

# LA FUGA DE CAPITALS

## HISTORIA, PRESENTE Y PERSPECTIVAS

*Jorge Gaggero, Claudio Casparrino y Emiliano Libman*

**Documento de Trabajo N° 14 - Mayo de 2007**





DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

ALEJANDRO BANZAS  
MARIANO BORZEL  
MAGDALENA BUSTOS ZAVALA  
CLAUDIO CASPARRINO  
CLAUDIO GOLONBEK  
LORENA FERNÁNDEZ  
JORGE GAGGERO  
FEDERICO GRASSO  
EMILIANO LIBMAN  
ARIANA SACROISKY  
EMILIANO SEVILLA

CONSEJO ACADÉMICO

LEONARDO BLEGER  
ENRIQUE. D. BORDONI  
MARÍA A. BRINER  
JUAN JOSÉ DEU PEYRES  
ROBERTO FRENKEL

*Los contenidos del trabajo y la opinión de los autores no necesariamente coinciden con las de las entidades patrocinantes del Centro.*

*Para comentarios, favor dirigirse a: [informacion@cefid-ar.org.ar](mailto:informacion@cefid-ar.org.ar)*

I.- Introducción .....	3
II.- ¿Qué es la fuga de capitales? Revisión de la literatura y breve marco histórico. ..	7
II.1.- La literatura sobre fuga de capitales .....	7
II.2.- El debate acerca de los métodos de regulación .....	11
II.3.- Breve marco histórico .....	13
III.- Impactos macro de la fuga de capitales. La perspectiva ahorro-inversión.....	19
III.1.- Los impactos según la literatura .....	19
III.2.- El ahorro, la inversión y los flujos financieros en una economía abierta.....	21
III.3.- Los agentes económicos y la fuga.....	24
IV.- Descripción del caso argentino.....	26
IV.1- Los canales de fuga .....	26
IV.2.- Algunas consideraciones acerca del actual contexto macroeconómico .....	33
V.- La medición de la fuga en Argentina: métodos alternativos y resultados .....	37
V.1.- El método residual.....	40
V.2.- El método de stocks .....	43
VI.- Los aspectos fiscales y distributivos de la fuga de capitales .....	49
VI.1.- El marco global.....	49
VI.2.- Los procedimientos y las consecuencias de la “informalidad” .....	50
VI.3.- Tributación, fuga de capitales y equidad en Argentina .....	54
VI.3.a.- Las raíces históricas de la “anomalía” argentina y sus notas distintivas .....	54
VI.3.b.- Fuga de capitales, deuda, tributación y equidad .....	56
VI.3.c.- Los problemas de la gestión tributaria y la ausencia de iniciativas “estratégicas” .....	60
VI.4.- Las tendencias presentes.....	64
VI.5.- Las dificultades de los cambios indispensables .....	65

VII.- Notas finales: agenda global, políticas y regulaciones .....	68
VII.1.- La agenda global .....	68
VII.2.- Las políticas adecuadas .....	70
VII.3.- Cuestiones de la agenda fiscal.....	74
Anexo I.- Estimación de la Posición Inversora Internacional, Argentina 1991-2005	82
Anexo II.- La fuga en Argentina vs. las de Brasil y Chile.....	84
Gráfico N°1: Deuda vs. Fuga .....	40
Gráfico N°2: Fuga de Capital como fracción del PBI.....	42
Gráfico N°3: Stock de Activos Externos por Sector.....	43
Gráfico N°4: Fracción de Activos Externos bajo la forma de IED .....	44
Gráfico N°5: Composición del Stock de IED .....	47
Gráfico N°6: Composición del Stock de Activos Externos del Sector Privado no Financiero	48
Gráfico N°7: Stock de Activos Externos del Sistema Financiero sin BCRA.....	49
Gráfico N°8: Posición Inversora Internacional Neta (Arg, Bra, Chi).....	84
Gráfico N°9: Activos Externos (Arg, Bra, Chi) .....	85
Gráfico N°10: Pasivos Externos (Arg, Bra, Chi) .....	85
Gráfico N°11: Fracción de Activos Externos bajo la forma de IED (Arg, Bra, Chi).....	86
Gráfico N°12: Stock de Activos Externos no IED sobre PBI (Arg, Bra, Chi) .....	87
Gráfico N°13: Stock de Activos Externos IED sobre PBI (Arg, Bra, Chi) .....	88
Cuadro N° 1: Composición de Activos de Otras Entidades Financieras y Sector Privado no Financiero, Argentina, años seleccionados (en valor absoluto).....	44
Cuadro N° 2: Composición de Activos de Otras Entidades Financieras y Sector Privado no Financiero, Argentina, años seleccionados (en porcentajes).....	44

## I.- Introducción

El fenómeno denominado *fuga de capitales* ha estado presente en la historia económica reciente de Argentina, particularmente durante el período que comienza con las reformas económicas encaradas desde 1976 por la última dictadura militar y parece finalizar con el agotamiento y crisis del denominado *modelo de convertibilidad*.

La salida de recursos de la economía local en el período, que por su carácter y complejidad permite abordajes varios -desde las disímiles acepciones que se le han adjudicado al término-, se ha conjugado con el aumento del endeudamiento externo, el debilitamiento de las tendencias previas hacia la constitución de una estructura productiva de creciente complejidad y el notable traspaso de la propiedad tradicionalmente en manos de nacionales a favor de no residentes.

Al avanzar en las definiciones, el análisis de la formación de activos externos por parte de residentes locales -aquella salida de capital local propiedad de residentes para constituir activos en el exterior- muestra un notable crecimiento de las inversiones de cartera y financieras -o inversiones “líquidas”- en contraste con el muy reducido nivel relativo de las inversiones directas<sup>1</sup>.

Estas características, sumadas al contexto económico y regulatorio locales, llevan a suponer que buena parte del aumento de los activos de residentes en el exterior no ha sido resultado de un fenómeno “normal” en una economía en crecimiento y vinculación virtuosa con el mercado mundial o de una globalización esperable de las actividades nacionales, sino del drenaje de recursos generados localmente que, en el marco hipotético de un plan estratégico nacional y de políticas macro y regulatorias consistentes, hubieran podido utilizarse -en gran medida- a favor del fortalecimiento del entramado económico y productivo local (con positivas consecuencias sobre la competitividad internacional de las actividades nacionales, la fortaleza fiscal, el empleo y la distribución de riqueza e ingresos).

---

<sup>1</sup> Resulta relevante notar que la diferencia entre ambas categorías se establece arbitrariamente respecto del porcentaje del total del capital accionario (10%) de una empresa que es propiedad de un inversor. Por convención, se supone que por debajo de este porcentaje la inversión es de carácter especulativo aunque ello impide captar cierto tipo de operaciones de este tipo que involucran porciones mayores o incluso la totalidad de paquetes accionarios. Salvando este hecho no reflejado por las cuentas nacionales, importa remarcar que -a los efectos de este trabajo- estas colocaciones líquidas no suponen la expansión transfronteriza de actividades productivas con origen y epicentro en la economía local.

Una posibilidad es considerar explícitamente el análisis de la *fuga de capitales* entendida como la formación de activos externos de residentes locales<sup>2</sup>, como alternativa a los otros enfoques posibles. Vale decir, en lugar de los que enfatizan: (a) las salidas netas de capital, no considerando lugar de residencia de sus propietarios, por elección óptima de portafolio; (b) el aumento de las transacciones ligadas a la creciente interconexión del mercado mundial; o (c) la mera transferencia de activos de origen ilícito. La aludida alternativa permite abordar ciertas características estructurales, que resultan de particulares procesos económicos de largo plazo. Los comportamientos y dinámicas que se consolidan en tales circunstancias tienden a desincentivar la utilización de excedentes económicos generados localmente en el fortalecimiento de la estructura productiva y social (que se expresa, finalmente, en la salida de capital privado al exterior).

¿Cuál es la relevancia de analizar hoy la problemática de la *fuga de capitales* aquí, en Argentina? ¿Por qué abordarla y, más allá del análisis, intentar desalentarla a través del sostenimiento de un curso macroeconómico adecuado y de políticas públicas y regulaciones *ad-hoc*?

Los progresivos cambios en la política económica han ido constituyendo desde el fin de la *convertibilidad* un modelo de política económica que tiende a diferenciarse respecto del vigente en los años '90. Estos cambios han contribuido a la desaceleración del flujo -y la estabilización del stock- de los activos que los residentes locales mantienen en el exterior durante el período 2003-2005.

Más aún, la etapa actual se ha caracterizado por una clara tendencia a la entrada neta de capitales, lo cual ha llevado a las autoridades económicas a establecer diversos controles y restricciones en función de sus objetivos de nivel de actividad, tipo de cambio y tasa de interés (así también como del objetivo estratégico de limitar la volatilidad de la economía).

Sin embargo, volviendo al análisis del stock de activos externos de residentes, en el año 2006 se ha verificado un aumento de significación. En consecuencia, si bien la *fuga* de capitales -tal como ha sido conocida aquí durante las últimas tres décadas y en caso de sostenerse los desarrollos posteriores a la caída de la convertibilidad- podría dejar de ser un

---

<sup>2</sup> Como se verá en las secciones siguientes, desde este enfoque –y en base a las estadísticas de Posición de Inversión Internacional (PII) que en nuestro país elabora el Ministerio de Economía y Producción- puede considerarse *fuga* de capitales principalmente a las tenencias externas (activos) del sector privado no financiero, con la alternativa de excluir de su cómputo la denominada inversión directa no inmobiliaria. A ese agregado deben sumarse las tenencias de la cuenta “otras entidades financieras” de la PII (que excluye al BCRA), teniendo en cuenta que allí se contabilizan no sólo los activos de las entidades financieras privadas sino también las de carácter público. Para un mayor detalle, ver la nota al pie N° 42.

condicionante estructural para la economía Argentina, resulta aún prematuro arriesgar una conclusión firme a este respecto. Parece tratarse de una oportunidad histórica, no de un destino ineluctable.

Una revisión de la bibliografía disponible, predominantemente heterodoxa, permite arriesgar una respuesta a este interrogante: la *fuga* de capitales, entendida en términos generales como la tenencia de activos externos de residentes de una nación más allá de ciertos límites “normales” explicables, implica una notable restricción -de magnitud variable- al desarrollo socioeconómico. Supone un drenaje de recursos que podrían ser utilizados para potenciar el crecimiento económico y el empleo, mermas en la recaudación impositiva que tienden a reducir la eficacia estatal en una espiral descendente, e impactos negativos en la distribución de riquezas e ingresos (Epstein, 2005; Kank-kook Lee and Arjun Jayadev, 2005; Eric Helleiner, 2005; Crotty y Epstein, 1986; Pastor 1990).

Desde una óptica macroeconómica de corte *poskeynesiano* (Epstein, 2005), y en vinculación directa con el fenómeno de la apertura de la cuenta capital y la creciente volatilidad de los flujos de capitales, la *fuga* puede constituirse en un significativo inhibidor de las políticas públicas dirigidas a aumentar el nivel de empleo y mejorar la distribución del ingreso.

Ubicados en la frontera entre la economía política y la politología, varios autores plantean que la *fuga de capitales* otorga un “poder de veto” a los sectores dominantes (Crotty y Epstein, 1986; Epstein, 2005, Manuel Pastor, 1990). Ellos lo ejercen sobre los hacedores de política pública al avalar o desaprobado con ingresos o salidas netas de capitales, respectivamente, las decisiones clave de las autoridades responsables del manejo de la economía local.

La literatura analizada se refiere, en general, a la *fuga* como un problema casi exclusivo de los países “sub” y “semi” desarrollados. Con la salvedad de una serie de autores (Pastor, 1990), que lo consideran un fenómeno también presente en las economías centrales (donde asimismo se verifican pérdidas en materia de crecimiento y empleo, aunque de menor magnitud).

En el contexto del razonamiento que distingue entre “centro” y “periferia” -o “desarrollo” y “subdesarrollo”- un buen número de autores pone el acento en el endeudamiento externo como fenómeno que suele estar vinculado a la *fuga de capitales*, en la medida en que la deuda externa pública suele ser el factor clave que permite la remisión de activos privados locales al exterior (Boyce y Ndikumana, 2002; Basualdo y Kulfas, 2002). Merecen ser

especialmente destacados los aportes de Eduardo Basualdo y Matías Kulfas (coordinador e investigador –respectivamente- del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO), precursores en el análisis de esta cuestión en Argentina y –en especial- de sus estrechas vinculaciones con la dinámica de su economía y la evolución de la deuda externa en nuestro país.

La bibliografía disponible deja entrever, además, la combinación de otros fenómenos que se entrelazan con la problemática de la *fuga de capitales*: i ) la cuestión del control del movimiento de capitales (Borzel, 2005), dentro de los cuales los activos en manos de residentes constituyen una porción significativa; ii ) la política tributaria, afectada por el conflicto político por el control y la aplicación del excedente económico generado en la economía local (Gaggero y Grasso, 2005); y iii ) la cuestión de la distribución del ingreso y la riqueza.

Si se dejan en un segundo plano las características de la *fuga* que los organismos internacionales con núcleo en la ONU abordan con especial interés -las vinculadas a los movimientos originados en actividades ilícitas tales como el narcotráfico, el tráfico de armas, la evasión fiscal y el “lavado de dinero” resultante de las anteriores- la cuestión de la *fuga de capitales* asume una dimensión relevante en el debate acerca de las políticas públicas vinculadas a los proyectos nacionales o regionales de desarrollo.

En consecuencia, analizar esta compleja temática implica abordar una cuestión central para el mundo “en desarrollo”, para el cual las transferencias mundiales de capital tienen una importancia crucial.

El presente trabajo se orienta entonces a revisar la literatura, poner brevemente esta cuestión en el contexto histórico y el marco global adecuados, analizar de modo preliminar los distintos factores -macroeconómicos, regulatorios y fiscales- ligados a esta problemática en Argentina, destacar en una comparación cuantitativa internacional las especificidades del “caso argentino” y, finalmente, esbozar algunas cuestiones de agenda relevantes, de cara al futuro y considerando las inevitables fluctuaciones y ciclos esperables de la actividad económica local y global.



## **II.- ¿Qué es la *fuga de capitales*? Revisión de la literatura y breve marco histórico.**

### II.1.- La literatura sobre fuga de capitales

El término *fuga de capitales* ha merecido diversas definiciones que, alternativamente, hacen hincapié en su legalidad o ilegalidad, en los movimientos lícitos de capital por causa de aversión al riesgo, en su “normalidad” o “anormalidad”, en la elección óptima de portafolios, en las distinciones entre inversiones de cartera e inversión extranjera directa (IED) y en otros varios aspectos de la cuestión.

Cada una de estas variantes, así como sus versiones más comprensivas, tiene directa correspondencia con disímiles nociones acerca del desarrollo, de la extensión e injerencia “óptimas” de las políticas públicas, de las causas del crecimiento económico y el empleo, y de la propia conformación estructural del sistema económico a escala global; vinculadas a la discusión acerca de la existencia de estructuras económicas “homogéneas” o “heterogéneas”, así como las implicadas en el análisis “estructuralista” o “de la dependencia” de origen latinoamericano.

Benu Schneider (2003) divide las definiciones de la literatura en tres grupos: (a) definición general, o amplia, (b) abordaje de la *fuga de capital* debida al tratamiento discriminatorio del capital local, y (c) las definiciones ligadas a las transacciones ilegales. El siguiente cuadro, tomado del citado trabajo de Schneider, muestra de modo sintético esta clasificación:

(i)	<p><b>Definición amplia de fuga de capitales</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>□ Todos los flujos de salida que, de ser invertidos en la economía local, generaría una tasa social de retorno mayor</li> <li>□ Una variante de este concepto a menudo denominada flujos de corto plazo (“hot money flows”), según la cual todos los flujos de salida de corto plazo, o aquellos reflejados en la categoría “errores y omisiones” de la balanza de pagos, son tratados como <i>fuga de capitales</i>.</li> </ul>
(ii)	<p><b>Fuga de capitales definida como la respuesta al tratamiento discriminatorio del capital doméstico</b></p> <p>En esta, <i>la fuga</i> es aquella parte de los flujos de salida que responde al riesgo asimétrico, <i>causado por incertidumbre económica y/o política, que puede alterar los rendimientos de los capitales e incluso incluir posibles confiscaciones de origen político</i><sup>3</sup>.</p>
(iii)	<p><b>Concepto de “transacciones ilegales”</b></p> <p>Vincula a la <i>fuga de capitales</i> sólo a aquellos flujos de salida que son de carácter ilegal.</p>

Fuente: Schneider, 2003.

En el primer grupo (i) se define como una pérdida de capital doméstico a través de salidas al exterior, lo que provoca una caída en la utilidad social local. Esta afirmación se basa en la noción según la cual dicho capital en poder de residentes fugado podría generar, en el supuesto de su permanencia en el país de origen, un aumento en el bienestar social. Esta definición de *fuga* lleva a la medición de activos externos de bancos e individuos, más los errores y omisiones del Balance de Pagos. Una variante incluye sólo los capitales de corto plazo y los “errores y omisiones”<sup>4</sup> (Schneider, 2003).

Para Gerald Epstein (2005), la *fuga de capitales* está definida por “el temor a la confiscación de la riqueza, los incrementos en los impuestos a la riqueza o la imposición de regulaciones que limitan las prerrogativas de tenedores de activos”. En ese sentido, la *fuga de capitales* supone flujos de capitales que intentan escapar de las regulaciones gubernamentales.

Al describirla como “un fenómeno inherentemente político que envuelve el rol del gobierno y la prerrogativa de aquellos –usualmente los ricos- con acceso a las divisas”, Epstein le agrega un factor socio-político, poco mencionado en la mayor parte de la literatura, que pone en el centro del debate el rol del sector público en la regulación político-económica y la adopción de estrategias de desarrollo de carácter redistributivo.

<sup>3</sup> El texto en cursiva fue agregado por los autores al cuadro original.

<sup>4</sup> Estos errores y omisiones incluyen las tenencias de moneda extranjera en manos de residentes dentro de los límites de la economía local, tenencia que también se considera *fuga*.

Matías Kulfas<sup>5</sup> y Mario Damill<sup>6</sup> proponen el análisis de la denominada “Posición de Inversión Internacional” (método de estimación directa o de “stocks”), para poder analizar el monto y las modificaciones cualitativas en las tenencias de activos de residentes en el exterior. Kulfas, en particular, entiende a la *fuga* como los activos externos en poder de residentes, menos los realizados bajo la forma de inversión externa directa (IED).

En el segundo grupo de definiciones (ii), referido a la *fuga de capitales* en tanto respuesta al tratamiento discriminatorio del capital doméstico, Schneider sigue la visión tradicional de Kindleberger, según la cual la *fuga de capitales* es definida como un flujo unidireccional causado por la incertidumbre política y económica. Como consecuencia del análisis de las características de la crisis de la deuda de 1982 y del nuevo fenómeno de flujos de ingreso de ahorro externo y flujos salientes de capital privado, Schneider adapta y refina la acepción tradicional: “Una definición apropiada de fuga debe poder explicar los flujos de capitales en ambas direcciones (tanto los que ingresan como los que salen) en un entorno inestable e incierto, distinguiendo entre los componentes “normales” e “inducidos” de las salidas de capitales” (Schneider, 2003). Aún con ingresos de capitales a una economía, pueden estar verificándose salidas “anormales” de capital, consideradas *fuga*, motivados por “cambios en la percepción del riesgo y retorno influenciados por la incertidumbre no capturada por la teoría del portafolio”, cambios en la composición de la cartera en respuesta al “deterioro inusual en el perfil de riesgo/retorno asociado a los activos localizados en un país particular, que ocurre en presencia de conflictos entre el interés de sus tenedores y de los gobiernos”. En su análisis, incluso, los capitales que ingresan de manera “normal” pueden constituirse en financiamiento para una salida “anormal” simultánea, explicada por el tratamiento discriminatorio del capital doméstico<sup>7</sup>.

El tercer grupo (iii) remite a una definición más ajustada a la literalidad de la expresión. Si se la lee en contraposición a “salida de capitales”, la expresión *fuga de capitales* sugiere un estado de ilegalidad o irregularidad. Por ejemplo, de evasión o elusión de las normas fiscales o referidas a los movimientos de capitales, aunque no necesariamente a movimientos provenientes de actividades ilícitas. Este es justamente el sentido que han decidido darle al término la ONU y sus organizaciones vinculadas. Kosarev y Grigoryev (2000) definen a la *fuga de capitales* como el “transporte ilegal de capital al exterior” en el sentido del “transporte en violación de normas y leyes del país de origen”, diferenciándolo de

---

<sup>5</sup> Según comunicación personal con los autores de estas notas.

<sup>6</sup> Idem nota 5.

<sup>7</sup> Según Schneider, esta paradoja es explicada por la información asimétrica, y el riesgo político y económico.

la salida o exportación, “fenómeno normal”, en cumplimiento de los requerimientos legales existentes que no constituiría un peligro para la economía nacional.

En esencia, esta definición de *fuga* se limita a una tipificación de delito económico, eludiendo el análisis -más abarcativo- de las consecuencias socioeconómicas implicadas en el drenaje hacia el mercado mundial de recursos generados en el ámbito local. En otros términos, si bien se plantea que los capitales pueden ser sujetos de regulación este enfoque no pone en cuestión la consecuencia de la desregulación, el “libre mercado” y su carácter frecuentemente disruptivo para los procesos de desarrollo en la periferia.

Por último, existe un extenso grupo de economistas, fundamentalmente de orientación ortodoxa, que no considerarían a la *fuga de capitales* como un problema. La cuestión de los flujos de capitales tan sólo representa para ellos una decisión de cartera óptima de los agentes, dados los parámetros relevantes de la economía de que se trate, que define un determinado perfil de riesgo / retorno de los distintos activos físicos y financieros.

Particular atención ha recibido el modelo pionero de Krugman (1979) sobre las crisis de la balanza de pagos<sup>8</sup>. Estas se producen debido a un déficit fiscal financiado con emisión monetaria e incompatible con el objetivo cambiario perseguido por el banco central. Tarde o temprano los especuladores fuerzan una devaluación, al incrementarse la demanda de moneda extranjera. En otros términos, para esta corriente la *fuga de capitales* se originaría - en el mejor de los casos- en las fallas de las políticas macroeconómicas.

Quienes defienden esta visión argumentan que los movimientos liberalizados de capital son beneficiosos debido a sus virtudes: al diseminar el ahorro en las regiones en donde es mayor su retorno, permiten a sus habitantes mantener niveles de consumo estables, beneficiarse de más elevadas tasas de crecimiento global, y otras ventajas. Sin embargo, han reconocido explícitamente –empezando por el propio Krugman- los inconvenientes que la liberalización financiera internacional ha traído aparejados (Obstfeld, 1995), aduciendo la existencia de imperfecciones en los mercados financieros (riesgo moral e información asimétrica) y de rigideces en el ajuste de los precios.

De todos modos, según esta última visión la *fuga* desaparecería como problemática en la medida en que los gobiernos aplicasen políticas macroeconómicas “consistentes”<sup>9</sup> (vale

---

<sup>8</sup> En rigor, la visión en cuestión tiene como antecedentes los programas de ajuste del FMI desde los años 50s y la visión “monetarista”. Los movimientos de la balanza de pagos obedecerían, en cualquier caso, a los desequilibrios monetarios producto de la inoperancia de las autoridades para contener el déficit fiscal.

<sup>9</sup> Una visión crítica acerca de las políticas macroeconómicas “consistentes” respecto de los movimientos de capitales puede encontrarse en Epstein *et. al.* (2003).

decir, aquellas que tienen como premisa necesaria la libre movilidad internacional del capital) e impulsasen las “reformas estructurales” pertinentes (liberalización financiera, privatización de empresas públicas, eliminación de los controles de precios y los impuestos “distorsivos”, especialmente los aplicados a las actividades financieras y el comercio exterior).

## II.2.- El debate acerca de los métodos de regulación

En la mayor parte de la literatura analizada las soluciones propuestas para el fenómeno de la *fuga de capitales* incluyen un variado abanico de posibilidades, desde el mero intercambio de información –a nivel internacional- para detectar a los capitales de origen ilícito hasta la más directa intervención a través de políticas fiscales y de control de capitales. Lo más llamativo es que en casi todos los casos, incluyendo las propuestas de la ONU y algunos organismos a ella vinculados, se proponen diversos grados de regulación pública con impacto sobre los activos de propiedad privada.

Kindleberger (1987) constituye una excepción al afirmar que el factor fundamental para la repatriación del capital fugado es un retorno de la confianza, ya sea en la estabilidad del tipo de cambio, en la seguridad del capital o en la recuperación económica.

A la luz de la lectura de autores como Epstein o Pastor, la opinión de Kindleberger podría suponer –para el caso de muchas economías “en desarrollo”- una influencia de los grupos con mayor poder económico sobre las decisiones de política económica de los gobiernos. En tal supuesto, estos se verían obligados a rendir cuentas a los tenedores de activos acerca de sus decisiones cruciales en el terreno económico, para que éstos acompañasen tales políticas a través de la repatriación de sus fondos radicados en el extranjero. En otros términos, la ecuación fundamental de las democracias representativas modernas, “un ciudadano, un voto”, sería reemplazada por la expresión “un dólar, un voto”. (Epstein, 2005)

No se ha abordado en este texto el análisis acerca de las consecuencias que este cambio de la ecuación política acarrearía para el futuro de la democracia política y las instituciones –básicas- que regulan la vida social. Sería interesante ahondar en las eventuales implicancias, en términos de desarrollo, que la consolidación de tales tendencias tendría –a la larga- sobre el imaginario social y político constituido desde la Revolución Francesa. Este imaginario está en permanente tensión histórica con el basamento vertical de las relaciones de propiedad que fortalece sus raíces desde las vísperas y en el contexto de su contemporánea, la Revolución Industrial.

