podría subestimar la porción de IED realizada vía títulos por el capital nacional.

La segunda razón que podría inducir a una sobreestimación de la intervención extranjera se vincula con la porción de las empresas privatizadas que fue transferida a través de la colocación de acciones en el mercado de valores —también durante la primera mitad de la década—. Si bien conceptualmente sólo las acciones adquiridas por no residentes dan lugar a una inversión extranjera, dificultades de tipo metodológico para distinguir residentes y no residentes entre los compradores de acciones pueden generar una estimación equivocada. Concretamente, el criterio utilizado por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales para estimar las acciones adquiridas por no residentes incluye a la totalidad de las acciones colocadas en el exterior y a las destinadas al mercado local

<sup>35</sup> En este sentido, algunas evidencias parciales (Basualdo, 2000) indican que “si bien no se dispone de un relevamiento completo de las empresas de los grupos económicos en el exterior, hay varios ejemplos que muestran su presencia en los consorcios que se hacen cargo de las empresas estatales. Así, por ejemplo, durante las privatizaciones el grupo Pérez Companc participa en la propiedad de la empresa de inversiones IRHE (International Rio Holding Establishment) radicada en las Islas Cayman. En primer término, dicha empresa controla el capital de Petrolera Argentina Limited, firma que es adjudicataria de varias áreas petrolíferas centrales transferidas por YPF antes de su privatización (Puesto Hernández, El Tordillo y Santa Cruz II). Además, IRHE es propietaria del 16,84% del capital de APDT (Argentine Private Development Trust), la que a su vez participa en la propiedad de varios de los mayores consorcios que controlan las empresas privatizadas (Cointel y Nortel en telefonía, Gas Argentino y CIESA en el transporte y distribución de gas, Hidroneuquén y Citelec en energía eléctrica, YPF). De acuerdo a la información pública, el capital de este holding estaba compuesto en su momento, entre otros activos, por 1.300 millones de dólares en títulos de la deuda externa argentina” (pág. 243).

que fueron adquiridas por inversionistas que declararon un domicilio en el exterior.<sup>36</sup> Esta metodología puede dar origen a una sobreestimación del peso de los no residentes en la adquisición de acciones de empresas privatizadas por dos razones. Por una parte, existen evidencias de que sectores residentes adquirieron parte de las acciones colocadas por el sector público en el exterior. Por otro lado, y tal como advierte la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, la declaración de domicilio de los inversores en el mercado local no necesariamente coincide con la residencia del inversionista último, ya que la operación puede ser realizada por intermediarios (que quedan registrados como tenedores de las acciones). Por tanto, también en el caso de las acciones colocadas en los mercados de valores podría haber una subestimación de la presencia local.

Más allá de las observaciones planteadas acerca de la propiedad última del capital registrado como de origen extranjero entre 1990 y 1994 (años en que se concentra el 65% del capital ingresado), no existen dudas respecto de que la venta de las empresas públicas generó una significativa entrada de capitales provenientes del exterior a la economía local, que incluye tanto a los nuevos flujos de inversión extranjera librados por no residentes como a los capitales repatriados por los grupos económicos locales.

Los ingresos foráneos por privatizaciones se constituyeron en una parte importante del financiamiento externo recibido por la economía argentina durante la década de 1990, especialmente en el transcurso de los primeros años de la Convertibilidad, en que los mismos representaron el 30% de los ingresos netos de la cuenta capital y financiera, el 42% del ahorro externo y el 39% de la IED y la ICA recibida en el país (Cuadro N° 18). El peso de los flujos originados en la venta de las empresas públicas en las cuentas del balance de pagos decrece en el transcurso de la década, a medida que se reducen la cantidad de privatizaciones realizadas y el tamaño de las empresas transferidas (la venta del remanente de YPF en 1999 es nuevamente una excepción en esta tendencia).

#### **Cuadro N° 18: Relevancia de las privatizaciones en el balance de pagos, 1990-1999 (millones de dólares y porcentajes)**

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA DNCI (2000).

Si se analizan los montos acumulados en el decenio, los ingresos de divisas por la venta de las ex empresas públicas equivalen a aproximadamente un quinto del ahorro externo del período y explican el 23% del total de IED e ICA recibida. Este flujo de capital extranjero fue, como se analizó previamente, una fuente apreciable de divisas para el sostenimiento de la paridad cambiaria durante la última década, proveyendo parte de los dólares que financiaron la acumulación de reservas y el saldo deficitario del resto del sector privado.

<sup>36</sup> La información sobre el domicilio (país) declarado por el inversionista en el mercado local es obtenida de los registros de la Caja de Valores S.A. Ver Metodología de Estimación del Balance de Pagos (DNCI, 2000). Esta metodología adecua los criterios utilizados localmente a aquellos recomendados en el Manual de Balance de Pagos del FMI (1993).

## 4.2. Inversión extranjera directa e inversión de cartera.

El atractivo que ofrecieron las ex empresas públicas para el capital extranjero no se restringió a la venta inicial de las mismas. Al contrario, el sector de firmas privatizadas se constituyó en un destino prioritario de la inversión extranjera que arribó al país durante la última década. Para analizar la envergadura de estos flujos, se presenta en el Cuadro N° 19 la trayectoria de la IED ampliada total del país y aquella correspondiente a las empresas privatizadas entre 1992 y 2001 pero sin incluir los flujos financieros externos destinados a la adquisición inicial de los activos estatales (privatizaciones). La IED ampliada incluye los rubros correspondientes a la IED propiamente dicha (aportes de capital, deuda con matrices y filiales, reinversión de utilidades y cambio de manos) y el rubro correspondiente a las operaciones de compraventa de acciones en el mercado secundario según la clasificación vigente del balance de pagos. Se trata de un concepto que comprende la totalidad de los movimientos de capital entre las entidades residentes y sus accionistas no residentes excluyendo los ingresos de capital por privatizaciones.

**Cuadro N° 19: Flujo de IED ampliada en empresas privatizadas y total país, 1992-2001\***  
(millones de dólares y porcentajes)

\* La IED ampliada incluye las acciones de empresas privatizadas adquiridas por no residentes en el mercado secundario (ICA) y no incluye la IED y la ICA generada en la venta inicial de las ex empresas públicas.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA DNCI (2000 Y 2004).

La información presentada indica que las empresas privatizadas concentraron el 20% de la IED ampliada que arribó al país entre 1992 y 2001. Si se observan los ítems que componen la IED de las empresas privatizadas, se destaca el bajo nivel de aportes de capital realizados por los accionistas no residentes en las firmas (6%), porcentaje holgadamente inferior al correspondiente a los aportes de capital para el conjunto de la IED del país, que asciende al 29% en el acumulado de la etapa 1992-2001 (DNCI, 2004). Este mayor porcentaje se debe a que, a diferencia del sector de empresas privatizadas, en otros sectores económicos los accionistas extranjeros se vieron forzados a realizar aportes de capital para sostener patrimonialmente a las empresas en los momentos de caída de la rentabilidad y de las ventas. Estos períodos generalmente estuvieron vinculados a la apertura comercial que acompañó el lanzamiento de la Convertibilidad y a la larga agonía de fin de época.

En cambio, en el caso de las privatizadas, las utilidades sobre las ventas fueron positivas y las ventas crecientes durante toda la década, no siendo forzosa la realización de aportes de capital. Adicionalmente, el reducido nivel de aportes registrado es coherente con el hecho de que la mayor parte de las inversiones realizadas por estas empresas fueron financiadas con endeudamiento y, de manera complementaria, con utilidades reinvertidas, las que representan el 19% de la IED entre 1992 y 2001.

#### 4.2.1. Las transferencias de capital en las empresas privatizadas.

Uno de los rasgos salientes de la oleada de inversión extranjera acaecida en la década de 1990 ha sido el significativo peso asumido por las transferencias de empresas (cambio de manos y operaciones en el mercado secundario), lo que implica que buena parte de los fondos ingresados al sector de empresas privatizadas como inversión extranjera no se destinó a la ampliación o instalación de nuevas unidades productivas sino a la adquisición de acciones de activos ya existentes. En efecto, tal como se desprende del Gráfico N° 4, las transferencias de capital representan el 64% de la IED ampliada en el acumulado del decenio 1992-2001 y alcanzan en ese período a más de 7.700 millones de dólares.<sup>37</sup> Dada la centralidad adquirida por este proceso en la economía argentina en general y en el sector de firmas privatizadas en particular, se incluyen a continuación algunas notas sobre su dinámica y modos dominantes en la última década.

Los procesos de compra-venta de capital involucran dos tipos de reestructuraciones: las modificaciones en la estructura del capital de las propias firmas analizadas y las fusiones y adquisiciones encaradas por las mismas en los sectores en que operan. Ambos procesos se aceleran desde mediados de la década de 1990 en adelante, momento en que se transforman las características específicas del proceso de concentración y centralización del capital en el país.

La conjunción de un bajo precio inicial y una creciente rentabilidad de las empresas privatizadas, favorecido por las favorables reformas regulatorias, dio como resultado una acelerada revaluación patrimonial de los activos adquiridos al sector público. Esta revaluación sólo podía realizarse en el mercado mediante la enajenación de la correspondiente participación accionaria en el consorcio adjudicatario mientras estuviera vigente la paridad convertible. Esto es lo que ocurre a partir de 1994, cuando los grupos locales y algunos conglomerados extranjeros se lanzan a vender sus participaciones accionarias en los mencionados consorcios e incluso, en algunos casos, transferir el conjunto de sus firmas controladas.<sup>38</sup> Bajo estas nuevas condiciones se transforman los consorcios adquirientes con una composición inicial tripartita. Se registra en primera instancia la salida del negocio de los bancos internacionales y, en segundo lugar, la de los grupos económicos locales.

Una revisión de la trayectoria seguida por los grupos económicos locales y algunos conglomerados extranjeros durante la década pasada indica que durante los primeros años transformaron una parte de su capital financiero en capital fijo y que, por el contrario, durante la segunda mitad realizaron el movimiento inverso, proceso que culmina en una nueva oleada de salida de capitales del país (en sentido contrario y mucho más intensa que la inicial).

