

# LA FUGA DE CAPITALES EN LA ARGENTINA RECIENTE (1976-2018)\*

MARIANO A. BARRERA\*\*  
LEANDRO M. BONA\*\*\*

*Fecha de recibido: 13 de septiembre de 2017*  
*Fecha de aprobado: 30 de mayo de 2018*

## Resumen

En este trabajo, surgido de un proyecto de investigación que analiza el fenómeno de la restricción externa en la economía argentina, se compara la evolución de la fuga de capitales, así como otras variables de relevancia para su análisis como la deuda externa y los intereses pagados, desde mediados de la década de los setenta, centrándose en el periodo de 2002 a 2018 (la posconvertibilidad). Para ello, se utilizan diferentes métodos de estimación: el residual del balance de pagos, el de *stocks* y el cambiario (Banco Central). Los resultados indican que entre 1976 y 2015 se extrajeron del sistema financiero nacional unos USD 277 800 millones, aunque mientras en el periodo de 1976 a 2001 las divisas provinieron del endeudamiento externo (privado y público), en el periodo de 2002 a 2015 ese papel lo cumplió el superávit comercial. Las evidencias desde 2016 indicarían que nuevamente es el endeudamiento externo público el que garantiza la exteriorización de activos.

**Palabras clave:** *fuga de capitales; Argentina; valoración financiera; kirchnerismo; alianza Cambiemos.*

## CAPITAL FLIGHT IN RECENT ARGENTINA (1976-2018)

### Abstract

This article, derived from a research project that analyzes the foreign exchange constraint phenomenon in Argentina's economy, examines the evolution of capital flight and other relevant variables such as external debt and interest paid since the mid-seventies, focusing on the 2002-

---

\* Artículo de investigación realizado en el marco del Proyecto PICT 2016-3306 *Condicionamientos estructurales macroeconómicos y sectoriales y sus manifestaciones en el sector externo* bajo el patrocinio de la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica, en el periodo de 2017 a 2020. Se agradecen los comentarios de Eduardo Basualdo y de los evaluadores anónimos que permitieron mejorar el artículo, a quienes, naturalmente, se exime de posibles errores y omisiones existentes.

\*\* Investigador asistente del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (Conicet) y del Área de Economía y Tecnología de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (Flacso) Argentina. Docente de la Flacso. Licenciado en Ciencia Política de la Facultad de Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires. Maestro en Economía Política con mención en economía política argentina de la Flacso Argentina. Doctor en Ciencias Sociales por la Flacso. Correo electrónico: marianoabarrera@gmail.com

\*\*\* Becario doctoral del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (Conicet) en el Área de Economía y Tecnología de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (Flacso) Argentina. Docente en la Facultad de Humanidades y Ciencias de la Educación (FaHCE) de la Universidad Nacional de La Plata (UNLP). Licenciado en Economía por la Facultad de Ciencias Económicas de la UNLP. Maestro en Economía Política con mención en economía política argentina de la Flacso Argentina. Doctorando en Desarrollo Económico de la Universidad Nacional de Quilmes (Argentina). Correo electrónico: leandrombona@gmail.com

2018 period (post-convertibility). For this purpose, different estimation methods are used: residual balance of payments, *stock* and exchange (Central Bank) methods. Results indicate that around USD 277,800 million were extracted from the national financial system between 1976 and 2015; while in the 1976-2001 period foreign currency came from external debt (public and private), this role was fulfilled by trade surplus in the 2002-2015 period. Evidence since 2016 would suggest that public external debt does guarantee capital flight.

**Keywords:** *Argentina; Cambiemos partnership; capital flight; financial valuation; Kirchnerism.*

## A FUGA DE CAPITAIS NA ARGENTINA RECENTE (1976-2018)

### Resumo

Neste trabalho, derivado de um projeto de pesquisa que analisa o fenômeno da restrição externa na economia argentina, compara-se a evolução da fuga de capitais bem como outras variáveis de relevância para sua análise, como a dívida externa e os juros pagos, desde meados da década dos 1970, focando-se no período de 2002 a 2018 (a pós-convertibilidade). Para isso, utilizam-se diferentes métodos de estimativa: o residual do balanço de pagamentos, o de inventários e o cambial (Banco Central). Os resultados indicam que, entre 1976 e 2015, foram extraídos do sistema financeiro nacional USD \$277 800 milhões, embora, no período de 1976 a 2001, as divisas tenham provindo do endividamento externo (privado e público); no período de 2002 a 2015, esse papel foi cumprido pelo superávit comercial. As evidências desde 2016 indicariam que novamente é a dívida externa pública que garante a exteriorização de ativos.

**Palavras-chave:** *fuga de capitais; Argentina; valorização financeira; kirchnerismo; aliança Cambiemos.*

Barrera, M. A. y Bona, L. M. (2018). La fuga de capitales en la Argentina reciente (1976-2018). *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 26(2), DOI: <https://doi.org/10.18359/rfce.3059>

**JEL:** C83, G18, N16, O16.

### Introducción

En diversas investigaciones, se señaló la importancia de la fuga de capitales locales al exterior en Argentina durante la etapa de valorización financiera del capital (1976-2001) (Basualdo, 2006; Basualdo y Kulfas, 2000). En ese periodo, la salida de excedente económico en el país fue simultánea a un proceso de creciente endeudamiento externo, tanto estatal como privado. La estrecha e interdependiente relación entre ambas variables fue una de las características que adoptó en la Argentina el modelo neoliberal, junto con los procesos de desregulación (“re-regulación”) económica, apertura comercial, privatizaciones de empresas públicas y flexibilización laboral (Azipiazu, 2003).

Tras el colapso del régimen monetario de la convertibilidad en 2002<sup>1</sup> y del régimen de valorización financiera,<sup>2</sup> se verificó un cambio en el patrón de

---

1 Entre el 1 de abril de 1991 y el 6 de enero de 2002, rigió en la Argentina la Ley de Convertibilidad (N.º 23.928), que establecía que la base monetaria de la economía debía ser igual a la cantidad de dólares que existieran en el país. A pocos meses de implementarse este régimen, se produjo una rápida estabilización de los precios, pero conllevó notorias disparidades en la dinámica de los precios y de las rentabilidades relativas de la economía, con un claro sesgo “antiindustrial”, que coadyuvó a la crisis en 2001 y dio inicio al denominado proceso de “posconvertibilidad”.

2 Arceo y Basualdo (1999) entienden la valorización financiera como “la colocación de excedente por parte de las grandes firmas en diversos activos financieros (títulos, bonos, depósitos, etc.) en el mercado interno e internacional. Este proceso, que irrumpe y es predominante en la economía argentina

acumulación ratificado en los gobiernos kirchneristas. Durante esta etapa, con dos ciclos (2003-2007 y 2008-2015) marcados por factores políticos (conflicto por la apropiación de la renta agrícola) y económicos (irrupción de la crisis internacional, agotamiento de la capacidad ociosa local, etc.), el tipo de intervención del Estado en la economía, el bloque de poder y la dinámica de generación y distribución del excedente económico sufrieron modificaciones de peso respecto de la dinámica que tuvieron durante el modelo neoliberal. Más allá de este elemento, la fuga de capitales permaneció como un rasgo estructural del comportamiento macroeconómico argentino.

En efecto, durante el primer ciclo (2003-2007) de gobiernos kirchneristas, el drenaje de divisas fue *in crescendo*, pero cobró otro nivel en el segundo ciclo (2008-2015), lo que contribuyó a erosionar la holgura externa con la que había funcionado la

---

desde fines de la década de los setenta, se expande debido a que las tasas de interés, o la vinculación entre ellas, supera la rentabilidad de las diversas actividades económicas, y a que el acelerado crecimiento del endeudamiento externo posibilita la remisión de capital local al exterior al operar como una masa de excedente valorizable y/o al liberar las utilidades para esos fines” (p. 41). El mecanismo de la valorización financiera consistió en que la deuda externa (y específicamente la deuda del sector privado) aumentara decisivamente, porque el núcleo central del nuevo patrón de acumulación estuvo basado en renta financiera que realizó el capital oligopólico local (grupos económicos locales y capitales extranjeros radicados en el país). Se trató de un proceso en el cual las fracciones del capital dominante contrajeron deuda externa que fue colocada en activos financieros en el mercado interno (títulos, bonos, depósitos, etc.) para apropiarse excedente a partir de la existencia de un diferencial positivo entre la tasa de interés interno e internacional y, posteriormente, fugarlos al exterior estableciendo una relación estrecha entre ambas variables. A diferencia de lo que ocurría durante la segunda etapa de la industrialización sustitutiva, la fuga de capitales al exterior estuvo intrínsecamente vinculada al endeudamiento externo, ya que este último no constituyó, en lo fundamental, una forma de financiamiento de la inversión o del capital de trabajo, sino un instrumento para obtener renta financiera. Este periodo convergió con una caída de 14 puntos porcentuales de la participación asalariada en el PIB en 1976, masa de recursos que, en parte, fue derivada a la valorización financiera, aprovechando las mayores rentabilidades de este sector respecto del industrial, fuertemente agredido por la política monetaria, y económica (apertura de la economía).

balanza de pagos hasta entonces. Este fenómeno se transformó en un condicionante de primer orden durante el segundo mandato de Cristina Fernández (2011-2015), al calor del advenimiento de la restricción externa y las consecuentes medidas de política económica implementadas para frenar la caída de reservas internacionales desde ese momento (régimen de control de divisas, control de importaciones e implementación de tipos de cambio múltiples indirectos). La fuga de capitales, entonces, acentuó los problemas derivados de la estructura productiva dependiente del país y de su inserción periférica en el mercado mundial; aspectos que se agudizaron por una serie de fenómenos de carácter local e internacional (crisis del modelo energético nacional, corridas cambiarias, demora en la liquidación de exportaciones agrícolas, depresión económica mundial, recesión brasileña, entre otras) y debilitaron considerablemente las cuentas fiscales y externas hacia 2015 (Manzanelli, Barrera, Belloni y Basualdo, 2014; Schorr y Wainer, 2015).

En el marco de la centralidad que asumió este fenómeno en la economía argentina desde mediados de la década de los setenta, el presente estudio se propone estimar, por distintos métodos, el monto de la fuga de capitales girados al exterior en el periodo de 2002 a 2015 e identificar su naturaleza, señalando las similitudes y diferencias con las que operó durante la valorización financiera. A su vez, dentro de las recientes modificaciones sufridas en la economía política argentina desde diciembre de 2015, se pretende analizar su evolución durante los primeros dos años y medio de la gestión del Gobierno de Cambiemos.

Para realizar esta tarea, el trabajo se organiza del siguiente modo: después de esta introducción, en el segundo apartado se presenta, de manera sintética, la dinámica y lógica que asumió la fuga de capitales en el patrón de acumulación iniciado durante la dictadura cívico-militar en 1976 que se extendió hasta 2001. El siguiente segmento se divide en tres partes en las que se investigan: a) el volumen de la fuga de capitales en el periodo de 2002 a 2015, b) las formas “no convencionales” y los protagonistas del fenómeno durante ese periodo y c) la diferencia en la naturaleza de la fuga en relación con la etapa

de valorización financiera. El cuarto acápite traza un breve cuadro de la dinámica y lógica de la fuga de capitales durante los primeros 18 meses de gestión de Cambiemos. Finalmente, a modo de balance y conclusiones, se presentan algunas hipótesis que explican la fuga de capitales durante los ciclos de gobiernos kirchneristas y la nueva lógica inauguradas por el Gobierno de Mauricio Macri.

## Aportes teóricos de la fuga de capitales

Para estudiar el fenómeno de la fuga de capitales, las interpretaciones ortodoxas hacen hincapié en la racionalidad económica relativa a la optimización de la cartera de inversiones de los agentes. Para resumir estos argumentos, resulta útil recuperar a Schneider (2003), quien, en estudios de corte empírico, asume que la fuga de capitales se explica por el grado de confianza de los empresarios y de los hombres de negocios en una economía, vinculada, entonces, a la incertidumbre. Siguiendo esta línea de razonamiento, de acuerdo con Medina, existen tres grupos de factores que explican la fuga de capitales:

El riesgo asociado al vínculo inflación-tipo de cambio, el riesgo político y los móviles impositivos. Se cree que en general los inversionistas deciden dónde invertir evaluando los diversos activos desde el punto de vista de riesgos y de tasas de retorno. Por ende, se asume a menudo que la fuga de capital ocurre cuando las tasas de retorno de la inversión doméstica son bajas en relación con las disponibles en el extranjero. Esto puede conducir a la dolarización —sustitución gradual del dinero doméstico en circulación por una moneda o un grupo de monedas fuertes— dentro del país. (2005, p. 31)

En general, las posiciones ortodoxas ponen el acento en la ausencia de políticas macroeconómicas “sanas” (prudencia fiscal, desregulación laboral y de precios, privatizaciones, apertura comercial, entre otras) como la causa principal del fenómeno de la fuga de capitales.

Por otro lado, desde una mirada poskeynesiana, Epstein (2009) destaca el poder político que ejercen los grupos económicos cuando fugan capitales, al condicionar la cuantía de divisas disponibles en la economía y en el nivel de inversión en una relación con los gobiernos de turno que puede ser más o menos próxima de acuerdo con el grado de regulación que estos establezcan sobre los movimientos de capitales.

Retomando los argumentos de autores marxistas y estructuralistas, como Baran (1975), Furtado (1978) y Prebisch (1981), para ellos el eje de la fuga de capitales en los países del tercer mundo obedecía a sus características histórico-productivas. Las fuentes rentísticas del excedente económico, la extranjerización de las franjas más modernas del aparato productivo y la imitación por parte de las élites locales de los patrones de consumo del centro daban cuenta de la exteriorización de la riqueza en América Latina. Ello se expandió con el giro regulatorio neoliberal, que facilitó los mecanismos para operar en los mercados bursátiles (sobre todo de empresas, pero también de personas físicas), eliminó los controles cambiarios e incorporó numerosos instrumentos financieros de creciente sofisticación (*swaps*, futuros, opciones, entre otros) (Chesnais, 2001; Duménil y Lévy, 2007).