La cuestión de la regulación no es nueva. En la recién iniciada posguerra, John M. Keynes y Dexter White fueron enviados por sus países -Gran Bretaña y Estados Unidos- como representantes a la conferencia de Bretton Woods de 1944 y vislumbraron la posibilidad de que se produjeran importantes *fugas de capitales* europeos hacia Estados Unidos, estimación que se concretó en los años inmediatos y contribuyó a profundizar la crisis de 1947-48 (que dio lugar, a su vez, al *Plan Marshall* en junio de 1947).

Ese temor contribuyó a su insistencia en que fuera incluida la posibilidad de que los países miembros del sistema de las Naciones Unidas pudieran aplicar controles de capitales, materializándose en la redacción del artículo 6to. de la carta del FMI. Sin su aplicación, resultaba probable que se socavara la autonomía política de los países europeos, que los tipos de cambio estables y las pautas de intercambio internacionales fueran trastornados, y se agotaran los “magros recursos del FMI” intentando financiar desequilibrios causados por la *fuga de capitales*. Keynes y White también reconocieron las posibles dificultades que los países enfrentarían para controlar unilateralmente la salida de capitales, argumentando la necesidad de que los países receptores de ese capital colaboraran a su fortalecimiento (Helleiner, 2005).

La propuesta conjunta de Keynes y White implicaba que los gobiernos de los países receptores compartieran la información con los gobiernos de los países con controles de capitales, en lo referido a las tenencias de activos de ciudadanos de estos últimos. Dexter White fue aún más lejos al proponer que los países receptores se negaran a recibir capitales sin el consentimiento de los gobiernos de los países emisores.

Las propuestas de ambos fueron rechazadas por la presión de la “comunidad financiera” de Estados Unidos, que consideraba –entonces como hoy- que compartir información de tal tipo y colaborar en la “repatriación de capitales” hubiera significado convalidar una “violación de los derechos de propiedad”.

En la actualidad los gobiernos centrales y los organismos financieros internacionales vienen manifestando una creciente preocupación por el “lavado de dinero”, las actividades ilícitas a él vinculadas y su conexión con la *fuga de capitales*, tipificación a la que ya se ha aludido antes.

Si bien esta tipificación de la *fuga de capitales* resulta insuficiente desde una visión heterodoxa o crítica, Helleiner opina que “con la creación de un complejo procedimiento de recolección y distribución de información, la comunidad internacional está creando estructuras que podrían ser usadas para operacionalizar el tipo de cooperación propuesto

en *Bretton Woods* y puesto a prueba en forma limitada durante el *Plan Marshall*" (Helleiner, 2005). "El potencial de nuevos requerimientos de registro de información e identificación de clientes como una herramienta para el seguimiento del capital fugado es obvio"<sup>10</sup>.

Crotty y Epstein (1996) destacan que la propuesta de aplicar controles globales, aunque potencialmente eficiente, supone severas complicaciones en tanto no existen mecanismos democráticos para implementar los cambios institucionales necesarios a esa escala. Los mecanismos disponibles así, son hoy de escala nacional y regional.

### II.3.- Breve marco histórico

La *fuga de capitales*, en tanto hecho caracterizado por la movilización de recursos líquidos por las razones antes mencionadas, ha estado presente en diversos períodos históricos y desde hace varios siglos. Puede sostenerse que su recurrencia tiende a aumentar y a complejizarse cuando la forma que asumen los modos de acumulación históricos permiten la movilización de excedentes de un territorio a otro.

Su factibilidad se vincula, en particular, con la posibilidad de transformar los recursos productivos y económicos en la denominada "forma dinero". Pueden destacarse tres formas fundamentales en la revisión bibliográfica: a ) inestabilidad política; b ) veto de las clases dominantes a decisiones políticas trascendentes que afectan la acumulación privada; y c ) transferencia de los recursos locales a una denominación en moneda "dura".

Charles Kindleberger (1990), uno de los autores que primero han aportado a la definición del fenómeno de la *fuga de capitales*, menciona los siguientes acontecimientos históricos relevantes:

---

<sup>10</sup> Lissakers, *Banks*, p.158., citado por Helleiner, Eric.

Francia	1685 (y antes) a 1700: revocación del <i>Edicto de Nantes</i> .
	1720: acciones para salvaguardar las ganancias de la <i>burbuja de Mississippi</i> .
	1789-97: fuga de capitales como consecuencia de la <i>Revolución Francesa</i> .
	Las compras francesas de Obligaciones emitidas en Londres en la década de 1840
	El ataque especulativo contra el franco de 1924 y la exitosa “contracción”.
	La estabilización de Poincaré, después de la depreciación extrema de mayo-junio de 1926.
	El golpe de la clase media contra el <i>Frente Popular</i> en 1936.
	El golpe de clase media contra el <i>Accord de Grenelle</i> en 1968.
	El golpe de clase media contra la campaña socialista de nacionalización de Mitterrand en 1981-2.
Italia	1866 y el inicio del <i>corso forzoso</i> que fue finalmente interrumpido en 1881.
	Los controles de cambios de los años 1930.
	La fuga de los <i>bananotes</i> de 1961-3, contrabandeados a Suiza, que fue un golpe de la clase media contra la nacionalización de la industria de electricidad.
Alemania	La salida de capital alemán durante la hiperinflación de 1919-23.
	Las salidas de 1931 que conducen al <i>Acuerdo de Standstill</i> .
	Los controles de cambios, con pena de muerte por evasión, en los años 1930.
Latinoamérica	Compras latinoamericanas de obligaciones emitidas en el extranjero.



Sería errado, por lo tanto, considerar a la *fuga* como un problema exclusivamente contemporáneo. Debe ser considerada, por el contrario, como un hecho económico-social vinculado a la función del dinero en las formaciones sociales en las que aquél comenzó a jugar un papel relevante.

Sin duda, las tendencias estructurales a la aceleración de la fuga de capitales se condicen, en lo fundamental, con la expansión de las relaciones sociales de producción modernas y - más específicamente- con la conformación de los mercados mundiales de capitales a partir del siglo XIX. Cada patrón de acumulación y su respectiva génesis histórica suponen una lógica fundamental de circulación de capital. Por otra parte, el desarrollo y carácter de las formaciones concretas implican una determinada vinculación entre “periferia” y “centros”, cualitativamente diferenciada según los distintos niveles de desarrollo.

Dados los objetivos de este trabajo, importa mencionar los cambios ocurridos durante el siglo XX y, en especial, los desarrollos posteriores a la crisis y transformación del patrón de acumulación mundial conformado durante la segunda posguerra. Estos cambios y la nueva lógica de funcionamiento del mercado mundial han terminado de moldear el presente comportamiento de las transferencias de capitales a escala global.

En agosto de 1971 Richard Nixon suspendió las compras y ventas de oro del Tesoro de Estados Unidos, clausurando de modo definitivo el denominado “patrón oro”. Esta medida implicó además una herida de muerte para el sistema de *Bretton Woods*, a través del cual se administraba el comercio global<sup>11</sup> (Eatwell y Taylor, 2006). Luego de algunos intentos de organización del sistema de cambios, en julio de 1972 la libra esterlina comenzó a flotar contra el dólar; lo mismo ocurrió en febrero de 1973 con el yen japonés y al mes siguiente con las monedas del resto de los miembros de la Comunidad Europea.

Las tasas de cambio fijas estaban antes resguardadas por fuertes controles al movimiento de capitales, que permitieron establecer un sistema de mercados financieros domésticos ampliamente controlados. Las modificaciones de 1971 en adelante generaron fuertes presiones a favor de cambios de fondo en las regulaciones financieras mundiales.

El incentivo para desregular los flujos internacionales de capital tuvo su origen en la vital necesidad del sector privado de cubrirse contra los costos que imponían a sus operaciones las tasas de cambio ahora fluctuantes. Para reducir el riesgo quienes negociaban en los mercados externos necesitaban poder diversificar sus carteras de valores a voluntad: vale

---

<sup>11</sup> Sobre la base de los acuerdos de la conferencia, las tasas de cambio de las principales monedas se fijaban con respecto al dólar y éste, a su vez, era respaldado por el oro a una cotización fija determinada (treinta y cinco dólares por onza troy).

decir, modificar la combinación de divisas y activos financieros, tanto presentes como a futuro, en concordancia con la percepción del riesgo que imponía el cambio extranjero. Con el sistema de *Bretton Woods*, el sector público soportaba el riesgo de cambio extranjero. Con su derrumbe, el riesgo fue privatizado (Eatwell y Taylor, 2006).

Estos cambios implicaron fuertes restricciones sobre los sistemas financieros domésticos y supusieron la creación de instrumentos que permitieran diversificar el riesgo, ahora privatizado, que representaba la creciente volatilidad de los mercados financieros globales.

Entre las principales modificaciones se cuentan:

- La abolición de los controles de cambios
- La anulación de las restricciones domésticas que impedían el acceso de las instituciones financieras al mercado cruzado
- La eliminación de los controles cuantitativos sobre el crecimiento del crédito
- El direccionamiento de las políticas monetarias hacia el manejo de la tasa de interés de corto plazo (se formó, además, un mercado de instrumentos financieros diversos)

El resultado de estas políticas fue el crecimiento exponencial de los movimientos de capitales en el mercado mundial -con una fuerte tendencia especulativa vinculada al sistema de tasas de cambio flotantes- a través de nuevos instrumentos financieros. Durante los años ochenta se generalizaron las transacciones con divisas, bonos y, en la década siguiente, con títulos de deuda.

Dado el tipo de transacciones financieras, se ha dificultado la introducción de regulaciones públicas unilaterales; por ejemplo, sobre instrumentos relativos a divisas extranjeras. Por otra parte, la consecuente proliferación de “paraísos fiscales” con bajos niveles de regulación ha permitido el aumento de transacciones, aunque elevando a su vez los niveles de riesgo.

La apertura generalizada de la cuenta capital del balance de pagos ha aumentado además la inestabilidad de los mercados domésticos, impactando en los niveles de actividad y empleo. Esta apertura ha supuesto la pérdida de márgenes de maniobra para la política económica local, fundamentalmente en aquellos países donde el supuesto de “país pequeño” es aplicable, aunque también en centros financieros de envergadura.

Analizadas desde el punto de vista de la economía real, las reformas que se inician en los tempranos años 70 y se profundizan en los 80 y 90 han permitido a los capitales que se han transnacionalizado desplegar toda su capacidad financiera y productiva con el fin de

aumentar sus posibilidades de inversión. La forma “líquida” del capital financiero, el aumento de los instrumentos y la apertura de los mercados financieros y productivos domésticos han exacerbado tales posibilidades de inversión (Chesnais, 1999 –comp.-), aunque reducen –a la vez- los tiempos en que esa rentabilidad debe ser percibida. Inversiones especulativas y ganancias rápidas, tanto en el sector financiero como en el ámbito de la producción.

En América Latina pueden considerarse dos etapas en su articulación con este proceso de transformaciones. La primera corresponde a las experiencias económicas de liberalización de los años 70, en su virtual totalidad desarrolladas por dictaduras militares debido a la ausencia de acuerdo popular respecto de las mismas. Apertura de la cuenta de capital del balance de pagos, desregulación financiera y apertura comercial, entre otras<sup>12</sup>. La segunda etapa corresponde a la era del denominado *Consenso de Washington* (1992).

Wierzba y Golla (2005) afirman que “la eliminación de restricciones al flujo internacional de capitales se extendió durante toda la década del setenta para alcanzar su madurez a principios de los ochenta en los países centrales, momentos en que los fondos podían trasladarse entre mercados, bancos, paraísos fiscales, sin limitaciones. Comenzada la década del noventa la liberación de la entrada y salida de capitales abarcaba una gran cantidad de naciones periféricas, situación que se extendió ampliamente durante el transcurso de la misma. La generalización de las nuevas condiciones trajo aparejado un explosivo crecimiento del movimiento internacional de capitales y de las transacciones de divisas”. Lejos de las medidas “macroprudenciales” propias de la etapa de *Bretton Woods*, “las nuevas condiciones de liberalización del movimiento internacional de capitales implicaron que durante los setenta y los ochenta creciera explosivamente la actividad *off shore* de las entidades financieras, buscando nuevos mercados con menores regulaciones”.

La aceleración de la fuga de capitales durante esta etapa se relaciona con las transformaciones que a escala global y local se produjeron entre los años 70 y los 90. Estas modificaciones implicaron una fuerte modificación de los patrones de acumulación, en especial en la periferia, pasando de perfiles desarrollistas a unos más marcadamente financieros. Esto implicó que la interrupción de la etapa de industrialización por sustitución de importaciones y la articulación local con las tendencias internacionales, generaran en la periferia fuerzas favorables a una mayor dependencia financiera, una desarticulación creciente del entramado productivo, un crecimiento marcado de la deuda pública y la creciente salida de capitales privados hacia el exterior. En esta dinámica, la *fuga de*

---

<sup>12</sup> Son un ejemplo paradigmático las medidas tomadas por el gobierno dictatorial del general Videla y su Ministro de Economía J. A. Martínez de Hoz a partir de 1976-7.

*capitales* no supuso un elemento más de la conducta macroeconómica de los agentes, sino una de las principales piezas -junto con su anverso, el endeudamiento externo público- de articulación entre la “periferia” latinoamericana y el mercado mundial.

### **III.- Impactos macro de la fuga de capitales. La perspectiva ahorro-inversión**

Se analizarán a continuación las implicancias de los procesos de *fuga de capitales* y una perspectiva de análisis macroeconómico. Al igual que en el caso de las definiciones, la caracterización de sus consecuencias es también variada, como resultado de la diversidad de las corrientes teóricas a las que adscriben los autores analizados. No se volverá aquí sobre tales corrientes teóricas, ya bosquejadas en la sección II.

#### **III.1.- Los impactos según la literatura**

Siguiendo su definición de *fuga* como aquellos movimientos de capitales de carácter ilícito, y considerando que la exportación de capital “puede facilitar la exportación de bienes, mantener el empleo, y solucionar otros problemas nacionales”, Grigoryev y Kosarev (2000) sostienen que la *fuga de capitales* evidencia “problemas críticos” a nivel nacional que disminuyen las posibilidades de inversión y sus rendimientos, deteriorando las perspectivas de desarrollo.

Epstein (2005) destaca que puede implicar costos sociales significativos, constituyéndose en barómetro de la soberanía de la política gubernamental. Resulta costosa en tanto conlleva caídas en la inversión cuando el capital y las divisas son escasos, como ocurre en los países periféricos, en los cuales las inversiones en infraestructura y otros recursos resultan fundamentales. En estas economías “los beneficios marginales sociales de la inversión probablemente sean considerablemente mayores que los beneficios privados”.

En la medida en que la fuga implique una reacción de los tenedores privados ante intentos gubernamentales de incrementar la presión impositiva o el control público sobre la riqueza privada, este fenómeno tendrá consecuencias negativas en la equidad, “con ciudadanos ricos escapando de los altos impuestos, mientras los ciudadanos pobres enfrentan altos impuestos y recortes en servicios sociales”. También puede inducir crisis financieras, con mayores costos en términos de desempleo y menor crecimiento económico; imponiendo cargas desproporcionadamente altas a los miembros pobres de la sociedad.

Desde esta óptica la intervención estatal en el proceso económico aparece como fundamental, en tanto condición de posibilidad para el desarrollo periférico y la distribución del excedente económico<sup>13</sup>.

Manuel Pastor (1990) plantea tres consecuencias de la *fuga de capitales*, similares a las señaladas por Epstein:

**1) Sacrificio de crecimiento potencial:** el crecimiento es reducido, no sólo porque los ahorros se han desviado al extranjero, sino también porque la típica resistencia a repatriarlos tiende a exacerbar la escasez de divisas; la cual contrae, a su vez, la importación de los bienes de capital necesarios para el desarrollo.

**2) Impuestos perdidos:** la retención de activos y ahorros en ultramar erosiona la base impositiva de los gobiernos, los cuales tienden a enfrentarse con déficits presupuestarios crónicos.

**3) Empeoramiento de la distribución del ingreso:** ésta es afectada negativamente en la medida en que los pobres sufren como consecuencia de las políticas de austeridad adoptadas para que sus países puedan cancelar las deudas con los bancos (o con los bonistas) internacionales; estos últimos pagan, a su vez, intereses a las elites locales.

También desde una óptica política, Pastor destaca que el disciplinamiento del gobierno a través del movimiento libre del capital por parte de las elites con experiencia en técnicas “que producen burbujas especulativas y crisis financieras” supone un poder de veto sobre la política nacional. Por tanto, para democratizar el manejo de la política local, “es necesario, eliminar este poder de veto concedido por la fuga de capitales”.

Buena parte de la bibliografía analizada se refiere a la relación existente entre endeudamiento crónico y *fuga de capitales* en el caso de los países “subdesarrollados”, y enfatiza en la sinergia que suele vincular a ambos fenómenos.

Al analizar el caso argentino de los últimos 30 años, Basualdo y Kulfas (2002) destacan que los períodos de mayor salida de capitales coinciden con aquellos en que se acelera el endeudamiento público y privado con el exterior, lo que sugiere que la deuda externa no sólo funcionó como una masa de capital valorizable para el capital privado, “sino que además el endeudamiento externo estatal aportaría el financiamiento que haría posible tanto la formación de reservas como la remisión de recursos locales al exterior por parte del sector privado más concentrado”. Así, destacan la existencia de grupos sociales

---

<sup>13</sup> Para un análisis del papel de la intervención pública en las principales experiencias históricas de industrialización, ver Chang (2003).

beneficiados por la política pública de endeudamiento y apertura de la cuenta capital del balance de pagos<sup>14</sup>, como también de grupos perjudicados, un debilitamiento del sendero de desarrollo y de la situación financiera del estado nacional.

En referencia a la experiencia de los países africanos sub saharianos (SSA), Boyce y Ndikumana (2005) sostienen que una parte sustancial de los fondos tomados en préstamo por el estado o por privados con garantías estatales fue “capturada” por las elites políticas locales y redireccionada al exterior bajo la forma de *fuga de capital*, constituyendo un sistema de “puerta giratoria”. La dramática “hemorragia financiera” del subcontinente en las últimas tres décadas lo habría convertido en un acreedor neto del resto del mundo, en tanto sus activos externos (medidos como el stock de *fuga de capitales*) exceden sus pasivos (medidos como el stock de deuda externa). Lo notable es que “mientras los activos están en manos privadas, los pasivos son deudas públicas”.

En un sentido muy similar, Manuel Pastor sostiene que la *fuga de capitales* impide la resolución del problema de la deuda, porque la continuada extensión de nuevo crédito o de quita de deuda resulta en muchos casos contraproducente; en tanto un alto porcentaje de los nuevos recursos “se escapa” nuevamente del país. Vale decir, alimenta el reinicio de la *fuga de capitales*.

### III.2.- El ahorro, la inversión y los flujos financieros en una economía abierta

La visión tradicional acerca de los procesos de ahorro e inversión asocia los incrementos de la segunda variable a los de la primera. Las relaciones financieras entre los partícipes del proceso económico serían un simple reflejo del movimiento *real* de productos. De este modo, los flujos financieros internacionales de capital obedecerían a los patrones de distribución del ahorro a nivel global, sobre la base de las tasas de interés que cada región ofrece.

En este marco, la *fuga de capitales* – siendo una respuesta racional de los detentores del ahorro ante las distintas combinaciones de riesgo y retorno que ofrecen los distintos activos financieros (incluidos los activos externos)- emergería como el simple resultado de un proceso de movilización de ahorros entre países<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> El endeudamiento externo público y el proceso de *fuga de capitales* forman parte central del período que E. Basualdo denominó “Etapa de Valorización Financiera”, la cual se inicia con la política económica de la dictadura militar de 1976 y se extiende como patrón de acumulación durante las décadas del 80 y 90.

<sup>15</sup> A pesar de que debería esperarse que el auge de las finanzas liberalizadas tuvieran como principal virtud posibilitar a cada país cubrir la expansión de su stock de capital recurriendo al expediente del

Un enfoque alternativo del problema del ahorro, la inversión y las finanzas contradice la lógica con la que se construye el anterior argumento. De los mismos se deriva, además, un conjunto de recomendaciones de política de naturaleza muy diferente.

Para esta tradición, la “keynesiana”, es la inversión la que tiene primacía sobre el ahorro (lo “regula”), el cual queda determinado mediante ajustes en el nivel de los ingresos. Según esta corriente el funcionamiento de las economías capitalistas está caracterizado por su amplio margen para incrementar el nivel de utilización de la capacidad instalada, e incluso expandir la oferta potencial mediante aumentos de la inversión. De esta forma, los aumentos en la inversión se traducen en incrementos en el ahorro –de igual cuantía- mediante una expansión en el nivel de producción y empleo (ver por ejemplo, Barbosa Filho, 2000).

Este tipo de enfoque, siguiendo a Kaldor (1957), se diferencia del anterior al postular la existencia de una función autónoma de inversión. Con independencia de la forma que tome dicha función, y dado que la contabilidad nacional exige que el ahorro y la inversión sean siempre iguales<sup>16</sup>, esto impone una ulterior restricción al funcionamiento de una economía: el ahorro total nunca puede ser superior a la inversión total. En consecuencia, no todos los flujos de capitales que ingresan en una economía tienen que emplearse forzosamente para financiar la inversión reproductiva -por lo cual no siempre incrementan el ahorro-, aunque generen una obligación de repago a futuro (para cuando el capital decida abandonar el territorio nacional de que se trate).

Esta diferencia conceptual se traduce claramente, en el ámbito de una economía cerrada, en recomendaciones de política muy disímiles. Como señala Palley (1996), en un caso incrementar el ahorro es virtuoso, mientras que en el otro los efectos son claramente perniciosos. En el contexto de una economía abierta, si bien es más difícil “traducir” la discusión –puesto que no resulta indiferente que la demanda se dirija hacia la producción

---

préstamo externo, un conocido trabajo (ver Feldstein y Horioka, 1981) afirma que el ahorro y la inversión internos se mueven juntos. Aceptando como premisa que el ahorro “genera” a la inversión, en los hechos esto implicaría que los movimientos de capitales tendrían un papel muy limitado.

<sup>16</sup> Es importante distinguir conceptualmente entre ahorro e inversión “planeados” y “realizados”. Por definición, el ahorro y la inversión “realizados” son cuantitativamente idénticos: si el ahorro es el ingreso de una comunidad menos su consumo ( $S = Y - C$ ) y definimos el ingreso como el gasto en consumo más el gasto en inversión, considerando la acumulación de inventarios no vendidos ( $Y = C + I$ ), resulta claro que siempre debe cumplirse que  $S = I$ . Naturalmente que los planes de ahorro e inversión puede diferir, dando lugar al aludido ajuste del nivel de ingresos (si por alguna razón el producto no pudiera ajustarse, subirán los precios).



interior o que fluya hacia el exterior<sup>17</sup>-, basta con sostener la idea central: no todos los flujos financieros externos se traducen automáticamente en mayor inversión.

No obstante, una economía abierta puede verse sujeta a una restricción de divisas. En estos casos, el crecimiento puede verse restringido por la escasez de divisas en el caso en que las importaciones crezcan a mayor velocidad que las exportaciones -lo cual tiende a traducirse en saldos deficitarios de la cuenta corriente. Diremos entonces que se incrementa el “ahorro externo”, simplemente porque los desequilibrios del comercio exterior deben ser compensados por flujos de capitales. De esta forma, dichos flujos satisfacen la identidad contable, mientras que las decisiones de importar y exportar determinan la cuantía del ahorro doméstico y la inversión la cuantía del ahorro total (externo más interno)<sup>18</sup>.

En otras palabras, es posible que el “resto del mundo” se niegue a seguir financiando a un país con déficit de cuenta corriente -lo cual puede resultar lógicamente pernicioso-, pero no puede determinar de forma independiente la cuantía del “ahorro externo” que recibe ese país, el cual depende de las decisiones conjuntas de gasto del país en cuestión (importaciones) y de sus socios comerciales (exportaciones). La *fuga de capitales* puede limitar la cantidad de divisas con las que cuenta una economía, pero nunca puede restringir la cantidad que esta ahorra, salvo que la restricción externa limite la inversión doméstica.

Resulta imperioso reconocer las complejidades relacionadas con la cuestión del capital acumulado por residentes argentinos en el exterior<sup>19</sup>. Las políticas tendientes a recuperarlo, bajo el supuesto que fuesen recomendables -por ejemplo, si se agravase la escasez de divisas o, en otro plano, se aspirase a cambiar a favor de los agentes locales la titularidad de los activos productivos radicados en el país-, deben tener en cuenta: a) los potenciales desequilibrios macroeconómicos asociados a los flujos de capitales<sup>20</sup>; b) que los flujos de capitales desde el exterior no se traducen automáticamente en inversión.