Las bases de datos y el análisis de las transferencias de capital realizado en el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO permiten ilustrar la gran magnitud de las ganancias patrimoniales obtenidas por los grupos económicos nacionales y algunos conglomerados extranjeros.<sup>39</sup> Así, por ejemplo, en el mercado de gas natural el grupo económico local Pérez Companc se desprendió en 1998 de su participación en la Distribuidora de Gas Metropolitana (Metrogas) por 109 millones de dólares cuando su inversión inicial había sido de aproximadamente 52 millones de dólares.<sup>40</sup> Estos montos permitieron al conglomerado obtener una ganancia patrimonial cercana a 110% en tan sólo cinco años, lo cual equivale a una tasa promedio anual de aproximadamente 20%. Otro

<sup>37</sup> Una parte significativa de los aportes de capital (que ascienden a 665 millones de dólares entre 1992 y 2001) también tuvo como destino la adquisición de empresas, por lo cual la estimación de los montos asignados a este fin podría ser aún mayor. La información disponible sugiere que el 25% de los aportes de capital correspondientes al período 1996-1998, sin considerar los correspondientes al sector bancario, fueron destinados a la adquisición de empresas (Kulfas et al., 2002).

<sup>38</sup> Ver al respecto Basualdo (2000 y 2004).

<sup>39</sup> Ver al respecto Azpiazu y Schorr (2001b).

<sup>40</sup> Los compradores fueron la empresa Astra (controlada por el conglomerado español Repsol) y la inglesa British Gas (que era la operadora encargada de la prestación del servicio).

ejemplo similar lo constituye el grupo Soldati que en 1999 se desprendió de su participación en la Distribuidora de Gas Buenos Aires Norte (Gas Ban) a favor de la firma norteamericana LG&E. En este caso, mientras que la inversión inicial del conglomerado había sido de algo más de 27 millones de dólares, lo recaudado por la transferencia ascendió a casi 74 millones de dólares, lo cual supone una ganancia patrimonial de más del 170% en apenas siete años (equivalente a una tasa promedio anual de 18%) (Azpiazu y Schorr, 2001a).

**Gráfico N° 4**  
**Evolución de la composición de la Inversión Extranjera Directa,**  
**1992-2001 (millones de dólares)**

FUENTE: ELABORADO SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DEL MINISTERIO DE ECONOMÍA.

Por otra parte, el análisis de las transferencias de capital en el mercado de telecomunicaciones permite corroborar un proceso similar, e incluso más acentuado.<sup>41</sup> Al respecto en el Cuadro N° 20 se exponen las ganancias patrimoniales (la diferencia entre el monto de la inversión inicial y el de la venta de la correspondiente participación accionaria) y las ganancias corrientes (proporción de las utilidades netas que le corresponde a cada propietario según su participación accionaria en el consorcio controlante, hasta el momento en que se desprende de su propiedad) de los cinco principales grupos/empresas que, habiendo formado parte de los consorcios adjudicatarios de la ex ENTel, vendieron sus participaciones accionarias.

<sup>41</sup> Ver al respecto Abeles (2001).

Desde el punto de vista del rendimiento anual total, se destaca el caso de la Sociedad Comercial del Plata, cuya inversión inicial se valorizó fenomenalmente, a una tasa anual acumulativa de 82%. Se trata de una rentabilidad sólo equiparable a aquella obtenida a través de la especulación financiera en etapas de aguda crisis económica. El rendimiento obtenido por las otras empresas (entre 24% y 40% anual acumulativo) también constituye una valorización de capital extraordinariamente alta. Por otra parte, si se observan los montos absolutos de utilidades, se destacan las magnitudes correspondientes a, por ejemplo, Pérez Companc, que habiendo participado en los dos consorcios adjudicatarios de los activos de la ex ENTel (Cointel y Nortel) obtuvo una ganancia de más de 1.200 millones de dólares.

**Cuadro N° 20: Rendimiento anual de la inversión inicial en la adquisición de ENTel  
(en millones de dólares y porcentajes)**

\* El rendimiento anual total de la inversión está subestimado porque no contempla el rendimiento financiero de las utilidades corrientes obtenidas con anterioridad a la transferencia patrimonial.

FUENTE: ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA DE LA FLACSO.

El elevado rendimiento que se constata en las inversiones analizadas se explica, en parte, por el reducido valor al que fueron adquiridos los activos del Estado. Ahora bien, el hecho de que, por ejemplo, el grupo Soldati haya adquirido su participación en Telefónica de Argentina por aproximadamente 18 millones de dólares, desprendiéndose de la misma a un valor de 85 millones de dólares, o que el conglomerado extranjero Techint y el grupo local Pérez Companc hayan invertido originalmente alrededor de 43 y 79 millones de dólares, para obtener 240 y 515 millones de dólares respectivamente, al vender sus participaciones accionarias en Cointel (Telefónica de Argentina), no remite únicamente al bajo valor al que se adquirieron los activos de la ex ENTel al momento de su privatización. Al “efecto subvaluación” hay que añadirle las distintas condiciones que, desde el propio marco regulatorio de la actividad –y de sus posteriores modificaciones–, tendieron a elevar significativamente las ganancias de estas empresas.

La intensidad que asume este proceso de transferencia de capital por parte de los grupos económicos se puede apreciar mediante el análisis del Cuadro N° 21, donde constan las principales empresas de servicios públicos que en 1994 cuentan entre sus accionistas a alguno de los grupos económicos más relevantes, señalándose para el 2001 las empresas en que estos actúan y, especialmente, las que le transfirieron al capital extranjero entre ambos años.

**Cuadro N° 21: Participación accionaria y transferencias de capital realizadas por los principales conglomerados económicos en los distintos sectores privatizados\*, 1994 y 2001**

\* El gris claro indica la existencia de participaciones accionarias y el gris oscuro la venta de las mismas.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN OFICIAL Y BASE DE DATOS DEL ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA DE LA FLACSO.

La principal conclusión que surge de estas evidencias es que durante ese período los principales grupos económicos locales se desprenden de la propiedad de sus más relevantes inversiones en las empresas privatizadas. Las reiteradas ventas de sus tenencias accionarias en la distribución y transporte de gas, en las dos empresas telefónicas, en el servicio de agua y desagües cloacales e, incluso, en la generación, transporte y distribución de electricidad son hitos que señalan la profundidad que adquiere este proceso de extranjerización en el sector de empresas privatizadas.

No obstante, también se aprecia que la retracción de los grupos económicos adquiere diferente intensidad sectorial y también entre los distintos integrantes de esta fracción del capital dominante. Estos aspectos, aunque complementarios, son relevantes de tener en cuenta porque ambos permiten calibrar más ajustadamente la naturaleza de este significativo proceso.

El predominio tradicional de los grupos económicos en los servicios viales continúa aún en el último año de vigencia de la Convertibilidad. Incluso en la generación, transporte y distribución de electricidad su retirada es parcial porque, si bien venden su participación en el capital de las principales empresas de la actividad, se incorporan como accionistas de otras, aunque las mismas son, generalmente, menos relevantes que las anteriores.

Por otra parte, desde el punto de vista de los integrantes de esta fracción del capital, la retirada de sus inversiones en activos fijos —o dicho de otra manera, el retorno a la tenencia financiera del excedente apropiado— también presenta diferentes intensidades. Los grupos económicos Astra y Soldati son los que exhiben una liquidación más acentuada de sus activos fijos en general y de sus posiciones en las empresas privatizadas en particular. El primero de ellos, porque le transfiere todas las empresas controladas y vinculadas a un solo comprador (Repsol), mientras que el otro se va desprendiendo de sus tenencias accionarias gradualmente, vendiéndolas a diferentes compradores. En el otro extremo, se ubica el conglomerado Techint que si bien vende la participación en las empresas de electricidad y telefonía, conserva el resto. En una situación intermedia, pero también con diferencias entre ellos, se ubica el resto de los principales integrantes de esta fracción del capital.

El segundo de los procesos de transferencia de empresas mencionado —aquel vinculado a las fusiones y adquisiciones realizadas en los sectores donde operan las privatizadas— involucró la adquisición por parte de las empresas adjudicatarias de firmas que operan en el mismo mercado o en mercados conexos con el fin de consolidar y/o ampliar su posición dominante. El caso del sector de telecomunicaciones resulta emblemático en este sentido, debido a que los dos operadores telefónicos adjudicatarios de la ex ENTel experimentaron un significativo proceso de ampliación hacia segmentos afines de su mercado original (telefonía fija), incursionando en la televisión por cable, la transmisión de datos y la telefonía móvil entre otros, a través de la adquisición de firmas líderes en estos nuevos segmentos. En ocasiones estas operaciones estuvieron motivadas por la estrategia de bloquear el acceso a nuevos operadores acrecentando las barreras de ingreso al sector, y consolidado así la posición privilegiada de las *incumbentes* en el mismo.

La evidencia disponible indica que los montos abonados a los grupos económicos locales por las ventas al capital extranjero de las participaciones accionarias en las empresas privatizadas, así como aquellos resultantes de los procesos sectoriales de fusiones y adquisiciones, fueron mayoritariamente girados al exterior.<sup>42</sup> Esto implica que si bien estos flujos fueron inicialmente registrados en el balance de pagos contribuyendo al aumento de la inversión extranjera en el país —por lo que representan un ingreso positivo de divisas—, una vez concertadas las operaciones de transferencia estos capitales volvieron a generar un registro en el balance de pagos pero de signo negativo, al ser mayormente transferidos fuera del país para engrosar los activos externos de los grandes capitalistas argentinos.

Se trata de un comportamiento coherente con un patrón de acumulación sustentado en la apropiación del excedente mediante la valorización que se realiza en el ámbito financiero y cuyos efectos son de primer orden de importancia macroeconómica —acorde a la magnitud que adquiere este fenómeno— al funcionar como un factor que sobredetermina la valorización financiera.

<sup>42</sup> Este aspecto será retomado más adelante al analizar la fuga de capitales a que da lugar la operación de las empresas privatizadas.

#### 4.2.2. Las ganancias patrimoniales como sobredeterminación de la valorización financiera.

Es pertinente recordar que los sectores dominantes presentaron al programa de privatización de empresas públicas como uno de los procesos clave para encauzar definitivamente la economía real en un sendero de expansión. En otras palabras, dicho cambio estructural desplazaría a la valorización financiera como eje central de la economía argentina porque crearía las condiciones para retener el ahorro interno, evitando la fuga de excedente al exterior. En la realidad ocurrió todo lo contrario. Las privatizaciones quedaron subordinadas a la valorización financiera, ubicándose junto a la relación entre la tasa de interés interna e internacional como el otro factor determinante de ese proceso. Más aún, en las firmas privatizadas se origina el incremento de la deuda externa –y como contrapartida la inédita exacerbación de la fuga de capitales locales al exterior– que se registra durante el período analizado. Esta subordinación de las privatizaciones a la lógica financiera se hace patente en la posterior y masiva transferencia de capital local al capital extranjero.