Para el estudio del caso argentino, en los estudios convencionales, se ha insistido en el carácter volátil de la economía argentina, ya que las permanentes oscilaciones cambiarias, regulatorias, institucionales, etc., habían dado lugar a una permanente incertidumbre, que alentó la salida de capitales como mecanismo de protección de activos (Gerchunoff y Llach, 2003).

Con un enfoque similar, otros autores han analizado empíricamente la sustitución de activos nominales por divisas en contextos de inflación, en lo que se ha denominado un efecto Tobin perverso (Burdisso, Corso y Katz, 2013). En síntesis, dado que la inflación erosiona el ahorro en moneda local, en vez de reemplazarla por inversión, la opción más segura de reservar valor ha sido la compra de moneda extran-

jera, no solo debido a un alto rendimiento esperable (por efectos de las recurrentes devaluaciones), sino también a su necesidad para transar el otro activo usualmente empleado para este propósito: los inmuebles. En la misma línea, se inscriben trabajos que hacen hincapié en la falta de alternativas de inversión (O'Connor, 2013).

Por otro lado, algunas explicaciones heterodoxas recientes han hecho hincapié en la importancia de la evolución de los precios de los *commodities* de exportación y el carácter rentístico de los sectores generadores de divisas en el país, lo que explica la elevada formación de activos externos (Médici, Panigo, Garriz y Gallo, 2012).

Otro conjunto de investigaciones dieron cuenta de mecanismos mundiales para entender el fenómeno (como el fraude en el comercio exterior, la proliferación de mecanismos de *offshore banking*, los precios de transferencia, etc.) (Gaggero, Rua y Gaggero, 2015; Grondona y Burgos, 2015), así como de factores asociados a la inestabilidad y la restricción externa:

En Argentina los episodios de fuga de capitales más relevantes se han producido en los periodos previos a las grandes devaluaciones que experimentó el país durante los últimos 40 años (1975, 1981-1982, 1989, 2001), en una economía marcada por la “escasez crónica de divisas”. La salida de capitales tuvo lugar en contextos de déficit comercial, fuerte caída en el nivel de las reservas externas, imposibilidad de acceder a los mercados internacionales de crédito y, como consecuencia de lo anterior, de una fuerte desconfianza por parte de los agentes económicos más poderosos —grandes empresas e individuos de alto poder adquisitivo— de la capacidad del Estado para sostener en el tiempo el valor de la moneda. (Gaggero, Gaggero y Rúa, 2015, p. 86)

Como se advierte, la centralidad del tipo de cambio y las expectativas de devaluación no escapan a este tipo de análisis (De Lucchi, 2014).

Las argumentaciones ortodoxas tienen un poder explicativo al mencionar la inestabilidad como factor condicionante del fenómeno. Asimismo, el análisis de la dolarización de la cartera en el país resulta un aspecto igualmente destacable para contextualizar la fuga; sin embargo, estos análisis ponen el acento en aspectos como la necesidad de elevar la tasa de interés o depreciar el tipo de cambio para atender el fenómeno de la fuga. Las propuestas heterodoxas aparecen más robustas al incorporar fenómenos como el poder de los agentes y las condiciones histórico-productivas del país (el carácter rentístico de los generadores de divisas).

Como se mostrará en adelante, la fuga de capitales se comporta de forma relativamente independiente del tipo de cambio, de la tasa de interés, de los términos de intercambio e incluso de la inversión. En cambio, a todos los aspectos mencionados previamente cabe enmarcarlos en la puja distributiva estructural, de profunda intensidad a lo largo de la historia argentina (Basualdo, 2006; Gerchunoff y Rapetti, 2016). En efecto, los principales protagonistas del fenómeno son las grandes firmas (la cúpula empresaria de 200 firmas con más ventas del país), que han perfeccionado los métodos de coacción del poder estatal y exteriorización opaca de riqueza y reducido el potencial redistributivo del estado como la inversión (Bona, 2018; Lukin y O'Donnell, 2017).

### **La fuga de capitales durante la valorización financiera (1976-2001)**

Desde la irrupción del modelo neoliberal a mediados de la década de los setenta, el sector financiero adquirió una nueva y mayor dimensión en la economía mundial. Se verificó, entonces, una fenomenal expansión del sector no real de la economía, alentado por el giro regulatorio que facilitaba los mecanismos para operar en los mercados bursátiles (sobre todo de empresas, pero también de personas físicas), eliminaba los controles cambiarios e incorporaba numerosos productos financieros de creciente sofisticación: *swaps*, futuros, opciones, entre otros (Arceo, 2011; Chesnais, 2001; Duménil y Lévy, 2007).

Al calor de estas transformaciones, que iniciaron un proceso de eliminación de los instrumentos diseñados en Breton Woods, la fuga de capitales en los países del tercer mundo (uno de los fenómenos derivados del nuevo andamiaje financiero impulsado por el neoliberalismo) fue *in crescendo* y su dinámica comenzó a tener incidencia decisiva en el sector externo, en especial en América Latina (Kulfas, 2005). Diversos autores estructuralistas (Furtado, 1978; Prebisch, 1981) y marxistas (Baran y Sweezy, 1988; Marini, 2007) advirtieron la relevancia del drenaje de excedente desde los países periféricos a los centrales como clave del subdesarrollo desde la década de los sesenta, pero el fenómeno se intensificó cuando la crisis de la deuda externa en la región (1982-1985) evidenció la centralidad de la fuga de divisas como condicionante del (des)equilibrio en la balanza de pagos.<sup>3</sup>

En lo que atañe al caso argentino, el proyecto de clase neoliberal<sup>4</sup> se inauguró en Argentina con el

intento refundacional, políticamente represivo y socioeconómicamente regresivo de la dictadura cívico-militar durante el periodo de 1976 a 1983. En ese lapso, se ubica la génesis del nuevo patrón de acumulación<sup>5</sup> de valorización financiera que sustituyó al de industrialización por sustitución de importaciones.

En esta etapa, la deuda externa (y específicamente la deuda del sector privado) cumplió un papel decisivo, porque el núcleo central del nuevo patrón de acumulación estuvo basado en la valorización financiera que realizó el capital oligopólico local (grupos económicos locales y capitales extranjeros radicados en el país). Se trató de un proceso en el cual las fracciones del capital dominante contrajeron deuda externa que fue colocada en activos financieros en el mercado interno (títulos, bonos, depósitos, etc.) para apropiarse de excedente a partir de la existencia de un diferencial positivo entre la tasa de interés interna e internacional y, posteriormente, fugarlos al exterior estableciendo una relación estrecha entre ambas variables. De esta manera, a diferencia de lo que ocurría durante la segunda etapa de la industrialización sustitutiva, la fuga de capitales al exterior estuvo intrínsecamente vinculada al endeudamiento externo, ya que este último no constituyó, en lo fundamental, una forma de financiamiento de la inversión o del capital de trabajo, sino un instrumento para obtener renta financiera. Este proceso se sustentó en que la tasa de interés interna (a la cual se colocaba el dinero) era sistemáticamente superior al costo del endeudamiento externo en el mercado internacional (Basualdo, 2006; Frenkel, 1980).

Al dejar de ser el endeudamiento externo una forma de financiamiento de la expansión industrial y devenir en un instrumento para la obtención de renta financiera, se produjo su escisión respecto de la evolución de la economía real, tal como se verifica en la figura 1.

---

3 Entre ellos median diferencias significativas, porque durante la sustitución de importaciones predominó el deterioro de los términos de intercambio y la remisión de utilidades al exterior, mientras que durante la valorización financiera ese papel central lo tuvieron el endeudamiento externo y la fuga de capitales.

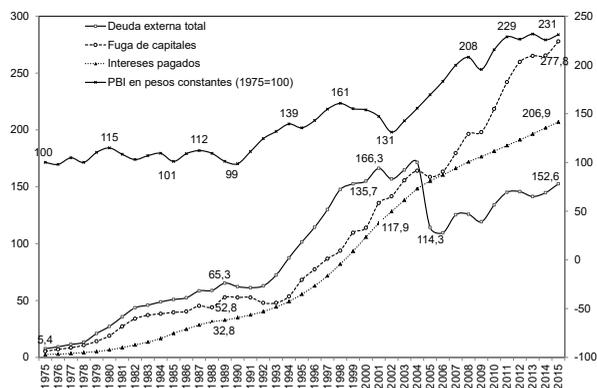
4 Esta definición se basa en las políticas aplicadas durante la valorización financiera (1976-2001), caracterizadas por una reducción del tutelaje directo del estado en el proceso de acumulación: se privatizaron derechos (educación, salud, pensiones) y empresas de servicios públicos (agua, gas, electricidad, etc.), se suprimieron regulaciones comerciales (aranceles, derechos de exportación, juntas sectoriales de incentivos a la exportación, etc.) y financieras (la reforma financiera de 1977 desreguló el mercado cambiario y financiero incorporando, *de facto*, un orden bimonetario peso-dólar, reduciendo o eliminando la banca pública y cooperativa, quitando poder de policía al Banco Central, etc.) (Cibilibis y Allami, 2010), además de alentarse la extranjerización de la banca y el aparato productivo. En Argentina, esto significó un fuerte proceso de concentración y extranjerización de la cúpula empresaria (Azpiazu, Manzanelli y Schorr, 2011), simultáneo a un conjunto de medidas tendientes a reducir el peso de los asalariados en el ingreso (Graña y Kennedy, 2008). Los procesos de precarización laboral, a través de mecanismos flexibles de contratación, junto con la elevación del desempleo y subempleo y la erosión de los sindicatos, intensificaron la heterogeneidad salarial y redujeron el salario real (Santarcángelo y Schorr, 2001). Por ello, esta etapa puede caracterizarse como un proyecto de clase, destinado a reordenar la distribución del ingreso a favor de la cúpula del

---

poder corporativo (Azpiazu y Schorr, 2010; Duménil y Lévy, 2007; Harvey, 2007).

5 Este concepto alude a la articulación de un determinado funcionamiento de las variables económicas, vinculado a una definida estructura económica, una peculiar forma de Estado y las luchas entre los bloques sociales existentes (Basualdo, 2007).

**Figura 1.** Evolución de los *stocks* acumulados de deuda externa total (pública y privada por sector residente), fuga de capitales (método residual del balance de pagos), intereses pagados y variación del PBI interanual (eje derecho), 1975-2015 (en miles de millones de dólares corrientes y PBI base 1975 = 100).



**Fuente:** Elaboración propia según datos de Instituto Nacional de Estadística y Censos (Indec) (cuentas internacionales) y Banco Mundial (BM).

Esta separación no solo trajo aparejado recurrentes crisis económicas que desencadenaron, tal como ocurrió en la economía internacional, destrucción de capital ficticio, sino que también provocó al menos dos procesos que restringieron severamente el crecimiento económico:

- La salida de divisas al exterior en concepto de pago de intereses a los acreedores externos: los organismos internacionales de crédito, los bancos transnacionales y los tenedores de bonos o títulos emitidos tanto por el sector público como por el sector privado. Al respecto, la evolución de los intereses pagados durante el periodo de 1975 a 2001 es inédita tanto por su monto, que acumuló al final del periodo USD 117 000 millones, como por su ritmo de expansión, que creció al 16% anual acumulativo.
- La fuga de capitales locales al exterior, cuya tasa de crecimiento a lo largo del periodo de 1975 a 2001 fue más reducida que el pago de los intereses devengados (13,2%), pero su monto acumulado al final del interregno llegó a USD 136 000 millones. A su vez, el ritmo

de expansión de ambas variables superó el que exhibió el *stock* de deuda externa neta pública y privada (equivalente a la deuda externa bruta menos las amortizaciones) que evolucionó al 12,5% anual acumulativo y alcanzó a USD 166 000 millones en 2001. En el mismo periodo, el producto interno bruto (PIB) se expandió a una tasa de apenas el 1,5% anual acumulativo medido en moneda constante.

De este modo, las evidencias empíricas tienden a refutar el supuesto con el que se realizaron las reformas neoliberales que asumían que el ahorro externo en forma de endeudamiento eran condición para generar un crecimiento de la actividad económica.

Esta masiva transferencia de excedente al exterior no se originó de una reducción en la rentabilidad de los bancos y otras entidades financieras, ya que estos últimos no crean valor por sí mismos, sino que lo apropian de otros sectores de la economía real. En rigor, provino de la regresiva redistribución del ingreso en contra de los asalariados que puso en marcha la dictadura cívico-militar desde el mismo momento del golpe del 24 de marzo de 1976. Se trataba de uno de los fundamentos constitutivos del neoliberalismo: incrementar la tasa de ganancia del capital a partir del debilitamiento de la clase trabajadora, a partir de un conjunto de políticas económicas tales como la reestructuración del mapa productivo (desindustrialización) y su consecuente incremento en los niveles de desocupación y subocupación de la mano de obra, la precarización laboral (tercerizaciones, empleo precario, contratos a tiempo parcial, etc.), así como la privatización de derechos sociales (salud y educación públicas, acceso a servicios públicos, seguridad laboral, jubilaciones y pensiones, etc.) (Basualdo, 2006; Harvey, 2007).

Después de ese periodo, que sentaría las bases del nuevo régimen de acumulación durante la década de los ochenta, las crisis económicas reforzaron tanto la desindustrialización del aparato productivo como el deterioro de las posiciones fiscal y financiera del Estado, además de intensificar la caída en las condiciones de vida de los sectores populares que estallaron con la hiperinflación de 1989 (Graña y Kennedy, 2008).