---

<sup>17</sup> En el ámbito de una economía abierta al comercio exterior y con gobierno la problemática es similar, en el sentido de que todo aumento de la inversión -sea de origen extranjero, privado o público- incrementa el ahorro global en igual monto. Pero se suma una ulterior complicación, vinculada con la restricción que impone el equilibrio de la balanza de pagos. Parte de los ingresos generados por una mayor inversión, en lugar de traducirse en mayores niveles de ahorro interno, se “filtran” hacia el exterior a través de incrementos en las importaciones. Se puede decir, entonces, que parte de la inversión “se financia” con ahorro externo.

<sup>18</sup> Ver, entre otros, Taylor (1991, cap. 7), Bresser Pereira (2007).

<sup>19</sup> Esto incluye los dólares atesorados “bajo el colchón”.

<sup>20</sup> Como puede apreciarse, la problemática no se limita sólo a la cuestión de la *fuga* sino a la movilidad del capital en general. Las fallas en los mercados crediticios, tales como el “riesgo moral” o la información asimétrica (ver el trabajo pionero sobre racionamiento crediticio de Stiglitz y Weiss, 1981), exacerbaban las variaciones en los precios de los activos, fenómenos reflejados en los conceptos de “fragilidad financiera” de Minsky o el concepto de “acelerador financiero” acuñado por el actual *Chairman* de la Reserva Federal de los Estados Unidos Ben Bernanke. Según las teorías de

El reconocimiento de este tipo de problemáticas sólo puede emerger en un marco analítico que dé cuenta de la autonomía relativa de las decisiones de invertir respecto de las decisiones de ahorrar. Admitido que no hay mecanismos para garantizar que los planes de ahorro se traduzcan en planes de inversión, es plausible comprender por qué la asignación de recursos por parte de los mercados liberalizados de capitales –tanto nacionales como internacionales- dista de ser la “socialmente óptima”.

A modo de síntesis, la problemática ahorro e inversión en el contexto de una economía abierta debe considerar las repercusiones de los movimientos internacionales del capital, de modo que la *fuga de capitales*, en tanto implica flujos que ingresan y salen de la economía doméstica, tiene potenciales impactos sobre el equilibrio macroeconómico. Pero no debe confundirse la generación de ahorro (que depende de que se realicen gastos de inversión) con flujos financieros que pueden o no incrementar la capacidad productiva.

### III.3.- Los agentes económicos y la *fuga*

La sección anterior ha permitido despejar una serie de confusiones respecto de la forma en que se ha analizado frecuentemente la problemática de la *fuga de capitales*. En términos macroeconómicos, dado que la relación causal nos lleva desde las decisiones de inversión hacia la generación residual del ahorro (es decir, una función autónoma de inversión), la *fuga* entendida como aquella *salida de ahorro local que impide las decisiones de inversión* pierde sentido a la hora de explicar las consecuencias de este fenómeno.

No obstante, estas conclusiones de índole macroeconómica deben completarse con otros factores, en tanto por sí solas no permiten captar circunstancias limitantes del desarrollo tales como la creciente transnacionalización de las economías subdesarrolladas, la concentración del ingreso y la formación de sectores locales predominantes, los cuales pueden potenciarse en entornos macro consistentes con un sendero de crecimiento. Es en

---

Minsky o Bernanke, los efectos de estos cambios de precios se “derraman” hacia el sector real de la economía, pudiendo provocar variaciones bruscas en el nivel de actividad que pueden afectar la *performance* productiva de la economía en el largo plazo. Las experiencias de las economías de América Latina -y en algunos casos del Sudeste Asiático- durante los años 90s muestran la posibilidad de que se produzcan fuertes presiones expansivas del crédito que redunden en dinámicas inflacionarias, burbujas especulativas, *booms* de consumo o apreciación excesiva del tipo de cambio, sin que llegue a expandirse la inversión de carácter reproductivo; o aunque ello ocurra, lo haga de modo desbalanceado entre el sector productor de transables y el productor de no transables, minando de cara al futuro el equilibrio de la balanza de pagos (con respecto a la liberalización de los flujos de capitales, véase por ejemplo Frenkel y Gonzáles Rozada (2000), Palma (2000)).

esta dimensión que el concepto de *fuga de capitales* asume su sentido más concreto, y en el que la regulación pública con objetivos de desarrollo se torna imprescindible.

En un entorno macroeconómico con tipos de cambio competitivos y superávit comerciales que aseguren el abastecimiento neto de divisas, no habría –en primera instancia- razones para esperar una disminución de las inversiones y crecimiento. Sin embargo, este contexto – libre de regulaciones e incentivos adecuados- no impide el aumento de la transnacionalización creciente de la economía (o, al menos de los eslabones fundamentales, formadores de precios o aportantes de insumos básicos para la matriz productiva), cuya contraparte es, generalmente, la formación de activos externos de los propietarios locales (para un análisis de la inversión externa directa en la posconvertibilidad, ver Sacroisky, 2006).

En segundo lugar, si se mantienen los ingresos netos de divisas, nada impide que integrantes de la cúspide de la pirámide de ingresos *fuguen* su riqueza –generada en el ámbito local- cristalizando así la concentrada estructura distributiva.

En un contexto de desaceleración de la actividad, las consecuencias pueden ser mucho más costosas, en tanto la remisión de activos puede articularse con endeudamiento externo público como contraparte de la remisión de capital al exterior.

De esta forma, analizada desde el punto de vista del comportamiento de los actores económicos, la *fuga de capitales* constituye una causa de polarización social articulada con la extranjerización de la economía, proceso que no puede ser analizado en toda su dimensión sólo desde la macroeconomía.

## IV.- Descripción del caso argentino

### IV.1- Los canales de *fuga*

La creciente relevancia que ha ido adquiriendo el fenómeno a escala mundial ha aportado una ingente cantidad de trabajos de diversa índole y orientación teórica, algunos de los cuales han servido de referencia para estas notas<sup>21</sup>.

Muchos de estos trabajos han puesto su atención en el necesario análisis de:

- a- las implicancias macroeconómicas de la *fuga de capitales* sobre el desarrollo local.
- b- la articulación específica del patrón de acumulación existente con el fenómeno.
- c- sus implicancias económico-sociales.
- d- las relaciones político-sociales que hicieron posible la *fuga* y las modificaciones de la regulación institucional, particularmente en la esfera financiera y de la cuenta capital del balance de pagos.
- e- la cuantificación agregada de la transferencia de activos al exterior.

Mencionados estos focos de atención, importa señalar aquí que las formas regulatorias -y sin duda, los vacíos que éstas generan- constituyen en su conjunto una estructura institucional cuya condición de existencia reside en la política pública. Esta estructura institucional define tendencias en el comportamiento económico, en la acumulación del capital, en la distribución de la renta, en el dinamismo relativo de las actividades económicas y la configuración del aparato productivo, en el tipo de vinculación con el mercado mundial y, también, la posición de inversión internacional (dentro de la cual se incluye la formación de activos externos de residentes privados como parte del activo total).

En esta sección se describirán los canales económico-institucionales a través de los cuales se constituye el acervo de activos externos de residentes argentinos. Vale decir, los mecanismos específicos a través de los cuales se conforma el acervo externo de propiedad de residentes locales.

---

<sup>21</sup> En nuestro país, en particular, se destacan las elaboraciones sistemáticas del "Área de Economía y Tecnología" de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, FLACSO.

Una primera aproximación a los canales de *fuga de capitales* permite establecer dos ámbitos –con sus respectivos marcos regulatorios- claramente diferenciados: a) el Mercado Único y Libre de Cambios; y b) el Mercado de Valores. Ambos suponen un conjunto de normas y mecanismos que dan marco a la formación de activos externos.

1. El Mercado Único y Libre de Cambios: la normativa que crea y ordena el mercado único y libre de cambios constituye un marco regulatorio amplio del movimiento de divisas que plantea límites concretos, directos o indirectos, a la formación de activos externos de residentes en el exterior. El sistema de información cambiaria, a su vez, permite detectar cambios en las tendencias normales de mercado y el monitoreo de los sectores relevantes (el sistema bancario y el de corredores bursátiles). En otros términos, regula directa o indirectamente, parcial o totalmente, las operaciones de remisión de divisas al exterior.

2. El Mercado de Valores: aquí se engloban aquellas operaciones con títulos que no requieren la intermediación del mercado cambiario, dado que existe como alternativa a la venta de moneda extranjera a cambio de pesos para emplearse en la compra de acciones, títulos públicos, otros valores, etc. Se trata de operatorias entre residentes y no residentes realizadas directamente a través del mercado de valores que suponen un aumento de los activos externos en poder de residentes. Sin embargo, este movimiento de salida se encuentra completamente compensado por un aumento de los activos locales en manos de un no residente, por lo que estas operaciones implican movimientos de entrada y salida de capitales que, al compensarse, no generan –al menos en el momento inicial- cambios en el saldo de la balanza de pagos.

La conformación de activos externos por parte de residentes se encuentra limitada indirectamente por las regulaciones del Mercado Único y Libre de Cambios, que restringen la obtención de las divisas requeridas para este tipo de operaciones. Sin embargo, existen otros mecanismos que permiten evadir las normativas establecidas por el Banco Central para dicho mercado, sea adquiriendo las divisas por otra vía o empleando prácticas que prescindan de la obtención de divisas como paso previo.

Debido a la importante presencia de activos no declarados, la operatoria por canales informales -con el fin de evitar que la misma quede registrada en el Banco Central- merece especial atención.

A continuación se presenta, en orden decreciente de importancia, una breve descripción del funcionamiento de cada canal<sup>22</sup>:

### *Operaciones con valores*

Las operaciones con acciones, títulos públicos y derivados financieros, entre otros instrumentos, permite la canalización de fondos del mercado cambiario hacia plazas en el exterior, por sobre los montos permitidos por la normativa cambiaria del Banco Central.

Para aquellos activos emitidos localmente, que coticen en mercados secundarios en el exterior, su compra permite disponer de la posibilidad de una ulterior venta a cambio de otros activos, sin que exista la necesidad de liquidar en el mercado cambiario local los dólares (los cuales, o bien pueden depositarse en cuentas en el exterior o invertirse de otras formas). Presumiblemente, los títulos públicos constituyen un activo ideal para sortear las restricciones impuestas por la normativa cambiaria del BCRA. Al parecer, por el momento no existe intención por parte de las autoridades de endurecer las regulaciones en este terreno, debido a que esto implicaría elevar el costo de las operaciones financieras del Estado Nacional (y afectar la “profundidad” del mercado de títulos públicos).

Instrumentos como los ADRs o los CEDEARs son, de la misma forma que los títulos públicos, herramientas ideales para la formación de activos externos, debido a la liquidez de las respectivas acciones subyacentes en los mercados en el exterior (donde pueden transarse libremente). En la regulación actual de la Comisión Nacional de Valores, los ADRs son considerados como activos internos, debido a que cotizan localmente<sup>23</sup>. De esta forma, aunque los inversores institucionales poseen topes que limitan la fracción de sus carteras que pueden mantener en activos externos, la compra de estos instrumentos les permite “saltar” dicha restricción –dado que los ADRs son considerados activos domésticos por la normativa-. Asimismo, la normativa actual reconoce como “internos” a los activos

---

<sup>22</sup> Cabe advertir que no se dispone de fuentes estadísticas que permitan mensurar de forma directa la *fuga de capitales* por cada canal. La identificación y jerarquización de los mismos resultan de la información que los autores han podido recoger de las diversas entrevistas realizadas con distintos agentes y especialistas que operan a diario en el sistema financiero.

<sup>23</sup> Dado que los CEDEARs son activos de firmas de los EEUU que cotizan en la plaza argentina, la Comisión Nacional de Valores los considera “jurídicamente” como activos internos; a pesar de que, en términos estrictamente económicos, se trata de financiamiento para empresas extranjeras. Los ADRs, que son activos de firmas argentinas que cotizan en el exterior, también son considerados como activos locales.

pertenecientes a entidades de Chile y del MERCOSUR<sup>24</sup>, lo cual torna -en la práctica- mucho más flexibles las limitaciones existentes para los inversores institucionales.

Con respecto a los CEDEARs y ADRs, así como todas aquellas transacciones que impliquen un cambio de manos, resulta interesante comentar una controversia académica acerca del rol de dichos instrumentos como canal de evasión del “Corralito”, durante el año 2002. Melvin (2002) argumenta que, al vender sus certificados de depósitos a cambio de ADRs, los acreedores del sistema financiero argentino estaban en condiciones de obtener dólares a ser depositados en cuentas en el exterior mediante su posterior venta. Sobre esta base, este autor describe la dinámica del mercado accionario local sugiriendo que la suba en el precio de dichos activos traía aparejada la fuga de capitales. En rigor, y tal como lo señalan Levi Yeyati *et. al.* (2003), dicha operatoria implicaba un mero “cambio de manos”, por medio del cual un inversor reemplazaba a otro como acreedor del sistema financiero doméstico. En otras palabras, no surge ningún tipo de problema de iliquidez, dado que las reservas y los depósitos permanecen intactos: lo que sí ocurre es un “cambio de manos”<sup>25</sup> de activos locales a manos de no residentes, por medio del cual los residentes vendedores conforman activos en el exterior. Según hemos argumentando, una operatoria de este tipo implicaría un incremento de la *fuga de capitales* si se considera a esta como la mera formación de activos externos, a pesar de que la balanza de pagos no presenta ningún cambio en los flujos netos<sup>26</sup>.

Resulta necesario destacar que, en la actualidad, la Comisión Nacional de Valores (CNV, el principal organismo de control gubernamental en la materia) sólo tiene la posibilidad de realizar controles de legalidad y no posee prerrogativas para regular el propio funcionamiento del mercado de valores, en términos económicos (no puede intervenir, por ejemplo, en las operaciones financieras que podrían dar origen a una *fuga de capitales* por esta vía). Esto ubica al principal órgano de control del mercado de valores muy por debajo de los estándares de sus homólogos de los países centrales y, aún, de muchas naciones “en desarrollo”.

---

<sup>24</sup> No existe, sin embargo, reciprocidad alguna por parte de Chile o del MERCOSUR.

<sup>25</sup> Dicha transacción se realizaba penalizando al inversor que pretendía “saltar” los límites a la extracción de fondos impuesta por el Corralito, debido a que los certificados de depósito se adquirirían con descuento.

<sup>26</sup> Fuera del ámbito de las restricciones a las operatorias financieras que acompañaron a la implementación del “Corralito”, importa recordar que la mayoría de las transacciones financieras implican un desplazamiento en la titularidad de los activos. Obviando los efectos sobre la composición de la cartera y las modificaciones en la estructura temporal de las obligaciones que pueden surgir en consecuencia, en dichos casos no se producen cambios en los flujos de capitales netos.

Hasta el momento tampoco se han desarrollado esfuerzos estadísticos que permitan un mejor conocimiento de este sector financiero; existe, por el momento, información excesivamente fragmentada, de muy difícil agregación y muy incompleta. Por ejemplo, resulta imposible tener hoy un cuadro de situación acerca de la estructura de los activos, locales y externos. La actual gestión de la CNV, ha comenzado un trabajo de recopilación y análisis estadístico que, se espera, aporte información básica que hoy resulta inaccesible.

### *Operaciones Cambiarias*

Existen hoy limitaciones para la operatoria con divisas, inexistentes durante el período de la convertibilidad. A partir del 2002 todas las operatorias deben ser canalizadas a través del Mercado Único y Libre de Cambios. Por otra parte, algunas operaciones específicas se encuentran sujetas a limitaciones específicas. Se las enumera, en síntesis.

#### **Exenciones a la liquidación de divisas del comercio exterior de bienes**

- En concepto de exportaciones de hidrocarburos<sup>27</sup> se permite la liquidación de un mínimo de por lo menos el 30% del valor FOB o CyF del permiso de exportación.
- Las ventas de minerales<sup>28</sup> de emprendimientos beneficiados por el régimen de promoción sectorial están exceptuadas de la obligación de ingreso y liquidación de las divisas.

#### **Rentas y transferencias corrientes**

Para las rentas y transferencias corrientes no existen regulaciones que establezcan la obligación de liquidación.

#### **Formación de activos externos de residentes.**

Las personas físicas y jurídicas residentes<sup>29</sup> no comprendidas en el sector financiero pueden acceder al Mercado Único y Libre de Cambios para realizar, con un límite mensual, compras de cambio por los siguientes conceptos<sup>30</sup>:

<sup>27</sup> Comprendidas en el Art. 1° del Decreto 2703/2002 (ventas de hidrocarburos).

<sup>28</sup> Comprendidas en el Decreto N° 417/2003 y que cuenten con la estabilidad cambiaria establecida en los términos del Art. 8 de la Ley 24.196 durante la vigencia del Decreto 530/1991.

<sup>29</sup> Según la definición del Manual del Balance de Pagos del FMI, Quinta Edición, capítulo IV.

<sup>30</sup> Luego del cierre de este documento, y durante la etapa de edición, el BCRA emitió la Comunicación "A" 4669, con fecha 15/05/2007, a través de la cual se autoriza a personas jurídicas residentes en el



- inversiones inmobiliarias en el exterior
- préstamos otorgados a no residentes
- aportes de inversiones directas en el exterior de residentes
- inversiones de portafolio en el exterior de personas físicas
- otras inversiones en el exterior de residentes
- inversiones de portafolio en el exterior de personas jurídicas
- compra para tenencias de billetes extranjeros en el país y compra de cheques de viajero
- inversiones de portafolio de Fondos Comunes de Inversión
- compra de billetes de Fondos Comunes de Inversión y donaciones.

Se establece un límite mensual en el conjunto de las entidades financieras, de US\$ 2.000.000<sup>31</sup>.

#### *Subfacturación y sobrefacturación de exportaciones e importaciones*

Esencialmente, las operatorias que aquí se describen apuntan a evitar que parte de los dólares obtenidos por -o los necesarios para realizar- operaciones de comercio exterior completamente legales queden disponibles libremente, al permitirle al operador evitar la liquidación de las divisas en el mercado local o alterar el motivo último por el cual estas

---

país que no estén comprendidas en el sector financiero, a acceder al mercado de cambios para efectuar pagos a no residentes por concepto de (a) importaciones de bienes, (b) utilidades y dividendos e (c) inversiones directas en el exterior, con determinados límites exceptuando el punto (a). En el punto I.3 de la misma se especifica que “los fondos utilizados para el acceso al mercado de cambios para la formación de activos externos para aplicar al pago de utilidades y dividendos e inversiones directas en el exterior” no deberán tener como fuente de fondeo al endeudamiento financiero. Es importante notar que el punto final (IV) de la comunicación se exceptúa “de la conformidad previa de este Banco Central, a las operaciones de inversiones directas en el exterior en actividades productivas de bienes y servicios no financieros que realicen empresas residentes en el país”.

<sup>31</sup> La normativa dispone que este límite se amplía en los casos: a) de las personas físicas y jurídicas que constituyan inversiones de portafolio en el exterior en la medida en que los fondos y sus rentas sean destinados a la cancelación de servicios de capital e intereses de deudas financieras con el exterior en diversos conceptos; y b) las personas físicas y jurídicas no comprendidas en el sector financiero, en la medida en que los fondos adquiridos por sobre los límites mencionados sean destinados a la suscripción primaria en moneda extranjera de títulos públicos emitidos por el gobierno nacional.

divisas son demandas. De esta forma, su tenedor puede disponer libremente de ellas y emplearlas de la forma más conveniente a sus propios fines<sup>32</sup>.

Por ejemplo, un exportador puede declarar que ha exportado mercancías por U\$S 100, cuando lo ha hecho por U\$S 200, mientras que un importador puede pretender adquirir U\$S 200 para hacer frente a importaciones por tan sólo U\$S 100. De la misma forma, una filial de una empresa extranjera puede inflar el pago de *royalties, licencias y otros servicios*, a fin de incrementar el monto de divisas que legalmente puede adquirir.

Conviene aclarar que la sub y sobre facturación en operatorias de comercio exterior no coincide con el concepto de “precio de transferencia”, ya que este último hace referencia a los precios que las empresas imputan a los bienes que traspasan las fronteras sin que medie una transacción mercantil (dado que se trata de operaciones intrafirma).

### *“Private Banking”*

Bajo este rubro se engloban todas aquellas operatorias que implican ofertas de valores bursátiles fuera del tutelaje de la Comisión Nacional de Valores, así como también aquellas transacciones con divisas que escapan al registro del Banco Central.

Es ampliamente conocido por los actores de la *city* porteña que muchas entidades bancarias contaban, hasta la caída del régimen de convertibilidad, con oficinas “especiales” –no identificadas como pertenecientes a la respectiva entidad, sujeta al control del Banco Central, aunque en muchos casos funcionando en la propia sede del banco respectivo- en las que se ofrecía de modo bastante discrecional a los clientes la posibilidad de constituir activos externos mediante operatorias que, si bien en muchos casos no eran necesariamente ilegales, carecían de registro efectivo (esto último si podría constituir un delito, al menos desde un punto de vista tributario). De tal forma, era posible para los clientes canalizar fondos hacia el exterior sin riesgo relevante alguno de ser detectados<sup>33</sup>.

Entre las operaciones implícitas en la acción a través del *Private Banking* cabría esperar encontrarse con adulteraciones de balances, de modo tal de poder ajustar las cuentas que implicasen ingresos con las de egresos, o la obtención de comprobantes para “soportar” las

---

<sup>32</sup> Por ejemplo, un importador o exportador que obtuviese divisas “extras” mediante este tipo de operatoria, podría venderlas en los circuitos “informales”.

<sup>33</sup> Generalmente se conoce como *Private Banking* a la operatoria que se desenvuelve en este tipo de oficinas, y no a la definición a la que aludimos en el primer párrafo del recuadro.

divisas del caso por intermedio de agentes facultados por la autoridad monetaria a fin de realizar sus operatorias habituales.

Cabe presumir, según han comentado a los autores fuentes informales pertenecientes a distintas instituciones que actualmente operan en el sistema financiero argentino, que la relevancia de este canal ha caído en importancia, debido al nuevo contexto macroeconómico –caracterizado por tendencias a la entrada y no a la salida- y a un mayor rigor tanto en el diseño de la normativa cambiaria cuanto en la aplicación de la misma. Por tales motivos, buena parte de las oficinas en donde se realizaba este tipo de operaciones en vinculación con grandes bancos globales habrían sido “mudadas” fuera del país (en algunos casos, a países limítrofes).

#### IV.2.- Algunas consideraciones acerca del actual contexto macroeconómico

La literatura acerca de la *fuga de capitales*, quizás por su embrionario desarrollo, no ha atacado aun de forma concisa su vinculación, precisamente, con la problemática del desarrollo. Aunque, como vimos en las secciones anteriores, ha avanzado en la identificación de algunos problemas asociados a la gestión macroeconómica, el ahorro, la inversión, los flujos de capitales y el crecimiento. La discusión no es menor, debido a sus implicancias sobre fenómenos como el crecimiento, la inflación y el desempleo.

Por lo pronto, algunos hechos muy significativos y relacionados con estas cuestiones han ocurrido tras la salida de la Convertibilidad.

##### *Las cuentas externas exhiben holgura*

Los fantasmas de la crisis de balanza de pagos parecen haberse esfumado a corto plazo. La *clásica* escasez de divisas, conocida en la jerga del economista argentino como *restricción externa* parece, de momento, haber desaparecido.

Los números del INDEC reflejan que, aunque el saldo por cuenta corriente ha venido disminuyendo -pasó de 8.700 millones de dólares en 2002 a 8.000 en 2006-, promedió unos 6.500 millones de dólares entre 2002 y 2005 (contra un déficit de alrededor de 8.800 millones de dólares entre 1992 y 2001). La cuenta capital, por su parte, ha promediado aproximadamente un déficit de 3.000 millones de dólares entre 2002 y 2005 (contra 11.000 millones de dólares entre 1992 y 2001); pasó de un saldo negativo de 11.000 millones en

2001 a otro positivo de 3.000 millones en 2005 (para tornarse negativo por 5.600 millones durante 2006, debido a la cancelación de la deuda con el FMI).

#### *La inversión se financia con ahorro local*

Por otro lado, como la inversión se ha venido cubriendo íntegramente con ahorro generado internamente la necesidad de flujos financieros externos es en la actualidad menos acuciante<sup>34</sup>. En efecto, según datos del INDEC, entre 2002 y 2006 el ahorro externo ascendió a un promedio de aproximadamente -6% del PBI a precios corriente (el signo negativo indica que la Argentina le presta al resto del mundo).

#### *Existe vocación “práctica” de sostener un tipo de cambio depreciado*

Los factores anteriores, conjugados con la dinámica del tipo de cambio –que las autoridades pretenden mantener depreciado en términos reales-, han determinado la configuración de políticas específicas en torno a la regulación de los flujos de capitales. En particular, se ha implementado un mecanismo de control a los ingresos de capitales –similar al mecanismo aplicado exitosamente por Chile durante la década del noventa- y se ha tendido a liberalizar fuertemente la salida de capitales<sup>35</sup>.

Por último, en este caso como herencia de larga data, los residentes en Argentina mantienen un considerable monto en activos externos, del orden de los 140.000 millones de dólares.