Dada la necesidad de analizar con cierto detalle este tema crucial, se presenta a continuación (Gráfico N° 5) la evolución de la fuga de capitales, los ingresos fiscales por la privatización de las empresas estatales así como la evolución de las transferencias de activos fijos dentro del conjunto del sector privado. Estas últimas refieren a la totalidad de las operaciones de cambio de manos entre el capital nacional y el extranjero (incluidas las transferencias accionarias en las empresas privatizadas previamente analizadas), y excluyen las operaciones entre capitales extranjeros. Este análisis se basa en Basualdo (2003 y 2004).

En el Gráfico N° 5 es posible identificar tres etapas claramente diferenciadas a partir del comportamiento de las variables analizadas. En la primera de ellas (1990-1994), se realiza el grueso de las privatizaciones, generando notables alteraciones en el comportamiento tanto de la deuda externa como de la fuga de capitales locales al exterior que son, casualmente, aquellas que no se pueden explicar por el nivel ni la evolución de la relación entre la tasa de interés interna y la vigente en el mercado financiero internacional.

Por primera vez, desde la dictadura militar, la deuda externa evidencia una reducción significativa durante dos años seguidos, la cual es un resultado directo de la convergencia del programa de privatización de empresas estatales con el programa de capitalización de bonos de la deuda externa. Cabe recordar entonces que durante estos años se concreta la política que ponen en marcha los acreedores externos con el Plan Baker a mediados de la década anterior. Por esta razón el proceso de privatización de las empresas estatales conlleva, como se dijo, el rescate de un ingente monto de bonos de la deuda externa a valor nominal que una vez concretado tiene como efecto una reducción de la deuda externa estatal.

Por otra parte, también la evolución de la remisión de excedente al exterior por parte de los residentes locales registra una disminución inédita desde la dictadura militar. Más aún, a juzgar por las estimaciones oficiales realizadas en esos años, no se trata ya de una disminución de esas transferencias sino de una significativa repatriación de capitales locales al país durante esos mismos años.<sup>43</sup> Esta disminución, o el eventual retorno, de los capitales locales invertidos en el exterior fue la contrapartida de las múltiples participaciones accionarias en los nuevos consorcios que adquirieron los grupos económicos nacionales. Como se analizó, esta participación fue parte del *modus operandi* adoptado por las fracciones del capital local que consistió en la constitución de una verdadera *comunidad de negocios* donde confluyeron los grupos económicos locales, las empresas extranjeras y los bancos transnacionales.

La incidencia de los grupos locales en la fuga de capitales al exterior es tan importante que la misma, como mínimo, se detiene cuando destinan ese excedente a la compra de activos públicos a precios subvaluados, a pesar de que, como ocurre en 1992, la relación entre la tasa de interés interna versus la internacional llega a los niveles más elevados del período, exceptuando el año 2001, en un contexto en que el riesgo de una devaluación era mínimo porque se estaba firmando el acuerdo por el Plan Brady y la Convertibilidad se encontraba en su apogeo en un muy favorable contexto internacional. De esta manera, durante los primeros años el impacto de las privatizaciones es definitorio en la reducción de la fuga de capitales y de la deuda externa, neutralizando el efecto de la elevada relación entre las tasas de interés interna e internacional que opera en el sentido contrario sobre ambas variables.

<sup>43</sup> Sobre este particular se puede consultar Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos (1993).

**Gráfico N° 5 Evolución de los ingresos por privatizaciones,  
compra-venta de empresas privatizada y fuga de capitales locales  
al exterior, 1990-2001 (miles de millones de dólares)**

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DEL ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA DE LA FLACSO Y EL CEP.

En la segunda etapa (1995-1998) la evolución del proceso es claramente diferente porque los dos factores (las transferencias de capital y el diferencial de las tasas de interés) que definen el comportamiento de la valorización financiera ejercen su influencia alternativamente e, incluso, superpuestas. Al respecto, las evidencias empíricas indican que durante los dos primeros años de esta etapa tanto el endeudamiento externo como la fuga de capitales responden al comportamiento de la relación entre las tasas de interés interna e internacional. No obstante, posteriormente al efecto que ejerce la misma se le suma otro, vinculado al auge de las transferencias de capital que se despliega ahora dentro del sector privado.

Las evidencias empíricas del Gráfico N° 5 ponen al descubierto la notable rapidez de implementación del programa de privatizaciones. Sin embargo, cuando dicho proceso decae drásticamente (1994) ya está en marcha otro que se sustenta en las transferencias de la propiedad de empresas oligopólicas entre las diversas fracciones de los sectores dominantes, cuya importancia es creciente en los años posteriores.<sup>44</sup> El rasgo distintivo de estas transferencias de capital es que se trata de un proceso que involucra la venta de una cantidad muy significativa de grandes empresas oligopólicas líderes en sus respectivas actividades pero, al mismo tiempo, estrechamente vinculado a las privatizaciones de las empresas estatales de la etapa anterior porque estas empresas, a medida que transcurre el tiempo y se incrementa sustancialmente el monto de las transferencias, se consti-

<sup>44</sup> Un análisis detallado de la evolución así como de los diferentes impactos que tienen estas transferencias de capital se encuentra en Basualdo (2000), Kulfas (2001) y Centro de Estudios de la Producción (2000).

tuyen como el núcleo central del mismo. Tanto es así, que los últimos años de esta etapa y la posterior pueden caracterizarse como “la segunda vuelta de las privatizaciones”.<sup>45</sup>

En este contexto, resulta comprensible la notable magnitud que alcanza la salida de capitales locales entre 1995 y 1997 y los menores niveles, pero de todos modos significativos, alcanzados en los años posteriores, en la mayoría de los cuales supera el nivel del endeudamiento externo. Ya no está operando únicamente el diferencial entre la tasa de interés interna e internacional sino, además, la venta de activos fijos cuyo ciclo también culmina en la salida de excedente al exterior. Sin duda, el momento de mayor convergencia entre los dos factores que impulsan la fuga de capitales locales al exterior se registra en 1997, punto culminante de la transferencia de activos fijos y del endeudamiento externo privado.

Hasta el momento, en función de mantener el hilo expositivo, se ha omitido toda explicación sobre un aspecto de fundamental importancia, como son las razones por las cuales se considera que la transferencia de un activo fijo es asimilable a una operación de valorización financiera y no, como lo indicaría la experiencia histórica, una reestructuración de la propiedad en la economía real que expresa la expulsión de ciertos capitalistas que enfrentan graves inconvenientes económico-financieros o, simplemente, su desplazamiento hacia otras actividades de la propia economía real en las que por diversas razones (tecnológicas, condiciones de mercado, ventajas institucionales, entre otras) se busca un mejor o más estable nivel de rentabilidad.

La indagación de esta problemática implica incursionar en la naturaleza particular que asume este fenómeno y la manera que influye en el comportamiento de los compradores y de los vendedores de las firmas en cuestión. En este sentido, una característica insoslayable del mismo es que, salvo casos excepcionales, las empresas que se transfieren exhiben las mayores rentabilidades de la economía real o, en el peor de los casos, de sus respectivas actividades. Dado que esto ocurre en el contexto del régimen de Convertibilidad, estas empresas tienen además una elevada rentabilidad en dólares, lo cual determina que sean altamente atractivas en términos internacionales. De allí el interés de los capitales extranjeros por acceder a la propiedad de las mismas.

En términos históricos, la venta de firmas oligopólicas con alta rentabilidad plantea un proceso inédito. Por cierto, en etapas anteriores se habían registrado transferencias de empresas —aunque, por cierto nunca tuvieron estos alcances porque no estaban en juego las empresas estatales privatizadas— pero esas ventas se originaron en una muy comprometida situación económico-financiera de las empresas involucradas. En este caso ocurre lo contrario porque se venden empresas que, salvo excepciones, no enfrentan situaciones de crisis económico-financiera y obtienen la rentabilidad más elevada en sus sectores de actividad y en la economía en su conjunto. Se trata de un punto en común a todas ellas, aunque resultado de situaciones diversas, de peculiar relevancia porque el precio de venta del activo fijo es una función directa de su nivel de rentabilidad.

Dado que se trata de empresas de elevada rentabilidad relativa, su precio de venta conlleva significativas ganancias patrimoniales. No obstante, las mismas son potenciales —y por lo tanto posibles de desaparecer en el tiempo ante cambios significativos en los precios relativos como, por ejemplo, una devaluación del signo monetario—, a menos que se realice su venta. Esto es lo que ocurre a lo largo de estos años. Como el objetivo es realizar esas ganancias patrimoniales, y no invertir en otras actividades económicas, la manera de conservarlas en las monedas de los países centrales es remitirlas al exterior para independizarlas de los vaivenes de los precios relativos internos, especialmente del tipo de cambio en una etapa de creciente sobrevaluación del peso. De esta manera, un activo fijo cambia de naturaleza y queda subsumido en la lógica de la valorización financiera.

<sup>45</sup> Sobre el particular, Kulfas (2001) concluye que: “Uno de los aspectos centrales relacionados con el proceso de fusiones y absorciones es la estrecha relación que posee con la reestructuración ocasionada por el proceso de privatizaciones [...] Mientras que durante los primeros años de la década, cuando se concreta el grueso de las privatizaciones, dicho tipo de operatoria resulta marginal (sólo el 3,6% de las operaciones se vinculan con la reestructuración en empresas y sectores privatizados), en el bienio 1995-1997 se eleva a un promedio del 19% y en el trienio 1997-1999 se transforma en mayoritaria con el 52%” (pág.32).

Por cierto, las bases para obtener *ganancias patrimoniales o de capital* mediante la enajenación de las empresas privatizadas, dado el contexto de un régimen convertible, se originan en dos procesos que se despliegan sucesivamente a lo largo del tiempo. El primero de ellos, consiste en el escaso monto que percibe el Estado por la venta o concesión de sus empresas a los sectores dominantes, por la convergencia de una marcada subvaluación de los activos públicos y la aceptación de que una parte muy significativa del pago se realice con bonos de la deuda externa a valor nominal. A este reducido precio inicial, le sigue otro proceso que consiste en la implementación de sucesivas renegociaciones de los contratos originales que sistemáticamente están orientadas a garantizar una elevación de la rentabilidad empresarial, a las cuales se le agregan los notorios incumplimientos de estos consorcios privados que operan en el mismo sentido (indexación en dólares de las tarifas, incumplimientos en términos de las inversiones comprometidas, así como en el traslado de reducciones impositivas y los incrementos de productividad a las tarifas, entre otros).