Tal como muestran las evidencias de la tabla 1, el periodo de valorización financiera se trató de una etapa que, con distinta intensidad, estableció una dinámica estructural de fuga de capitales que alcanzó el 3,4 % del PIB y el 36,7 % de las exportaciones, con máximos de salidas de capitales del sistema formal equivalentes a casi cinco puntos del producto y a la mitad de las exportaciones registradas en el periodo de 1976 a 1983. Vale mencionar que el lapso de convertibilidad contó con dos etapas bien diferenciadas en materia de fuga de capitales: la primera, en los albores del proceso, con un saldo neutro producto del formidable proceso de transferencia de activos públicos al sector privado que implicó un importante ingreso de recursos al país que tenían en el exterior las distintas fracciones del capital (grupos locales, acreedores externos y capital extranjero) que adquirieron estas compañías. Este proceso se advierte en la figura 1 con la pendiente más plana de fuga de capitales. La segunda etapa, que se originó con la ruptura de las asociaciones entre las fracciones locales, y externas del capital en torno de las empresas privatizadas (“comunidad de negocios”) y la venta de las tenencias accionarias de los grupos locales al capital extranjero y su posterior fuga, redundó en una masiva salida de recursos y les permitió a estos actores posicionar parte de sus activos en divisa resguardándose ante el posible quiebre de la convertibilidad (Azpiazu, 2003; Azpiazu y Schorr, 2010; Basualdo, 2011). En esta segunda etapa de la convertibilidad, que se inició a mediados de la década de los noventa, los recursos fugados alcanzaron niveles similares a los de la dictadura: cuatro puntos del PIB y casi el 50 % de las exportaciones del periodo.

**Tabla 1.** Incidencia relativa de la fuga de capitales en el PBI y las exportaciones a partir del método residual de balance de pagos, 1976-2001 (en porcentajes)

	Fuga/PBI	Fuga/exportaciones
1976-1983	5,2	53,2
1984-1989	3,0	32,8
1990-2001	2,4	27,7
1990-1994	0,0	-0,8
1995-2001	4,1	48,1
1976-2001	3,4	36,7

**Fuente:** Elaboración propia según datos del Indec y BM.

La intensificación de la fuga de capitales en 2001 (en el orden de los USD 30 000 millones [Comisión Especial Investigadora de la Cámara de Diputados, 2001]), que devino en la última corrida cambiaria contra el peso y fue protagonizada, principalmente, por los grupos económicos locales, selló el fin de la paridad cambiaria al drenar las reservas del Banco Central, al mismo tiempo que los acreedores externos cerraban el financiamiento que sostenía la convertibilidad (después de las renegociaciones derivadas del canje de deuda pública en 2001, denominado megacanje) (Wainer y Barrera, 2017). Esta corrida que finalizó en el estallido de la valorización financiera tuvo entre sus principales causas la profundización de la recesión económica iniciada en 1998, la devaluación de la moneda brasileña en 1999 que agudizó la apreciación cambiaria bilateral, el deterioro de los términos de intercambio y, por último, la perspectiva de que el modelo estaba por colapsar ante la falta de financiamiento externo. A estos elementos cabe agregar la irrupción, luego de décadas de relegamiento, de los sectores populares en el centro del debate y la consecuente resolución del conflicto social (en los que las jornadas del 19 y del 20 de diciembre de 2001 marcaron el cenit de la protesta polifacética de las clases subalternas). No resulta casual que una de las primeras medidas que posteriormente caracterizarían el periodo de posconvertibilidad<sup>6</sup> sería la cesación de pagos de la deuda externa, que significaba tanto una necesidad

6 La conceptualización que en este artículo se realiza sobre posconvertibilidad es meramente temporal, dentro de la cual se inscriben procesos y políticas disímiles entre sí. En este sentido, la posconvertibilidad se inició el 6 de enero de 2002, con la ruptura de la convertibilidad y tuvo una etapa de “transición” hasta 2003. En la segunda etapa, que temporalmente transcurre entre 2003 y 2015 sobre la base de algunas políticas implementadas en la transición (congelamientos tarifarios, derechos de exportación, tipo de cambio real elevado, por mencionar algunos), los gobiernos de Néstor Kirchner y Cristina Fernández desarrollaron una política con mayor intervención del Estado. Finalmente, el último subperiodo analizado, 2016-actualidad, se inicia con el Gobierno de la alianza Cambiemos que implementó políticas de corte neoliberal en las que desandó las regulaciones implementadas por el kirchnerismo (regulaciones de la cuenta capital, de comercio exterior, etc.) y aplicó un programa económico de ajuste con claros sesgos regresivos en materia de redistribución del ingreso (dejando de cobrar impuestos o

para la recuperación de las cuentas del Estado como una demanda de los sectores populares en el marco de su inédita pauperización.

## La fuga de capitales en la posconvertibilidad (2002-2015): misma dinámica, nueva naturaleza

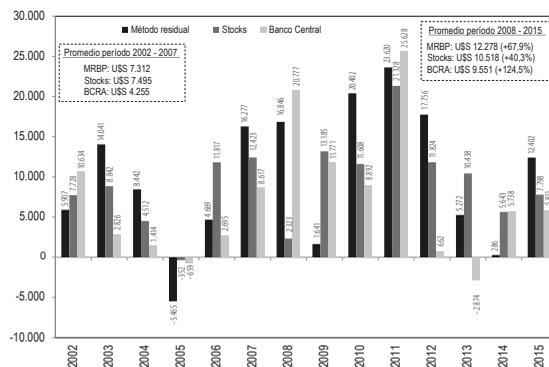
### El volumen del excedente económico transferido al exterior

A partir de la disolución de la valorización financiera, emergió un nuevo régimen de acumulación, caracterizado, inicialmente, por una fuerte recuperación de los sectores productores de bienes y un mayor tutelaje del Estado en diversos sectores de la economía (regulación tarifaria a través de la sanción de la Ley de Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario (N.º 25.561), expansión de los programas de transferencia de ingresos, manejo del tipo de cambio y control de movimientos de capitales, entre otros), en el marco de una masiva transferencia de ingresos del trabajo al capital posdevaluación (Manzanelli y Basualdo, 2017). Si bien existieron cambios relevantes en el patrón de acumulación, una constante de este periodo fue la persistencia de la fuga de capitales.

En lo que atañe al volumen de esta variable, cabe indicar que existen diversos métodos para estimar la fuga, y cada cual exhibe ventajas y desventajas (véase anexo). Teniendo en cuenta esta situación, para tener una visión lo más amplia posible del fenómeno a lo largo de la posconvertibilidad, se utilizarán estimaciones a partir de tres métodos: a) el método cambiario del Banco Central, b) el método residual de la balanza de pagos y c) el de *stocks* que es estimado por el Ministerio de Hacienda y figura en la posición de inversión internacional (Indec). La figura 2 sintetiza los resultados globales obtenidos por las distintas estimaciones durante el periodo de 2002 a 2015, distinguiendo a su vez entre las dos etapas económicas y políticas que se desplegaron durante la posconvertibilidad. Se trata, como se mencionó

en la introducción, de los periodos de 2002 a 2007 y de 2008 a 2015 que tienen como punto bisagra dos procesos económicos y políticos. El primero, la crisis internacional que tuvo su epicentro en 2008 en los Estados Unidos con sus posteriores repercusiones en Europa y en el principal socio comercial de Argentina, Brasil, y que impactó localmente a través del comercio externo. Mientras que el segundo se inició con el conflicto agrario en 2008, que condujeron los grandes terratenientes pampeanos para frenar la implantación de derechos de exportación móviles a la exportación de soja que agudizó la puja distributiva entre el capital y el trabajo en la Argentina.

**Figura 2.** Fuga de capitales según el método residual de la balanza de pagos (MRBP), el método de *stocks* y el método balance cambiario del Banco Central de la República Argentina (BCRA), 2002-2015 (en millones de dólares).



**Fuente:** Elaboración propia según datos del Centro de Economía Internacional (CEI), el BCRA y el Indec.

Las evidencias de la figura 2 ponen de manifiesto como fenómeno básico que, más allá de sus diferencias, la fuga de capitales alcanzó niveles notablemente relevantes. Así, si se contabilizan las transferencias al exterior acumuladas por este concepto, se comprueba que en los catorce años considerados (2002-2015) llegaron a USD 142 098 millones por el método residual, mientras que por el cálculo de *stocks* alcanzó USD 129 119 millones y USD 101 932 de acuerdo con el método cambiario del Banco Central. Por otra parte, en todas las estimaciones

derechos de exportación a los sectores de mayor capacidad contributiva).

consideradas, los promedios anuales durante la segunda etapa de los gobiernos kirchneristas son manifiestamente más elevados: el 68 % en el caso del método residual, el 40 % en el de *stocks* y el 124 % para el cálculo del Banco Central.<sup>7</sup>

Dadas estas magnitudes, resulta indiscutible que la masiva fuga de capitales verificada entre 2008 y 2015 se transformó en uno de los elementos críticos de la economía política argentina, al deteriorar la posición cambiaria y externa por la reducción sistemática de la disponibilidad de divisas y, al mismo tiempo, deteriorar las posibilidades de crecimiento mediante la reducción de la inversión productiva como de los ingresos fiscales.<sup>8</sup>

Profundizando en el análisis, se percibe que este fenómeno se consolidó porque comenzaron a acentuarse las tendencias que alertaban sobre el agravamiento de la situación de la balanza de pagos, en especial desde el segundo semestre de 2011, en el marco de la agudización del proceso de restricción externa de la economía, al calor del deterioro de los términos de intercambio, la cancelación regular de intereses y compromisos de deuda externa, el déficit comercial del complejo energético y la fuerte elasticidad producto de las importaciones (como resultado del carácter dependiente de la estructura

productiva argentina (Barrera, 2013; Schorr y Wainer, 2015; Manzanelli et al., 2014).

Asimismo, debido a los importantes alcances en términos absolutos, la fuga de capitales tuvo un impacto negativo igualmente trascendente en las diferentes variables macroeconómicas que afectó el crecimiento del producto bruto. Cabe mencionar que existieron diversos conflictos entre el Gobierno y los sectores dominantes que se expresaron, entre otros elementos, en la menor liquidación de la cosecha agropecuaria, cuyo objetivo consistía en forzar una devaluación de la moneda doméstica. Esta estrategia agravó todavía más la situación externa.

Otro de los impactos negativos de la fuga estuvo asociado a la menor inversión productiva, en la medida en que la contracara de la salida de capitales no es el consumo de los sectores de altos recursos, sino la menor formación de capital. Finalmente, no menos importante fue su incidencia sobre los ingresos fiscales, en tanto una proporción mayoritaria de la fuga consiste en recursos no declarados ante el fisco. De hecho, si se confronta la fuga con el PBI, se constata que los activos extraídos de la economía nacional fueron sumamente importantes: en promedio, en el periodo de 2002 a 2015, alcanzaron el 3,3 % (método residual), el 3,1 % (*stocks*) y el 2,5 % (Banco Central) del valor agregado anual; con el agravante de que se trató de divisas necesarias para robustecer el sistema financiero (reservas) o cancelar compromisos externos (importaciones o endeudamiento en moneda extranjera) (tabla 1).

Al considerar sendas etapas del kirchnerismo, se presenta una paradoja, ya que, a diferencia de la situación de la fuga en montos absolutos, ahora es el segundo de los periodos (2008-2015) el que exhibe una menor incidencia relativa en todas las formas de medición. Esto se debió en parte a que el PBI en dólares cayó a un tercio de su valor entre 2001 y 2002 por efectos de la devaluación, fenómeno que también se aplica, incluso con mayor repercusión, sobre las inversiones, mientras que los precios de los *commodities* de exportación argentinos iniciaban un ciclo de auge que se revertiría (con la excepción de la caída de 2009), recién a mediados de 2012. También, a que el retorno a los problemas del es-

7 Las evidencias resultan consistentes con los datos obtenidos por Kar y Freitas (2012), en las que el promedio de drenaje anual de recursos fugados para Argentina entre 2001 y 2010 fue entre USD 9500 y USD 10 500 millones, como también por las elaboradas por otros autores (Gaggero, Casparrino y Libman, 2007; Gaggero, Kupelian y Zelada, 2010; Gaggero, Rua y Gaggero, 2013).

8 Si bien tal como se advierte en la figura 2 el año 2007 refleja una elevada fuga de capitales por los tres métodos mencionados, se incorpora este año en el primer bloque debido a que en este caso el fenómeno está asociado fuertemente al proceso electoral. La única fuente que permite desagregar los datos por mes (BCRA) señala que hasta junio el promedio mensual de la formación de activos externos fue inferior a los USD 50 millones. Sin embargo, entre julio y octubre de 2007 (mes electoral), se fugó el 83 % del total de ese año, y el valor ascendió a USD 1783 mensuales para luego descender a menos de un tercio en noviembre y diciembre. Hubo que esperar hasta abril de 2008, en el marco del conflicto por la apropiación de la renta agraria desatado en marzo, para que se diera inicio a un nuevo ciclo político económico que fue simultáneo al sostenido proceso de fuga de capitales.

trangulamiento externo, clásica en la literatura económica argentina (Braun y Joy, 1981; Diamand, 1972), tuvo su correlato, a partir de 2008, en una gama de políticas macroeconómicas destinadas a enfrentar el deterioro de la posición de la balanza de pagos, tales como la administración del mercado de divisas que avanzó a partir de 2011,<sup>9</sup> medidas arancelarias y paraarancelarias para limitar las importaciones, la creación de instrumentos financieros de ahorro e inversión que buscaban captar dólares a través del blanqueo de capitales (Certificado de Depósitos para Inversión [Cedin], Bono Argentino de Ahorro para el Desarrollo Económico [Baade]<sup>10</sup>), la obligatoriedad de liquidar el 100 % de las divisas para sectores que antes tenían ciertas exenciones (minería e hidrocarburos), negociaciones con el capital extranjero para disminuir el giro de utilidades al exterior, entre otras.