El manejo de los flujos de capitales, la dinámica del ahorro y la inversión y la regulación del stock de activos externos (si esta última fuera conveniente y posible), que presumiblemente está alimentando los flujos hacia la economía doméstica en un contexto como el actual<sup>36</sup>, o en otro en el cual las condiciones internacionales no se muestren tan benignas para nuestro país, merece algunas reflexiones puntuales. Con mayor razón aún, si consideramos que la *fuga de capitales* -en la visión que, puntualmente, la considera como acumulación de activos externos por parte de residentes- se da hoy en un contexto de fuertes ingresos de capitales, que le dan sustento.

---

<sup>34</sup> Este hecho constituye un argumento en contra de la necesidad de incrementar los flujos de IED para cubrir la brecha externa. Para un análisis de la evolución reciente de dichos flujos, véase Sacroisky (2006).

<sup>35</sup> Una reseña de las experiencias recientes de controles de capitales en economías similares a la Argentina puede encontrarse en Borzel (2005).

<sup>36</sup> Es difícil precisar cuánto de los fondos que ingresan en concepto de flujos de capitales provienen de dicho stock, debido a la existencia de circuitos “en negro” no capturados por las estadísticas oficiales. En otras palabras, el stock de activos externos puede estar siendo subestimado por las estadísticas oficiales.

### *Tipo de cambio “alto” y fuga de capitales*

El gobierno y el BCRA llevan adelante una política que implica la acumulación de reservas internacionales y el sostenimiento de un tipo de cambio (real) depreciado en comparación con los años anteriores. El fundamento de esta estrategia es el superávit de cuenta corriente, que permite al gobierno la adquisición de dólares sin recurrir al endeudamiento con el resto del mundo.

De continuar esta política, la acumulación de acreencias netas<sup>37</sup> contra el resto del mundo impone la necesidad de que la política cambiaria y monetaria se conjugue inteligentemente con la política de desendeudamiento. Si se buscara deliberadamente sostener superávits de cuenta corriente sin que el Banco Central acumule reservas o el estado argentino no cancela paulatinamente su deuda, como la cuenta de capitales de la balanza de pagos arrojaría obligadamente un saldo negativo, sería el sector privado el que estaría acumulando activos externos (en términos netos).

Aunque se trate de identidades contables que no pueden violarse -salvo por errores de registro- no resulta indiferente que el Banco Central acumule reservas, o que el saldo de la cuenta corriente sea empleado para cancelar deudas, o que se permita que el sector privado adquiera activos externos sin restricción alguna. Esto es así, más allá de las cuestiones estratégicas que la *fuga* plantea, dada la experiencia histórica de la Argentina en la que ha emergido como una práctica estructural, en parte vinculada a la masiva compra de activos locales por parte del capital externo.

En otras palabras, si el sector público -vía sistema financiero- no acumulase las acreencias en dólares o redujese su endeudamiento, lo haría el sector privado, en tanto y en cuanto se considere que el saldo superavitario de la cuenta corriente resulta un dato difícil de modificar en breves lapsos de tiempo<sup>38</sup> (por ejemplo, en aquellos períodos durante los cuales no se modifican las decisiones de exportar e importar). En estos casos, que se incremente la *fuga de capitales* depende, en gran medida, de la política económica que se adopte.

La discusión acerca de la sostenibilidad de una política cambiaria como la que, en principio, se sostiene en la actualidad es obviamente muy importante. Y no resulta conveniente perder

---

<sup>37</sup> Entendemos por acreencia neta a la diferencia entre activos y pasivos. Su acumulación implica aumentar el activo o disminuir el pasivo.

<sup>38</sup> Cabe agregar que el tipo de cambio (real) alto puede constituir un objetivo en sí mismo, si forma parte de un programa económico que -además de perseguir como objetivo el desendeudamiento- busca deliberadamente incrementar la productividad de determinados sectores y/o agentes específicos a fin de transformarlos en jugadores capaces de vender sus productos en el mercado mundial.

de vista sus vinculaciones con la problemática de la *fuga*. Obviando los problemas atinentes a la sostenibilidad, puede sostenerse que, con un amplio colchón de reservas y con expectativas de apreciación cambiaria, el gobierno y el Banco Central estarían en muy buena posición para continuar regulando el valor de la moneda local e implementar, al mismo tiempo y contrariamente a lo que se postula desde el lado de la ortodoxia –que sigue puntualmente los lineamientos del *trilemma*<sup>39</sup>-, políticas monetarias con objetivos de tasas de interés domésticas. Si esta expectativa acerca de las tasas se encuentra “anclada” en el superávit comercial, como parece ocurrir en la actualidad, las chances de éxito resultan, no sólo mayores, sino también prolongables en el tiempo<sup>40</sup>.

---

<sup>39</sup> Una crítica del *trilemma* puede encontrarse en Taylor (2002).

<sup>40</sup> Como afirma Joan Robinson: “Un tipo de cambio que se considere inconveniente alto puede corregirse mediante una intervención directa en el mercado de cambios. Pero mientras las autoridades monetarias pueden siempre vender una cantidad ilimitada de su propia moneda, solamente pueden comprar tanto como se lo permitan sus reservas de oro o moneda extranjera. Por esta razón es imposible mantener un tipo de cambio indefinidamente por encima del nivel determinado por un mercado libre sin recurrir a un control completo de todas las operaciones” (Robinson, 1959). Nótese que para la autora, que sigue la tradición anglosajona, tipo de cambio “alto” implica sobre apreciación.

## V.- La medición de la fuga en Argentina: métodos alternativos y resultados

En esta sección se revisarán con algún detalle los principales métodos de estimación de la *fuga de capitales*. No obstante las diversas variantes que se pueden encontrar en la bibliografía, sólo se abordarán las versiones más difundidas de los dos principales métodos utilizados. Se trata del Método Residual del Balance de Pagos y del Método de Estimación Directa o de Stocks.

El Método Residual del Balance de Pagos constituye una opción indirecta de estimación de la salida de capitales, que consiste en “sumar los ingresos netos de capitales (bajo la forma de inversión extranjera directa y de endeudamiento externo público y privado), así como el saldo neto de la cuenta corriente (originados tanto en la balanza comercial como en los servicios) y la variación de reservas internacionales. El resultado de esta ecuación refleja la salida de capitales locales (cuando es positivo) o, por el contrario, la repatriación de capital local (cuando es negativo). En otras palabras, todos los ingresos de capitales locales que no sean aplicados al financiamiento del incremento de las reservas oficiales o del pago neto del intercambio de bienes y servicios deben ser considerados capitales fugados”<sup>41</sup>.

La ecuación tradicional que mide la *fuga de capitales* utilizada por los autores citados es la siguiente:

$$FK = DE + IED + SCC - RI$$

Donde :

FK = flujo de capitales fugados

DE = flujo de endeudamiento externo neto del período (cambios en el stock de deuda externa, en donde un signo positivo significa aumento)

IED = flujo de inversión externa directa desde el exterior (+ significa aumento)

SCC = saldo de cuenta corriente del balance de pagos (- significa déficit)

RI = variación de reservas internacionales (+ significa aumento)

---

<sup>41</sup> Basualdo E. y Kulfas, M. (2002).

Uno de los complementos necesarios de este método es el cálculo de la subfacturación de exportaciones y la sobrefacturación de importaciones. Éste puede realizarse apelando a las estadísticas que elaboran los organismos financieros internacionales.

Si bien la principal ventaja del Método Residual es la de permitir la construcción de series largas con datos de relativamente sencillo acceso –sobre la base de las estimaciones del Balance de Pagos- este método puede conllevar errores de relevancia, al tergiversar el stock y los flujos de capitales fugados. El principal riesgo es que los residuos incluyan montos no asignables a fugas de capital, tales como “errores u omisiones”, dando lugar a sobre o sub estimaciones de la *fuga*.

En el caso de Argentina, siguiendo las consideraciones contenidas en el Quinto Manual de Balance de Pagos del Fondo Monetario Internacional, el método oficial de estimación de stocks, denominado “Posición de Inversión Internacional”<sup>42</sup> utiliza los cálculos de activos y pasivos “considerados o implícitos en las estimaciones del balance de pagos”<sup>43</sup> realizadas por el Ministerio de Economía, a partir de información suministrada por fuentes locales y extranjeras acerca de las inversiones de residentes en el exterior. Incluye el relevamiento “de depósitos bancarios, el dinero en efectivo, los bonos y títulos públicos y privados, los inmuebles, las inversiones directas y otros activos que los residentes mantienen en el exterior” (Basualdo y Kulfas, 2002). Este método establece un valor de stock que, por diferencia, también permite estimar los flujos anuales. Una de sus principales características es la de permitir establecer los distintos tipos de colocaciones en el exterior, lo que facilita la estimación de los ingresos que esas colocaciones perciben.

No obstante, según los autores citados, esta metodología puede llevar: a 1) subestimaciones, dado que al realizarse a través de relevamientos y encuestas algunas de las colocaciones implicadas pudieran no ser tenidas en cuenta por las fuentes consultadas o

---

<sup>42</sup> En el Anexo I se presentan los datos de Posición de Inversión Internacional (PII) elaborados por el Ministerio de Economía y Producción, así como algunos cuadros complementarios para ilustrar el método de medición de la *fuga* de capitales que se apoya en la estimación de los stocks. Como puede observarse en estos, la *fuga* se calcula a partir de las cuentas de activos del “sector privado no financiero”, y de la cuenta “otras entidades financieras”. Esta selección excluye al Banco Central y al Sector Público no Financiero. Es necesario mencionar que, además de las entidades financieras privadas, dentro de “otras entidades financieras” se suman los activos de los bancos públicos, incluido el Banco Nación (que colabora con el BCRA en la intervención en el mercado de cambios). Por tanto, esta cuenta no refleja exclusivamente las decisiones de tenencia de activos externos por parte de las entidades financieras privadas. No obstante, como puede observarse en los cuadros del Anexo, el sector privado no financiero poseía en 2005 el 97% de las tenencias de activos del total de las dos cuentas más arriba mencionadas. Ello permite asegurar que, en la estimación de la *fuga*, el peso de los activos de la banca pública resulta marginal.

<sup>43</sup> “Metodología de estimación de la posición de inversión internacional (PII)”, Ministerio de Economía, y “Metodología de Estimación del Balance de Pagos”, Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, INDEC, Secretaría de Política Económica.



también a que los tenedores de activos encuestados tiendan subestimar el monto de estas colocaciones; y también a 2 ) sobre o subestimaciones, como consecuencia de la necesidad de imputar los rendimientos a las colocaciones en el exterior.

No obstante estos reparos, Kulfas<sup>44</sup> destaca la mayor confiabilidad de los datos obtenidos a través del método de stock -los cuales pueden considerarse “un piso” para las estimaciones acerca de la *fuga*- respecto de los inciertos valores que pueden resultar del método residual.

Ambos métodos han sido y son utilizados en la Argentina para el cálculo de la *fuga*. El único cálculo oficial es el realizado por el Ministerio de Economía, mediante el método de stocks, que es publicado anualmente bajo la denominación de “Posición de Inversión Internacional”. Se da a conocer desde 1993 -con un análisis retroactivo a 1991-, lo cual implica que los datos oficiales ofrecen una serie relativamente corta.

En cambio, las estimaciones realizadas a través del método residual han sido realizadas por diversos investigadores y abarcan series de tiempo mucho más prolongadas, dado que se basan en los datos que suministra el Balance de Pagos.

Dado que se presentarán estimaciones de la *fuga de capitales* según ambos métodos, importa advertir a los lectores acerca algunas de sus limitaciones. A saber:

Como el método de flujos se construye sobre la base de la información de la balanza de pagos, se presentan los siguientes inconvenientes:

- Aquellos fondos que salgan por la cuenta corriente como consecuencia de, por ejemplo, sub o sobre facturación de exportaciones o importaciones, quedan registrados como salidas de capital “legitimadas” por cuestiones comerciales y no como *fuga*. Esto ha sido subsanado en las series que se presentan, debido a que los autores de las mismas computan estas prácticas de los exportadores e importadores.
- Determinadas operaciones que reducen los pasivos externos –tales como, por ejemplo, una declaración de *default*- disminuyen la *fuga*. Según el método residual, durante el año 2001 el nivel de la fuga fue bajo en Argentina, debido a las operatorias de reestructuración forzada de segmentos de la deuda externa, a pesar de que la intuición parece indicar que el drenaje fue durante ese año muy superior al de períodos anteriores. Los números obtenidos por el método de flujos indican, sin embargo, lo contrario.
- La calidad de la estadística construida por el método residual depende en forma crucial de la calidad en la confección de la balanza de pagos.

---

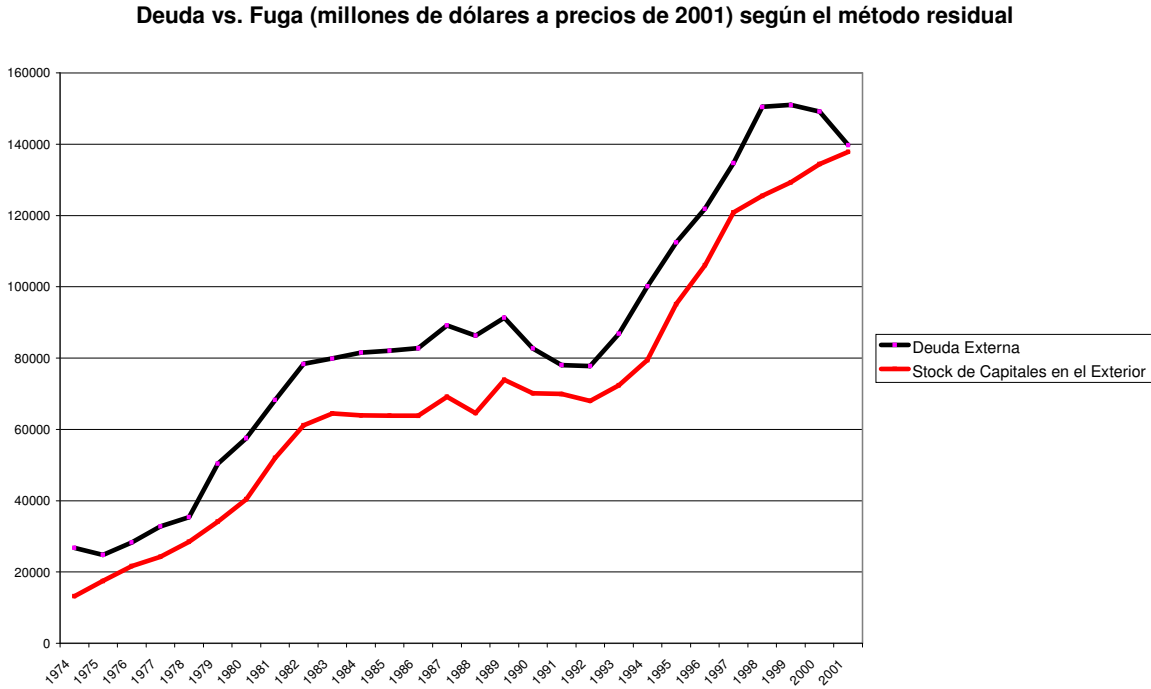
<sup>44</sup> Según comunicación personal con los autores de estas notas.

El método de stocks, por su parte, no permite realizar comparaciones internacionales libres de sesgo, debido a que cada país emplea criterios propios para sus estimaciones. Las estadísticas de posición de inversión internacional publicadas por el Fondo Monetario Internacional están basadas, a su vez, en la información suministrada por cada país. En consecuencia este problema no desaparece apelando a esta fuente.

### V.1.- El método residual

Puede apreciarse a continuación (gráfico N°1) la graficación de un par de series construidas para la Argentina, que permiten mostrar la evolución de la fuga vis-a-vis la de la deuda.

### Gráfico N°1



Fuente: elaboración propia en base a datos de Basualdo y Kulfas (2002).

Como se puede observar, los datos expresan que tanto la deuda externa como el stock de capitales fugados casi no han detenido su crecimiento entre 1974-2001. Las pocas excepciones son los años 1988 y 1990<sup>45</sup>.

En 1974 la deuda externa era de 7.600 millones de dólares, mientras que el stock fugado ascendía a la mitad de esa cifra: 3.800 millones de dólares. En 1982, las cifras ya eran de 44.000 y 34.000 millones, respectivamente, y mostraban un considerable aumento del peso relativo de la *fuga* (ya superaba el 75% del valor de la deuda). Al finalizar el gobierno de Alfonsín (en 1989) la deuda había trepado hasta los 65.000 millones –principalmente, como consecuencia de la acumulación de intereses sobre el principal acumulado por la dictadura militar- y los capitales fugados ya sumaban alrededor de 53.000 millones de dólares (cerca del 90% del valor de la deuda). Hacia fines de 2001, los montos correspondientes eran de 140.000 y 138.000 millones de dólares; vale decir, inmediatamente antes de la caída del régimen de convertibilidad la deuda externa había duplicado largamente los valores previos a su adopción y el stock de capitales fugados era 2,6 veces superior al de 1989. Como consecuencia de estos desarrollos, al momento de la crisis más grande sufrida por la economía argentina (2001) en el último siglo el valor de los capitales fugados al exterior era similar al de la deuda externa acumulada.

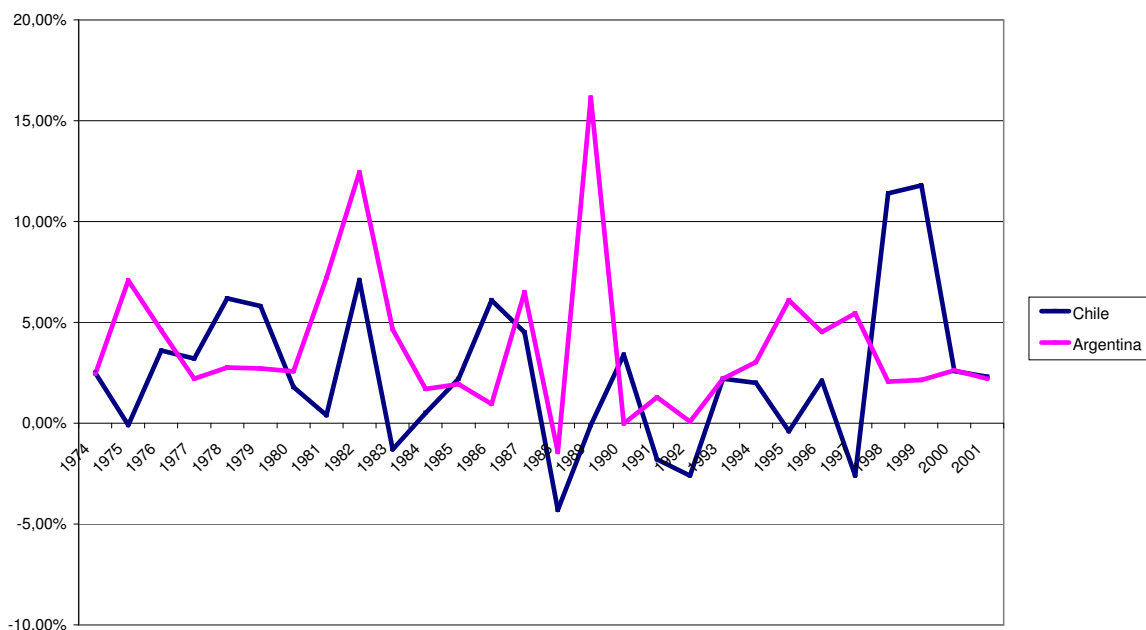
La evolución de la *fuga* en Argentina puede cotejarse con la experiencia de Chile (ver Gráfico N°2), tomando la *fuga de capitales* de cada año como fracción del producto bruto interno medido en dólares corrientes.

---

<sup>45</sup> Esto obedece a la forma particular en la que se emplea el método de residual. Como se observa, estos datos no necesariamente coinciden con los saldos de la cuenta capital de la balanza de pagos.

## Gráfico N°2

Fuga de Capital como fracción del PBI



Fuente: elaboración propia en base a datos de Epstein (2005) y Kulfas (2002).

Como puede observarse, la *fuga de capitales* como fracción del producto bruto en la Argentina parece ser –de acuerdo al gráfico precedente- levemente superior a la estimada en Chile, exceptuando algunos períodos durante los cuales aparece clara la preeminencia de este último país (1977-1980, 1985-1987, 1991 y 1998-2000). Importa advertir a los lectores que, dadas las limitaciones del método residual y la ausencia de homogeneidad en las metodologías aplicadas para las estimaciones en los diversos países –en no pocos casos sesgadas, incluso, por decisiones políticas de los gobiernos a favor del empleo de una “cosmética” estadística que preserve la imagen nacional- estas comparaciones no resultan muy confiables.

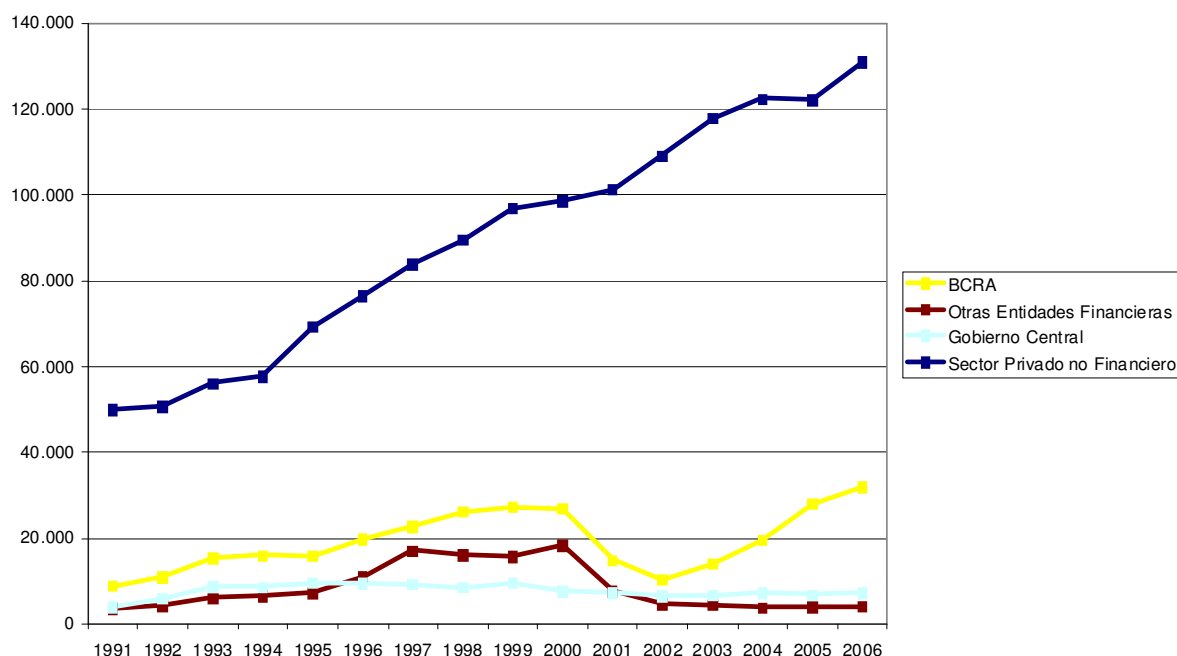
## V.2.- El método de estimación directa o de “stocks”<sup>46</sup>

Los cuadros que siguen muestran el stock de activos externos por sector y concepto, para años seleccionados.

Como puede observarse (ver Gráfico N°3), los activos externos totales de la economía argentina -que incluyen a la autoridad monetaria, el resto del sistema financiero, el sector público no financiero, y el sector privado no financiero- aumentaron en conjunto desde los 67.000 millones de dólares de 1991 hasta más de 175.000 millones en 2006.

### Gráfico N°3

**Stock de Activos Externos por Sector  
Según Método de Stocks  
(en millones de dólares corrientes)**



Fuente: datos oficiales provenientes de Cuentas Internacionales, INDEC

<sup>46</sup> Una comparación según el método de “stocks” entre Brasil, Argentina y Chile se encuentra en el Anexo II.

Por otra parte, el crecimiento notorio de los activos externos en manos del Sector Privado No Financiero. Los mismos crecen, en tal caso, desde casi 50.000 millones de dólares a fines de 1991 hasta 131.000 millones a fines de 2006.

En cuanto a su composición, se observa (Cuadro N° 1) una participación muy marginal de las tenencias de residentes incluidos en la cuenta *Otras entidades financieras* (“oef” en el cuadro), cuyo cálculo computa no sólo a privados sino también a entidades financieras de propiedad pública, exceptuando -desde luego- al BCRA.

### Cuadro N°1

Composición de activos de Otras entidades financieras y el Sector privado no financiero y total de la Posición de Inversión Internacional 1991-2006

Millones de dólares.