La conjunción de ambos factores determina la emergencia de elevadas ganancias patrimoniales, pero no inmediatamente sino varios años después de la transferencia de los activos públicos, una vez que logran consolidar una elevada rentabilidad. Por eso, la venta de las participaciones accionarias en estos consorcios privados, se comienza a realizar, mayoritariamente, desde mediados de la década de 1990 en adelante.

### 4.3. Endeudamiento externo.

El endeudamiento externo de las empresas privatizadas creció a un ritmo promedio anual del 31,6% entre 1992 y 2001, superando la tasa de crecimiento de la deuda del SPNF (23,7%) y, más aún, la del sector público en su conjunto (6,4%) (Cuadro N° 22).

En 2001 el *stock* de deuda externa total de las empresas privatizadas alcanzaba los 18.511 millones de dólares. Este monto equivalía a 66% del *stock* de inversión extranjera en el sector, que ascendía a más de 28.000 millones de dólares a fines de la década (Cuadro N° 11). No obstante su menor cuantía absoluta, cabe destacar que el endeudamiento externo se expandió a una velocidad mayor que el *stock* de inversión extranjera entre 1992 y 2001. Mientras la deuda de las privatizadas creció a una tasa de 31,6% la inversión extranjera en las mismas lo hizo al 20,9% anual. Estas relaciones cuantitativas dan cuenta de la relevancia asumida por el endeudamiento externo en las firmas privatizadas en la década de 1990 y revelan también la relación de complementariedad existente entre la inversión extranjera y el endeudamiento externo en esta etapa. Ambos fenómenos se sustentan en la abundancia de capitales disponibles a escala mundial durante la mayor parte de la década, los que encuentran una atractiva posibilidad de valorización en la economía argentina, especialmente en este sector.

La solidez patrimonial de las empresas que surgen como resultado de las privatizaciones coloca a las firmas privatizadas en una posición privilegiada para acceder al financiamiento externo. Esto se debe en parte al reducido nivel de endeudamiento inicial de las firmas, debido a la absorción estatal de prácticamente la totalidad de la deuda existente en las ex empresas públicas al momento de su venta. Adicionalmente, el estrecho contacto de estas empresas con la banca internacional en los países de origen de sus accionistas, combinado con las excelentes perspectivas de rentabilidad de los nuevos negocios facilitó la obtención de abundante financiamiento externo.

La relevancia adquirida por el endeudamiento externo en la década se confirma al analizar la relación entre el pasivo total de las mayores 500 firmas locales y su endeudamiento externo a lo largo del período 1995-2001, etapa para la cual es posible estimar esta proporción en función de la información oficial disponible.

En el Cuadro N° 22 se presentan los resultados obtenidos tanto para el caso de las firmas privatizadas como para el resto de las 500 corporaciones de mayor tamaño del país. Se destaca, en primer lugar, el peso creciente del endeudamiento externo en los pasivos totales de ambos conjuntos de firmas, que de valores de 56% y 27% en 1995 ascienden a 68% y 43% en 2001 para las

firmas privatizadas y las restantes empresas respectivamente. Esto es así puesto que en ambos casos la tasa anual media de expansión del endeudamiento externo supera la de crecimiento de los pasivos totales durante la década de 1990.

**Cuadro N° 22: Evolución del stock de deuda externa (DX) del sector público, del sector privado no financiero (SPNF), empresas privatizadas y no privatizadas y del pasivo total de las privatizadas y no privatizadas, 1992-2001\* (millones de dólares y porcentajes)**

\* Incluye la deuda con matrices y filiales.

\*\* Incluye al BCRA.

\*\*\* Incluye la deuda externa de las firmas privatizadas y no privatizadas.

\*\*\*\* Firmas pertenecientes al panel de las 500 más grandes del país excluidas las empresas privatizadas. No todas las empresas pertenecientes al panel de las 500 firmas registran endeudamiento externo.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA DNCI (2000 Y 2004) E INDEC (2004).

No obstante esta tendencia común, es posible identificar una diferencia en la trayectoria de ambos tipos de empresas hacia el final de la década. Mientras el endeudamiento externo relativo de las privatizadas mantiene su tendencia ascendente hasta 2001, no sucede lo mismo en el caso del resto de las firmas del panel, que reducen la envergadura relativa de sus obligaciones externas en el total de sus pasivos. A su vez, se destaca la mayor proporción de los pasivos externos en el pasivo de aquellas firmas que surgen de los procesos de concesión y privatización durante todo el decenio. Por tanto, puede concluirse que si bien el endeudamiento con no residentes es una fuente significativa de financiamiento para el conjunto de las empresas más grandes del país, este fenómeno adquiere una dimensión particular en el sector de las empresas privatizadas.

Esta capacidad extraordinaria de endeudamiento se confirma al observar que las firmas privatizadas concentraban en 1999 el 40% de la deuda del SPNF, aunque representaban tan sólo el 15% del total de firmas entonces endeudadas con no residentes (Cuadros N° 22 y 23).<sup>46</sup>

Esto implica que la magnitud promedio de endeudamiento por empresa privatizada en ese año (366 millones de dólares) casi triplica el monto de endeudamiento promedio por firma del sector privado en su conjunto (129 millones de dólares), tendencia que, por otra parte, se registra a lo largo de todo el período analizado.

<sup>46</sup> La información disponible no permite realizar esta comparación ni extender el Cuadro N° 23 para los años 2000 y 2001.

**Cuadro N° 23: Cantidad de empresas endeudadas y deuda promedio por empresa privatizada y del sector privado no financiero (SPNF), 1991-1999 (millones de dólares y porcentajes)**

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA DNCI (2000) Y BALANCES DE LAS EMPRESAS.

Como se observa en el Cuadro N° 24, la expansión del endeudamiento a través de bonos y títulos lidera el crecimiento de la deuda externa privada en el período 1991-1999. Esta trayectoria se enmarca en el cambio de los patrones de financiamiento prevalecientes a nivel internacional, donde tiene lugar una tendencia a la disminución relativa de los créditos bancarios en favor de otras formas de financiamiento más líquidas vinculadas a la emisión de títulos, proceso denominado de “titularización” del endeudamiento (Estay, 1996).

**Cuadro N° 24: Evolución y composición de la deuda externa de las empresas privatizadas, 1991-1999 (millones de dólares y porcentajes)**

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA DNCI (2000).

El marco legal vigente para el endeudamiento externo en la Argentina fue velozmente adecuado a esta nueva situación en los mercados financieros internacionales a inicios de la década de 1990, otorgando nuevas facilidades para la emisión de obligaciones negociables (ON). Las facilidades incluyen la reforma de las leyes reguladoras de las emisiones de ON (Ley N° 23.576) exceptuándolas de toda carga impositiva, la reducción de su plazo mínimo de vigencia a 30 días y la flexibilización en sus formas de colocación (segmentación de los programas de emisión en un período de tiempo autorizado) para permitir una mayor adaptación de las necesidades financieras de las empresas a las condiciones del mercado (Centro de Estudios de la Producción, 1998).

Las empresas privatizadas tienen un rol especialmente relevante en la expansión de la deuda en bonos y obligaciones negociables colocados en los mercados internacionales en la década de 1990. El *stock* de bonos y títulos externos de las firmas privatizadas crece a una tasa anual acumulada de 321% entre 1991 y 1999 y asciende a 9.846 millones de dólares en 1999. Se trata de la principal modalidad de endeudamiento externo de estas firmas (concentra el 56% del *stock* de

deuda) y representa en 1999 el 57% del total de títulos emitidos por el SPNF en el exterior. La deuda bancaria directa, la cual incluye préstamos financieros y aquellos con destino al financiamiento de exportaciones e importaciones, ocupa el segundo lugar de relevancia según las modalidades de financiamiento dominantes, concentrando el 20% de la deuda en 1999. Por último, cabe destacar que si bien la deuda con matrices y filiales es cuantitativamente menor (explica sólo el 4% de la deuda externa en 1999), adquiere un renovado protagonismo hacia el final de la década.<sup>47</sup>

Resulta interesante desglosar el endeudamiento externo del sector de empresas privatizadas según firma. Con este fin, en el Cuadro N° 25 se expone la evolución de la deuda externa de las diez principales empresas privatizadas deudoras entre 1991 y 1999.

**Cuadro N° 25: Deuda externa de las privatizadas por empresa, 1991-1999\***  
(millones de dólares y porcentajes)

\* Se incluyen firmas que operan en sectores concesionados aunque no fueron parte de ninguna ex empresa pública (CTI).

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE BALANCES DE LAS EMPRESAS Y BASE DE DATOS DEL ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA DE LA FLACSO.

En primer lugar, esta información confirma el elevado nivel de concentración de los pasivos externos. Si se toma el año 1999 –año en que la deuda se encuentra más distribuida entre las firmas analizadas-, se observa que tan sólo cuatro empresas (YPF, las Telefónicas y Transportadora Gas del Sur) explican más del 50% del endeudamiento total de las privatizadas y que solamente diez explican el 71% del mismo. Un primer elemento que poseen en común estas empresas (con la excepción de Autopistas del Sol) es su pertenencia a la cúpula empresaria argentina, el reducido y selecto conjunto de las doscientas empresas más grandes del país y que, por tanto, detentan una capacidad superior para obtener financiamiento externo.