Finalmente, si se comparan estos valores con la situación durante la convertibilidad, se observan proporciones similares: mientras que el promedio anual de fuga/PBI durante la convertibilidad (1991-2001) fue de entre el 2,9 % (método residual) y el 1,9 % (*stocks*), en la posconvertibilidad se fugó una proporción similar aunque con un producto significativamente mayor, lo que implicó una salida de capitales mucho más elevada en términos absolutos.

9 Los controles comenzaron con la Resolución N.º 3.210 de la AFIP en octubre de 2011, que establecía que las operaciones de compra de moneda extranjera debían tener autorización de ese organismo. En febrero de 2012, se dictaminó que las empresas no podían comprar divisas para girar regalías o dividendos. En marzo, se bloqueó el acceso a divisas en cajeros del exterior que no tuvieran depósitos en moneda extranjera, luego se eliminó la opción de tenencia personal de divisas para atesoramiento. Posteriormente, se restringió el acceso a divisas para salidas al exterior y se impusieron impuestos a quienes compraban en el extranjero. En simultaneidad a estas medidas, el dólar ilegal fue distanciándose significativamente del oficial. Por último, desde inicios de 2014, se flexibilizó la restricción a la compra de divisas para atesoramiento para personas físicas, vinculado a su ingreso declarado ante la AFIP, con el cobro de una percepción anticipada de impuestos del 20 % sobre el valor adquirido.

10 En mayo de 2013, el Gobierno lanzó el Certificado de Depósito para Inversión (Cedin) que buscaba captar divisas para ser utilizadas en operaciones inmobiliarias y el Bono Argentino de Ahorro para el Desarrollo (Baade) que estaba destinado a inversiones en el sector energético.

**Tabla 2.** Incidencia relativa de la fuga en el PBI, las exportaciones y la inversión según los diferentes métodos de estimación, 2002-2015 (en porcentajes)

	Método residual	<i>stocks</i>	Banco Central
<b>Fuga/PBI</b>			
2002-2015	3,3	3,1	2,5
2002-2007	4,3	4,3	2,9
2008-2015	2,5	2,2	2,2
<b>Fuga/exportaciones</b>			
2002-2015	18,3	17,1	13,2
2002-2007	20,0	19,9	12,4
2008-2015	17,1	15,0	13,8
<b>Fuga/inversiones</b>			
2002-2015	20,7	19,4	15,6
2002-2007	28,4	27,7	19,2
2008-2015	15,0	13,2	12,9

**Fuente:** Elaboración propia según datos del CEI, el BCRA y el Indec.

Por otra parte, también es relevante tener en cuenta la comparación de las exportaciones con la fuga, ya que constituye una variable de singular importancia para asegurar la provisión de divisas que hace posible la expansión de la economía real, una vez que la deuda externa dejó de cumplir esa función para garantizar la valorización financiera en ese patrón de acumulación. Así, en promedio, durante el kirchnerismo la incidencia de la fuga es igualmente trascendente al oscilar entre el 18,3 % (método residual) y el 13,2 % (Banco Central), ubicándose en una situación intermedia la estimación del *stock* (17,1 %). En este caso, el coeficiente es mayor en la primera etapa del kirchnerismo, salvo en la estimación del Banco Central, ya que, a la inversa de lo que ocurre con el PBI, la apreciación del peso vigente en la segunda de ellas no influye porque ambas variables operan en dólares. La comparación de estos datos con los de la tabla 1 permite mencionar dos elementos. En primer lugar, si bien fue relevante, la incidencia relativa de la fuga de capitales en la posconvertibilidad es levemente menor de la valorización financiera, si se analizan en relación con el PIB: el 3,4 % contra el 3,3 % (comparando el método residual). En segundo lugar, que medido

sobre las exportaciones, la incidencia en esta última etapa (2002-2015) fue la mitad, lo que expresa el elevado valor de las exportaciones, desde la salida de la convertibilidad, no solo por el efecto precio, sino también por el aumento de las cantidades.

Finalmente, la otra variable trascendente de confrontar con la fuga es la inversión. Tal como lo indican las evidencias empíricas, en esta ocasión la incidencia relativa de la fuga oscila entre el 16 y el 21 % de la inversión, de modo que es mayor su impacto en la primera etapa del kirchnerismo, debido a que en la siguiente operaron, como se verá a continuación, otras formas de fuga de capitales.

### **Los protagonistas y las modalidades adicionales de la fuga de capitales durante la posconvertibilidad**

Una de las modalidades tradicionales de la fuga de capitales durante la industrialización sustitutiva fue la sobrefacturación de importaciones y subfacturación de exportaciones. Es dable asumir que, en el marco del retorno al crecimiento de la economía real con apertura externa, la fuga mediante los precios de transferencia probablemente haya sido significativa, aunque no se disponen de evidencias sobre este fenómeno. Además, durante el periodo analizado, y principalmente luego de la implementación de las restricciones cambiarias en 2011, se potenciaron o cobraron forma nuevas modalidades de fuga por parte de las firmas oligopólicas; una de ellas consistió en girar divisas al exterior para pagar elevadas consultorías a empresas vinculadas. Solo como una aproximación que considera los “servicios financieros”, “servicios de informática y de información”, “regalías y derechos de licencia” y “otros servicios empresariales”, se desprende de esos ítems del balance de pagos publicado por el Indec que se elevó significativamente la relación de servicios vinculados a este mecanismo sobre el total de importaciones del país: pasó de representar entre el 7,4 % en el periodo de 2002 a 2007 y el 7,9 % en el periodo de 2008 a 2011 al 9,3 % desde las restricciones implementadas en el mercado de cambios (2012-2015), con un volumen anual promedio de USD 6686 millones frente a USD 3401 millones anuales de los diez años previos.

En este contexto, es relevante mencionar que, no solo hubo otras formas de fuga de capitales, sino que las tradicionales fueron predominantes durante la segunda etapa del kirchnerismo. Al respecto, se destaca que hasta 2011 se elevó de manera sustancial la demanda de divisas en el mercado oficial, y que la mayor parte de esa demanda se materializó a través de la compra de billetes, lo cual expresó la intención de los sectores de mayores ingresos por radicar sus recursos dolarizados por fuera del sistema ante las expectativas de devaluación (en un contexto de aceleración del ritmo inflacionario, aun con superávit fiscal primario y financiero, al menos hasta 2011).

En efecto, en el periodo que se extiende entre 2007 y 2011, se produjeron seis corridas contra el peso, a través de la demanda de dólares, que redujeron el nivel de reservas internacionales del BCRA (Zaiat, 2012), lo que, en combinación con el uso de estas últimas para cancelar compromisos externos y la emergencia del déficit energético,<sup>11</sup> derivó en una fuerte presión sobre el tipo de cambio y le quitó capacidad de regulación a la autoridad monetaria después de varios años de acumulación sostenida de reservas. Las corridas se produjeron en etapas muy especiales del proceso político social del país: las elecciones presidenciales locales y el estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* en los Estados Unidos en 2007, la crisis por la apropiación de la renta agrícola y el advenimiento de la crisis internacional (2008-2009), y en especial, las elecciones presidenciales de 2011. Después de octubre de ese año electoral, cuando el oficialismo obtuvo la holgada reelección de Cristina Fernández, la cartera económica se encaminó a detener la fuga de divisas cursadas por el mercado cambiario mediante la implementación escalonada de varios controles cambiarios, que se refleja en la disminución de la fuga medida por este método en 2012 y 2015 (figura 2).

---

11 El impacto del sector energético en la macroeconomía fue a través de la pérdida de alrededor de USD 12 500 millones. Ese resultado comercial se alcanza al comparar los USD 6000 millones que aportaba en 2006 como excedente entre compras y ventas al exterior con los USD 6500 millones de déficit de 2014.

Para el análisis de este proceso de dolarización de la cartera de inversiones en el exterior, en este contexto en el que la autoridad monetaria restringió la adquisición de dólares por el mercado único y libre de cambios, vale tomar como referencia la adquisición del denominado dólar “contado con liquidación”. Es relevante dar cuenta de estos valores porque explican parte de las ganancias no reinvertidas durante estos años de las fracciones del capital predominantes en la economía local. El análisis de las operaciones de los principales bonos del Estado argentino y de las acciones locales que cotizan en la bolsa de Nueva York permite aproximar la variación de los flujos de “contado con liquidación” luego de las restricciones a la compra de divisas instaladas en 2011.<sup>12</sup>

En efecto, según la figura 3, se puede advertir el notable incremento que tuvo este tipo de operaciones luego de implementadas las restricciones (2012-2015). Pese a las variaciones registradas entre 2003 y 2011, los niveles promedio oscilaron en torno al valor del año base (2003 = 100). Sin embargo, ante los controles establecidos por el Banco Central, se evidenció una clara expansión en 2012 que alcanzó tres años después un volumen de operaciones 2,5 veces superior al registrado en 2011.

Incluso, un análisis más detallado permite sostener que, con sus más y sus menos, esta es una operatoria característica de la época realizada por el poder económico de la Argentina. De hecho, hasta 2011, año en que las curvas muestran un “efecto espejo”, las evidencias indican una elevada correspondencia entre el “contado con liquidación” y la fuga de capitales registrada por el BCRA, con una definida tendencia anticipatoria del ciclo por parte de la fuga. Es decir, hasta 2011, este tipo de operatoria era la “rueda auxiliar” de la principal modalidad de la

fuga que consistía en la compra directa de dólares, pero desde el 2012, en un contexto de un mercado de cambio regulado, deviene como el principal instrumento financiero para dolarizar la cartera de inversiones.

Como se mencionó, el análisis de esta modalidad es relevante en la medida en que se inscribe en un proceso de financiarización de la economía, en la que las grandes firmas relegan la inversión en activos físicos o productivos para pasar a hacerlo en opciones financieras, lo que afecta el potencial de la capacidad instalada de la economía.<sup>13,14</sup>

Resulta evidente que toda esta gama de modalidades de fuga de capitales dio como resultado una ingente masa de recursos dolarizados en el exterior, oficialmente observable a través de la evolución de la fuga de capitales por el método de *stocks*, previamente mencionado. Simultáneamente, a lo largo de estos años, se hizo pública una serie de denuncias e investigaciones sobre un amplio universo de operaciones de extracción de recursos del sistema financiero empleadas por residentes argentinos: el hallazgo de una guarida financiera en el Banco BNP Paribas que administraba cuentas no declaradas por unos USD 904 millones en 2007; la denuncia del exasesor del Banco J. P. Morgan, Hernán Arbizu, sobre otras cuentas no declaradas en el exterior que administraba esa entidad, por unos USD 5000 millones en 2008; la divulgación por parte del Banco Central de los compradores de divisas en 2008 y 2009 (realizada en el Mercado Único y Libre de

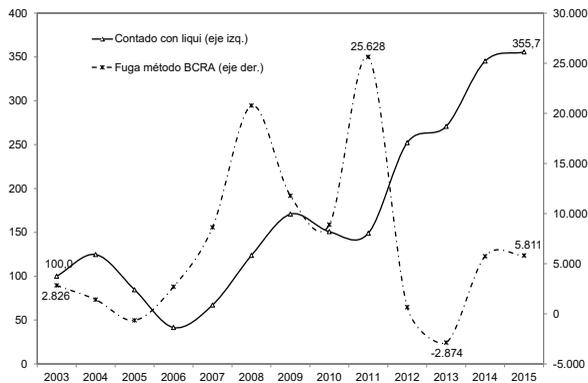
12 Para construir este dato, se utilizó información de la Bolsa de Comercio. A través de informantes calificados, se estableció que los bonos y las acciones más utilizados para “contado con liqui” fueron (por sus siglas): AA17, DICA, TVPY, RG12, RO15, AY24, GGAL, PAMP, APBR, TS e YPF, dado que se cotizan en dólares en las bolsas de Buenos Aires y Nueva York. El índice se construyó a partir de la suma de las operaciones diarias realizadas en el año y se calculó un promedio simple entre los activos financieros considerados.

13 Es interesante retomar lo que sostiene Serafati (2001) sobre el estudio de empresas en Francia en la década de los ochenta: “El examen de los datos de las cuentas nacionales sobre el origen y la aplicación de los recursos financieros de las empresas muestra que fue precisamente en 1982 cuando comenzó el muy rápido crecimiento de las compras de activos financieros [...]. Entre 1982 y 1989 la proporción de inversiones productivas, en la asignación de recursos de las empresas francesas, pasó del 76 % al 47 %, y las adquisiciones de activos financieros pasaron del 2,9 % al 35,0 %”.

14 Cabe aclarar que la estrategia del “contado con liquidación” no implica salida de divisas del país, sino dolarización de los portafolios, dado que se trata de la compra con pesos de activos financieros que cotizan en el exterior y que luego se venden en dólares en el extranjero (de modo que son pagados por residentes del extranjero).

Cambios<sup>15</sup>), por unos USD 15 000 millones; la difusión de las compras de divisas en 2011 (primeras 100 personas físicas y jurídicas) a través del BCRA por unos USD 2353 millones; la denuncia presentada por la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) respecto de 4040 cuentas no declaradas de residentes argentinos en el HSBC de Ginebra por unos USD 2600 millones en 2013; y la divulgación mundial de los papeles de Panamá (más tarde Bahamas Leaks y Offshore Leaks) respecto de las cuentas no declaradas de residentes argentinos en esas guaridas fiscales desde 1988, con información sobre miles de empresas fantasma, miembros de sus directorios, mecanismos de triangulación, etc. De recientes investigaciones (Bona, 2018), se deriva que los principales responsables son las firmas que integran la cúpula empresaria argentina (200 empresas de mayor facturación), junto con una red de personas físicas vinculadas al negocio financiero (figura 3).

**Figura 3.** Evolución de las operaciones de “contado con liquidación” y de la fuga de capitales a través del método BCRA, 2003-2015 (número índice 2003 = 100 y millones de dólares).