	1991	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Total activos (oef+spnf)<sup>1</sup></b>	<b>53.728</b>	<b>76.696</b>	<b>117.130</b>	<b>109.188</b>	<b>113.882</b>	<b>122.487</b>	<b>126.326</b>	<b>126.153</b>	<b>135.323</b>
<b>Otras entidades financieras</b>	<b>3.665</b>	<b>7.382</b>	<b>18.416</b>	<b>7.751</b>	<b>4.717</b>	<b>4.479</b>	<b>3.845</b>	<b>3.949</b>	<b>4.172</b>
Inversión directa	928	1.236	1.865	1.720	1.543	1.720	1.329	1.300	1.025
Inversión en cartera	82	167	1.456	143	32	65	74	78	72
acciones	14	108	43	43	30	64	73	77	70
títulos	68	59	1.413	100	3	1	1	1	1
Otros activos	2.656	5.980	15.095	5.888	3.141	2.694	2.442	2.571	3.075
depósitos y disponibilidad	1.674	3.639	5.926	1.837	1.016	1.446	841	1.149	1.436
otros	982	2.341	9.170	4.051	2.125	1.247	1.601	1.421	1.639
<b>Sector privado no financiero</b>	<b>50.063</b>	<b>69.314</b>	<b>98.714</b>	<b>101.437</b>	<b>109.166</b>	<b>118.008</b>	<b>122.481</b>	<b>122.205</b>	<b>131.152</b>
Inversión directa	5.179	9.460	19.276	19.562	19.075	19.780	20.474	22.040	24.507
inmobiliaria	4.280	5.358	6.210	6.257	6.308	6.343	6.284	6.622	6.901
empresas	899	4.102	13.066	13.305	12.767	13.437	14.190	15.418	17.606
Inversión en cartera	15.102	18.873	31.952						
Otros activos	29.782	40.981	47.486	81.875	90.091	98.228	102.007	100.165	106.645

<sup>1</sup> Otras entidades financieras + Sector privado no financiero (es decir, se excluye el BCRA y el sector público no financiero).

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Producción de la Nación

### Cuadro N°2

Composición de activos de Otras entidades financieras y el Sector privado no financiero y total de la Posición de Inversión Internacional 1991-2006

Millones de dólares.

	1991	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Total activos (oef+spnf)<sup>1</sup></b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Otras entidades financieras</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
Inversión directa	2	2	2	2	1	1	1	1	1
Inversión en cartera	0	0	1	0	0	0	0	0	0
acciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0
títulos	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Otros activos	5	8	13	5	3	2	2	2	2
depósitos y disponibilidad	3	5	5	2	1	1	1	1	1
otros	2	3	8	4	2	1	1	1	1
<b>Sector privado no financiero</b>	<b>93</b>	<b>90</b>	<b>84</b>	<b>93</b>	<b>96</b>	<b>96</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>97</b>
Inversión directa	10	12	16	18	17	16	16	17	18
inmobiliaria	8	7	5	6	6	5	5	5	5
empresas	2	5	11	12	11	11	11	12	13
Inversión en cartera	28	25	27	0	0	0	0	0	0
Otros activos	55	53	41	75	79	80	81	79	79

<sup>1</sup> Otras entidades financieras + Sector privado no financiero (es decir, se excluye el BCRA y el sector público no financiero).

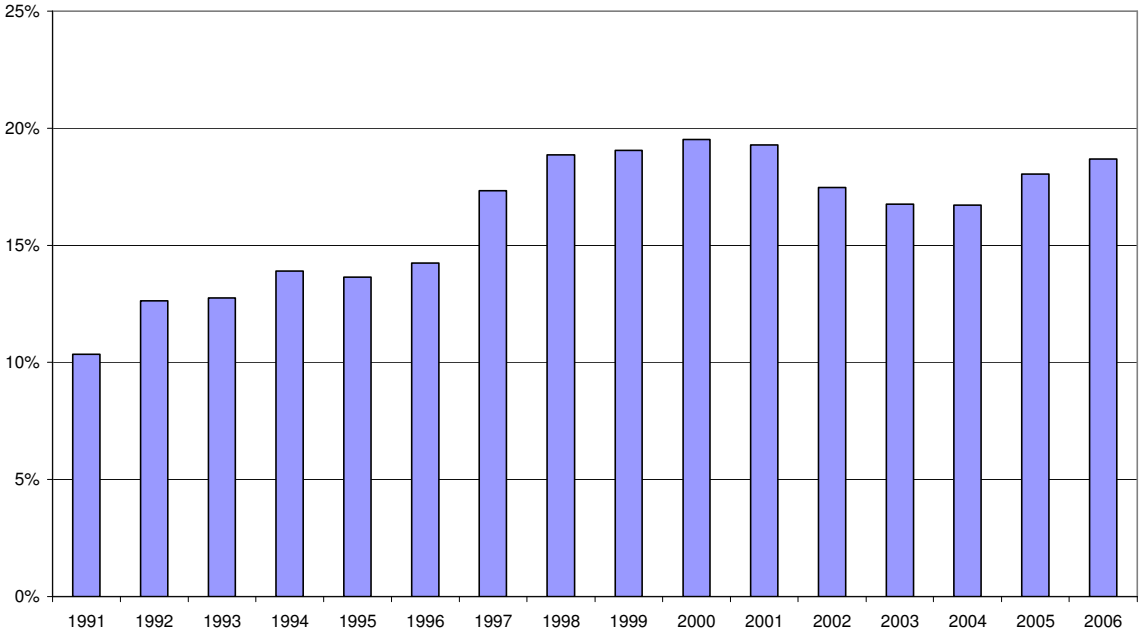
Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Producción de la Nación

Por otra parte, dentro de su stock de activos externos el Sector Privado No Financiero mantiene una proporción de Inversión Extranjera Directa (IED) que ha oscilado entre el 10%

y el 18% (ver Cuadro N° 2 y Gráfico N° 4). El escaso peso de la IED no inmobiliaria en el total de este sector, muestra que los activos externos en manos de residentes están constituidos mayoritariamente por activos líquidos, bonos e inmuebles, antes que por participaciones en empresas extranjeras o la tenencia de parte de su paquete accionario.

### Gráfico N°4

**Fracción de Activos Externos del Sector Privado no Financiero bajo la forma de IED Según Método de Stocks**

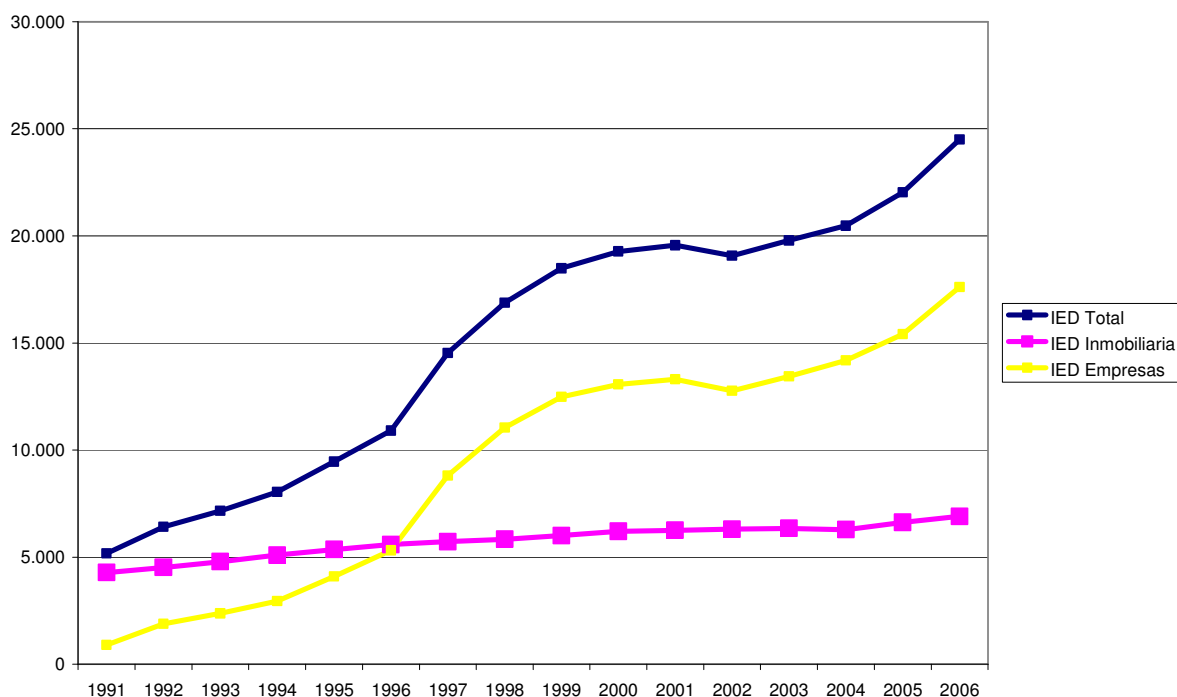


Fuente: datos oficiales provenientes de Cuentas Internacionales, INDEC

Por otra parte, una fracción –prácticamente estable en términos absolutos- de la IED está constituida por la inversión inmobiliaria; aunque debe señalarse que su importancia, en términos relativos, parece disminuir (ver Gráfico N° 5).

## Gráfico N°5

Composición del stock de IED de residentes en el exterior (en millones de dólares corrientes)



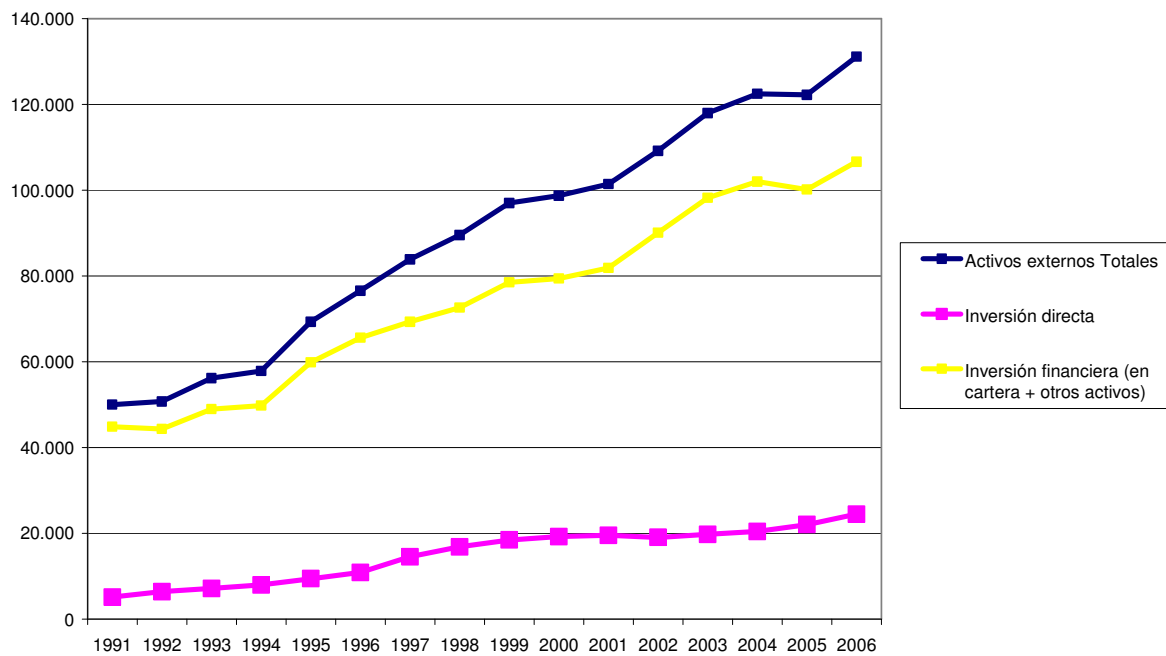
Fuente: datos oficiales provenientes de Cuentas Internacionales, INDEC

La participación creciente de la inversión en el exterior por parte del Sector Privado no Financiero, bajo formas diferentes a la IED, parece indicar entonces que, en su mayoría, sus activos externos están compuestos por colocaciones altamente líquidas y no por inversiones hundidas (ya sea en inversiones reproductivas o inmobiliarias). Vale decir, el grueso del capital fugado no parece obedecer a una estrategia de diversificación productiva, a las necesidades de abrir nuevas filiales o adquirir empresas en funcionamiento en el exterior para expandir la actividad local en el contexto global, u otros fines similares (ver Gráfico N° 6). Muy por el contrario, la mayor parte de los fondos ubicados en el exterior parece posicionarse en inversiones de bajo riesgo y bajo retorno: en consecuencia, el perfil de tal cartera resulta muy conservador.



## Gráfico N°6

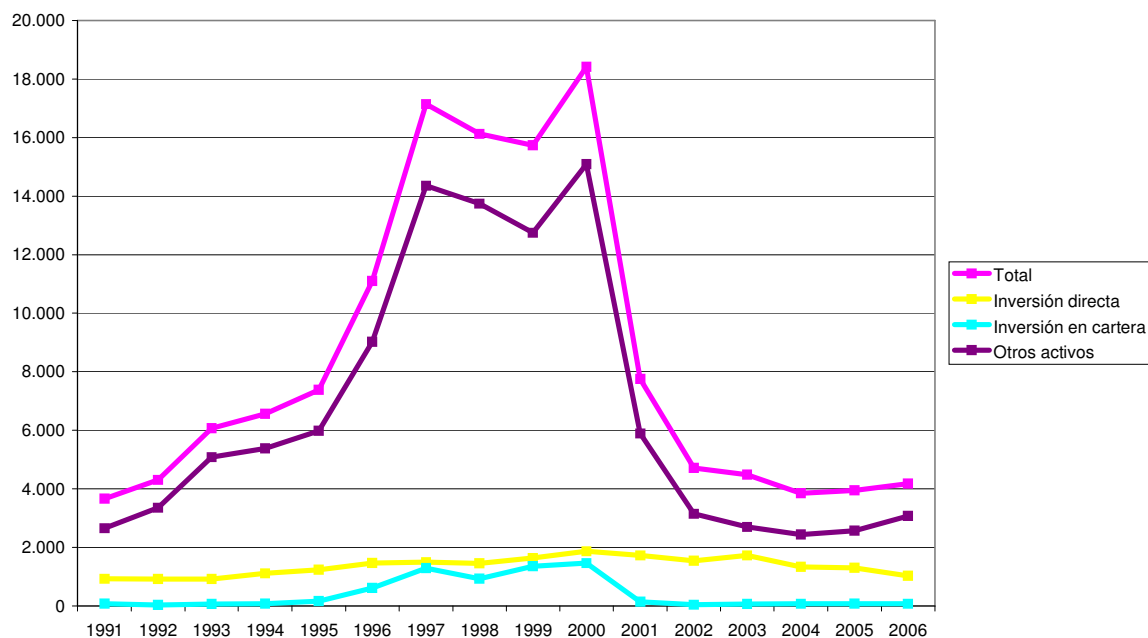
Composición del Stock de Activos Externos del Sector Privado no Financiero  
Método de Stocks (en millones de dólares corrientes)



Fuente: datos oficiales provenientes de Cuentas Internacionales, INDEC

## Gráfico N°7

Composición del Stock de Activos Externos del Sistema Financiero (sin BCRA,  
en millones de dólares corrientes)  
Según Método de Stocks



Fuente: datos oficiales provenientes de Cuentas Internacionales, INDEC

Para el caso del Sistema Financiero -excluido el BCRA- (Gráfico N° 7), las conclusiones resultan similares. Se observa, además, una mayor volatilidad de las inversiones financieras con picos esperables durante la crisis de 2000-2001.

## VI.- Los aspectos fiscales y distributivos de la fuga de capitales

### VI.1.- El marco global

Se ha mencionado ya en la primera sección la literatura que pone el foco en las operaciones ilegales asociadas a la *fuga* –generada principalmente en relación a las preocupaciones de la ONU y los restantes organismos multilaterales-; en especial, en las prácticas corruptas de la gestión pública, en el delito organizado (narcotráfico en primer lugar) y en la evasión tributaria.

Estas prácticas, extendidas en mayor o menor medida a todos los países, explican una porción significativa –difícil de estimar con precisión- de los flujos transfrontera no declarados y de los circuitos que aseguran su “blanqueo” y recirculación en las economías nacionales (en especial, en las “desarrolladas”). En este proceso de recirculación juegan un rol clave los llamados “paraísos fiscales” y, en general, todos los territorios caracterizados por su débil fiscalidad, los registros empresarios “protegidos” y la casi total ausencia de controles sobre las sociedades y los agentes económicos unipersonales que los utilizan para “basar” allí sus operaciones (ya sea la totalidad de ellas o fracciones variables de las mismas, mediando el uso de “triangulaciones”).

La cuestión de las prácticas económicas “ilegales” abarca, por supuesto, a un gran número de actividades y tiene una incidencia -relativa y absoluta- muy variable en las economías y territorios que atraviesan. Pueden encontrarse entonces, a este respecto, casos nacionales de muy diverso tipo: i ) los “casos extremos” como el de Afganistán, donde el cultivo de la amapola para la extracción y exportación del opio en forma de heroína -cubriendo las tres cuartas partes del mercado mundial de este estupefaciente- resulta dominante y coexiste con un estado de guerra que se extiende sobre gran parte de su territorio; ii ) algunos “casos algo menos radicales” como el de Colombia, donde el cultivo de la hoja de coca y el procesamiento y exportación de la cocaína resultan también muy relevantes –tanto a escala local como global- y alimentan una larga guerra civil que sustrae parte de su territorio del dominio efectivo de su Estado nacional; iii ) una amplia gama de “casos intermedios” –muy extendidos en Asia, Africa y América Latina, y algunas áreas de Europa y América del Norte- en los cuales lo que pesa, de modo y en grados muy variables pero con considerable intensidad, es un arco de actividades que incluye el tráfico local y la reexportación de narcóticos, un conjunto significativo de negocios mafiosos y de operaciones regulares de “lavado de dinero”, relativamente altos niveles de corrupción política y –también- altos *ratios*

de evasión tributaria; y iv ) los “casos virtuosos” de las economías más desarrolladas, en las cuales casi todos los fenómenos antes mencionados se dan con menor intensidad –salvo la distribución y consumo local de estupefacientes, el tráfico transfronterizo de personas y, notablemente, la recirculación a través de sus sistemas financieros de buena parte de los capitales globales “lavados”-, dentro de unos límites relativamente controlados y “regulados”, de modo variable y en forma tanto explícita como implícita, por los respectivos estados nacionales.

Resulta claro que, mas allá del precedente esbozo de “tipología”, los procesos de globalización tienen a estas actividades a la vanguardia en la utilización de sus facilidades de todo tipo -en especial, las financieras- y que, en consecuencia, las intervenciones de los territorios y actividades antes reseñados resultan crecientes y cada vez más complejas.

## VI.2.- Los procedimientos y las consecuencias de la “informalidad”

Los “paraísos fiscales”, instrumentos indispensables para todas las actividades reseñadas, se han multiplicado en las últimas décadas – desde un total de 25 a mediados de los 70 hasta unos 72 en la actualidad-, al compás de la última fase de la globalización económico-financiera.

En consecuencia, canalizan hoy una masa creciente de capitales globales: unos 11,8 trillones de dólares, más de un tercio de la riqueza concentrada en los estratos más altos. Esta última está estimada en 33 trillones de dólares, equivalentes a un 75% del PIB global que es apropiados por sólo 8,5 millones de personas (*Subcomisión Permanente de Investigaciones, Senado de los EEUU*, 1° de agosto de 2006). Se estima que algo menos de la décima parte de esos capitales *offshore* proceden de los EEUU y como mínimo unos 0,7 billones de dólares corresponden a riqueza de origen latinoamericano. Alrededor de la mitad de la riqueza del estrato superior de ingresos de América Latina se mantendría en territorios *offshore* (*World Wealth Report, Merrill Lynch / Cap Gemini*).

El desafío que estas prácticas suponen para las administraciones fiscales resulta más claro si se destacan algunas notas estructurales adicionales del presente proceso de globalización. Alrededor del 60% del comercio mundial supone transacciones *intraempresa*, de las cuales el 80% se instrumenta a través de “paraísos fiscales” (Khristensen, 2006). Esta situación facilita la fijación “inadecuada” –para los fiscos nacionales, obviamente no para las firmas multinacionales- de los denominados “precios de transferencia”. Estos precios son “valores de referencia” para las transacciones *intrafirma*, fijados de acuerdo a las

conveniencias tributarias y/o de elusión regulatoria y usualmente divergentes de los valores conformes a la “realidad económica”. Mediante variados procedimientos -de “sobrefacturación” de importaciones y/o “subfacturación” de exportaciones, la reubicación “en el papel” de oficinas y empresas vinculadas y controlantes, y muchas otras operaciones *ad hoc*- las empresas transnacionales “relocalizan” sus utilidades. Las “trasladan” desde territorios con alta o normal imposición, y/o regulaciones “inapropiadas” según el criterio de estas empresas, a territorios con débil tributación y/o laxas normativas y controles para los agentes económicos allí “radicados”.

Tanto las empresas como los individuos más acaudalados practican entonces, de modo creciente, estos juegos de planeamiento tributario global para reducir todo lo posible el pago de los impuestos directos –los que recaen sobre los flujos de renta y los patrimonios- y también de los ligados al comercio exterior, cuando éstos son relevantes -es el caso de las “derechos sobre las exportaciones” en Argentina-, y para acotar los riesgos asociados a la localización efectiva de sus patrimonios e inversiones, a través de la maximización de estas operaciones de “relocalización” y/o de variados mecanismos alternativos, como el de la llamada “débil capitalización”. Esta última maniobra permite a un tiempo, a través del uso de capital propio “disfrazado” de financiamiento de origen externo, minimizar los pagos por el impuesto sobre la renta y proteger a la inversión en caso de eventuales restricciones, actuales y futuras, a la remisión de ganancias o a la “repatriación” del propio capital. Maniobras complementarias de diverso tipo hacen posible, a su vez, la elusión de las retenciones usuales en el impuesto sobre la renta al momento de girarse los pagos de “intereses” por supuestos “préstamos del exterior” (ver más adelante el caso argentino).

Este tipo de prácticas económico-financieras usuales entre las empresas multinacionales, las grandes –y no tan grandes- empresas locales y las personas con más altos patrimonios producen daños de gran magnitud en la dinámica de las economías más débiles, muy superiores a los derivados de las prácticas corruptas a las que tanta atención se presta a través de instituciones globales como “*Transparency Internacional*”. Estas instituciones publican con regularidad “*rankings*” de países “corruptos” pero no de multinacionales “corruptoras”, cuando es sabido que –como dice el refrán- “para bailar un tango se necesitan dos”.

De todos modos, los mecanismos más relevantes –en términos de capacidad de “erosión” del proceso económico-social de los países más débiles- no “están en el foco” de los organismos multilaterales ni suelen estarlo en el de la literatura del crecimiento, como sí lo está la cuestión de la corrupción de los políticos y funcionarios estatales de los países “en

desarrollo” (muchas veces, desde las posiciones más conservadoras, con la inconfesable finalidad de persuadir a los contribuyentes del mundo desarrollado de la conveniencia de reducir los montos de “ayuda” externa a la “periferia”).

Si bien estas prácticas son especialmente críticas para los países denominados “en vías de desarrollo”, también han comenzado a ser relevantes para las propias naciones desarrolladas. En los EEUU, por ejemplo, se ha estimado que la evasión *offshore* –vale decir, la practicada a través de los “paraísos fiscales”- resta recursos por un total del orden de los 40 a 70 billones de dólares anuales al fisco americano (*Subcomisión Permanente de Investigaciones, Senado de los EEUU*). El drenaje de fondos ilícitos ha sido estimado para el mundo “en vías de desarrollo” en unos 500.000 millones de dólares, una suma que resulta alrededor de *siete veces más elevada* que el presupuesto de “ayuda para el desarrollo” asignado por los países centrales (*Tax Justice Network, 2006*).

La región de América Latina está entre las más afectadas por este drenaje, cuyo *ratio* en relación a su PIB fue estimado en 26% para el período 1980-2000, comparado con el 37% del caso extremo de África y el 36% estimado para Asia (*European Investment Bank, 2005*). Resulta usual en el caso de América Latina que los capitales ilegalmente expatriados por sus residentes utilicen, ya se lo ha señalado, las plataformas *offshore* para su posterior recirculación, ya sea como inversión “extranjera” ya sea como supuestos préstamos (en rigor, el *equity* fugado que reingresa “disfrazado” de financiamiento externo). Estos circuitos se originan, muy frecuentemente, en prácticas de evasión cuyo producido se potencia hacia el futuro a través de estos mecanismos de recirculación, los cuales suponen la comisión de fraudes fiscales y la materialización de nuevas operaciones de evasión y elusión tributarias. Estas operaciones afectan principalmente a los instrumentos que definen la sustentabilidad y –también- la progresividad de los sistemas fiscales modernos: a los impuestos directos.

Estos procesos son conocidos en la literatura especializada como “capitales de ida y vuelta” ó “*round tripping*” (“viajes circulares”), en su denominación original en inglés.

Respecto de los impactos que estas tendencias tienen sobre la distribución de riquezas e ingresos habría mucho que decir. Nos limitaremos a señalar sólo las cuestiones en principio más relevantes. La “fuga de patrimonios”, distinguible de las exportaciones de capital motivadas en cuestiones “de optimización de portafolio” y/o de la expansión en el exterior de actividades económico-financieras locales motivadas en el desarrollo de legítimos negocios en escala global, supone efectos distributivos de distinta índole pero gran relevancia.

En primer lugar, cuando la *fuga* tuvo su raíz en operaciones informales locales –que conllevan, necesariamente, evasión y elusión fiscal- estas operaciones *prefuga* suponen, a la vez, regresivas distribuciones del ingreso. Tanto en la distribución “primaria” de los ingresos implicados –vale decir, la que se define en el mercado, antes de la intervención fiscal- como en la capacidad de distribución “secundaria” de los ingresos de la economía – vale decir, la que opera por la vía fiscal-. Las limitaciones en la capacidad de distribución “secundaria” resultan consecuencia directa de la evasión y la elusión tributaria implicadas (y de la precariedad laboral, usualmente asociada a estas prácticas).