Un segundo elemento que llama la atención al observar las empresas comprendidas en los primeros puestos del ranking de endeudamiento externo es su concentración sectorial. Para analizar este aspecto en el Cuadro N° 26 se presenta el endeudamiento externo de las empresas privatizadas según sector económico para el año 1999. En primer lugar se destaca por su cuantía de endeudamiento el sector de telecomunicaciones, que concentra el 36% de la deuda externa total de las empresas privatizadas. En segundo lugar se ubica el sector de explotación, producción, distribución

<sup>47</sup> El “crédito intrafirma” es aquel que la casa matriz de una empresa transnacional otorga a una filial en el extranjero. Al igual que en el caso de los precios de transferencia, el efecto habitual es el de agrandar artificialmente los costos contables de la filial, en tanto deben computar los intereses del préstamo y, de este modo, se reduce o se hace nulo el monto pasible de ser considerado imponible para el impuesto a las ganancias. De este modo, en los intereses que la filial paga a la casa matriz está implícita la remisión de utilidades obtenidas por la filial por su actividad en el extranjero, redundando en una transferencia de recursos desde la economía en que está radicada la subsidiaria hacia la casa matriz.

y/o transporte de gas y petróleo, con una deuda acumulada de 4.733 millones de dólares, el 27% de la deuda total. Por último, el sector de generación, transporte y distribución de energía eléctrica concentra el 12% de la deuda de las firmas privatizadas.

**Cuadro N° 26: Distribución sectorial de la deuda externa de las privatizadas, 1999  
(millones de dólares y porcentaje)**

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE LOS BALANCES DE LAS EMPRESAS E INFORMACIÓN DE LA DNCI (2000).

Los sectores identificados son, curiosamente, tres de las áreas con mayores niveles de rentabilidad en la década de 1990 –en menor grado en el caso de las eléctricas–, tanto si se les compara con el conjunto de los sectores privatizados como también en relación con las 500 firmas más grandes del país. Esas ganancias extraordinarias son, de hecho, la base sobre la cual las empresas pudieron expandir significativamente sus niveles de endeudamiento externo. Esta relación es inusitadamente elevada en el caso del sector de telecomunicaciones, donde el *stock* de deuda externa vigente en 1999 es más de dos veces el valor de adquisición de la ex ENTel. Este elevado nivel de endeudamiento en relación con los activos estaría insinuando que las principales empresas privatizadas tomaron préstamos por encima de sus necesidades de inversión total, y que una parte del mismo tuvo como destino la especulación financiera y/o la adquisición de empresas.

Por último, es importante destacar que la magnitud del endeudamiento externo adquirido por las empresas privatizadas más grandes no sólo es significativa respecto de las empresas no privatizadas del país en su conjunto sino aún en relación con las firmas más importantes de la cúpula empresaria. En efecto, en el Cuadro N° 27 se observa que seis de las primeras diez empresas más endeudadas del país en 1999 eran privatizadas.

**Cuadro N° 27: Deuda externa total y en títulos de las diez principales empresas deudoras del país, 1999 (millones de dólares y porcentajes)**

\* Empresas privatizadas. Se incluyen firmas que operan en sectores concesionados aunque no fueron parte de ninguna ex empresa pública (caso CTI).

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE BALANCES DE LAS EMPRESAS Y BASE DE DATOS DEL ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA DE LA FLACSO.

Adicionalmente, se confirma la primacía de estas firmas en la colocación de papeles en los mercados financieros internacionales. Como se mencionó, las empresas vinculadas a los procesos de privatización revelan una tendencia mayor a endeudarse a través de estos instrumentos: la deuda promedio en títulos de las empresas privatizadas incluidas en la tabla de referencia es del 57%, mientras que este porcentaje desciende al 29% para el caso de las empresas no privatizadas consideradas.

#### **4.4. Fuga de capitales locales al exterior.**

##### **4.4.1. Naturaleza de la fuga de capitales.**

En los grandes centros capitalistas, la realización de inversiones en el exterior –tanto directas como de cartera o especulativas– resulta habitual y ello se explica tanto en función de la saturación de los mercados locales como de la búsqueda de rentas extraordinarias y la apropiación y el aprovechamiento de recursos naturales, mercados y mano de obra de bajo costo en países periféricos. En estos últimos, la escasez de capitales para la realización de inversiones productivas ha sido una nota dominante en las últimas décadas. De allí que la salida al exterior de los recursos existentes en los países periféricos sea, en principio, un fenómeno sorprendente y, por lo tanto, particularmente importante de examinar.

El endeudamiento externo y la fuga de capitales en la Argentina constituyen aspectos de un mismo proceso. Ambos se generan a partir de la consolidación de un fenómeno que los precede e impulsa desde la interrupción del patrón de industrialización sustitutiva que estuvo vigente hasta mediados de la década de 1970. Se trata del predominio que ejerce la valorización financiera como eje ordenador de las relaciones económicas. Por cierto, la misma no alude únicamente a la importancia que adquiere el sector financiero en la asignación del excedente sino a un proceso más abarcativo que revoluciona el comportamiento microeconómico de las grandes firmas y que consiste en la inédita e inusitada importancia que adquiere en ellas la colocación de excedente en una amplia gama de activos financieros (títulos, bonos, depósitos, etc.) tanto en el mercado interno como internacional y, en un sentido más amplio, en la realización de ganancias patrimoniales articuladas con el funcionamiento del sistema productivo.<sup>48</sup>

Una de las manifestaciones de la valorización financiera consiste en la notable importancia relativa que adquieren los activos financieros respecto de los activos físicos en las grandes firmas, especialmente en aquellas que son oligopólicas en la producción industrial. Al respecto, es relevante recordar que en la etapa sustitutiva éste era un fenómeno prácticamente inexistente. En contraste, durante los primeros años de la década de 1980 los activos financieros representaban más del 50% de los activos totales de las grandes firmas (Damill y Fanelli, 1988) y en los últimos años de los 1990 superan el 30% (INDEC, 1999). Esto es así a pesar de que entre ambas fechas media una monumental transferencia de activos físicos estatales al capital concentrado local (privatización de las empresas públicas). Otra manifestación de la notable importancia que asume la valorización financie-

<sup>48</sup> La fuga de capitales puede estimarse de diversas maneras. Una de ellas es la que adopta, desde hace algún tiempo, el Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, que se basa en la información que proveen distintas fuentes de información locales y extranjeras acerca de las maneras en que invierten los residentes locales en el exterior, así como los montos que compromete cada una de dichas variantes. Las otras son las estimaciones que se realizan a partir del balance de pagos recurriendo a diversas metodologías indirectas, siendo la más importante de ellas el denominado “método residual de balance de pagos” que utiliza el Banco Mundial. Entre los múltiples métodos para estimar la fuga de capitales existen diferentes modalidades, además del método residual, entre las que cabe señalar las utilizadas por Guzmán y Alvarez (1987); Morgan Guaranty Trust Company (1986); Cumby y Levich (1987); Dooley (1986). Estimaciones para el caso argentino, realizadas bajo estos diferentes métodos para el período 1970-1987, así como también una descripción y aproximación crítica de las mismas, pueden ser consultadas en Padilla del Bosque (1991).

ra en la Argentina es la propia fuga de capitales locales al exterior. En este sentido, también es relevante recordar que a mediados de la década de 1970 (1975) los capitales locales en el exterior sumaban menos de 5.500 millones de dólares, mientras que en 2001 superaban los 115.000 millones de dólares.

El endeudamiento externo y la fuga de capitales locales al exterior forman parte de un mismo fenómeno porque el primero de ellos ha operado como una masa de capital valorizable para los grupos económicos y las empresas transnacionales que concentraron el grueso de la deuda externa privada. Dicha valorización ha sido posible por las diferencias que se establecieron a favor de la tasa de interés interna (a la cual se colocaba el dinero) respecto de la internacional (a la cual se tomaban los créditos en el exterior), y a que el endeudamiento estatal en el mercado financiero impedía la reducción de la primera de ellas. De esta manera, el capital concentrado local se apropia en los circuitos financieros de una ingente masa de excedente que proviene de la notable pérdida de ingresos que soportan los asalariados a partir de la instauración de la dictadura militar.

Por otra parte, no menos importante es recordar que los recursos locales invertidos en el exterior traen aparejados la generación de cuantiosas rentas para sus propietarios. Las mismas, al no ser consideradas en las habituales estimaciones de distribución del ingreso, conllevan una subestimación de la regresividad existente, la cual de por sí se ha acentuado notablemente a partir de la última dictadura militar.

En términos históricos, la deuda externa y la fuga de capitales comenzaron a adquirir dimensiones significativas a fines de la década de 1970, específicamente cuando la reforma financiera instrumentada por la dictadura militar en 1977 confluye con la apertura externa en el mercado de bienes y de capitales. La peculiaridad de entonces fue que dicho proceso tuvo lugar en un marco de generalizado endeudamiento externo motorizado –principalmente– por el sector privado y que por cada dólar que entraba vía el endeudamiento externo había otro que se fugaba al exterior. Además, es insoslayable destacar que esta salida de capital local al exterior supera largamente a los intereses pagados a los acreedores externos. En efecto, los intereses pagados entre 1970 y 1990 alcanzan a 35.000 millones de dólares, mientras que la fuga de capitales se ubica en 52.000 millones de dólares, es decir que es un 48% más alta que el monto percibido por los acreedores externos en concepto de rentas financieras.

Por otra parte, es pertinente señalar que con posterioridad a la crisis financiera de 1981 y al estallido de la crisis mexicana de 1982, el Estado argentino se hace cargo de una parte significativa de la deuda externa privada a través de la instrumentación de los seguros de cambio. Por lo tanto, en esos años el endeudamiento externo no sólo sirvió para financiar la fuga de capitales sino que, asimismo, al estatizar la deuda externa privada, el Estado efectuó una transferencia de recursos hacia el capital concentrado sin contrapartida alguna.

Posteriormente, en la década de 1980 la escasez de divisas y de crédito externo, así como la necesidad de afrontar el pago de los servicios de la deuda, llevaron a aplicar restricciones sobre las disponibilidades de moneda extranjera, desacelerándose entonces –en buena medida– la fuga de capitales. Tal proceso se reanudó en los últimos meses del gobierno radical, alcanzando un pico significativo en el marco de “corridas financieras” y el estallido de la crisis hiperinflacionaria.

A partir de la implementación del programa económico de ajuste estructural realizado por el nuevo gobierno del peronismo y, como se analizó, en el marco del proceso de privatizaciones se produce un proceso de repatriación de capitales, es decir, una parte de los capitales fugados regresa al país para adquirir las empresas estatales e integrarse al negocio de las privatizaciones. Pero la repatriación de capitales, contrariando las previsiones del gobierno, duró poco tiempo y a partir de 1993 se inició una nueva fase de fuga de capitales que se aceleraría vertiginosamente en la última fase de la década. Nuevamente en este caso, la salida de capitales supera en 40% al monto de los intereses pagados a los acreedores externos, que alcanzan a 82.000 millones de dólares.