**Fuente:** Elaboración propia según datos de la Bolsa y el BCRA.

15 Cabe agregar que una buena parte de la formación de activos externos por parte del sector privado no financiero durante la posconvertibilidad, de acuerdo con el BCRA, fue la compra de billetes. Del análisis de los montos adquiridos, se desprende que, aun cuando no representaron la mayoría desde el punto de vista del volumen de divisas adquiridas, numerosos sectores minoristas acudieron al mercado de cambios como resguardo de valor ante la expectativa devaluatoria derivada de la apreciación cambiaria.

En síntesis, la elevada fuga de capitales al exterior durante la posconvertibilidad, por sus diversas vías (directas e indirectas), condicionó el funcionamiento de la economía política local, en especial en el periodo de 2008 a 2015, lo que generó no solo los mencionados efectos negativos sobre la inversión y la recaudación, sino además el debilitamiento de la posición cambiaria y financiera del país, y consolidó la restricción externa en esa etapa.

### La nueva fuente de financiamiento de la fuga de capitales durante los gobiernos kirchneristas

Aun cuando la fuga de capitales registrada en la Argentina entre 2002 y 2015 tuvo montos significativos y equivalentes a los del periodo de 1976 a 2001, su naturaleza fue cualitativamente distinta, lo que indicó una modificación drástica en el patrón de acumulación de capital, ya que el proceso de endeudamiento externo y las tasas de interés positivas y elevadas dejaron de ser los ejes de gravitación determinantes del comportamiento de la economía nacional, como sí ocurrió durante la valorización financiera. Como lo indica la figura 1, el *default* y el nuevo manejo de la deuda pública en la posconvertibilidad irían a quebrar la relación entre endeudamiento externo y fuga de capitales que había caracterizado el régimen de acumulación del periodo de 1976 a 2001.

De este modo, el patrón de acumulación de capital anterior dejó una “pesada herencia” que continuó actuando sobre el nuevo régimen de crecimiento, sustentado ahora en la expansión de la economía real: la dolarización no solo de las fracciones centrales del capital, sino también de la alta y mediana burguesía local. De ahí que, a pesar de la modificación en las características del tipo de Estado, del bloque de poder, de las variables económicas e incluso las luchas sociales, la fuga de capitales locales continuó siendo acentuada.

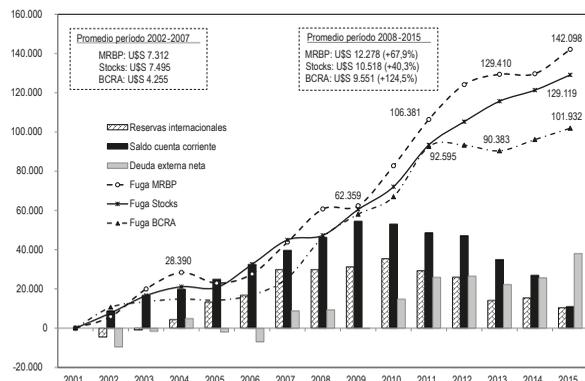
En un primer momento, en el periodo de 2002 a 2007 (figura 4), el endeudamiento externo neto dejó de aumentar, como sí ocurría durante la convertibilidad y, por el contrario, registró cierta estabilidad, distanciándose de manera evidente de la fuga de capitales en ese periodo. Este comportamiento

reflejó el abandono de la valorización financiera, ya que el ingreso de capitales externos se vio cercenado al declararse el *default*. Por otra parte, en ese primer periodo, se observó un creciente aumento de las reservas internacionales, financiadas por el saldo positivo de la cuenta corriente, que exhibió valores acumulados muy similares a los que registró la fuga hasta ese momento. De hecho, hasta 2009, los saldos positivos de la cuenta corriente coincidieron *vis-a-vis* con los de la fuga estimada por los métodos del BCRA y de *stocks*. Esto indica que el grueso de la fuga de capitales en esta primera etapa habría sido financiado por recursos generados vía comercio exterior (Basualdo, 2015; Gaggero, Casparrino y Libman, 2007; Sbatella, Chena, Palmieri y Bona, 2012), desplazando a la lógica financiera predominante durante la década de los noventa.

Posteriormente, con el inicio del segundo ciclo de gobiernos kirchneristas, junto con el salto en los niveles de fuga desde 2008, se observa una dinámica contraria entre la fuga y el saldo de la cuenta corriente producto de la persistente disminución del superávit comercial y el creciente déficit de los servicios, las rentas y otras transferencias corrientes con la consecuente caída de las reservas. De este modo, dentro de este ciclo de fuga, existieron dos etapas con distinto tipo de financiamiento. La primera que se extendió en el periodo de 2010 a 2013, cuando la fuerte salida de divisas del sistema se financió, directa o indirectamente, con reservas internacionales. Más adelante, ante el límite mínimo al que llegaron las reservas en abril de 2014 (USD 26 729 millones), y la profundización del déficit de la cuenta corriente, la fuente de divisas de la fuga también incluyó el endeudamiento externo que, por el cambio en su dinámica desde el segundo semestre de 2011, merece destacarse a la luz de su incremento en esos años.

Según surge del balance de pagos, este incremento de la deuda externa corresponde centralmente al sector público y se debe, casi exclusivamente, a los acuerdos bilaterales (como los *swaps* con China), el arreglo acordado con el Club de París en mayo de 2014 (que implicó una refinanciación de la deuda vencida y la aceptación de intereses pasados y punitorios) y el incremento de la financiación a través

**Figura 4.** Evolución del acumulado del saldo anual de la fuga de capitales (tres métodos), las reservas internacionales, el saldo de la cuenta corriente y la deuda externa neta, 2001-2015 (en millones de dólares).



**Fuente:** Elaboración propia según datos del CEI, el Indec y el BCRA.

de otros organismos internacionales, como la Corporación Andina de Fomento (CAF). Cabe destacar, sin embargo, que este nuevo endeudamiento no operó exclusivamente como fuente de divisas que (de manera parcial) convalidó la fuga de capitales, sino que también permitió financiar parte de las importaciones de la economía, que, luego de dos años con un superávit comercial inferior a los USD 3000 millones, cerró con un saldo comercial negativo de USD 2969 millones, todo ello en el marco de la restricción externa y el fallo negativo del juez Griesa en el litigio con los fondos buitres.<sup>16</sup>

Dicho esto, resulta insoslayable señalar que, contrariamente a lo que sucedió en el periodo de 1976 a 2001, los diferenciales de tasas de interés (locales contra internacionales) desempeñaron un papel contrario al de la lógica de la valorización financiera anterior. En efecto, desde 2002, las tasas de la banca local se mantuvieron sistemáticamente por debajo de las internacionales y en especial de Brasil

<sup>16</sup> El juez del distrito de Nueva York Thomas Griesa atendió los reclamos de los acreedores que no se habían incorporado a los canjes de la deuda pública en 2005 y 2010 y obligó a la Argentina a pagar el 100 % de los derechos sin la quita que se había aplicado al 92,2 % de los restantes titulares de bonos que aceptaron las ofertas anteriores.

(Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE], 2014), y el endeudamiento externo neto no creció de manera sostenida (solo observándose un aumento de magnitud en 2015).

A diferencia de lo acontecido durante la valorización financiera, en la que la deuda contraída por el Estado y las elevadas tasas de interés reales garantizaban el ciclo de valorización, en esta última etapa, las fuentes de divisas para financiar la fuga provinieron de los superávits comerciales, que permitieron que las ganancias generadas en la economía real y el excedente apropiado por la alta y mediana burguesía local fuera dolarizado por parte de las fracciones predominantes del capital. En coincidencia con el elevado nivel de ganancias y rentas registrado por numerosos sectores, se verificó una escasa tendencia a la reinversión de esos recursos en la economía local, lo que permite sostener que la contracara de la fuga fue la subinversión en la economía. La reducida propensión inversora de las grandes firmas de la cúpula empresaria (Manzanelli, 2016) fue simultánea, entonces, al alto volumen de drenaje de recursos, lo que dio cuenta del *trade-off* entre inversión y fuga que operó a lo largo de la etapa, y parece haberse inclinado definitivamente hacia la última con posterioridad al conflicto agrario.

Así, durante la posconvertibilidad se perfilaron dos etapas: la primera en el periodo de 2002 a 2007 y la segunda en el periodo de 2008 a 2015. En la primera, luego de la importante transferencia de ingresos del trabajo al capital como consecuencia de la mayor devaluación del tipo de cambio real de la historia argentina en 2002 con una contundente caída del salario real, se produjo un proceso de expansión de la economía sobre la base de la capacidad ociosa, el incremento de la inversión y la reversión de los términos de intercambio. Esto permitió que durante su desarrollo convivieran una significativa recomposición del salario real y la ocupación con una expansión de las ganancias empresarias y simultáneamente de la fuga de capitales. En la segunda etapa, se verificó un menor crecimiento de la participación de los asalariados en el ingreso y menores ganancias empresarias junto con una mayor fuga de capitales, así como un amesetamiento de la inversión que contribuyó a ralentizar la evolución

del PBI (Gaggero, Schorr y Wainer, 2014; Manzanelli et al., 2014).

En síntesis, en este nuevo comportamiento económico, la fuga de capitales se mantuvo como un rasgo crónico estructural (como lo apuntaron los pensadores estructuralistas y marxistas), drenando una significativa masa de recursos de la economía doméstica; aunque en este proceso debe destacarse que su dinámica asumió un carácter diferente del imperante durante la valorización financiera, ya que los elevados niveles de excedente económico apropiados por los grupos de mayores ingresos en esta etapa (Bona, 2016; Manzanelli, 2016) fueron vehiculizados a través de los superávits comerciales y no por el ingreso de divisas vía endeudamiento externo (con excepción del último periodo de 2012 a 2015, en que este canal se reabrió para afrontar compromisos con acreedores internacionales, como el Club de París y Repsol).

### **La Administración Cambiemos: ¿nuevo ciclo de fuga de capitales y endeudamiento externo?**

Si bien es prematuro avizorar cuál va a ser el resultado de la política económica de la presente gestión, es posible trazar algunos rasgos a partir del análisis de su primer año y medio en funciones. Al respecto, el advenimiento al poder ejecutivo nacional de la alianza Cambiemos en diciembre de 2015 marcó un giro en varias de las tendencias económicas y sociales observadas previamente que están alineadas con las drásticas transformaciones que se registran en la región. El diagnóstico del actual Gobierno se sustenta en que el excesivo intervencionismo estatal de la última década (tanto por el abultado gasto público como por una serie de regulaciones económicas) y la mejora en términos reales de los salarios, expandieron el consumo por encima de sus capacidades, lo cual desincentivó la inversión y generó una serie de desequilibrios macroeconómicos (déficit fiscal, inflación, escasez de divisas, etc.), que explican el estancamiento de la actividad económica. En este sentido, la política económica sustentó sus acciones en dos ejes principales: por un lado, modificar la estructura estatal que se fue conformando durante el ciclo de los gobiernos kirchneristas, que cambió

un conjunto de normas regulatorias asumiendo que el “mercado” establecería mecanismos distributivos más eficientes, sin atender la existencia de oligopolios que pueden apropiarse de una mayor porción del excedente económico. Por el otro, la propuesta del Ejecutivo giró en torno a alterar la distribución del ingreso a través de una serie de medidas de política económica, como la devaluación de diciembre de 2015 que se trasladó rápidamente a los precios, la reducción de los subsidios a los sectores económicos y el consecuente aumento en el costo de las tarifas de los servicios, la eliminación o disminución de los derechos de exportación (retenciones) y el inicio de un nuevo ciclo de endeudamiento externo, con la expectativa de que la reactivación económica estaría traccionada, no ya por el consumo interno y el gasto público, sino por las exportaciones y el *shock* de inversiones producto de las nuevas condiciones, que al no verificarse trajo como consecuencia una caída significativa del PBI en 2016 (-2,3 %).

Esta visión no atiende, por una parte, la fase recesiva por la que atraviesa la economía internacional y, por la otra, que las inversiones no se relacionan estrictamente con la afinidad que los empresarios (locales y extranjeros) tengan con el Gobierno, sino con las condiciones de rentabilidad ofrecida por otras opciones de cartera y factores de demanda interna, por lo que la caída de la actividad económica originada por las medidas mencionadas desincentivó la formación bruta de capital que, en el primer año de gestión de Cambiemos, se contrajo un 5,5 % respecto de 2015. Más que alentar las inversiones, la batería de medidas de corte ortodoxo<sup>17</sup> ten-

dió a redefinir la estructura económico-social, que alteró la distribución del ingreso entre el capital y las clases subalternas en perjuicio de estas últimas.

En la nueva estructura del Estado, se colocó a numerosos funcionarios provenientes del capital extranjero no industrial y de los bancos transnacionales (Centro de Investigación y Formación de la República Argentina [Cifra], 2016), lo que, si bien no implica necesariamente que las políticas económicas respondan a sus intereses directos, sí da cuenta de la orientación general que el Gobierno expresa en relación con el sector financiero. Ello se verifica en una nueva regulación financiera, de carácter laxo, a través de decretos y resoluciones del Banco Central, tales como la eximición de la obligatoriedad de liquidación de exportaciones, la quita del tope a la compra de moneda extranjera, el permiso para realizar operaciones de cambio de muy corto plazo (capitales “golondrina”) y la liberación de las tasas de interés de referencia, entre otros aspectos.<sup>18</sup> Bajo esta lógica, resultó particularmente relevante el restablecimiento del esquema de *carry trade* (“bicicleta financiera”): en el marco de un tipo de cambio estable luego de la devaluación del peso, el mecanismo implementado fue la emisión de Letras del Banco Central (Lebac) a elevadas tasas que llegaron al 38 % anual (que disminuyeron al 26 % hacia mediados de 2017) para quitarle presión a la demanda de divisas y esterilizar la base monetaria que tenía como supuesto fin ulterior reducir la subida de precios (Mander, 2017). Así, ingresaron capitales especulativos para valorizar su capital en la economía doméstica que tendieron a apreciar el tipo de cambio y que generaron un elevado *stock* de Lebac, que, a mediados de 2017, superaban en el 15 % la base monetaria, lo que produjo una primera corrida contra el peso dada la dolarización

17 Además de las ya mencionadas, se encuentran la eliminación de los controles a las importaciones y la conversión por licencias no automáticas y automáticas (Resolución N.º 5/15 del Ministerio de Producción); la supresión de los controles a las exportaciones de productos agrícolas (registros de operaciones de exportación [ROE]) (resoluciones conjuntas de los ministerios de Agroindustria, Hacienda y Finanzas y Producción N.º 4/15, 7/15 y 7/15); la extensión a diez años el plazo para liquidar divisas de las exportaciones (resoluciones de la Secretaría de Comercio del Ministerio de Producción N.º 57/16, 91/2016, 242/2016 y 47/2017); la reducción de los impuestos internos a los autos de alta gama (Decreto N.º 11/2016); la desaparición de la exigencia para que las aseguradoras inviertan en la economía real (salvo en el caso de las pymes en las que se redujo al 3 %) (resoluciones N.º

39645, 39646, 39647/2016 de la Superintendencia de Seguros de la Nación); la licuación del impuesto a los bienes personales (Resolución N.º 27.260); entre otras.