En segundo lugar, cuando la *fuga* se consumó este doble impacto regresivo se prolonga, usualmente, a través de los efectos económico-financieros de la sustracción de estos capitales al giro local, por un lado –el efecto “primario”-, y también del propio efecto sobre los ingresos fiscales de la omisión de los activos fugados en toda declaración futura a efectos tributarios –el efecto “secundario”-, tanto en la imposición patrimonial como en el impuesto sobre la renta local que debería caer sobre los flujos de ganancias de la inversión en el extranjero constituida a través de la *fuga* (cuando rige, como es el caso de Argentina, el “criterio de renta mundial”; vale decir, cuando los patrimonios y ganancias de los residentes locales en el extranjero tributan en el país de residencia del contribuyente). Hace unos pocos años, un estudio realizado con información disponible en la AFIP permitió estimar que sólo alrededor del 15 % del valor de los patrimonios de argentinos radicados en el extranjero era declarado para el pago del “impuesto a la riqueza” (así suele llamarse al impuesto patrimonial federal en Argentina).

Por último, en la eventualidad de la recirculación local de los capitales antes “fugados”, tanto la alternativa de reingreso “disfrazado” como préstamo como la eventualidad del “blanqueo” a través de una sociedad del exterior implican, a un tiempo, la continuidad del proceso previo de evasión patrimonial –al no regularizarse la situación de cara al fisco- cuanto “fugas” adicionales vía falsos intereses o dividendos (o alquileres, cuando se tratase de una propiedad que se “alquila”) de nuevos flujos de capital. Estos procesos conllevan también, como los precedentemente descritos, efectos regresivos “primarios” y “secundarios” sobre la distribución del ingreso.

Esta breve y esquemática reseña permite entrever las fuertes intervenciones existentes entre la *fuga de capitales*, tal como aquí ha sido descrita, y los procesos de regresiva distribución de la riqueza y los ingresos que se verifican en los países que sufren estos fenómenos en mayor proporción (ver, mas adelante, el caso de la Argentina).

### VI.3.- Tributación, *fuga* de capitales y equidad en Argentina

#### VI.3.a.- Las raíces históricas de la “anomalía” argentina y sus notas distintivas

Resulta cada vez más aceptada la visión de que en Argentina, durante el período 1976-2001, la dinámica negativa del endeudamiento externo estuvo estrechamente vinculada a la cadena “evasión y elusión impositivas - corrupción / fuga de capitales / aumento de la deuda” y a una persistente irresponsabilidad fiscal de muchos de los sucesivos gobiernos (Gaggero y Grasso, 2005). Ambos problemas han incidido en un debilitamiento de la economía –adicional a la principal raíz del estancamiento secular, ocasionado por las políticas macroeconómicas aplicadas durante las tres cuartas partes de ese período- y han tendido a limitar severamente los márgenes de libertad disponibles para el ejercicio del poder estatal.

Como consecuencia de este largo proceso y del propio rumbo globalizador –y a pesar de los positivos cambios de política de los últimos años- han perdido eficacia los controles “de frontera” –físicos, impositivos y financieros- sin los cuales no puede gestionarse con suficientes chances de éxito estratégico la política fiscal de un país como la Argentina (ni tampoco, en definitiva, las políticas monetaria y cambiaria).

Durante este mismo lapso un sostenido proceso de “erosión normativa” –debido a la alta inflación, la volatilidad macroeconómica y también a deliberadas políticas tendientes a su debilitamiento- afectó a la tributación sobre los ingresos. Estos impuestos, que ya proveían 4,2 puntos de producto a los ingresos públicos hace seis décadas (1942), sólo aportaron, en promedio, 1 punto de PIB durante el período 1975-90 y recién pudieron recuperar su nivel de mediados del siglo pasado bien avanzados los años 90.

En el transcurso de este período de declinación de la imposición directa en Argentina, el impuesto sobre las herencias y el que gravaba las ganancias de capital en cabeza de las personas físicas (el viejo impuesto sobre las ganancias eventuales) fueron eliminados -en 1976 y 1990, respectivamente- y la tributación sobre las ganancias de las personas de mayor capacidad contributiva fue reducida, mientras era aumentada la imposición sobre las empresas por este mismo tributo.

Fueron también muy altos durante este lapso los niveles de evasión tributaria, estimulados por el creciente peso de la acumulación -en cabeza de las empresas- de las alícuotas aplicadas en los impuestos a los consumos (el IVA nacional más el Impuesto sobre los Ingresos Brutos provincial) y a las ganancias, y de las cargas previsionales sobre la nómina salarial. El círculo vicioso “alta evasión / aumento nominal de la tributación empresaria para



compensarla / mayor evasión / mayor presión sobre las empresas” hizo su paciente y deletérea labor, que resultó en un creciente incumplimiento tributario y en una grave deslegitimación del sistema fiscal en Argentina. Debe reconocerse sin embargo, a este respecto, que la “ciudadanía fiscal” no ha sido históricamente vigorosa en la República Argentina.

Las reformas regresivas concretadas en el período –las cuales recién han comenzado a ser revertidas en los últimos años, con la introducción de las “derechos sobre las exportaciones” y el fortalecimiento del impuesto sobre las ganancias empresarias (sin modificación de su alícuota)- no parecen explicarse como consecuencia de las tendencias de la tributación global analizadas en el Capítulo III de este trabajo sino como resultado de una involución económico-social e institucional tan particular como la sufrida por el país, un caso único entre las naciones de “desarrollo intermedio”. Este proceso de casi tres décadas ha sido caracterizado como “anómalo” desde el punto de vista tributario; vale decir, como un caso de retroceso histórico sin parangón entre los países con los que Argentina debe ser comparada (Gaggero, 2006).

Cabe, por último, una breve reflexión acerca de una particularidad de la conformación tributaria argentina, la cual le acarrea al país especiales dificultades en el campo de la gestión tributaria y que resulta, además, en la inconveniente cesión de importantes recursos tributarios a favor de fiscos extranjeros y –también- del margen neto de las firmas multinacionales. En la Argentina la alícuota del impuesto sobre la renta que cae sobre las empresas es relativamente alta (35%, un nivel usual entre las economías desarrolladas “mediterráneas” y también bastante cercano al vigente en los EEUU y Japón) y, por el contrario, la alícuota marginal máxima para las personas es relativamente baja en una comparación internacional (del 35%, igual a la alícuota empresarial). Como consecuencia de esta configuración resultan entonces dos consecuencias no deseables: i ) existe un incentivo –generado por la relativamente alta alícuota empresarial- que lleva a las firmas multinacionales (y a otras locales) a utilizar con intensidad los “paraísos fiscales” y los otros instrumentos disponibles con el objetivo de reducir todo lo posible su tributación local ; y ii) también se verifica una sustancial pérdida de tributación local derivada del bajo nivel de la tributación de las personas, ya que la remisión de utilidades de las multinacionales –que terminan siendo distribuidas entre las personas tenedoras del exterior- sólo está alcanzada localmente por una alícuota del 35%, mientras que los accionistas extranjeros terminan pagando en sus países, en promedio, bastante más del 40% por los beneficios generados en Argentina. Esta diferencia, de hasta 7 puntos en promedio, supone una gratuita cesión de

recursos fiscales potenciales a favor de los fiscos del mundo desarrollado; o a favor del resultado neto de las empresas extranjeras y sus accionistas cuando las operaciones son “trianguladas” a través de “paraísos fiscales”.

Esta cesión de recursos fiscales viene aumentando vertiginosamente, en los últimos tres lustros, como consecuencia del paralelo proceso de fuerte “desnacionalización” de la economía de Argentina. Una estimación de su orden de magnitud potencial realizada para la Cámara de Diputados de la Nación para el año 2005 -bajo el supuesto que la alícuota marginal máxima para personas pudiese elevarse desde el 35% hasta el 42% y en el caso límite de la distribución del total de las utilidades de ese año como dividendos- oscila alrededor de los u\$s 700 millones<sup>47</sup> (casi \$ 2.200 millones). Este sería el nivel de los recursos potenciales, en una hipótesis relativamente conservadora, que el fisco argentino está cediendo cada año a favor de fiscos extranjeros o del margen neto de firmas multinacionales que operan en el país.

La configuración tributaria de Chile está en las antípodas de la de Argentina y esto explicaría las menores dificultades que afronta el fisco trasandino para lidiar con los mismos desafíos globales. Como la alícuota empresarial es baja (del orden del 17%), la marginal máxima para personas relativamente alta (40%) y existe además un “premio” a la reinversión de utilidades que limita la carga tributaria al nivel de la alícuota para empresas mientras las mismas no fuesen distribuidas, la configuración tributaria chilena favorece fuertemente la reinversión al tiempo que desestimula la *fuga*. La cuestión problemática que la configuración chilena aún no parece resolver es la distributiva, debido a que el quizás desmedido premio que otorga a la reinversión el sistema trasandino tendería a estimular excesivamente –*ceteris paribus*- la acumulación de patrimonios en pocas manos.

### VI.3.b.- Fuga de capitales, deuda, tributación y equidad

Hacia fines de la década del 80, al promediar el período descrito, un conocido especialista en desarrollo económico de Argentina (Guido Di Tella, 1988) describió de modo preciso y crudo tanto los problemas de sustentabilidad externa y fiscal que enfrentaba el país, cuanto los desafíos desde el punto de vista de la distribución de riquezas e ingresos que ya entonces se le presentaban:

---

<sup>47</sup> Como las utilidades reinvertidas por empresas extranjeras durante 2005 han sido estimadas en el 16% del total y las remitidas en el restante 84%, el monto efectivamente cedido bajo los supuestos señalados habría sido del orden de los U\$S 590 millones (cerca de \$ 1.850 millones).

*“La Argentina se ha endeudado a un nivel casi igual al 80 por ciento de su producto bruto, consecuencia de las remesas de los argentinos ricos a los EEUU, subsidiados durante el período de Martínez de Hoz. Hoy se le pide a los argentinos pobres que hagan esfuerzos para pagar esa deuda. El origen de la deuda hace que hoy tengamos la deuda pero no tengamos bien alguno, ya que esos “bienes” los tienen argentinos expatriados, por lo menos desde el punto de vista económico, y que no son más solidarios con el conjunto de la sociedad argentina.*

*El pago de esta deuda no es posible. El pago de los intereses que se está intentando hacer está consumiendo la poca capacidad de acumulación que el país tiene y ni siquiera permite disminuir la deuda en términos reales ya que sigue incrementándose, agravándose la relación de deuda a producto, lo que garantiza una situación de creciente insolvencia. Este es el fondo del problema. La Argentina no tiene un problema financiero transitorio, tiene un problema de insolvencia económica parecido al de una empresa en situación de convocatoria. Es por ello que se necesita una solución muy drástica, muy tajante, que implique un riesgo, pero no un riesgo mayor que seguir en la situación presente, que nos lleva a una declinación cada vez más grave. El replanteo de la deuda, la imposición de una quita y de plazos en el pago es imprescindible...”.*

Casi dos décadas más tarde, después de liquidado casi por completo el patrimonio público en un masivo proceso de privatizaciones sin precedente mundial y habiendo alcanzado la deuda externa una magnitud del orden del 50% del PIB antes del derrumbe del régimen de convertibilidad -cuando el stock de activos de argentinos en el exterior se estimaba en un 80% del nivel de esa deuda-, la corrección de precios relativos derivada de la crisis de 2001-2002, la renegociación posterior de la deuda y el proceso de fuerte recuperación económica verificado en los últimos años ha ubicado a la deuda en el mismo ratio que entonces (a un nivel de algo más del 50% del PIB; aunque con un muy inferior “valor dólar” del PIB, como consecuencia del cambio de precios relativos), mientras que la estimación oficial de activos externos de residentes en Argentina resulta -a fines de 2006- en un monto en términos de PIB similar al de la deuda (y en un valor absoluto de cerca de u\$s 110.000 millones).

En rigor, los argentinos tenedores de estos activos externos siguen sin ser hoy -en su comportamiento económico, al menos- *“solidarios con el conjunto de la sociedad argentina”*, siendo que esta última es -en su mayoría- más pobre que en 1988 y que la importancia absoluta y relativa de tales activos no ha disminuido.

Estas circunstancias tienen implicancias distributivas muy relevantes, que los estudios conocidos de evolución de la distribución del ingreso en la Argentina no reflejan.

Los resultados de estos estudios, basados en la Encuesta de Hogares que periódicamente releva el INDEC, muestran –por cierto- un acentuado deterioro de largo plazo (desde 1974 en adelante) en la distribución de los ingresos por *deciles* en Argentina. Sin embargo, como los ingresos declarados por los encuestados no proveen, en ninguna parte, un completo y veraz cuadro de situación -dado que los más afluentes suelen ocultar en mucha mayor proporción sus reales ingresos que los más pobres- los estudios meramente basados en encuestas tienden a subvaluar, en términos absolutos y relativos, los ingresos de los más ricos. Por ello se efectúan en los países más avanzados –se lo hacía también en el pasado en Argentina- “correcciones” por subdeclaración de ingresos; vale decir, estudios complementarios con el fin de “corregir” o “ajustar” los datos de la encuesta y aproximarlos, todo lo posible, a la realidad.

Si estas “correcciones” se hiciesen hoy en el caso de Argentina, tanto “la foto” actual como “la película” de los últimos años de la distribución de ingresos resultaría, casi con seguridad, mucho peor. En el caso de “la foto”, porque el enorme peso de los flujos de ingreso correspondientes a los “activos ocultos” por el *decil* superior –la mayor parte de ellos, presumiblemente mantenidos en el exterior- aumentaría, necesariamente, la distancia entre extremos (*decil* inferior vs. *decil* superior). En cuanto a “la película” que incluyese los años previos y posteriores a la última devaluación, mostraría –en principio- una historia de deterioro relativo en el tiempo de los más débiles de mucho mayor gravedad que la conocida; ya suficientemente grave, por cierto. Ello porque la devaluación triplicó largamente el valor en pesos de los flujos generados por los activos puestos a buen resguardo en activos externos frente a unos ingresos locales –salarios inferiores y “planes sociales”, en el *decil* más bajo- que aumentaron en una medida mucho menor (duplicándose apenas en el caso de la mayor parte de los asalariados “formalizados”, que corresponden a *deciles* más altos).

En síntesis, la dinámica económica asociada a la “fuga de capitales” de los últimos lustros ha acentuado en Argentina un proceso de redistribución regresiva de los ingresos (y riquezas) de una magnitud sin precedentes en el país y no usual entre las economías “de desarrollo intermedio”. Con el agravante, desde los puntos de vista fiscal y social, de que los servicios de la deuda pública externa son pagados con el producido de los impuestos locales, a los que no contribuyen de modo suficiente los residentes argentinos tenedores de activos externos.

En cuanto al orden de magnitud de la pérdida de recursos tributarios asociados a las tenencias de activos “no exteriorizados” –ante el fisco local, se entiende; desde otro punto

de vista, esta expresión resultaría contradictoria- de argentinos en el exterior, pueden establecerse unas hipótesis sencillas para estimarlo.

Supongamos, respecto de estos activos externos “gravables” : i ) que el valor total de los mismos –los cuales devengan valorizaciones anuales variables, tanto en cantidad como en grado de liquidez- fuese hoy de unos u\$s 100.000 millones (la estimación oficial de activos externos de residentes para fines de 2006 menos el “colchón”, estimado en unos U\$S 35.000); ii ) que se mantuviese vigente el *ratio* ya mencionado entre lo no declarado al fisco argentino respecto de este total (digamos, 85%); y iii ) que la valorización nominal anual promedio resultante de tal stock fuese hoy del orden del 5% (en divisa extranjera). Asumamos además que, tanto los stocks patrimoniales como los flujos de beneficios que proveen, en ambos casos “no exteriorizados” (tanto respecto del impuesto local “sobre los bienes personales” como para el impuesto sobre la renta), debieran tributar la alícuota máxima vigente en ambos impuestos (0,75% y 35%, respectivamente). Imaginemos que hubiese sido reimplantado también un impuesto sobre las ganancias de capital -al estilo del viejo impuesto “sobre las ganancias eventuales”, que estuvo vigente hasta fines de la década del 80- con una alícuota general del 15%. Consideremos finalmente, a este respecto, una evasión “normal” del orden del 20% del potencial de la imposición.

Bajo tales hipótesis, la evasión/elusión patrimonial anual actual “recuperable” estaría en el orden de los u\$s 520 millones (cerca de \$ 1.600 millones/año).

La evasión/elusión recuperable correspondiente a las rentas –incluyendo la imposición a las “ganancias de capital” en cabeza de personas físicas, hoy no aplicada- montaría además hasta casi u\$s 735 millones (unos \$ 2.280 millones /año; resultantes de aplicar una alícuota media ponderada del orden del 20%, como consecuencia de promediar la alícuota de 35% aplicable a los beneficios con la del 15% sobre los incrementos de valor de los activos a unos beneficios y valorizaciones anuales de los activos equivalente a unos \$ 11.400 millones).

En suma, más de u\$s 1.250 millones (cerca \$ 3.900 millones) adicionales al año podrían sumarse al ingreso fiscal nacional, una suma equivalente a más de 0,5 punto de PIB. Se trata de una suma muy significativa en relación a las obligaciones anuales necesarias para cubrir el servicio de la deuda pública externa o, alternativamente, comparada con los recursos adicionales necesarios para cumplir con la meta de inversión educativa de mediano plazo fijada en la normativa nacional vigente.

La recaudación anual adicional estimada no incluye, por supuesto, el valor de los pagos “de una sola vez” que el fisco recibiría en el caso de un hipotético –aunque muy poco probable y, en principio, inconveniente- “blanqueo fiscal” de los stocks de activos radicados en el exterior de residentes en Argentina.

#### VI.3.c.- Los problemas de la gestión tributaria y la ausencia de iniciativas “estratégicas”

En cuanto a los desafíos que estas circunstancias, locales y globales, plantean a la gestión tributaria nacional en Argentina merecen detallarse, en forma sucinta, algunas cuestiones críticas relacionadas con la *fuga de capitales*.

Si bien no se dispone de estudios comprensivos que permitan caracterizar el desafío que supone para la administración tributaria la cadena “evasión / fuga / reingreso de capitales” - resulta obvio que, muy frecuentemente, este último eslabón no se presenta en el mundo real-, importa hacer una breve revisión de los principales problemas implicados y de las vías de elusión y *fuga* más relevantes, intentando una descripción y jerarquización de las mismas.

Las vías de elusión principales son, en principio: *la sobre y subfacturación en las operaciones de comercio exterior; el manejo de los “precios de transferencia” de bienes y, crecientemente, de servicios de todo tipo; la manipulación de los “nuevos instrumentos financieros” (“derivados” y otros); la figura del “fideicomiso irrevocable” (interno y externo) ; y otras varias operaciones difíciles de identificar y develar (ver Sección V.1)*. Estas vías suelen ser tanto más importantes y efectivas cuanto más transnacionalizada esté la economía de que se trate. La última encuesta conocida acerca del grado de transnacionalización de la economía argentina, medida a partir del análisis de las 500 firmas más importantes (INDEC, 2007), confirma los extremos a los que se ha llegado en este plano de la realidad y, consecuentemente, la particular gravedad de los desafíos implicados en términos de regulación económica y, en particular, de control fiscal.

*Los mecanismos de evasión y elusión con mayor impacto agregado parecen ser los que afectan al comercio internacional, de commodities (primarias e industriales) principalmente. Al recurso de la “triangulación” de operaciones a través de “paraísos fiscales” se suman otros manejos más complejos tendientes al mismo fin: a reducir, en primer lugar, los valores FOB de exportación declarados para limitar los impactos fiscales y “exportar” en consecuencia capital. Simétricamente, la sobrevaloración de las importaciones también permite burlar al fisco desviando recursos locales hacia el exterior.*

*El manejo de “precios de transferencia”* seguiría, en orden de importancia. La manipulación de los precios de los insumos y -en particular- la de los precios *intrafirma* de las multinacionales. Los de los servicios, ya se señaló, estarían tomando creciente importancia y resultan, en principio, mas difíciles de controlar que los ligados a bienes. En el caso de los servicios se presenta además un doble problema: verificar la veracidad de su prestación (el problema de la “sustancia”) y los valores fijados por las empresas contribuyentes.

Las dificultades probatorias y los propios problemas de debilidad de la instancia judicial en Argentina, de cara a este tipo de casos, suele plantear un difícil dilema a la AFIP: el de avanzar o no ante la sospecha fundada, dados los altos costos de no litigar adecuadamente –vale decir, cargar con las costas del eventual juicio- y dado, además, el alto “costo institucional” de “ser vencido” en los tribunales por el presunto infractor.

Debe señalarse, por último, que la cantidad de funcionarios dedicada por la AFIP al control de “precios de transferencia” parece –a pesar de los progresos verificados en los últimos años- insuficiente para hacer frente a los desafíos implicados.

*El uso indebido de “los nuevos instrumentos financieros”* seguiría en orden de importancia, facilitado por vacíos legales que bloquean la actuación de la administración tributaria. Por ejemplo, los “contratos de cobertura” no están definidos en la legislación vigente ni existe -al momento de elaborarse este trabajo- registro oficial alguno para los mismos que permita deslindar los legítimos de los “armados” para eludir (se está intentando montar un registro obligatorio en la AFIP, de modo de evitar la fabricación *ex post* de operaciones falsas). Los supuestos “contratos de cobertura”, sistemáticamente perdidosos en las verificaciones que suele practicar la AFIP, reducen la ganancia a tributar. Estas maniobras suelen montarse de un modo bastante grosero: en muchos casos, de la revisión de la documentación de los contribuyentes se concluye que *todas* las operaciones del período fiscal en análisis resultaron perdidosas -vale decir, que no se trata de una pérdida neta global en el período fiscal del caso sino de largas sucesiones de operaciones, *todas* a pérdida-, sin sustento alguno que permita justificarlas como cobertura de riesgos (comerciales, financieros o de otro tipo; vale decir, ligados a la propia operación de la empresa). Este tipo de maniobras parece presentarse de modo masivo en los casos del comercio de *commodities* y de la cobertura del riesgo de tasa de interés (en el caso de tasas variables, por ejemplo).

*Los “fideicomisos irrevocables”* tienen varias aplicaciones posibles: i) el que podría denominarse como “modo general” suele constituirse para el desapoderamiento patrimonial del contribuyente, de modo de evitar el pago futuro de los impuestos sobre las ganancias y sobre los bienes personales; ii) el que se llamará aquí “modo construcción”; y iii) el “modo

préstamo”, entre otros. El “modo construcción” permitiría dilatar fuertemente en el tiempo la imposición sobre tal actividad y el “modo préstamo” disfrazar una operación de financiamiento bancario proveniente del exterior, bajo la forma “fideicomiso”, con el objetivo de evitar las retenciones del impuesto sobre las ganancias que deberían aplicarse sobre los intereses que deben remitirse periódicamente al exterior.

El “modo general” supone la “relocalización” de grandes patrimonios personales en el exterior; hasta hace poco predominantemente en “paraísos fiscales” y en los últimos tiempos en el Uruguay (al parecer, como consecuencia de que han sido gravadas las “rentas pasivas” provenientes de “paraísos”). México, entre otros países, ha optado –para intentar superar este desafío de sus contribuyentes- por un cambio de su legislación que anula la posibilidad de eludir a partir de la constitución de “fideicomisos” en el exterior.

En cuanto a *las restantes formas de elusión* mencionadas más arriba, incluyen variados recursos tales como:

- Encubrir préstamos reales como una operación de “futuros”, para evitar también la retención sobre los intereses pagados al exterior;
- Supuestas operaciones de crédito desde “paraísos fiscales” que, en rigor, constituyen aportes de capital encubiertos que reducen el pago de ganancias y –a la vez- protegen al capital “negro” fugado (y lo realimentan). En estos casos, la administración se encuentra, al solicitar -frente a una sospecha de maniobra- documentos probatorios a la institución financiera externa involucrada, tanto con los casos que pueden denominarse “todo armado” (vale decir; con efectividad, de un modo “blindado” a todo examen), en los cuales un gran banco internacional presenta *todos* los papeles necesarios para “probar” la existencia de la operación de un poderoso cliente, como con los más comunes del tipo “no sabe no contesta”, en los que *nadie* responde en el exterior a las preguntas indagatorias formuladas desde Argentina por la autoridad tributaria.
- Otros variados recursos, como –por ejemplo- el de la inversión en “sociedades austríacas”, para beneficiarse con las ventajas de los “bonos de Austria” (país al que se remiten capitales empresarios, debido a que se paga una menor tasa impositiva sobre esta inversión y desde el cual nunca se repatrían los dividendos que se acumulan).

Debe destacarse, por último, que no han existido indicios –en los últimos tres lustros- de actividades relevantes y persistentes del gobierno argentino tendientes a explorar los límites



de la vía del intercambio de información con otros países para intentar una más efectiva gestión tributaria del “criterio de renta mundial” vigente en el país desde 1992. Vale decir, tendiente a intentar ejercer algún control relevante sobre los patrimonios de residentes radicados en el exterior y los flujos de renta a ellos vinculados. La única excepción sería quizás el caso de Brasil, con cuyas autoridades tributarias la AFIP mantiene un creciente vínculo.