Al igual que a fines de la década de 1970, dicho proceso se ha registrado simultáneamente a una nueva fase de endeudamiento externo, tanto del sector público como del privado y, casualidades (o causalidades) al margen, cada dólar de endeudamiento externo tiene como contrapartida –aproximadamente– otro dólar que se ha fugado al exterior.

De esta manera, la fuga de capitales ha pasado a constituir parte integrante de la lógica de acumulación del capital concentrado interno. Sin embargo, durante la década de 1990 la salida de capitales locales al exterior se vuelve más compleja y cobra forma progresivamente (Basualdo, 2000). Por cierto, durante estos años una parte significativa del endeudamiento externo privado se valorizó internamente sobre la base de dos condiciones básicas, semejantes a las vigentes en la etapa anterior: la diferencia a favor de las tasas de interés internas respecto de las internacionales y el seguro de cambio que supuso el régimen de Convertibilidad. Sin embargo, también es cierto que una parte del endeudamiento externo se destinó a financiar las actividades y la expansión de las grandes firmas oligopólicas. Teniendo en cuenta las dos funciones que cumplió históricamente el endeudamiento de las firmas, se podría sostener que la situación actual combina lo que ocurrió en la sustitución de importaciones -en que el endeudamiento interno se destinaba a financiar el capital de trabajo y la inversión de las firmas- con el comportamiento de la década de 1980 -donde el destino primordial del endeudamiento fue la obtención de renta financiera-.

En este contexto, es relevante tener en cuenta que aun la porción del endeudamiento que se destinó a financiar parte del capital de trabajo, y especialmente a incrementar activos mediante las fusiones, adquisiciones de empresas y nuevos negocios, cumplió un papel insustituible para la vigencia de la valorización financiera, porque les permitió a esas empresas disponer del capital propio para otros fines. Esta función indirecta que cumplió el endeudamiento externo destinado a financiar el capital de trabajo y la expansión de las grandes empresas es nueva -no existió en la sustitución de importaciones- y les permitió a los sectores dominantes, especialmente a los grupos económicos locales, orientar el capital propio a la valorización financiera en el exterior, característica que parece ser sumamente importante en los consorcios que controlan las empresas privatizadas, porque son los de mayor rentabilidad de la economía argentina.

A estos dos procesos -endeudamiento externo y destino de las utilidades- se les agregó, en los últimos años, la venta de empresas propias y participaciones accionarias en las firmas privatizadas por parte, sobre todo, de los grupos económicos. Si bien la venta de activos responde a un conjunto de factores entre los cuales se contaron los ya mencionados, hay otros que parecen haber ejercido una influencia significativa y están vinculados con la valorización financiera.

#### 4.4.2. Evolución y características de la fuga de capitales en la década de 1990.

Hasta la década de 1980 la estimación de los capitales locales transferidos al exterior se realiza, fundamentalmente, mediante el método residual de balance de pagos. Sin embargo, a lo largo de la última década se registran cambios relevantes en términos de las cuentas externas -como, por ejemplo, el reemplazo del criterio de moneda por el de residencia para determinar el *stock* y el flujo de la deuda externa- orientados a adecuar las presentaciones locales a los nuevos criterios adoptados por el FMI en esa materia.<sup>49</sup>

Como parte de estas modificaciones en las cuentas externas se replantea la forma en que oficialmente se estima la fuga de capitales, la cual de allí en más se basa en el relevamiento de los depósitos bancarios, el dinero en efectivo, los bonos y títulos públicos y privados, los inmuebles, las inversiones directas y otros activos que los residentes locales mantienen en el exterior. Las fuentes de información para dicha estimación son encuestas e información de diversos organismos locales, gubernamentales extranjeros e internacionales. De este modo, se obtiene el *stock* de los capitales fugados y, al mismo tiempo, el flujo de los mismos mediante las diferencias entre dos estimaciones realizadas para diferentes períodos.<sup>50</sup>

<sup>49</sup> En estos manuales (FMI, 1993 y 1995) se establecen los conceptos, criterios y definiciones del balance de pagos y de la posición de la inversión internacional para hacer posible las comparaciones internacionales. A su vez, las modificaciones introducidas en la balance de pagos local fueron analizadas en Auditoría General de la Nación (1998).

<sup>50</sup> Cabe señalar que la primera estimación realizada mediante esta metodología comprende el período 1992-1998 y fue publicada hace algunos años en Ministerio de Economía de la Nación (1999).

En relación con el método residual de balance de pagos, esta nueva metodología aporta elementos desconocidos que permiten desagregar el destino de los activos de los residentes locales argentinos fuera del país y estimar la renta percibida por los mismos en el exterior. Al mismo tiempo, esta metodología también tiene desventajas respecto de la metodología anterior porque distorsiona la magnitud de los recursos transferidos al exterior.<sup>51</sup> Adicionalmente, es muy relevante tener en cuenta que el método directo excluye la transferencia de recursos al exterior que se origina en la subfacturación de exportaciones. En efecto, otra modalidad para fugar capitales consiste en declarar importes menores para las exportaciones para que el saldo restante sea, por ejemplo, depositado en una cuenta en el exterior de manera directa por parte del cliente externo. Análogamente, una sobrevaluación de los valores de una importación sería otra vía para girar al exterior divisas por un monto que excede a las necesidades generadas por esa operación comercial, derivando en una fuga de capitales.

Si bien, en principio, la disponibilidad de dos estimaciones sobre la salida de recursos locales al exterior mejora sensiblemente las posibilidades para indagar este fenómeno en una etapa tan crucial, las evidencias al respecto expresan diferencias significativas que por su importancia es imprescindible analizar. En efecto, en el Cuadro N° 28 se constata que mediante el método residual de balance de pagos la fuga de capitales al exterior durante el régimen de Convertibilidad (1991-2001) es un 34,1% más elevada que por el método directo utilizado por el Ministerio de Economía (54.600 contra 28.200 millones de dólares respectivamente).

Estas significativas diferencias son el resultado de dos factores contrapuestos. El primero de ellos está vinculado a la considerable subestimación de los flujos de fuga de capitales que llevan a cabo los residentes locales (argentinos o extranjeros) que resulta del método directo, al no tener en cuenta la transferencia de recursos vía subfacturación de exportaciones. Tan es así que excluyendo esta última variable los resultados de ambas estimaciones son similares. El otro opera en el sentido contrario, porque se trata de la sobreestimación de esta transferencia de recursos al exterior que realiza el Ministerio de Economía para el año 1991 sobre la base del método residual de balance de pagos pero modificando los resultados de las cuentas externas de la década anterior.<sup>52</sup> Por esta razón

<sup>51</sup> Al respecto, Basualdo y Kulfas (2000) al referirse a la nueva metodología indican que “si bien este método posee las cualidades mencionadas, también presenta una serie de restricciones que es preciso tener en cuenta. Las mismas son: a) En tanto se trata de un relevamiento, esta metodología probablemente subestime la magnitud de los capitales locales en el exterior debido a que una parte de ellos no es contemplada por las fuentes consultadas o porque, especialmente en el caso de las encuestas, los propios interesados tergiversen sus tenencias de activos fijos o financieros en el exterior. b) Por razones similares, esta metodología puede dar lugar a una sobrestimación de la fuga de capitales al consignar a la renta capitalizada por los activos externos como capitales fugados al exterior. A modo de ejemplo, un relevamiento de los fondos depositados en cuentas bancarias en el extranjero podría, en un período «t», arrojar un saldo 10% más elevado que en el período «t-1». Pero tal diferencia no reflejaría –necesariamente– el efecto del incremento de esas cuentas bancarias como resultado de nuevos capitales fugados, sino que podría ser una consecuencia del mero devengamiento y/o capitalización de los intereses generados por esos depósitos. Por lo tanto, esta metodología tiene el riesgo potencial de sobrestimar o subestimar la magnitud tanto del stock como del flujo de los capitales locales en el exterior, dependiendo de la existencia e intensidad que asuman los factores mencionados previamente” (pág.79).

<sup>52</sup> En 1995, la autoridad económica (Ministerio de Economía de la Nación, 1995) consigna que: “La estimación de activos de residentes en el exterior parte de considerar un valor cero para 1970, llegando con esta metodología y los ajustes mencionados a un stock de 60.416 en 1991 de acuerdo con los flujos de las balanzas de pagos publicadas por el BCRA”. Además respecto a esta cuestión, Basualdo y Kulfas (2000) señalan que: “Las primeras estimaciones oficiales a este respecto se publicaron en 1995 en el documento del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos “Argentina en crecimiento 1995-1999. Tomo I. Proyecciones macroeconómicas”. Allí se realiza una reestimación de la cuenta corriente correspondiente a la década de los ochenta que arroja como resultado un saldo positivo para todo el decenio del orden de los 3.500 millones de dólares, a pesar de la importancia que asume el pago de los servicios de la deuda externa durante esos años. Dicho ajuste resulta hartamente cuestionable en tanto surge, principalmente, como resultado de: a) Incorporar como ingresos en la cuenta corriente a un monto significativo de intereses ganados por los capitales locales fugados al exterior. Por cierto, es indudable que una parte de esos capitales

es que cuando se comparan los resultados de ambas estimaciones para los períodos 1991-2001 y 1992-2001, la diferencia entre ellas disminuye del 43,1% al 25,5%, es decir de 28.200 a 21.100 millones de dólares.

**Cuadro N° 28: Evolución de la fuga de capitales locales según el método directo y el residual de balance de pagos (incluida la subfacturación de exportaciones), 1991-2001 (millones de dólares y porcentajes)**

\* A los resultados obtenidos por el método de balance de pagos se le suman las transferencias de recursos al exterior vía subfacturación de exportaciones.

\*\* Estimación basada en el método residual pero modificando los resultados del balance de pagos de la década de los ochenta que no figuran en el Cuadro pero definen el nivel del *stock* (Ministerio de Economía de la Nación, 1995).

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DEL MINISTERIO DE ECONOMÍA DE LA NACIÓN Y FMI.

Más allá de las diferencias que median entre ambas estimaciones, estas evidencias demuestran que durante el régimen convertible se registra una notablemente elevada salida de capitales locales al exterior que se expresa en las tasas de crecimiento que alcanzan al 9,6% anual acumulativo en términos del método residual, incluyendo la subfacturación de exportaciones y al 6,7% anual en el caso del método directo. Esta evolución de la fuga de capitales es, en términos históricos, superior a la que se registra durante la dictadura militar en tanto en la década de 1990 al funcionamiento clásico de la valorización financiera se le suma la realización de ganancias patrimoniales sustentadas en las transferencias de capital fijo, dentro de las que se destacan las vinculadas a las empresas privatizadas.