18 Eliminación de los controles cambiarios (resoluciones N.º 3.819/15 y 3.821/15 de la AFIP); incremento de las tasas de interés y supresión de los controles al mercado financiero (comunicaciones del BCRA P50670, 50676, 50679, 50682, “A” 5854, 5855, 5874); liberalización del movimiento de capitales (Resolución N.º 3/15 de la AFIP).

de cartera por parte de los jugadores financieros.<sup>19</sup> Esta dinámica hizo posible elevadas ganancias financieras en dólares (en torno al 16 % anual) que compiten con la economía real, al establecer un elevado umbral de rentabilidad.<sup>20</sup>

En lo que atañe al endeudamiento externo, el primer objetivo alcanzado por el Gobierno Nacional fue acordar con los llamados fondos buitres, acatando las sentencias del juez neoyorquino Thomas Griesa, como paso previo a la colocación masiva de títulos en los mercados financieros internacionales. En efecto, la restricción externa, que había repercutido decisivamente en el funcionamiento de la economía política argentina desde el segundo semestre de 2011 (contrayendo el crecimiento económico y deteniendo el ritmo de mejoras distributivas verificadas hasta ese momento), se resolvió provisoriamente a través del incremento de pasivos en moneda extranjera, que se utilizó para contener el nuevo tipo de cambio, incrementar las reservas del BCRA y pagar los compromisos externos, según se verifica con las estadísticas del BCRA.

Los fondos buitres registraron, a partir del acuerdo celebrado a poco de comenzar 2016, ganancias en el orden del 1000 % respecto de su inversión inicial, debido al pago en efectivo del Gobierno Nacional de USD 9300 millones. Para hacer frente a esa erogación, Argentina colocó USD 16 500 millones, en lo que se transformaba en la emisión más voluminosa de su historia y una de las más elevadas de la experiencia mundial. Posteriormente, la hoja de balance del Estado empeoró al canjear deuda en dólares intra sector público (del Tesoro contra el BCRA) por pasivos con el sector privado por unos USD 13 700 millones. En los siguientes meses, las emisiones se fueron multiplicando entre bonos en francos suizos, euros y (principalmente) dólares, mientras la colocación de letras del tesoro en moneda estadounidense fue *in crescendo* de manera vertiginosa. Tal es así

que, entre diciembre de 2015 y julio de 2017, las colocaciones de deuda en moneda extranjera del sector público nacional (incluso las letras del tesoro vigentes) se ubicaron en los USD 68 476 millones, mientras que las provincias (ahora autorizadas por el Gobierno Nacional para emitir bonos en moneda extranjera) lo hicieron en unos USD 11 159 millones y el sector privado en otros USD 9678 millones, que totalizaron unos USD 89 313 millones,<sup>21</sup> señal inequívoca de que el endeudamiento externo es una pieza central de la actual gestión económica utilizada con el pretexto de “reinsertar al país en el mundo”, aunque simultáneamente sirvió, como lo había hecho durante la valorización financiera, para convalidar la fuga de capitales locales al exterior.

Bajo el escenario abierto en diciembre de 2015, caracterizado por el giro desregulatorio, la fuga de capitales reinició un nuevo ciclo de expansión financiero, no ya con el saldo de cuenta corriente (que arroja un déficit entre 2016 y el primer trimestre de 2018 de USD 55 640 millones), sino con deuda externa, correspondiente, en su mayor proporción, al sector público. Es decir, se trata de la redefinición del sector público como garante del proceso de valorización financiera, posterior dolarización y salida de riqueza, esta última derivada de la transferencia de ingresos del trabajo al capital verificada por la caída de los salarios y la reducción de la recaudación impositiva sobre los sectores de alto poder adquisitivo.

Si se observa la evolución de la formación de activos externos (FAE) netos del sector privado no financiero y la fuga por el método cambiario (que descuenta la variación de depósitos en moneda extranjera a la FAE), se advierten dos fenómenos que merecen ser destacados desde la asunción de Cambiemos al poder ejecutivo: por un lado, que durante los primeros diez meses de la nueva gestión, ambas variables se comportaron de manera similar, acumulando una extracción de recursos del sistema doméstico del orden de los USD 12 000 millones (figura 5). Ello se

19 Entre el 12 de mayo y el 6 de julio de 2017, el tipo de cambio de referencia del BCRA pasó de 15,4 a 17,15 pesos por dólar.

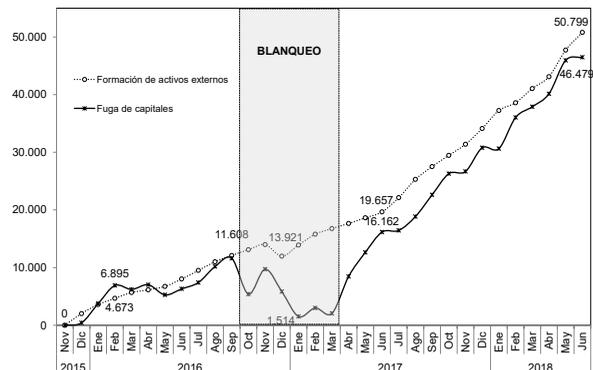
20 De acuerdo con el balance de pagos, la inversión de cartera (especulativa) en el país pasó de USD -300 millones en 2015 a USD 44 600 millones en 2016.

21 Se alcanzaron estos datos a través de la recolección de información de la Subsecretaría de financiamiento (Ministerio de Finanzas), *Boletín Oficial*, Instituto Argentino de Mercado de Capitales y medios de prensa especializados.

produjo con posterioridad al levantamiento de los controles cambiarios, que permitieron una masiva compra de moneda extranjera y posterior exteriorización convalidada por el ciclo de endeudamiento externo. Por otra parte, desde la asunción del nuevo Gobierno, la formación de activos externos continuó aumentando y acumuló USD 50 799 millones entre diciembre de 2015 y junio de 2018, pero la fuga de capitales, medida por el método cambiario, si bien marcó una tendencia similar hasta septiembre de 2016, desde allí se contrajo por efectos del blanqueo de capitales, política que reintrodujo alrededor de USD 7700 millones al mercado doméstico.<sup>22</sup> Sin embargo, en abril de 2017, cuando venció el plazo que establecía la ley que obligaba a dejar depositado el capital blanqueado,<sup>23</sup> se aceleró la salida de depósitos en moneda extranjera que habían ingresado con el blanqueo para operar a través de la “bicicleta financiera” que garantizaban las altas tasas de las Lebac. Desde mediados de 2017, se agudizó el fenómeno de la salida de capitales, que cobró otra intensidad a partir de la visible inestabilidad del modelo vigente, coronado con la corrida cambiaria y devaluación de la moneda (60 %).

Además, cabe agregar que el método residual de la balanza de pagos arroja una fuga de capitales, para 2016 y 2017, del orden de los USD 24 259 millones, en el marco de que, si bien el profundo proceso de endeudamiento externo financió el drenaje de divisas, también sirvió para elevar el nivel de reservas del BCRA y se vio morigerado por el mencionado blanqueo de capitales. Asimismo, el método de

**Figura 5.** Acumulado de la FAE netos por parte del sector privado no financiero y fuga de capitales, nov. 2015-jun. 2018 (en millones de dólares).



**Fuente:** Elaboración propia según datos del BCRA.

stocks contabiliza, para igual periodo, un nivel de fuga de USD 32 951 millones.

Cualquiera que sea el mecanismo que se tome, la fuga parece haber dado un salto cualitativo bajo la nueva Administración de Cambios: en los pocos meses que lleva el nuevo Gobierno, se reinstaló el endeudamiento externo como fuente de divisas para dolarizar rentas y ganancias (en el marco de la contracción económica y pérdida de excedente comercial que entre diciembre de 2015 y junio de 2018 acumuló un saldo negativo por USD 12 172 millones), mientras que la política monetaria del BCRA desarticuló el marco regulatorio precedente (control de cambios, obligatoriedad de liquidación de exportaciones, plazos mínimos de inversión financiera, bandas de referencia de las tasas de interés y porcentajes de la cartera de créditos de la banca privada, etc.), lo cual alentó la lógica de la valorización financiera.

### Balance, análisis y razones de la fuga de capitales en Argentina durante el periodo analizado

Después de un cuarto de siglo (1976-2001) cuando la valorización financiera en Argentina se articuló en torno a la estrecha e interdependiente relación

22 El blanqueo de capitales implementado por el Gobierno Nacional desde mediados de 2016 se tradujo en declaraciones de activos por alrededor de USD 116 800 millones, de los cuales ingresaron al país apenas USD 7500 millones. Para el fisco, significó una recaudación extraordinaria de aproximadamente ARS 148 600 millones (*Clarín*, 2017; Franco, 2017).

23 La Ley N.º 27.260 que habilitó el blanqueo de capitales estableció como fecha máxima el 31 de octubre de 2016 para abrir una cuenta en la que debían depositar las “tenencias de moneda nacional o extranjera”, fijando como fecha para retirar el efectivo depositado “un plazo no menor a seis (6) meses o hasta el 31 de marzo de 2017, inclusive, lo que resulte mayor”, periodo que coincide con la etapa de salida de capitales mencionada en la figura.

entre endeudamiento externo y fuga de capitales (convalidada y alimentada en buena medida por el elevado nivel de tasa de interés local registrado en diversas etapas durante ese periodo), con el estallido de la convertibilidad, este esquema se agotó para dar paso a nuevas formas de acumulación de capital, dinámica salarial y políticas económicas. Sin embargo, el drenaje de recursos locales al exterior no revirtió su tendencia.

La fuga, desde el punto de vista agregado, acumuló un volumen de recursos extraídos, en el periodo de 2002 a 2015, del orden de los USD 102 000 a USD 142 000 millones (dependiendo del método de estimación utilizado) equivalente al 3,3 % del PIB (con el método residual), cifra que se asemeja a la registrada tanto en términos absolutos (USD 134 000) como relativos (3,4 % del PIB) con todo el periodo de *valorización financiera*. Esto demuestra tanto la enorme capacidad que tuvo (y tiene) el país para generar excedente económico como la evidente desigualdad distributiva que en él se convalida al haber acumulado un *stock* fugado en torno a los USD 277,8 millones. Aun cuando los registros sociales atravesaban sus momentos más críticos (pobreza, indigencia, desocupación e informalidad tuvieron, en promedio, sus niveles más acuciantes en el periodo de 1999 y 2006 [Cifra, 2016]), el drenaje de riqueza persistió como *modus operandi*, principalmente, de los sectores que acumulan rentas, beneficios e intereses.

Dentro de las diferencias existentes entre la fuga de capitales registrada en el periodo de 2002 a 2015 y la del periodo de 1976 a 2001, se encuentra tanto la fuente de divisas que pasó a financiarla como la naturaleza del régimen de acumulación que la vehiculizó. Durante los gobiernos kirchneristas, las tasas de interés reales fueron negativas, mientras que el endeudamiento externo se bloqueó después del *default* de 2001. Los dólares, entonces, no provinieron de los préstamos externos, sino, principalmente, de los superávits comerciales, en especial elevados en el periodo de 2002 a 2011, por efectos de la dinámica ascendente en la cotización mundial de los *commodities* de exportación agrícolas tanto como por las mayores exportaciones en cantidades de manufacturas en la primera etapa. Cuando esa

tendencia cambió desde 2012 (y se intensificó hasta 2015), además de la profundización de la dependencia de importaciones industriales y, principalmente, energéticas, la restricción externa volvió a arreciar como un fenómeno que trajo numerosas dificultades en el funcionamiento cambiario y productivo. En ese último tramo del ciclo de gobiernos kirchneristas, el endeudamiento externo regresó (parcialmente) como estrategia para sostener la actividad, aunque las condiciones internacionales hicieron aún más evidente la ausencia de cambios estructurales en la matriz productiva. Simultáneamente, las disputas distributivas en el plano interno intensificaron el enfrentamiento del Gobierno con algunos grupos emblemáticos de la valorización financiera, que eran los principales responsables de la fuga de capitales, lo que se expresó en diversas pujas sociales que se tradujeron en corridas cambiarias, retrasos en la liquidación de la cosecha, tensiones inflacionarias, entre otras.

En este contexto, existen cuatro fenómenos de carácter complementario que permiten dar cuenta de la persistencia de la fuga de capitales en los gobiernos kirchneristas. En primer lugar, los grupos económicos mantuvieron su estrategia de “cubrir sus activos” posicionándose en dólares tal y como ocurre desde la puesta en marcha de la valorización financiera (1976-2001), dado que las grandes empresas que operan en el país tomaron como criterio de rentabilidad la dolarización de su capital. Si bien estos fenómenos son característicos de los países periféricos, en el caso argentino cobran un inusual protagonismo debido a la profundidad que asumió el cambio en el patrón de acumulación que impulsó la dictadura cívico-militar.