El indicio más destacable acerca de la ausencia de una política visible en tal sentido es el de la continuidad del desafío que plantea al fisco argentino la existencia (y proliferación) del mecanismo de las SAFI's (Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión) del Uruguay, una figura societaria creada en este país vecino para facilitar las maniobras evasivas de no residentes (principalmente brasileños y argentinos). Esta figura societaria ha sido diseñada con el objetivo de facilitar el ocultamiento de la titularidad de patrimonios de residentes del exterior y, en consecuencia, proteger operaciones de evasión y elusión que afectan a los más importantes países vecinos del Uruguay.

Otro indicador relevante, a este respecto, es la negativa de los sucesivos gobiernos de ese país a suministrar información acerca del catastro del Partido de Maldonado (donde se localiza el enclave de Punta del Este). Esta situación afecta también tanto a la Argentina como a Brasil desde hace largo tiempo pero, a pesar de ello, no parece formar parte de la agenda relevante del MERCOSUR.

Se trata de cuestiones que exceden en importancia a los cuantiosos daños fiscales directos que ocasionan a ambos países. Esto es así debido a que la ausencia de progresos en estos campos de conflicto de intereses con el Uruguay restarían argumentos a los gobiernos de Argentina y Brasil para intentar convencer a las autoridades de países más poderosos que el vecino -los más desarrollados- acerca de la seriedad de las intenciones de ambos en orden a lograr también la colaboración de ellos en el sensible campo del intercambio de información relevante para el control de las obligaciones tributarias de sus residentes (y también de la necesidad de una mayor “armonización normativa” entre las naciones).

Ya se ha destacado que el camino del intercambio de información con los países más poderosos está erizado de espinas. Esta circunstancia no debería, sin embargo, justificar la inacción. La ausencia de “iniciativas estratégicas” en este campo, desde que fuera adoptado el “criterio de renta mundial” –ya sea para explorar reformas normativas locales que apunten a limitar las pérdidas de recursos fiscales como para encarar la alternativa de las gestiones externas orientadas a intentar “empujar los límites de los presentes mecanismos de intercambio de información”, en conjunto con otros países “en desarrollo” afectados- resulta

muy significativa y costosa para los intereses nacionales (y también, por cierto, en el campo social como ya se ha destacado). Se trata, en síntesis, de una asignatura pendiente estratégicamente relevante en el campo fiscal.

#### VI.4.- Las tendencias presentes

Resulta necesario a esta altura enmarcar las tendencias antes descriptas en los procesos más generales que parecen caracterizar, en el plano fiscal, a la presente fase de la globalización.

Parece claro, en primer lugar, que “la modernidad es supralocal, transnacional y – potencialmente- universal” (Pro Ruiz, 2006). En este sentido, los sistemas fiscales modernos responden a una cierta “homologación” a escala nacional, en primer lugar, luego a nivel continental y finalmente mundial. La necesaria interconexión global induce una convergencia institucional en los modelos e innovaciones nacionales, también en este campo.

Es cada vez más evidente además, en segundo lugar, que: i ) son los países más avanzados los que fijan las pautas que los demás no pueden ignorar; y ii ) son también las asociaciones que los comprenden –los EEUU y la UE; la OECD, en otro plano- las que alcanzan, en materia tributaria, mayor armonización normativa, coordinación de la gestión e influencia global.

En tercer lugar, son también estos países los que logran –tanto por comisión como por omisión- la adopción de unas reglas del juego en la tributación internacional que operan de modo no neutral a favor de sus empresas y/o de sus intereses económicos nacionales. En ausencia de organismos multilaterales responsables de las cuestiones tributarias globales – una propuesta sostenida desde hace ya mucho tiempo por el tributarista Vito Tanzi, que estuvo al frente del departamento fiscal del FMI- son los limitados acuerdos y consensos *ad hoc* en el seno del G7 y de la OECD los que suelen marcar los rumbos en estos temas.

El vínculo entre globalización y tributación resulta especialmente complejo, como consecuencia de su interconexión con el fenómeno de la “competencia tributaria” —inducida tanto por la propia dinámica globalizadora como por la acción de las firmas transnacionales y de sus países de origen, que perjudican muy especialmente a los fiscos de los países “en desarrollo”- y del gran número de actores, empresarios y territoriales, implicados (Tanzi, 1996). La globalización ha estimulado la “competencia tributaria” entre países, un proceso que agudiza los efectos de “erosión fiscal” del propio proceso económico-financiero de la globalización y extiende *ad infinitum* el número de países “perdedores”.

Esta competencia no ha brindado resultados globales positivos, desde una perspectiva de progreso, ya que: i ) ha resultado en más bajos ingresos fiscales nacionales; ii ) ha tendido a cambiar la estructura de los sistemas tributarios en sentidos no deseados por las autoridades estatales; y iii ) ha impactado, en especial, sobre la progresividad fiscal; al comprimir los recursos disponibles para la redistribución vía gasto público y tornar cada vez menos equitativas a la propias estructuras de ingresos.

Hace una década, Tanzi evaluaba que los efectos de la globalización y la “competencia tributaria” ya habían tenido un impacto evidente sobre *las estructuras tributarias*, que preveía se aceleraría en el futuro. Pronosticaba también, en ese entonces que: “es sólo cuestión de tiempo que *el nivel de la tributación* comience a reflejar las fuerzas en juego” (Tanzi, 1996).

#### VI.5.- Las dificultades de los cambios indispensables

A la luz de las tendencias verificadas desde entonces puede sostenerse hoy que el tiempo anunciado por Tanzi parece haber llegado, apenas una década después, al menos para buena parte del mundo “en vías de desarrollo”.

Como consecuencia de la creciente conciencia acerca de estos problemas, algunos especialistas confían en que “las presiones a favor de una cooperación internacional eficaz para facilitar la recaudación de los impuestos sobre los ingresos están aumentando” (Valpy Fitzgerald, 2002). Esta cooperación entre las autoridades tributarias podría sin duda –de ser alcanzada- atenuar algunos de los graves problemas acumulados y “permitiría [a los países de América Latina] captar una proporción mucho mayor de los ingresos de capital de sus propios residentes, no sólo de los activos no declarados en el extranjero sino también de los activos existentes en el país, reduciendo el interés por expatriar los capitales o la propiedad” (*ídem*).

Entre otros beneficios evidentes, esta eventual cooperación implicaría para estos países la posibilidad de lograr “[establecer] desincentivos a la fuga de capitales, [y alcanzar] una mayor estabilidad fiscal y macroeconómica y un aumento de los recursos disponibles para reducir la pobreza” (*ídem*).

Algunos autores fundan esperanzas de progreso en este campo en el interés despertado por el “terrorismo” en el intento de control de sus modos de financiamiento por parte de las naciones avanzadas; lo que las habría llevado a renovar su atención en la necesidad de un mayor control de los “paraísos fiscales” y los variados modos del “blanqueo” y el manejo

ilícito de fondos. Estos desarrollos no necesariamente redundarán, en opinión de los autores, en beneficios tangibles para los países “en desarrollo”, como consecuencia de la capacidad de los países centrales para aplicar controles selectivos que satisfagan sus objetivos en un plano –el de la “lucha antiterrorista”- sin ceder posiciones en el otro –el que cuida no afectar los intereses de la banca global y de las corporaciones multinacionales- .

En rigor, los conflictos jurisdiccionales en los que priman los enfoques de corto plazo y “autocentrados” de los países desarrollados y las “sacrosantas” normas de secreto bancario, que los benefician especialmente a través de sus sistemas financieros, han impedido hasta el momento avances relevantes para el mundo “en vías de desarrollo”.

Por otra parte, resulta a esta altura particularmente notable –en el marco del paradigma económico “liberal” que se supone explica las presentes orientaciones globales- la inconsistencia de unos principios que propugnan la libre circulación de los capitales con las prácticas de brutal negación del derecho a la migración de las personas. Esta inexplicable asimetría –al menos, se insiste, desde el punto de vista del paradigma dominante- tiene importantes consecuencias en el proceso de distribución global: los capitales que “fugan” desde el sur, al no ser acompañados por las personas con menguadas posibilidades económicas en los territorios de origen, resultan en tendencias a una concentración de riquezas e ingresos aún mayor en el norte y a una creciente marginalidad en el sur.

Resulta entonces evidente que -hasta el momento- los intereses asociados a la expansión desregulada y altamente volátil del sistema financiero global y los de las firmas multinacionales se han impuesto también a los criterios de racionalidad fiscal –con mengua de las ventajas macroeconómicas que resultarían de una eventual regulación de los flujos financieros globales- y han frustrado las varias posibilidades efectivas que se han presentado en los últimos lustros para discutir seriamente acerca de los caminos que pudieran asegurar un curso sustentable de largo plazo a la economía global (ver Eatwell y Taylor, 2006).

Un control efectivo de la fuga de capitales desde la periferia al centro estaba entre los prerequisites definidos de modo explícito por el diseño keynesiano, muy presente incluso en las definiciones institucionales de Bretón Woods. Es sabido que triunfó entonces la posición de los EEUU, circunstancia que permitió modelar el mundo que conocemos.

Parece cierto que la mera inercia histórica y la correlación de fuerzas entre las naciones, inestable esta última en el largo plazo, no prefiguran necesariamente el futuro. Aunque también resulta bastante probable que, para asegurar la posibilidad de relevantes avances a

favor de los países “en vías de desarrollo” en estas cuestiones, deban ser superados previamente algunos nudos que se amparan en crudas correlaciones de fuerza. En otras palabras, en el presente marco global poco es lo que parece podrán lograr las naciones no desarrolladas libradas a sus propias fuerzas. Al menos, mientras no logren concertar sus múltiples voluntades a favor de sus intereses comunes; los cuales parecen coincidir, además, con las metas que debería asumir el mundo todo para lograr un crecimiento sostenible y más equitativo.

## VII.- Notas finales: agenda global, políticas y regulaciones

### VII.1.- La agenda global

La conformación asimétrica del sistema financiero internacional, el poco peso de los países “en vías de desarrollo”, la ausencia de avances relevantes en materia de regulación de los flujos internacionales de capitales, tornan imperioso para países como la Argentina desarrollar mecanismos propios, a nivel nacional (y también regional), para monitorear y regular los procesos que puedan poner en riesgo el ejercicio de la soberanía posible en el diseño de las políticas nacionales (y regionales) y afectar su desempeño macroeconómico, con graves consecuencias para el crecimiento y el desarrollo económico-social.

Uno de los problemas principales es, como se ha visto, que los mecanismos de ajuste de mercado son de carácter asimétrico -tienden a perjudicar a los países con cuentas externas corrientes deficitarias- y suelen golpear con mayor intensidad a los países “débiles”, en particular si son acompañados con políticas de liberalización indiscriminada del comercio y las finanzas. En tales circunstancias, no debería de sorprendernos que muchas economías del Sudeste de Asia y China lleven a cabo políticas deliberadas para “administrar” su tipo de cambio y acumular reservas internacionales. Los dólares son un excelente reaseguro contra crisis cambiarias, contribuyendo a fortalecer las políticas internas y la autonomía con respecto a los organismos de crédito multilaterales.

En vistas de los recientes desarrollos en materia de finanzas y comercio internacional, parece aflorar en la agenda global –y como lo hace de forma periódica-, un espíritu favorable a reflatar la cuestión de la reforma del sistema financiero internacional; en otros términos, la de la búsqueda de un nueva “arquitectura” para el mismo. Se ha sugerido desde el ámbito académico<sup>48</sup> que es posible rediseñar las instituciones internacionales de modo tal de garantizar niveles crecientes de inversión y pleno empleo, facilitar el ajuste de las balanzas de pagos y mejorar los canales de difusión de información entre las naciones, por medio de la creación de una *Autoridad Financiera Internacional*, hoy inexistente. Esta nueva autoridad –cuyo gobierno debería responder, por supuesto, a reglas más democráticas que las que rigen hoy a los organismos multilaterales- obraría como prestamista de última instancia, tendría capacidades de regular y aplicar sanciones, distribuiría la información relevante y coordinaría, hasta donde fuese posible, las políticas macroeconómicas.

---

<sup>48</sup> Ver Eatwell y Taylor (2006).

Las propuestas de este tipo –que por cierto no abundan- han sido alentadas, en los últimos años, en cierta predisposición favorable entre los gobiernos del mundo “en desarrollo”, sectores lúcidos aunque minoritarios de la dirigencia política y la intelectualidad de los países centrales y algunos agrupamientos, autoridades y organismos internacionales (en un amplio abanico que abarca desde el G24, el grupo que reúne a los más relevantes países “en desarrollo”, hasta algunos funcionarios de la UNCTAD, en el campo del pensamiento). Esta nueva actitud ha sido alentada por los episodios críticos más recientes a escala global - las crisis del Sudeste asiático, Rusia, Turquía, Brasil, México y Argentina- aunque los relativamente bajos costos en definitiva soportados por las economías más poderosas como consecuencia de aquellos episodios y el extenso período favorable que los sucedió, parecen haber enfriado el interés en la “reforma global” en los países centrales. Por otra parte, importa recordar que si bien los organismos financieros multilaterales quedaron fuertemente deslegitimados como consecuencia de su actuación durante la larga génesis de tales crisis y, más visiblemente, de los graves daños ocasionados por las medicinas que recomendaron para atacarlas al momento de su estallido y desarrollo, las únicas consecuencias de tales responsabilidades son, por el momento, el agravamiento de su “autismo” institucional y la continuidad sin fisuras –aunque con mucho menor impacto- del rol a ellas asignado por sus mandantes, los países del G7.

Algunos analistas ven también signos favorables a un eventual cambio en el creciente interés que los gobiernos de estos países y los organismos financieros internacionales han puesto en las cuestiones del “lavado de dinero”, las actividades ilícitas vinculadas y su conexión con la *fuga de capitales*, desarrolladas en este documento. Los autores no son optimistas, a este respecto: consideran muy probable que los países centrales logren –de no cambiar el presente escenario global- avances a favor de sus intereses en estas cuestiones sin hacer lugar, de modo significativo, a los del mundo periférico. En otras palabras y a título de ejemplo; los autores piensan que los países centrales tienen la capacidad para ajustar los controles necesarios en los terrenos para ellos sensibles –lucha antiterrorista y algunos aspectos del narcotráfico, principalmente- sin mengua de los grados de libertad con que operan la banca global y las corporaciones multinacionales, en terrenos muy próximos y en colisión con los intereses de los países “en desarrollo”.

Para poner en el debido contexto institucional a la problemática de la “reforma global” debe además recordarse que, en el plano de la política global, la política “unilateralista” de los EEUU y el “seguidismo” europeo han deslegitimado seriamente también a la ONU, el “organismo madre” del sistema internacional construido en la segunda posguerra. Este no

parece ser un tema menor cuando se trata de construir consensos reformistas a escala global.

Por último, la escasa atención que están concitando hasta el momento, en la cúpula del poder global, las cada vez más serias advertencias e incitaciones a la acción universal responsable realizadas por los científicos como consecuencia del cambio climático –una cuestión más grave en tanto amenaza global que la económico-financiera, aunque no desvinculada de ella- debería suscitar serios interrogantes adicionales acerca de la posibilidad de avanzar en el corto plazo en el desarrollo de una agenda de cambios favorables en las cuestiones bajo análisis en este trabajo. Aunque cabe quizás también, a este respecto, la probabilidad de alentar cierto optimismo. En el caso que se diesen las condiciones globales favorables para un súbito cambio de escenario, bajo apremio; vale decir; si la amenaza ecológica fuera considerada con seriedad en tanto existan posibilidades de acción global coordinada, tal proceso demandaría -casi con seguridad- una agenda económico-financiera de cambios relevantes a escala mundial.

Mientras tanto –y retornando desde los escenarios “apocalípticos”- debe convenirse que los avances en las materias aquí tratadas son muy lentos, en comparación con la velocidad típica de los mercados que se pretende regular -los cuales, sistemáticamente, desarrollan nuevas formas y procedimientos que dificultan su control y regulación- y también con la magnitud de las amenazas en juego. No parece probable además que se vaya a dar un lugar relevante, a corto y mediano plazo y por lo ya señalado, a los intereses de las economías de menor importancia -como la Argentina- y aún a los de muchas otras economías “emergentes” más poderosas, de modo tal que sus requerimientos regulatorios pudiesen ser adecuadamente satisfechos.

## VII.2.- Las políticas adecuadas

En un marco global como el que acaba de esbozarse, la política de tipo de cambio elevado que sostienen las autoridades nacionales, además de contribuir a fortalecer el crecimiento, facilita la gestión acerca de los flujos internacionales de capitales. Esto último porque permite al gobierno y al Banco Central -además de contar con cierto control de la oferta de activos externos- reforzar su poder de intervención, al mantener una alta relación entre su stock de reservas internacionales y el valor total de los activos en pesos con los que cuentan los residentes en Argentina. De esta forma es más factible neutralizar una corrida contra el



peso que en contextos caracterizados por déficits comerciales, un bajo nivel de reservas o un tipo de cambio más apreciado.

Dado que los pilares de tal estrategia económica conllevan la acumulación de activos externos y la defensa del valor de la moneda local, el perfeccionamiento y el sostén de los controles de capitales constituyen una importante contribución al refuerzo del actual curso de política. Esto es así porque estos controles permiten morigerar la volatilidad de los flujos e influir sobre las expectativas acerca de la cotización de los distintos activos financieros.

El actual contexto internacional se caracteriza –como ya se ha señalado- por respetar bastante a rajatabla las asimetrías históricas entre las regiones avanzadas y menos desarrolladas (con la única honrosa excepción, quizás, del Sudeste de Asia). Las disparidades se expresan no sólo en volúmenes de bienes y activos financieros que traspasan las fronteras en búsqueda de la combinación más provechosa de riesgo y retorno, sino también en capacidad de fijar la agenda, imponer estándares regulatorios y sugerir las políticas macroeconómicas y comerciales que el globo entero ha de seguir.

En consecuencia la política óptima –relacionada con la acepción de *fuga* asociada a los movimientos netos de capitales, tal como fue analizada en la sección II de este trabajo- debería apuntar a sostener el superávit por cuenta corriente y proseguir con la política de acumulación de reservas. Esto permite a los responsables políticos locales cierto manejo de la oferta de activos externos -algo que en condiciones deficitarias ya se dijo sería -de lograrse- de una índole muy precaria. Combinada con un moderado control de capitales, el gobierno y el Banco Central cuentan con suficientes instrumentos para atender simultáneamente objetivos de carácter interno y externo.

Desde luego, la incertidumbre ronda alrededor de la cotización futura del dólar y da pie a serias dudas como consecuencia de los eventuales impactos que sufrirían las hojas de balance de quienes atesoran la moneda norteamericana, en el caso que llegase a devaluarse de modo brusco y significativo. En todo caso cabe preguntarse si se dispone de alguna alternativa de política mejor, que países como la Argentina pudieran seguir en ausencia de un prestamista internacional de última instancia.

Visto que no es mucho lo que puede hacerse en materia de finanzas internacionales y que los grados de libertad se reducen aun más cuando la liquidez está supeditada a la volátil opinión de los mercados financieros internacionales, el éxito del control de los flujos de capitales tiene como uno de sus pilares fundamentales a la reducción de la dependencia de los fondos tomados en préstamos del exterior. Mantener el superávit comercial y un amplio

colchón de reservas disuade a los especuladores de apostar contra el peso<sup>49</sup>, facilitando el diseño de las políticas macroeconómicas, especialmente monetarias y fiscales. En contextos como el actual, la gestión de las tasas de interés de corto plazo puede conjugarse con el manejo de la política cambiaria vía los cambios en la composición de la cartera del BCRA.

De hecho, la fortaleza de la moneda local es hoy tan evidente que los especuladores han venido apostando sistemáticamente a favor su revalorización. Parece presentarse, entonces, una excelente oportunidad para reforzar las regulaciones que pesan sobre las tenencias de determinados activos en pesos. Particularmente, puede pensarse en la posibilidad de endurecer los mecanismos para reducir la *prociclicidad* de los flujos financieros (el encaje actual del 30% ya apunta en esa dirección). Aunque el mercado de capitales local es aún demasiado estrecho como para que su influencia pudiera ser desestabilizadora, cabría pensar que la estabilidad macroeconómica alcanzada constituye una gran contribución a favor de su desarrollo, que seguramente requerirá de políticas específicas que escapen al alcance de este trabajo<sup>50</sup>.

Con respecto a los mecanismos de regulación que actualmente pesan sobre los flujos internacionales de capital, se considera pertinente señalar además que: i ) en primer lugar, no parece resultar conveniente relajarlos (con el argumento usual de restar presiones sobre la oferta de dólares), dado que las señales sobre los inversores suelen tener un efecto ambiguo que podría incentivar una mayor entrada; y ii ) que debe mejorarse la coordinación entre las distintas áreas de gobierno, de modo tal que, por ejemplo: las licitaciones de la tesorería no se erijan en el mecanismo elegido por los tenedores de capital externo para ingresar fondos a la economía local, evadiendo las políticas de control; y las autoridades del Banco Central no autoricen con criterio en exceso permisivo –desde una perspectiva de largo plazo, dada la penuria de divisas que ha experimentado la economía nacional durante las últimas décadas- el endeudamiento externo de corto plazo de firmas locales

Hasta aquí, se han tratado las políticas que atañen a los flujos de capitales. ¿Y las aplicables respecto de los stocks radicados en el exterior? En primera instancia y a nivel de las políticas macro, poco es lo que aparentemente puede hacerse para incidir sobre las tenencias externas acumuladas en el pasado.

---

<sup>49</sup> El problema más bien es cómo evitar que los especuladores apuesten contra el dólar, revalorizando el peso.

<sup>50</sup> No obstante, parece necesario reforzar las atribuciones de un ente como la Comisión Nacional de Valores que no está hoy en condiciones de regular el mercado de capitales ni imponer sanciones a los incumplidores; un terreno que debería constituir su jurisdicción natural, del mismo modo que el BCRA está encargado de controlar la operatoria de los bancos y sancionarlos, si fuera el caso.

Cabe mencionar en primer lugar, esto es obvio y necesario, la posibilidad de mejorar las estimaciones respectivas e intentar avanzar en la obtención de información “más operativa” (al menos, desde la perspectiva del control tributario; ver más adelante).

En segundo término puede arriesgarse que cabría esperar a mediano y largo plazo algún resultado, en términos de “repatriación” de activos de argentinos en el exterior, como consecuencia de la mera persistencia en el nuevo curso económico. El “solo” hecho de eludir con éxito los extravíos y la consecuente volatilidad característicos de la performance del período 1975-2002 constituiría un estímulo relevante para muchos agentes económicos<sup>51</sup>. En consecuencia, una parte de ellos podría cambiar la estructura de sus portafolios a favor de la apuesta local.

Debe destacarse, sin embargo, que cuando los autores interrogaron acerca de esta cuestión a no pocos economistas e importantes agentes del mercado la respuesta recibida no fue, en general, optimista. Es más, no han sido pocas las posiciones del tipo: “de esos capitales hay que olvidarse”. Se trata de una visión que contrasta notablemente, debe destacarse, con la de muchos analistas y agentes externos -conocedores del fenómeno histórico de la fuga de capitales en Argentina- que suelen razonar en los siguientes términos: “hasta que los argentinos no traigan de vuelta su plata, no habrá inversión extranjera de primer orden de magnitud relevante”.

En tercer término, el diseño y ejecución en el mediano y largo plazo de políticas fiscales más adecuadas –tanto en lo referido al marco normativo como a la administración tributaria, por ejemplo; ver más adelante- y de “políticas de desarrollo” –vale decir de estímulo relevante a determinadas actividades que se definen como prioritarias y a las que se vuelca un esfuerzo de coordinación y recursos público-privados- deberían ser complementos necesarios con posibles impactos positivos adicionales sobre la localización futura de los activos en consideración.

En cuarto y último lugar, la sola existencia de un enorme stock de activos en el exterior de residentes locales no justifica pensar que su eventual repatriación pudiese contribuir a acelerar el proceso de crecimiento. La idea de que es posible incrementar la inversión por el sólo hecho de atraer capitales externos o “repatriar” los activos fugados en el pasado carece en principio de fundamentos. Muy por el contrario, como consecuencia de los actuales

---

<sup>51</sup> Esta performance, y la volatilidad a ella asociada, han tenido mucho que ver con la muy limitada profundidad del sistema financiero argentino. En tanto la *fuga* también ha estado asociada a la dinámica negativa de la economía argentina, resultaría de interés –aunque arduo en principio- intentar establecer las vinculaciones entre los procesos de *fuga* y las limitaciones de nuestro sistema financiero.

dilemas de la política económica, se tiende a desaconsejar la implementación de políticas que incrementen la oferta de divisas. La presión de los inlujos de capitales obliga –dados los objetivos de la política macroeconómica- a la intervención “esterilizada” por parte del Banco Central en el mercado de cambios.