**4.4.3. La fuga de divisas del 2001 y la estimación de la remisión de recursos al exterior por parte de las empresas privatizadas.**

Los métodos disponibles para determinar la fuga de capitales no son aptos para determinar su composición por los diversos tipos de agentes económicos, entre las que se cuentan las empresas privatizadas. Sin embargo, la misma puede ser estimada sobre la base de los resultados de la investigación de fuga de divisas que llevó a cabo en el año 2002 una comisión especial de la Cámara de

Diputados de la Nación. Dado que los mismos son poco conocidos a continuación se destacan sus características generales.

La base de datos elaborada por esta comisión —con la colaboración del BCRA<sup>53</sup>—, está constituida por todas las operaciones de transferencia de divisas al exterior que se realizaron durante 2001 a través de las entidades financieras (bancos comerciales y otras instituciones de esta actividad), de las cuales se excluyeron las realizadas por las propias entidades financieras y las de comercio exterior. En términos cuantitativos, está compuesta por 96.794 registros (operaciones) que conllevaron una remisión de divisas del país por 29.913 millones de dólares, los cuales representan el 64,5% de las divisas que salieron en ese año.

En otras palabras, se trata de evidencias empíricas inéditas que comprenden las transferencias de divisas al exterior del sector privado no financiero desvinculadas del comercio exterior y relacionadas con el pago de deudas, intereses, turismo y servicios, entre otros. Es decir, se trata de un conjunto de transferencias que superan, pero incluyen, las estrictamente referidas a la fuga de capitales al exterior del sector privado no financiero que no se vinculan a las operaciones de comercio exterior. En el Cuadro N° 29 se presenta una síntesis de los principales resultados.

Los resultados generales indican que las transferencias de divisas realizadas por las personas físicas representan el 44,8% de las operaciones totales (43.320 sobre 96.794) y solamente el 12,7% del monto total (3.600 millones de dólares), mientras que las empresas concentran el 55,2% restante de las operaciones (53.988) y, nada menos, que el 87,3% del monto de las transferencias de divisas (26.100 millones de dólares).

También se precisa en el Cuadro N° 29 el monto de las transferencias de divisas realizadas por las empresas de mayor facturación y su distribución de acuerdo a dos criterios especialmente relevantes: el tipo de empresa y la vinculación con las empresas privatizadas durante la década de 1990.<sup>54</sup> Los resultados globales obtenidos permiten constatar la significativa incidencia de las grandes firmas oligopólicas en términos de la variable analizada. Los 18.074 millones de dólares transferidos al exterior por las mismas representan el 69% de los fondos remitidos por todas las firmas que realizaron alguna operación y el 60% de lo transferido por el conjunto de las firmas y las personas físicas.

También se precisa en el Cuadro N° 29 el monto de las transferencias de divisas realizadas por las empresas de mayor facturación y su distribución de acuerdo a dos criterios especialmente relevantes: el tipo de empresa y la vinculación con las empresas privatizadas durante la década de 1990.<sup>54</sup> Los resultados globales obtenidos permiten constatar la significativa incidencia de las grandes firmas oligopólicas en términos de la variable analizada. Los 18.074 millones de dólares transferidos al exte-

genera rentas, pero lo cuestionable es asumir que las mismas sean sistemáticamente giradas al país, sobre todo cuando no hay ninguna constancia de que ello ocurra, sino más bien de lo contrario. b) Considerar de una manera igualmente arbitraria como residentes al conjunto de los tenedores de Bonos Externos (BONEX), de lo cual se deriva una reducción en los montos de endeudamiento externo y de los intereses que devengan” (pág. 85/86).

<sup>53</sup> Sobre la colaboración de esta institución, el informe final de la mencionada comisión, señala que: “En tal sentido, el BCRA emitió las comunicaciones C 34.216, C 34.299 y C 35.078 requiriendo a las entidades financieras aportar datos correspondientes a las operaciones de transferencias de divisas al exterior. Para cada operación, la información solicitada a las entidades financieras fue la siguiente: 1) nombre o razón social del emisor de la transferencia; 2) CUIT y/o DNI; 3) monto transferido; 4) moneda; 5) plaza de origen; 6) plaza de destino; 7) banco de destino; 8) beneficiario de la transferencia; 9) concepto de la operación (y si pertenece o no a una operación vinculada con comercio exterior); y 10) fecha de la operación” (pág. 20).

<sup>54</sup> De acuerdo al informe final de la Comisión mencionada, para determinar la incidencia y la composición de las transferencias al exterior de las grandes firmas se consideran las 200 de mayores ventas en los años 2000 y 2001, lo cual da como resultado un panel de 226 firmas de las cuales 213 realizaron operaciones de este tipo. Al respecto, el informe sostiene: “El segundo cruce de bases de datos realizado ha sido con aquella que releva las principales variables económicas de la cúpula de las grandes empresas de la Argentina. Se trata de las 226 empresas con mayor facturación del país. Para realizar el cruce de datos se tuvieron en cuenta las cúpulas de los años 2000 y 2001. Esto significa que a cualquier empresa que hubiese integrado la cúpula de las primeras 200 del país en algunos de los años mencionados se le cruzó información con la base relevada” (pág. 23).

rior por las mismas representan el 69% de los fondos remitidos por todas las firmas que realizaron alguna operación y el 60% de lo transferido por el conjunto de las firmas y las personas físicas.

**Cuadro N° 29: Distribución de las transferencias de divisas al exterior realizadas por las firmas de mayor facturación, según el tipo de empresa y su vinculación con las empresas privatizadas, 2001 (millones de dólares y porcentaje)**

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN DE LA COMISIÓN ESPECIAL SOBRE FUGA DE CAPITALES DEL CONGRESO NACIONAL (2003).

Por otra parte, al considerar los diversos tipos de empresas se destaca el predominio que ejercen los conglomerados extranjeros al concentrar el 45,3% del monto transferido por las grandes firmas y exhibir el promedio por empresa más elevado de la cúpula empresaria considerada al alcanzar, prácticamente, los 210 millones de dólares. Le siguen las empresas transnacionales que superan ligeramente por el monto transferido a los grupos económicos locales. Al mismo tiempo, estos últimos tienen un promedio por firma significativamente más elevado que las primeras (86,2 versus 58,1 millones de dólares por empresa). Finalmente, se ubican las asociaciones con un monto total y por empresa menor a cualquier otra forma de propiedad.

Por cierto, esta composición de las transferencias de divisas de la cúpula empresaria no es sorprendente, en tanto expresa las características de la estructura económica posterior a la acentuada extranjerización resultante de las ventas de capital fijo. Por esa razón las asociaciones pierden importancia y los grupos económicos locales concretan una menor transferencia de divisas que ambas fracciones del capital extranjero, ya que los momentos culminantes de la fuga de recursos al exterior se habían registrado en los años previos al 2001, cuando venden sus participaciones accionarias en las empresas privatizadas e incluso otras firmas controladas a los intereses extranjeros. De esta manera, esta fracción de los sectores dominantes se adelanta a la interrupción del régimen convertible y evita sufrir perjuicios similares a lo que registra en la crisis de fines de la década de 1980.

Desde la perspectiva de las empresas privatizadas, se constata que tienen una influencia directa e indirecta innegable al concentrar casi el 50% de las transferencias de divisas de la cúpula empresaria ya sea porque las giran directamente o lo hacen firmas que son accionistas de las mismas. Asimismo, que las empresas relacionadas a las privatizaciones exhiben un promedio de transferencias por empresa notablemente más elevado que el promedio de las grandes firmas no vinculadas a las mismas. Con el fin de estimar la evolución de la fuga de capitales durante la década de 1990 de las mencionadas firmas se considera el porcentaje que sus transferencias representan en el total general (5.187 respecto de 29.913 millones de dólares), es decir el 17,3% anual.

En el Cuadro N° 30 se presenta la estimación correspondiente a la fuga de capitales de las empresas privatizadas entre 1992 y 2001. La estimación realizada cuenta con dos componentes. El primero refiere a la porción asignada a las empresas privatizadas (17,3%) de la fuga de capitales global que surge de adicionar el rubro de errores y omisiones a la serie estimada por el Ministerio de Economía de acuerdo al método directo. Este componente explica el 91% de la fuga de capitales total de las firmas que surgen de los procesos de privatización y supera los 12.500 millones de dólares en el acumulado de la década. A su vez, esta primera estimación se puede desglosar en dos partes de acuerdo al origen de los recursos local remitidos al exterior. La primera asciende a 5.419 millones de dólares entre 1992 y 2001 y refiere a la remisión de recursos como resultado de las transferencias patrimoniales al interior de los consorcios de las firmas privatizadas, analizadas anteriormente. La segunda concentra el remanente de la fuga de capitales, la que acumula más de 7.100 millones de dólares en el decenio y corresponde a la fuga de capitales viabilizada por las propias firmas privatizadas.

El segundo componente de la fuga de capitales de las empresas privatizadas refiere a la transferencia de recursos al exterior que se origina en la subfacturación de exportaciones. Esta serie se estimó replicando para cada año la participación de las empresas privatizadas en el total de las exportaciones del país para la serie global de fuga de divisas por subfacturación de exportaciones entre 1992 y 2001. Como se observa en el Cuadro N° 30, si bien este componente es menor cuantitativamente, explica el 9% de la fuga total de las firmas privatizadas.

En conjunto, se observa que la fuga de capitales posee una tendencia prácticamente creciente hasta el año 1997 en que alcanza su pico (2.649 millones de dólares). En aquel año confluyen elevados niveles de salida de divisas producto de las transferencias patrimoniales (1.155 millones) con una importante fuga de capitales como contrapartida del endeudamiento externo (1.298 millones). Otro año de importante fuga de capitales es 1995. En este caso la fuga es explicada mayormente por la decisión de ponerse a resguardo de la sobrevaluada moneda argentina ante el riesgo de una alteración cambiaria, en el contexto de una masiva salida de capitales del país de la cual las empresas privatizadas no son la excepción. En total, la fuga acumulada en la década supera los 13.800 millones de dólares, un 16% de la fuga equivalente de todo el país (86.684 millones).<sup>55</sup>

#### **Cuadro N° 30: Estimación de la fuga de capitales de las empresas privatizadas, 1992-2001 (millones de dólares y porcentajes)**

\* Se considera que el 70% de los capitales ingresados por transferencias patrimoniales en los consorcios de las empresas privatizadas fue remitido nuevamente al exterior.