Como segundo factor, aunque relacionado con el anterior, la elevación de los niveles de inflación desde el periodo de 2007 a 2008 en simultáneo con la relativa estabilidad del tipo de cambio nominal, dieron como resultado una apreciación del peso que alentaba expectativas devaluatorias, lo que generaba mayor demanda de dólares y condicionaba el nivel de reservas. Bajo este escenario, la forma más sencilla de resguardar el valor de los activos pasó a ser la compra de moneda extranjera, que además en Argentina es imprescindible para transar el otro

activo utilizado tradicionalmente como reserva de valor: los inmuebles. A este fenómeno concurrió también la pequeña y mediana burguesía.

Además, el nuevo escenario de turbulencia económica desde la irrupción de la crisis internacional en 2009 (e intensificada desde 2012) generó una rápida *fuga a la calidad*: ante el “viento de frente externo” la inversión se contrajo, de modo que una de sus consecuencias fue el aumento en la acumulación de divisas, canalizado por el mercado paralelo y el contado con liquidación. No solo China (principal demandante de *commodities* agrícolas) redujo su crecimiento económico considerablemente desde 2012, sino también Brasil (primer socio comercial del país y principal comprador de las manufacturas industriales elaboradas localmente). Desde ese momento, el comercio exterior dejó de traccionar parte de la actividad, como lo había hecho desde 2003, y ello, sumado a las dificultades locales derivadas de la restricción externa, morigeraron considerablemente las perspectivas de rentabilidad de la inversión. Estos fenómenos, que dan cuenta de los problemas estructurales de la economía argentina para superar su carácter estructural-dependiente y sostener un proceso inversor con mayores niveles de autonomía respecto de las importaciones y los precios de los *commodities* de exportación, resultaron factores decisivos para intensificar el proceso de fuga de capitales en la posconvertibilidad, en especial después de concluida la etapa de despegue (hasta 2007).

Se deben contar luego las políticas públicas ensayadas por el tercer Gobierno kirchnerista como consecuencia de la citada restricción externa, tales como el establecimiento de controles de cambios, la estatización del 51% del paquete accionario de la petrolera YPF, la obligación de liquidar el 100% de las exportaciones para mineras y petroleras, las restricciones al giro de utilidades al exterior, la percepción anticipada de impuestos por la compra de moneda extranjera y con tarjeta en el exterior, entre otras. Este conjunto de medidas incidieron en el “clima de negocios”, intensificado el proceso de salida de activos por parte de los grupos económicos. Esto explica que, incluso, antes de que la economía se resintiera (2012), y en el marco del conflicto con

el sector agrícola<sup>24</sup> en 2008, los grupos económicos, no solo restaron apoyo al Gobierno de Cristina Fernández,<sup>25</sup> sino que además tuvieron un papel decisivo en las corridas bancarias, en la retención de la liquidación de la cosecha, y alentaron (explícita o implícitamente) la proliferación de tipos de cambio paralelos (dólar negro o *blue*, contado con liquidación), aspectos que tendrían consecuencias directas en materia de cotización del peso, nivel de precios y disponibilidad de divisas. La puja por establecer una política de tipo de cambio alto (que recreara el periodo de 2002 a 2007) contra la protección de los sectores de ingresos fijos (salarios y jubilaciones) se manifestó en elevados niveles de conflicto y una ascendente dinámica inflacionaria, factor que desempeñó un papel determinante en las condiciones en que se presentaron las elecciones presidenciales de 2015, cuando la propuesta de la alianza Cambiemos se proyectó sobre la promesa de un escenario de estabilización macroeconómica (que el justicialismo también promovía, aunque con medidas de corte gradual).

Para concluir, cabe trazar algunas hipótesis sobre los acontecimientos relevados durante la nueva Administración de gobierno. La llegada de Cambiemos al poder ejecutivo inició un importante giro en el rumbo de la política económica y en la naturaleza del Estado. En este contexto, resultaron centrales las modificaciones operadas en el marco regulatorio del sector financiero tendientes a la desregulación y eliminación del poder de policía, entre las que se cuentan la quita de topes a la compra de divisas, la extensión a diez años del plazo para liquidar divisas por exportaciones, la exclusión de tasas de interés

24 En marzo de 2008, el Gobierno de Cristina Fernández aplicó la Resolución 125/2008 que estableció un cambio en los derechos de exportación para los principales cultivos del sector agrícola que pasaban a ser móviles, con el propósito de que el Estado aumentara la captura de la renta agrícola generada por los constantes incrementos de sus cotizaciones internacionales. Ello desató un conflicto de enorme magnitud con las principales entidades del sector, a las que se plegó buena parte de la sociedad civil. Este aspecto marcó un punto de inflexión en el ciclo de gobiernos kirchneristas.

25 Véanse declaraciones del presidente de la Asociación Empresaria Argentina, Jaime Campos, ante funcionarios del Gobierno de Mauricio Macri en el hotel Marriot Plaza. Buenos Aires, 15 de diciembre de 2015.

de referencia y requisitos mínimos de cartera para bancos privados por parte del BCRA, la ausencia de regulaciones en los plazos y en las declaraciones de operaciones en la Comisión Nacional de Valores (CNV), entre otras. Además, dado el regreso de un pujante ciclo de endeudamiento externo, una característica distintiva de esta nueva etapa político-económica del país es que el Gobierno optó por garantizar la provisión de divisas por la vía del crédito internacional en la medida en que, desde la asunción de Cambiemos, el saldo de la balanza comercial es deficitario (Basualdo, 2017).

A su vez, cabe destacar que el blanqueo de capitales que exteriorizó recursos que no estaban registrados por un valor USD 116 800 millones (el 42 % de las estimaciones de fuga calculadas en este estudio en el periodo de 1975 a 2015 apenas logró que ingresaran de forma provisoria USD 7700 millones, que, luego del plazo mínimo de depósito requerido en la ley, comenzaron a salir nuevamente del sistema. Este elemento señala a las claras que el blanqueo de capitales tuvo un efecto básicamente fiscal y no buscó apuntalar la economía real, en la medida en que no obligaba a ingresar al país el capital exteriorizado que hubiera tenido impactos positivos en la formación de capital interno. En realidad, la contundencia del blanqueo, centralmente, se debió a que no debía ingresarse el capital declarado y a que se realizaron modificaciones en el impuesto a los bienes personales que redujo en el 80 % el capital que debían pagar los contribuyentes afectados, lo que generó un beneficio claro para los sectores dominantes.

En este sentido, según el bienio y medio de gestión, es posible sostener que el interés político-económico del Gobierno no radica en generar una nueva dinámica de crecimiento asentada en la economía real, sino que el objetivo central estaría focalizado en avanzar en un proceso regresivo en la distribución del ingreso en la Argentina a través de la transferencia de ingresos desde el trabajo al capital (vía devaluación, quita de subsidios a las tarifas de transporte y servicios públicos, eliminación de buena parte de las retenciones a las exportaciones, liberalización del sector financiero, entre otras) y las declaradas perspectivas de reordenamiento del universo laboral (flexibilización en la modalidad de contrata-

ción, menor cobertura contra riesgos del trabajo, promoción de negociaciones sin intermediación del Estado). Naturalmente, esta estrategia sumada a la liberalización del flujo de capitales permite afirmar que se está en presencia de un nuevo ciclo de endeudamiento externo, salida de divisas a través del aumento del pago de intereses y posterior fuga de una cuantiosa riqueza social, esta última resultante más de la expropiación de ingresos sobre las clases subalternas que del crecimiento de la producción.

## Referencias

- Arceo, E. (2011). *El largo camino a la crisis: centro, periferia y transformaciones de la economía mundial*. Buenos Aires: Cara o Ceca.
- Arceo, E. y Basualdo, E. (1999). Las tendencias a la centralización del capital y la concentración del ingreso en la economía argentina durante la década del noventa. *Cuadernos del Sur*, 29, 23-38.
- Azpiazu, D. (2003). *Las privatizaciones en la Argentina: diagnóstico y propuestas para una mayor competitividad y equidad social*. Buenos Aires: Miño y Dávila.
- Azpiazu, D., Manzanelli, P. y Schorr, M. (2011). *Concentración y extranjerización: la Argentina en la posconvertibilidad*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Azpiazu, D. y Schorr, M. (2010). *Hecho en Argentina: industria y economía, 1976-2007*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Baran, P. A. (1975). *La economía política del crecimiento*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Baran, P. A. y Sweezy, P. M. (1988). *El capital monopolista*. México: Siglo XXI.
- Barrera, M. A. (2013). La "desregulación" del mercado de hidrocarburos y la privatización de YPF: orígenes y desenvolvimiento de la crisis energética en Argentina. En F. Basualdo, M. Barrera y E. M. Basualdo, *Las producciones primarias en la Argentina reciente: minería, petróleo y agro pampeano* (pp. 97-198). Buenos Aires: Cara o Ceca.
- Basualdo, E. M. (2006). *Estudios de historia económica: desde mediados del siglo XX a la actualidad*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Basualdo, E. M. (2007). *Concepto de patrón o régimen de acumulación y conformación estructural de la economía*. Manuscrito no publicado, Maestría en Economía Política, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, Argentina.
- Basualdo, E. M. (2011). *Sistema político y modelo de acumulación: tres ensayos sobre la Argentina actual*. Buenos Aires: Atuel.
- Basualdo, E. M. (2017). *Endeudar y fugar: un análisis de la historia económica argentina de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Basualdo, E. M. (coord.) (2015). La naturaleza política y la trayectoria económica de los gobiernos kirchneristas. *Documento de Trabajo*, 14. Recuperado de <http://www.centrocfra.org.ar/docs/final.pdf>

- Basualdo, E. M. y Kulfas, M. (2000). Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina. *Realidad Económica*, 173, 76-103.
- Bona, L. (2016). *Los usos del excedente económico en la Argentina: una comparación entre el modelo de convertibilidad y la posconvertibilidad (1991-2012)* (Tesis de maestría, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, Buenos Aires, Argentina).
- Bona, L. (2018). *La fuga de capitales en Argentina durante la posconvertibilidad (2002-2015): relevancia y protagonistas*. Buenos Aires: Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales.
- Braun, O. y Joy, L. (1981). Un modelo de estancamiento económico: estudio de caso sobre la economía argentina. *Desarrollo Económico*, 20(80), 585-604.
- Burdisso, T., Corso, E. y Katz, S. (2013). Un efecto Tobin perverso: disrupciones monetarias y financieras y composición óptima de portafolio en Argentina. *Desarrollo Económico*, 53(209), 75-112.
- Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (2015). *Informe especial "Principales resultados de pobreza e indigencia 2003-2015"*. Buenos Aires: Centro de Investigación y Formación de la República Argentina.
- Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (2016). La naturaleza política y económica de la alianza Cambiemos. *Documento de Trabajo*, 15. Recuperado de [http://www.centrocifra.org.ar/docs/DT\\_15.pdf](http://www.centrocifra.org.ar/docs/DT_15.pdf)
- Chesnais, F. (2001). *La mundialización financiera: génesis, costo y desafíos*. Buenos Aires: Losada.
- Cibils, A. y Allami, C. (2010). El sistema financiero argentino desde la reforma de 1977 hasta la actualidad: rupturas y continuidades. *Realidad Económica*, 249, 107-133.
- Clarín (2017, abril 4). Los principales datos del blanqueo: US\$ 116.800 millones y 157.000 inmuebles. Recuperado de [https://www.clarin.com/ieco/datos-blanqueo-us-116-800-millones-157-000-inmuebles\\_0\\_HJjOFuZae.html](https://www.clarin.com/ieco/datos-blanqueo-us-116-800-millones-157-000-inmuebles_0_HJjOFuZae.html)
- Comisión Especial Investigadora de la Cámara de Diputados (2001). *Fuga de divisas en la Argentina: informe final*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- De Lucchi, J. M. (2014). *Macroeconomía de la deuda pública: el desendeudamiento argentino (2003-2012)*. Buenos Aires: Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina.
- Diamand, M. (1972). La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio. *Desarrollo Económico*, 12(45), 25-47.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2007). *Crisis y salida de la crisis: orden y desorden neoliberales*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Epstein, G. (2009). Should financial flows be regulated? *UN Department of Economic and Social Affairs (DESA) Working Papers*, 77. <https://doi.org/10.18356/a39cdf00-en>
- Franco, L. (2017, abril 4). Oficial: el blanqueo de capitales alcanzó los US\$ 116.800 millones. *ambito.com*. Recuperado de <http://www.ambito.com/878193-oficial-el-blanqueo-de-capitales-alcanzo-los-us-116800-millones>
- Frenkel, R. (1980). El desarrollo reciente del mercado de capitales en la Argentina. *Desarrollo Económico*, 20(78), 215-248.
- Furtado, C. (1978). *Prefacio a una nueva economía política*. Madrid: Siglo XXI.
- Gaggero, A., Gaggero, J. y Rúa, M. (2015). Principales características e impacto macroeconómico de la fuga de capitales en Argentina. *Problemas del Desarrollo*, 46(182), 67-90.
- Gaggero, A., Schorr, M. y Wainer, A. (2014). *Restricción eterna: el poder económico durante el kirchnerismo*. Buenos Aires: Futuro Anterior.
- Gaggero, J., Casparrino, C. y Libman, E. (2007). La fuga de capitales: historia, presente y perspectivas. *Documento de Trabajo*, 14. Recuperado de [https://www.researchgate.net/publication/237803065\\_LA\\_FUGA\\_DE\\_CAPITALES\\_HISTORIA\\_PRESENTE\\_Y\\_PERSPECTIVAS](https://www.researchgate.net/publication/237803065_LA_FUGA_DE_CAPITALES_HISTORIA_PRESENTE_Y_PERSPECTIVAS)
- Gaggero, J., Kupelian, R. y Zelada, M. A. (2010). La fuga de capitales II: Argentina en el escenario global (2002-2009). *Documento de Trabajo*, 29. Recuperado de [http://www.iade.org.ar/system/files/dt29-la\\_fuga\\_de\\_capitales\\_ii.argentinaenelescenarioglobal.pdf](http://www.iade.org.ar/system/files/dt29-la_fuga_de_capitales_ii.argentinaenelescenarioglobal.pdf)
- Gaggero, J., Rúa, M. y Gaggero, A. (2013). Fuga de capitales III. Argentina (2002-2012): magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes. *Documento de Trabajo*, 52. Recuperado de <http://dato.chequeado.com/dataset/fuga-de-capitales-iii-argentina-2002-2012>
- Gerchunoff, P. y Llach, L. (2003). *El ciclo de la ilusión al desencanto*. Buenos Aires: Crítica.
- Gerchunoff, P. y Rapetti, M. (2016). La economía argentina y su conflicto distributivo estructural (1930-2015). *El Trimestre Económico*, 83(330), 225-272.
- Graña, J. y Kennedy, D. (2008). Salario real, costo laboral y productividad. Argentina 1947-2006: análisis de la información y metodología de estimación. *Documento de Trabajo*, 12. Recuperado de <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/85398/1/597522553.pdf>
- Grondona, A. y Burgos, M. (2015). Estimación de los precios de transferencia: el caso del complejo sojero. *Documento de Trabajo*, 71. Recuperado de <https://www.justiciafiscal.org/wp-content/uploads/2015/10/DTN71.pdf>
- Harvey, D. (2007). *Breve historia del neoliberalismo*. Madrid: Akal.
- Kar, D. y Freitas, S. (2012). *Illicit financial flows from developing countries: 2002-2010*. Washington: Global Financial Integrity. Recuperado de [http://iff.gfintegrity.org/documents/dec2012Update/Illicit\\_Financial\\_Flows\\_from\\_Developing\\_Countries\\_2001-2010-HighRes.pdf](http://iff.gfintegrity.org/documents/dec2012Update/Illicit_Financial_Flows_from_Developing_Countries_2001-2010-HighRes.pdf)
- Kulfas, M. (2005). Internalización financiera y fuga de capitales en América Latina: Argentina, Brasil, Chile y México en los años '90. *Documento de Trabajo*, 17. Recuperado de [http://legacy.flacso.org.ar/uploaded\\_files/Publicaciones/283\\_AEYT\\_Internalizacion.financiera.y.fuga.de.capitales.en.America.Latina.pdf](http://legacy.flacso.org.ar/uploaded_files/Publicaciones/283_AEYT_Internalizacion.financiera.y.fuga.de.capitales.en.America.Latina.pdf)
- Lukin, T. y O'Donnell, S. (2017). *ArgenPapers. Las sociedades secretas de los Macri, los empresarios y políticos más ricos de Argentina*. Buenos Aires: Planeta.
- Mander, B. (2017, mayo 2). Argentina's carry trade bonanza driven by high interest rates. *Financial Times*. Recuperado de <https://www.ft.com/content/88f513fa-2e6b-11e7-9555-23ef563ecf9a>