\*\* Incluye la estimación vía el método directo, los errores y omisiones y la fuga por subfacturación de exportaciones.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE DNCI (2000 Y 2004).

<sup>55</sup> Es posible que la estimación aquí realizada tienda a subestimar la fuga de capitales de las firmas privatizadas, ya que su participación en la fuga total del sector privado (16%) es menor a su participación en el flujo de endeudamiento externo total de este sector (25%) entre 1992 y 2001. Si bien esta divergencia puede indicar una menor tendencia del sector de firmas privatizadas a remitir al exterior los flujos recibidos en concepto de endeudamiento externo, no es posible descartar que la misma obedezca, al menos en parte, a una subestimación de la serie calculada para este sector. En todo caso, se considera preferible mantener una serie que subestima y no que sobreestima los flujos remitidos al exterior por las firmas que surgen del proceso de privatización.

## **5. ANEXO.**

**Cuadro Anexo N° 1: Balance de pagos de las firmas privatizadas, 1990-2001 (millones de dólares)**

\* No incluye la fuga de capitales por subfacturación de exportaciones.

FUENTES: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE DNCI (2000 Y 2004), INDEC (2004) Y BASE DE DATOS DEL ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA DE LA FLACSO.

## 6. BIBLIOGRAFÍA CITADA.

- Abeles, M. (2001), "La privatización de ENTel: regulación estatal y ganancias extraordinarias durante la etapa monopólica", en Abeles, M., K. Forcinito y M. Schorr, *El oligopolio telefónico argentino frente a la liberalización del mercado. De la privatización de ENTel a la conformación de los grupos multimedia*, FLACSO/UNQ/IDEP, Buenos Aires.
- Abeles, M., K. Forcinito y M. Schorr (2001), *El oligopolio telefónico argentino frente a la liberalización del mercado. De la privatización de ENTel a la conformación de los grupos multimedia*, FLACSO/UNQ/IDEP, Buenos Aires.
- Auditoría General de la Nación (1999), "Los cambios metodológicos del balance de pagos de la República Argentina y el desempeño observado en 1998", Gerencia de Deuda Externa, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. (2002), *Las privatizaciones en la Argentina. Diagnósticos y propuestas para una mayor competitividad y equidad social*, CIEPP-OSDE, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. y Basualdo, E. M. (2001), "Concentración económica y regulación de los servicios públicos", *Revista Enoikos*, Año IX, N° 15, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. y M. Schorr (2001a), "Desnaturalización de la regulación pública y ganancias extraordinarias", *Realidad Económica*, N° 184, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. y M. Schorr (2001b), "Privatizaciones, rentas de privilegio, subordinación estatal y acumulación del capital en la Argentina contemporánea", IDEF (Instituto de Estudios y Formación), CTA, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. y M. Schorr (2002), *Crónica de una sumisión anunciada: las renegociaciones con las empresas privatizadas bajo la administración Duhalde*, Siglo XXI / FLACSO / IDEP, Buenos Aires.
- Banco Mundial (1993), "Argentina. From insolvency to growth", Washington DC.
- Basualdo, E. M. (2000), *Concentración y centralización del capital en la Argentina durante la década de los noventa. Una aproximación a través de la reestructuración económica y el comportamiento de los grupos económicos y los capitales extranjeros*, FLACSO/UNQ/IDEP, Buenos Aires.
- Basualdo, E. M. (2003), "Las reformas estructurales y el Plan de Convertibilidad durante la década de los noventa. El auge y la crisis de la valorización financiera", *Realidad Económica*, N° 200, Buenos Aires.
- Basualdo, E. M. (2004), "Ensayos de historia económica argentina. Deuda externa y sectores dominantes desde mediados del siglo XX a la actualidad", Beca Guggenheim 2002-2003, Documento Final, julio (inédito).
- Basualdo, E. y M. Kulfas (2000), "Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina", *Realidad Económica*, N° 173, Buenos Aires.
- Beccaria, L. y P. Galin (2002), *Regulaciones laborales en Argentina. Evaluación y propuestas*, CIEPP-OSDE, Buenos Aires.
- Centro de Estudios de la Producción (1998), "La Inversión Extranjera en la Argentina de los años 90. Tendencias y Perspectivas", *Serie Estudios de la Economía Real*, N° 10, Octubre, Buenos Aires.
- Centro de Estudios de la Producción (2000), "Inversiones", *Síntesis de la Economía Real*, N° 33, Secretaría de Industria, Comercio y Minería, Buenos Aires.
- Comisión Especial sobre Fuga de Capitales (2003), *Informe Final*, Honorable Congreso de la Nación Argentina, Buenos Aires.
- Consejo Empresario Argentino (1999), "Crecimiento y bienestar", Buenos Aires.
- Cumby, R. y R. Levich (1987), "On the definition and magnitud of recent capital flight", en D. Lessard y J. Williamson, *Capital flight and third world debt*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Damill, M. (2000), "El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la convertibilidad", Separata, *Boletín Informativo Techint*, N° 303, julio-septiembre, Buenos Aires.
- Damill, M. y J.M. Fanelli (1988), "Decisiones de cartera y transferencias de riqueza en un período de inestabilidad macroeconómica", *Documento Cedes*, N° 12, Buenos Aires.
- Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (2000), *El proceso de Privatizaciones en la Argentina desde una perspectiva del Balance de Pagos*, Ministerio de Economía de la Nación, Buenos Aires.
- Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (2004), *Estimaciones Trimestrales del Balance de Pagos y de Activos y Pasivos Internacionales*, Ministerio de Economía y Producción, Buenos Aires.
- Dooley, M. (1986), "Country-specific risk premium, capital flight and net investment income payments in selected developing countries", FMI, Washington DC.
- Estay, J. (1996), *Pasado y Presente de la Deuda Externa de América Latina*, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México.

- FIDE (2000), “Los roles de la deuda externa en la Convertibilidad”, *Coyuntura y Desarrollo*, N° 258, Buenos Aires.
- FIEL (2001), “Una política económica para la década”, Reunión Anual de la Asociación de Bancos de la Argentina (ABA), Buenos Aires.
- Fondo Monetario Internacional (1993), “Balance of Payments manual”, fifth edition, Washington DC.
- Fondo Monetario Internacional (1995), “Balance of Payments Compilation Guide”, Washington DC.
- Gaggero, J. y J.C. Gómez Sabaini (2002), *Cuestiones macrofiscales y políticas tributarias*, CIEPP-OSDE, Buenos Aires.
- Gerchunoff, P., E. Greco y D. Bondorevsky (2003), *Comienzos diversos, distintas trayectorias y final abierto: más de una década de privatizaciones en Argentina, 1990-2002*, CEPAL-ILPES, Santiago de Chile.
- Guzmán, J. y J. Álvarez (1987), “Las fugas de capital en México. Un análisis crítico de planteamientos recientes”, Banco de México, México.
- INDEC (1999), “Las grandes empresas en la Argentina, 1993-1997”, Buenos Aires.
- INDEC (2003), “Índice de precios al consumidor. Serie histórica”, en [www.indec.mecon.gov.ar](http://www.indec.mecon.gov.ar).
- INDEC (2004), “Encuesta Nacional a Grandes Empresas: resultados para el período 1993-2001”, en [www.indec.mecon.gov.ar](http://www.indec.mecon.gov.ar).
- Kulfas, M. (2001), “El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas”, CEPAL, Santiago de Chile.
- Kulfas, M.; F. Porta y A. Ramos (2002), “Inversión extranjera y empresas transnacionales en la economía argentina”, *Serie Estudios y perspectivas*, CEPAL, Oficina Buenos Aires.
- Maas, P. y M. Thwaites Rey (2002), “Privatizadas: ganancias al por mayor”, *Le Monde Diplomatique*, N° 32, Buenos Aires.
- Ministerio de Economía de la Nación (1995), “Informe Económico, Tercer trimestre de 1995”, N° 15, Secretaría de Programación Económica, Buenos Aires.
- Ministerio de Economía de la Nación (1999), *Metodología de estimación del Balance de Pagos*, Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, Subsecretaría de Programación Económica, Ministerio Buenos Aires.
- Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos (1993), “Argentina, un país para invertir y crecer”, Buenos Aires.
- Morgan Guaranty Trust Company (1986), “LDC capital flight y LDC debt reduction: a critical appraisal”, *World Financial Markets*, Washington DC.
- Nahón, C. (2004), “El financiamiento externo en la Argentina durante la era de la Convertibilidad. Saldo de una década de flujos cruzados”, Ponencia presentada en las Primeras Jornadas del Doctorado en Ciencias Sociales de la FLACSO – Sede Argentina, Buenos Aires.
- Padilla del Bosque, R. (1991), “Estimación de la fuga de capitales bajo diversas metodologías para los casos de Argentina, Brasil, México y Venezuela. Análisis de sus posibles causas y efectos”, Instituto Torcuato Di Tella, Centro de Investigaciones Económicas, Buenos Aires.
- PNUD (1996), “El endeudamiento del sector público argentino en el período 1989-1995”, Buenos Aires.
- Santarcángelo, J. y M. Schorr (2000), “Desempleo y precariedad laboral en la Argentina durante la década de los noventa”, *Estudios del Trabajo*, N° 20, ASET, Buenos Aires.
- Schorr, M. (2004), *Industria y Nación. Poder económico, neoliberalismo y alternativas de reindustrialización en la Argentina contemporánea*, Edharsa, Buenos Aires.
- Szretter, H. (1997), “Argentina: Costo laboral y ventajas competitivas de la industria, 1983-1995”, en OIT, *Costos laborales y competitividad en América Latina*, Ginebra.
- UADE (1999), “Niveles de remuneraciones y mercado de trabajo”, *Estudio de Coyuntura*, N° 149, Buenos Aires.
- UNCTAD (2002), *Informe sobre las inversiones en el mundo. Las empresas transnacionales y la competitividad de las exportaciones*, Naciones Unidas, Nueva York y Ginebra.
- Verbitsky, H. (1991), *Robo para la Corona. Los frutos prohibidos del árbol de la corrupción*, Planeta, Espejo de la Argentina, Buenos Aires.