- Manzanelli, P. (2016). Grandes empresas y estrategias de inversión en la argentina 2002-2012. *Desarrollo Económico*, 56(218), 33-57.
- Manzanelli, P., Barrera, M. A., Belloni, P. y Basualdo, E. M. (2014). Devaluación y restricción externa: los dilemas de la coyuntura económica actual. *Cuadernos de Economía Crítica*, 1(1), 37-73.
- Manzanelli, P. y Basualdo, E. M. (2017). Régimen de acumulación durante el ciclo de gobiernos kirchneristas. *Realidad Económica*, 304, 6-40.
- Marini, R. M. (comp.) (2007). *América Latina, dependencia y globalización*. Buenos Aires: Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales.
- Médici, F., Panigo, D. T., Garriz, A. I. y Gallo, P. (2012). *Una primera aproximación al análisis sobre la importancia de la renta agropecuaria en la dinámica de la formación de activos externos de Argentina (2002-2012)*. Ponencia presentada en el IV Congreso de AEDA: "El desafío del desarrollo para la Argentina en un contexto mundial incierto", Buenos Aires, Argentina.
- Medina Smith, E. J. (2005). *La fuga de capitales en Venezuela, 1950-1999*. Caracas: Banco Central de Venezuela.
- O'Connor, E. A. (2013). Una explicación para la tendencia estructural de la fuga de capitales en Argentina. *Documento de Trabajo*, 43. Recuperado de <https://core.ac.uk/download/pdf/95632081.pdf>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2014). *Perspectivas económicas de América Latina 2015: educación, competencias e innovación para el desarrollo*. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.
- Prebisch, R. (1981). *Capitalismo periférico: crisis y transformación*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Santarcángelo, J. y Schorr, M. (2001). *Dinámica laboral en la Argentina durante los años noventa: desocupación, precarización de las condiciones de trabajo y creciente inequidad distributiva*. Ponencia presentada en V Congreso Nacional de Estudios del Trabajo, Buenos Aires, Argentina.
- Sbatella, J., Chena, P., Palmieri, P. y Bona, L. (2012). *Origen, apropiación y destino del excedente económico en la Argentina de la posconvertibilidad*. Buenos Aires: Colihue.
- Schneider, B. (2003). *Measuring capital flight: Estimates and interpretations*. Londres: Overseas Development Institute.
- Schorr, M. y Wainer, A. (2015). Algunos determinantes de la restricción externa en la Argentina. *Márgenes: Revista de Economía Política*, 1, 33-54.
- Serafati, C. (2001). El papel activo de los grupos predominantemente industriales en la financiarización de la economía. En F. Chesnais (comp.), *La mundialización financiera: génesis, costo y desafíos*. Buenos Aires: Losada.
- Wainer, A. (2016). El sector externo de la economía argentina durante los gobiernos del kirchnerismo (2003-2015). *Desarrollo Económico*, 304, 41-73.
- Wainer, A. y Barrera, M. A. (2017). El fin de la valorización financiera y la masiva fuga de capitales locales en 2001. En E. M. Basualdo (ed.), *Endeudar y fugar: un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri* (pp. 49-74). Buenos Aires: Siglo XXI.
- Zaiat, A. (2012). *Economía a contramano: cómo entender la economía*. Buenos Aires: Planeta.

## Anexo

### Métodos de estimación de la fuga de capitales en Argentina: *stocks*, residual del balance de pagos y cambiario

No existe una única definición de la fuga de capitales ni tampoco, consecuentemente, consenso respecto de los métodos de estimación del fenómeno. De acuerdo con Schneider (2003), hay tres conjuntos de definiciones alternativas: a) la fuga de capitales de carácter amplio, que se entiende por los activos que deben ser invertidos en la economía doméstica, y generarían un retorno social mayor del de su salida; b) la fuga de capitales como respuesta al tratamiento discriminatorio derivado de la incertidumbre política o económica; y c) la fuga de capitales de carácter ilegal, vinculada a operaciones de elusión y evasión fiscal o lavado de activos.

Como se aprecia, cada método da cuenta de distintos fenómenos vinculados a la extracción de recursos de una economía. La definición que restringe la fuga a las actividades ilegales desatiende aquellas particularidades del fenómeno que expresan la lógica de resguardo de valor de los sectores económicos concentrados. La definición que la asocia a la incertidumbre política como la amplia cumplen mejor con el propósito de identificar la dinámica que asume la exteriorización de activos por parte de los residentes con capacidad de acumulación de moneda extranjera, ya que toman en cuenta factores políticos, sociológicos y económicos.

Este conjunto de definiciones da cuenta de las divergencias que existen en la literatura en torno a qué medir como fuga de capitales y cómo hacerlo. Para ello, existen distintos mecanismos de medición, con sus ventajas y desventajas:

El método de *stocks* contabiliza como fuga de capitales el cálculo de los activos que acumulan los residentes locales en el exterior, tratándose de un cálculo directo, que surge de las cuentas de la posición de inversión internacional (PII) que suministra el Indec. Allí se cuentan los activos declarados y estimados en el extranjero por parte de los grupos que logran fugar el excedente económico, en general clasificado

en activos inmobiliarios y otras inversiones de cartera. Las ventajas de su utilización son las siguientes: que permite construir series de fuga relativamente extensas, que su cálculo surge de fuentes oficiales y que brinda información sobre las características de los activos fugados (inversiones inmobiliarias, depósitos, efectivo o activos líquidos). Sin embargo, este método cuenta con algunas desventajas, a saber: no tiene en cuenta la transferencia de divisas ilegal del comercio exterior (sobre- y subdeclaración de importaciones y exportaciones, respectivamente), al establecer el criterio de residencia, no contabiliza como fuga los activos que extraen los no residentes de la economía local, y por último, las estimaciones varían con las fluctuaciones de las cotizaciones de los activos externos así como del tipo de cambio doméstico.

El MRBP considera como fuga de capitales todas las divisas que ingresan al país (endeudamiento externo, inversión extranjera directa, saldos de la cuenta corriente) que no se acumulan como reservas del Banco Central. Por tanto, la estimación es indirecta (por residuo), y al surgir de los datos de la balanza de pagos, permite construir series largas. Su utilización es la más difundida en la literatura internacional, ya que es la recomendada por el FMI. Como debilidades, este método incurre en la misma falencia que el método de *stocks* en cuanto a la desestimación de la transferencia ilegal a través del comercio exterior, además de basarse en el criterio del devengado y no del percibido, habitualmente fuente de discrepancias para diversos cálculos. Cuenta con el problema de sobreestimar la repatriación de capitales en caso de quita de la deuda externa por *default* (como ocurrió en 2005 en Argentina), aspecto en especial importante para el presente análisis. Finalmente, no discrimina la composición de los activos fugados al exterior, a diferencia del método de *stocks*.

Por último, el método cambiario de fuga de capitales mide los movimientos registrados a través del MULC que informa el BCRA. Este tiene la particularidad de ofrecer información oficial de todas las transferencias de divisas operadas en el mercado formal, y por ello el cálculo de la fuga surge de la formación de activos externos del sector privado no financiero menos el monto de los depósitos

en moneda extranjera de las entidades financieras privadas que contabiliza el BCRA en sus pasivos. Como desventaja, se observa que este criterio solo puede implementarse desde 2002, ya que durante la convertibilidad no existió el MULC, además de no registrar operaciones que no se transan en el mer-

cado formal (por ejemplo, las exportaciones con régimen especial hasta 2012, como las mineras y petroleras, además de desconocer la emergencia de un intenso mercado informal desde fines de 2011). Al igual que en el caso del MRBP, no permite determinar la composición de los activos fugados.

### Resumen de los métodos de estimación de la fuga de capitales y sus características

Métodos	Stocks	Método residual del balance de pagos (MRBP): flujos	Cambiarío (BCRA)
Fórmula	FC = Variación de los activos externos del sector privado no financiero	FC = Flujo de endeudamiento externo neto + IED de no residentes en Argentina + Saldo de la cuenta corriente-Variación de reservas internacionales del Banco Central.	FC = Formación de activos externos del SPNF-aumentos de depósitos de entidades financieras en moneda extranjera en el balance del Banco Central.
Características	Directo. En nuestro país su estimación se realiza oficialmente a través del informe anual de la PII que difunde el Indec. Se estima de acuerdo con la información suministrada por fuentes locales y extranjeras acerca de inversiones de residentes en el exterior (bonos, acciones, cuentas bancarias, propiedades).	Indirecto. Se puede resumir a la fuga, según esta estimación, como todos los ingresos de capitales que no terminen en la "bóveda" del Banco Central ni en pago neto de intercambio de bienes y servicios. Su criterio de registro es de base devengado. Incluye el sector público en su estimación.	No incluye como fuga a los activos externos que se reinsertan en el sistema, a diferencia del análisis de BP. Suministrado por el Banco Central, permite estimar la fuga a partir de los activos externos del SPNF que registra el MULC. Su criterio de registro es de base caja.
Ventajas	El <i>stock</i> de activos externos en el exterior permite estudiar el nivel de fuga acumulado en un período relativamente largo. Brinda información desagregada de los activos externos en el exterior, permitiendo analizar si son activos líquidos o inmobiliarios.	Permite construir series más largas debido a que su estimación proviene de los resultados de la balanza de pagos. Incluye operaciones no liquidadas en el balance cambiario (p. ej.: exportaciones mineras y petroleras).	Es el registro más preciso, ya que lo construye la autoridad monetaria y es relevado en forma mensual. No solo contabiliza operaciones entre residentes y no residentes, sino cualquier transacción en divisas cursadas por el mercado oficial de cambios, lo que incluye todos los activos que salen del sistema. Actualmente es el más difundido.
Desventajas	No contabiliza las sub- o sobredeclaraciones de exportaciones e importaciones, respectivamente. Solo contabiliza como fuga las salidas de capitales de los residentes. Su estimación se ve altamente influenciada por los precios de los activos externos, registrando como fuga o repatriación de capitales variaciones en los niveles de activos que en realidad responden a cambios en las valuaciones y el tipo de cambio.	Al igual que en el caso de <i>stocks</i> , toma como fuga las salidas de capitales solo de los residentes y no tiene en cuenta las sub- o sobredeclaraciones de exportaciones e importaciones, respectivamente. Al tener el criterio del devengado, puede registrar operaciones no efectivamente realizadas. Puede subestimar la fuga cuando disminuye el endeudamiento en caso de quita. Incluye depósitos bancarios que permanecen en el sistema.	No contabiliza operaciones que no se liquidan en el balance cambiario, como las exportaciones mineras y el 70 % de las petroleras hasta 2012. No contempla las operaciones cursadas en el mercado informal (dólar bolsa, dólar contado con liquidación, compra-venta en cuevas, etc. en especial importantes desde fines de 2011).

Fuente: Elaboración propia.