### VII.3.- Cuestiones de la agenda fiscal

Se han señalado en el trabajo las más importantes debilidades que la normativa y la administración fiscal muestran en la Argentina, de cara a los problemas que plantea la globalización económico-financiera con sus asimetrías en la dinámica y la distribución de los beneficios implicados en los flujos de capitales (tanto formales como “informales”). Estos problemas plantean muy severas restricciones a las acciones que países como Argentina pudieran emprender en relación a la última de las acepciones de *fuga* analizadas en la sección II de este trabajo (la vinculada a las “transacciones ilegales”).

En particular, se han destacado los más relevantes efectos distributivos, de carácter fuertemente regresivo, implicados en estas dinámicas y las prácticas usuales de las multinacionales, las grandes (y no tan grandes) empresas locales y las personas ubicadas en el *decil* más alto de la distribución de ingresos (en rigor, las que más importan a este respecto corresponden al *centil* superior).

Sólo cabe poner énfasis, entonces, en estas líneas finales en las cuestiones que -a este respecto y a juicio de los autores- debieran integrar la agenda estratégica de política fiscal en un futuro inmediato.

Sería muy conveniente, en primer término, que la futura configuración tributaria, en caso de que se acometan reformas normativas relevantes, atienda a la necesidad de desalentar la pérdida de recursos fiscales a favor de fiscos externos y del margen neto de las empresas multinacionales y, también, una larga serie de prácticas de evasión y elusión tributarias que son hoy facilitadas tanto por la debilidad de las normas como por la ineficacia de los controles. Las reformas deberían incluir fuertes estímulos, de carácter general, que estimulen la reinversión de utilidades -y, en el caso particular de las multinacionales, desalienten la remisión de sus beneficios al exterior-. Una opción de este tipo constituiría, con seguridad, una alternativa superadora de la antigua “promoción fiscal” de las inversiones en Argentina (inequitativa y bastante ineficaz; ver Gaggero y Libman, 2007). Aunque no debería conllevar, de ningún modo, la renuncia a los instrumentos de estímulo específico que respondan a enfoques estratégicos racionalmente definidos y sean, a la vez,

adecuadamente diseñados y administrados<sup>52</sup>. Estas reformas contribuirían también -al reforzar los efectos centrales de correctas políticas macroeconómicas y la promoción de inversiones y regulaciones más eficaces de los flujos de capital- a limitar los procesos de *fuga* desde el campo fiscal.

También sería deseable, en segundo lugar, que se persiguiese el objetivo de lograr una contribución tributaria de relevancia por parte de las rentas y los patrimonios radicados en el exterior por residentes argentinos. Se trata de una tarea nada fácil, que involucra necesariamente cambios en la normativa, en el modo de gestión tributaria y, también, en la propia vinculación del país con muchas economías externas. Razones de sustentabilidad y equidad abogan a favor de que este objetivo sea asumido desde ya, aunque los resultados relevantes no se obtendrán en un corto plazo. En el caso de los vínculos externos lo conveniente parece ser comenzar por establecer, en el marco del MERCOSUR, reglas de juego más modernas y racionales respecto de los mecanismos de evasión y elusión que resultan estimulados por las normas y políticas vigentes desde hace largo tiempo en el Uruguay. También deberían acordarse, en conjunto con Brasil, las acciones más convenientes a impulsar en el “Grupo de los 24” (el de las naciones “emergentes”), aunque no fuese realista esperar cambios de corto plazo en las “reglas del juego” global a favor de los países más débiles.

El objetivo central de las iniciativas en el campo fiscal debería concentrarse, en general, en todas aquellas políticas que tiendan a cerrar las vías de la evasión/elusión y la “fuga” de capitales a ellas ligadas; vale decir, en el problema de los flujos. El problema del stock ya radicado en el exterior debería ser, por el contrario, una cuestión a abordar de modo más estratégico, a más largo plazo, dada su mayor complejidad y el menor grado de libertad disponible en la definición y ejecución de políticas. Por otra parte, esta cuestión no debería ser atacada –como en el pasado tantas veces se ha hecho; y los *lobbies* pedirán ahora se haga otra vez- por la vía ineficaz y deletérea de los “blanqueos tributarios”; un camino de sustancial inequidad, contraindicado para la indispensable construcción de una verdadera “ciudadanía fiscal” en Argentina.

---

<sup>52</sup> Cuando este trabajo estaba en proceso de edición el Ministerio de Economía y Producción de la Nación dio a conocer un documento denominado “Lineamientos Estratégicos para el Desarrollo Productivo de la Argentina”, que aborda la cuestión de los criterios para la promoción de las actividades económicas y “aspira a ser un catalizador para la discusión de ideas y propuestas [a este respecto] con distintos actores de la vida nacional”. (Palabras de presentación de la Ministra Felisa Miceli, mayo de 2007.

## Bibliografía

Aizenman, J. y Lee, J: (2005): "International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence", National Bureau of Economic Research, 2005.

Aizenman, J. y Noy, I. (2004): "Endogenous Financial and Trade Openness Efficiency and Political Economy Considerations", Economics Department and the NBER, UC Santa Cruz and Economics Department, University of Hawaii at Manoa, Working Paper No. 04-4, 2004.

Albo, G. (1997): "A world market of opportunities? Capitalist obstacles and left economy policy", Socialist register, 1997.

Alesina, A. y Tabellini, G. (1998):, "External debt, capital flight and political risk", Harvard University and Universidad de California en Los Angeles, Working Paper.

Altwater, E. (1997): "Financial crises on the threshold of the 21st. Century", Socialist register, 1997.

Barbosa Filho, N. (2001): "Effective Demand and Growth: An Analysis of Alternative Closures of Keynesians Models", CEPA Working Papers, December.

Basualdo, E: y Kulfas, M., (2002): La fuga de capitales en la Argentina, en *La globalización económico-financiera. Su impacto en América Latina*, Gambina, Julio (Comp.), CLACSO, Buenos Aires.

Bener, B. y Dufour, M. (2005): "A class analysis of capital flight from Chile, 1971-2001", en *From Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*, Political Economy Research Institute.

Bernanke, B. y Gertler, M. (1989): "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *The American Economic Review*

Borzel, M. (2005): "El manejo de la cuenta capital. Enseñanzas recientes y desafíos para Argentina", Documento de Trabajo N° 7 de CEFID-AR, disponible en <http://www.cefid-ar.org.ar>

Botman, D. y Diks, C. (2002): "Location of Investors and Capital Flight", The World Bank, Washington DC, CeNDEF, Faculty of Economics and Econometrics, University of Amsterdam, and Tinbergen Institute, 2002

Boyce, J. K., y Ndikumana, L. (2005): "Africa's debt: who owes whom?", en *Capital flight and capital controls in developing countries*, Political Economy Research Institute.

Boyce, J. y Ndikumana, L. (2005): "Is Africa a Net Creditor? New Estimates of Capital Flight from Severely Indebted Sub-Saharan African Countries, 1970-1996", Department of Economics and Political Economy Research Institute, University of Massachusetts.

Bresser Pereira, L. y Gala, P. (2007): "Why Foreign Saving Fail to cause Growth", trabajo presentado para la escuela de Economía de la Fundación Getulio Vargas.

Câmara Neto, A. y Vernengo, M. (2004): "Fiscal Policy and the Washington Consensus: A Post Keynesian Perspective" Working Paper No: 2004-09, University of Utah, Department of Economics.

Chakrabarty, D., Chanda, A. y Chetan Ghate (2006): "Education, Growth, and Redistribution in the Presence of Capital Flight", New Dehli discussion papers 05-03, Indian Statistical Institute.

Chudnovsky y López (2001): *La Transnacionalización de la Economía Argentina*, Ed. Eudeba.

Claessens, S. y Naude, D. (1993): "Recent Estimates of Capital Flight", International Economic Department, The World Bank.

Collier, P., Hoeffler, A. y Pattillo, C. (1999): "Flight Capital as a Portfolio Choice", World Bank Development Research Group and IMF.

Comisión especial de la Cámara de Diputados (2001): *Fuga de divisas en la Argentina. Informe final*, FLACSO y Siglo XXI.

Crotty, J. y Epstein, G. (1996): "In defense of capital controls", *Socialist register* Vol. 32., 1996.

Cumby, R. y Levich, R. (1987): "On the definition and magnitude of recent capital flight", National Bureau of Economic Research.

Damill, M. (1997): "Convertibilidad, capitales volátiles y estabilización. El papel de las finanzas del gobierno", CEDES.

Damill, M. y Frenkel, R. (2006): "El mercado de trabajo argentino en la globalización financiera", *Revista de la CEPAL* 88, abril.

Damill, M., (1998): "Cambios en la metodología del Balance de Pagos en la Argentina y Fragilidad externa", CEDES.

Di Tella, Guido (1998), artículo publicado en el periódico "Ámbito Financiero" el 14/11/1988.

- Dooley, M. y Kletzer, K. (1994): "Capital Flight, External Debt and Domestic Policies", *Economic Review*, N°3.
- Eaton, J. (1987): "Public debts guarantees and private capital flight", National Bureau of Economic Research, 1987.
- Eatwell y Taylor (2006): *Finanzas Globales en Riesgo*, Fondo de Cultura Económica / CEFID-AR.
- Epstein, G. (2005): Capital flight and capital controls in developing countries: an introduction, in *Capital flight and capital controls in developing countries*, edited by Gerald Epstein, Political Economy Research Institute.
- Epstein, G., Grabel, I. y Jomo K. (2003): "Capital Management Techniques In Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990's and Lessons For the Future".
- Eryar, D. (2005): "Capital Flight from Brazil (1981-2000)", en *From Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*, Political Economy Research Institute.
- Feldstein, M. y Horioka, C. (1980): "Domestic Saving and International Capital Flows", *The Economic Journal*
- Fitzgerald, V. (2002): "Cooperación Tributaria Internacional y Movilidad del Capital", *Revista de la CEPAL* 77, Agosto.
- Francois Chesnais, comp. (1999): *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafíos*, Editorial Losada, Buenos Aires.
- Frenkel, R. y González Rozada, M. (2000): Balance-of-Payments Liberalization: Effects on Growth, Employment and Income in Argentina, CEPA Working Papers Series I, February.
- Gaggero, J. (2006): "La cuestión tributaria en Argentina: el caso de un retroceso histórico", texto presentando en el International Economic History Congreso, Helsinki (Finlandia), 21-25 de Agosto de 2006.
- Gaggero, J. y Grasso, F. (2005): "La cuestión tributaria en Argentina. La historia, los desafíos del presente y una propuesta de reforma", Documento de Trabajo N° 5 de CEFID-AR, disponible en <http://www.cefid-ar.org.ar>.
- Gaggero, J. y Libman, E. (2007): "Notas acerca de la Inversión y su Promoción Fiscal en la Argentina (1974-2006), Cefid-ar (en proceso de edición).
- Grigoryev, L., y Kosarev, A. (2000): "Capital flight: scale and nature", en *Economic Policy in Russia in 2000*.



Helleiner, E. (2005), "Regulating capital flight", Trent University, Peterborough, Ontario, Canada. From *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*, edited by Gerald Epstein, Political Economy Research Institute.

Jomo K. S. (1997): "Lessons From The East Asian Crisis of 1997".

Kadochnikov, D. (2005), "Economic Impact of Capital Flight from Russia and its Institutional Context: Why Capital Controls cannot be a Part of a Pro-Growth Policy", Saint-Petersburg.

Kaldor, N. (1955): "Alternative theories of distribution", *The Review of Economic Studies*, Vol. 23.

Khristensen, J. (2006): "Fuga de capitales", Tax Justice Network, mimeo.

Kindleberger, Charles P. (1990): *Historical Economics: Art or Science?* Berkeley: University of California Press. <http://ark.cdlib.org/ark:/13030/ft287004zv/>

Kosarev A. y Grigoryev L. (2000): "Capital Flight: scale and nature", IMF.

Krugman, P. (1979): "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No. 3, Aug, pp. 311-325.

Kulfas, M (2005): "Internalización financiera y fuga de capitales en América Latina. Argentina, Brasil, Chile y México en los años `90, Documento de Trabajo N° 17 de la FLACSO, Noviembre.

Levy Yeyati, E., Schmukler, S. y Van Horen, N. (2004): "The price of inconvertible deposits: the stock market boom during the Argentine crisis", *Economics Letters* 83 7-13, September

Loungani P., y Mauro, P. (2000): "Capital flight in Russia", IMF Policy Discussion Paper.

Mc Lure, C. (1987): "US tax laws and capital flight from Latin America", National Bureau of Economic Research, Massachusetts.

Melvin, M., (2003): "A stock market boom during a financial crisis? ADRs and capital outflows in Argentina", *Economics Letters*, 81 (1), 129–136.

Ndikumana, L. y Boyce, J. (2002), "Public Debts and Private Assets: Explaining Capital Flight from Sub-Saharan African Countries", Department of Economics and Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, 2002.

Obstfeld, Maurice (1998): "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", NBER Working Paper No. W6559. May.

- Palley, T. (1996): "The saving-investment nexus: why it matters and how it works", CEPA Working Series II, Economic Policy Analysis.
- Palma, G. (2000): "The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls", CEPA Working Papers Series III, November.
- Panitch, L. y Gindin, S. (2005): "Finance and American Empire", Socialist register, 2005.
- Pastor, M. (1990), "Capital Flight and the Latin American Debt Crisis", Economic Policy Institute.
- Porta, F. (2005): "Especialización productiva e inserción internacional. Evidencias y reflexiones sobre el caso argentino", Documento presentado al PNUD, Proyecto FO/ARG/05/12.
- Pro Ruiz, J. (2006): "Notas Sobre la Idea de Modernización Fiscal", texto presentando en el International Economic History Congreso, Helsinki (Finlandia), 21-25 de Agosto de 2006.
- Razin, A. y Sadka, E. (1989): "Optimal incentives to domestic investment in the presence of capital flight", National Bureau of Economic Research, Massachusetts.
- Robinson, J. (1959): *Ensayos sobre la economía poskeynesiana*, Fondo de Cultura Económica.
- Sacroisky, A., (2006): "La inversión externa directa en la post convertibilidad. Principales tendencias en un nuevo patrón de crecimiento", Documento de Trabajo N° 12 de CEFID-AR, octubre de 2006, disponible en [www.cefid-ar.org.ar](http://www.cefid-ar.org.ar).
- Saxena C., y Wong, K. (1999): *Currency Crises and Capital Controls: A Selective Survey*, University of Washington.
- Schineller, L. (1997): "An econometric model of Capital Flight from developing countries", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers.
- Schneider, B. (2003): "Measuring Capital Flight: Estimates and Interpretations", Working Paper 194, Overseas Development Institute, London.
- Schneider, B. (2003): "Measuring capital flight: estimates and interpretations", Overseas Development Institute, London, Uk, 2003.
- Schneider, B.: (2003): "Resident Capital Outflows: Capital Flight or Normal Flows? A Statistical Interpretation", Working Paper 195, Overseas Development Institute, London.

Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *The American Economic Review*.

Tanzi, Vito (1996): "Globalization, Tax Competition and the Future of Tax Systems," IMF Working Paper 96/141, December.

Taylor, L (1991): *Inflation, Income Distribution and Growth*, MIT University Press.

Taylor, L (2002): "Exchange rate *indeterminacy* in portfolio balance, Mundell-Flemming, and uncovered interest rate parity models", CEPA Working Paper 2000-21, April.

Tsoukalas, K. (1999): "Globalization and 'The executive committee': reflections on the contemporary capitalist state", *Socialist Register*, 1999.

Vu Le, Q. y Paul Zak, P. (2001): "Political Risk and Capital Flight", School of Politics and Economics, Claremont Graduate University.

Wierzba, G. y Golla, J. (2005): "La regulación bancaria en Argentina durante la década del noventa", Documento de Trabajo N° 3 de CEFID-AR, disponible en <http://www.cefid-ar.org.ar>

Wood, E. (1997): "Labor, the State, and Class Struggle", *Monthly review*.

# Anexo I.- Estimación de la Posición Inversora Internacional, Argentina 1991-2005

Cuadro																	
ESTIMACION DE LA POSICION DE INVERSION INTERNACIONAL : por sector y concepto para el periodo 1991-2006 (1)																	
Con títulos de deuda a valor de mercado																	
en millones de dólares a fin del periodo																	
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001	2002	2003	2004	2005	2006
POSICION DE INVERSION INTERNACIONAL	14.407	6.065	-9.597	-15.544	-27.039	-36.133	-50.143	-58.131	-60.316	-61.425	-44.296	-60.135	-3.254	-1.997	1.797	15.262	19.097
Activos externos	66.766	72.107	86.460	89.110	102.295	116.998	133.074	140.445	150.152	152.212	131.796	131.796	131.282	143.813	153.659	161.393	174.988
Pasivos externos	52.360	66.042	96.057	104.654	129.333	153.131	183.216	198.576	210.468	213.638	176.092	191.931	134.536	145.810	151.862	146.131	155.891
Variación de la posición		-8.342	-15.662	-5.947	-11.494	-9.094	-14.010	-7.989	-2.184	-1.110	17.129	1.290	56.881	1.257	3.794	13.465	3.835
SISTEMA FINANCIERO	2.173	2.667	6.167	4.935	-179	4.177	6.555	7.355	6.944	7.300	-13.965	cambio de serie de la deuda del sector privado no financiado					
												-13.965	-12.981	-8.582	-258	13.204	26.123
BANCO CENTRAL	4.961	6.368	11.755	11.750	9.738	13.322	16.762	20.702	22.748	21.753	-277	-277	-4.824	-1.621	5.235	17.843	32.037
Activos externos	8.981	10.991	15.471	16.032	15.963	19.745	22.807	26.249	27.341	26.917	14.913	14.913	10.476	14.119	19.646	28.076	32.037
Reservas internacionales	7.886	10.991	15.471	16.032	15.963	19.745	22.807	26.249	27.341	26.917	14.913	14.913	10.476	14.119	19.646	28.076	32.037
Otros	1.095	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos externos	4.020	4.623	3.716	4.282	6.225	6.423	6.045	5.547	4.594	5.165	15.190	15.190	15.300	15.739	14.411	10.233	0
Inversión de cartera	153	236	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
títulos (BCRA notes)	153	236	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros	3.867	4.387	3.716	4.282	6.225	6.423	6.045	5.547	4.594	5.165	15.190	15.190	15.300	15.739	14.411	10.233	0
Organismos Internacionales	2.543	2.346	3.617	4.212	6.172	6.385	6.015	5.527	4.579	5.153	15.186	15.186	15.174	15.750	14.411	10.233	0
Bancos: TCA,TCDF, GRA	1.192	1.905	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Atrasos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	126	0	0	0	0
Otros	132	136	99	70	53	38	30	20	15	11	4	4	0	-11	0	0	0
OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS	-2.787	-3.700	-5.588	-6.815	-9.917	-9.145	-10.207	-13.347	-15.803	-14.452	-13.688	-13.688	-8.157	-6.961	-5.493	-4.639	-5.913
Activos externos	3.665	4.301	6.064	6.561	7.382	11.100	17.139	16.124	15.738	18.416	7.751	7.751	4.717	4.479	3.845	3.949	4.172
Inversión directa	928	921	921	1.106	1.236	1.466	1.494	1.451	1.635	1.865	1.720	1.720	1.543	1.720	1.329	1.300	1.025
Inversión en cartera	82	27	64	78	167	615	1.291	930	1.356	1.456	143	143	32	65	74	78	72
acciones	14	18	53	68	108	102	217	51	31	43	43	43	30	64	73	77	70
títulos	68	9	12	11	59	514	1.074	879	1.325	1.413	100	100	3	1	1	1	1
Otros activos	2.656	3.363	5.079	5.377	5.980	9.019	14.355	13.742	12.747	15.095	5.888	5.888	3.141	2.694	2.442	2.571	3.075
depósitos y disponibilidades	1.674	2.473	4.032	3.983	3.639	5.776	8.263	6.443	5.746	5.926	1.837	1.837	1.016	1.446	841	1.149	1.436
otros	982	879	1.048	1.393	2.341	3.242	6.073	7.300	7.001	9.170	4.051	4.051	2.125	1.247	1.601	1.421	1.639
Pasivos externos	6.453	8.001	11.653	13.377	17.299	20.246	27.346	29.471	31.541	32.868	21.439	21.439	12.874	11.440	9.338	8.588	10.085
Inversión directa	1.334	1.393	1.748	1.955	2.528	3.001	4.507	5.671	6.403	7.205	7.012	7.012	2.610	2.934	2.436	2.763	3.044
Inversión en cartera	153	868	3.014	3.434	3.532	5.563	7.315	7.655	7.859	7.486	3.025	3.025	1.538	1.905	2.516	2.787	4.034
títulos de deuda	108	781	1.991	2.812	2.513	3.978	5.064	5.983	6.247	6.492	2.660	2.660	1.373	1.376	1.858	2.165	2.474
acciones	45	87	1.023	622	1.019	1.585	2.251	1.672	1.612	994	365	365	165	529	658	622	1.560
Otros pasivos	4.966	5.740	6.891	7.988	11.238	11.681	15.524	16.146	17.279	18.177	11.402	11.402	8.725	6.601	4.385	3.038	3.007
Organismos Internacionales	300	301	295	327	331	502	459	431	499	465	504	504	156	96	244	232	237
depósitos	184	323	1.031	1.706	1.727	1.603	2.822	2.354	2.630	3.788	1.221	1.221	150	119	136	217	495
líneas de crédito	3.038	4.104	4.312	5.225	7.374	6.948	7.407	8.522	9.781	8.334	7.428	7.428	7.086	4.567	2.893	1.322	1.148
Atrasos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	261	1.054	127	61	61
otros	1.444	1.011	1.253	729	1.807	2.628	4.837	4.838	4.369	5.590	2.249	2.249	1.072	765	986	1.207	1.065

	continuación																
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO</b>	-22.937	-24.787	-35.865	-34.287	-41.646	-52.752	-56.091	-63.350	-64.528	-66.777	-38.411	-38.411	-29.220	-35.090	-39.191	-36.922	-48.300
Gobierno Central y otros entes públicos nacior	-22.937	-24.787	-35.861	-34.174	-41.302	-51.622	-53.866	-61.593	-62.645	-64.638	-37.105	-37.105	-28.405	-34.215	-37.805	-35.328	-45.866
Activos externos	4.058	6.047	8.743	8.658	9.635	9.586	9.255	8.523	9.654	7.750	7.279	7.279	6.508	6.792	7.271	6.828	7.292
Inversión en cartera	0	134	2.150	3.406	3.499	3.495	3.180	2.566	2.547	1.782	1.082	1.082	811	874	942	114	121
títulos en garantía Plan Financiero 1992	0	134	2.150	3.406	3.499	3.382	2.902	2.393	2.436	1.782	1.082	1.082	811	874	942	114	121
otros títulos en garantía	0	0	0	0	0	113	278	173	111	0	0	0	0	0	0	0	0
títulos de libre disponibilidad	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros activos	4.058	5.913	6.593	5.252	6.136	6.091	6.075	5.957	7.108	5.968	6.197	6.197	5.697	5.918	6.329	6.714	7.171
aportes a Organismos Internacionales	950	977	963	1.037	1.051	1.096	1.111	1.149	1.160	1.165	1.175	1.175	1.175	1.222	1.280	1.316	1.415
depósitos de fondos fiduciarios	0	0	0	0	496	360	453	274	1.216	280	164	164	103	191	242	260	302
depósitos de fideicomisos	0	308	429	118	60	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
otros depósitos indisponibles	0	819	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
otros depósitos	0	106	1.126	83	111	138	143	182	286	0	330	330	133	35	15	4	82
créditos por financiación de entes binaci	3.108	3.373	3.725	3.759	4.245	4.378	4.302	4.336	4.446	4.523	4.528	4.528	4.286	4.470	4.791	5.133	5.372
líneas de crédito país/país	0	330	330	255	173	119	66	16	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos externos	26.995	30.635	44.593	42.832	50.938	61.209	63.121	70.115	72.300	72.388	44.384	44.384	34.912	41.007	45.075	42.155	53.159
Inversión en cartera	2.250	3.628	25.887	22.322	27.713	39.461	43.032	47.764	49.381	50.006	21.340	21.340	12.317	17.440	20.960	17.895	25.839
Otros pasivos	24.745	27.206	18.706	20.510	23.225	21.748	20.090	22.352	22.919	22.382	23.044	23.044	22.596	23.567	24.115	22.395	22.304
Organismos Internacionales	5.587	4.876	6.987	7.232	9.069	10.029	10.860	13.792	16.102	17.059	17.850	17.850	16.290	17.230	17.103	16.024	15.383
Deuda refinanciada en el Plan Financie	6.578	10.945	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bancos	1.555	957	1.267	1.648	1.893	1.172	1.028	1.029	719	593	487	487	449	423	363	204	163
Acreedores oficiales	9.220	9.355	9.914	11.070	11.775	10.249	7.979	7.382	5.934	4.629	4.633	4.633	4.407	4.126	3.586	1.891	1.408
Proveedores y otros	1.804	1.074	538	559	468	298	222	148	163	101	75	75	59	53	49	6	5
Atrasos (excluido atrasos de títulos)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.391	1.735	3.014	4.271	5.364
Instrumentos financieros derivados (3)																1.865	5.016
Gobiernos locales y otros entes públicos local	0	0	-14	-113	-344	-1.130	-2.225	-1.757	-1.683	-2.139	-1.306	-1.306	-816	-875	-1.387	-1.594	-2.434
Activos externos	0	0	0	0	0	0	0	0	416	416	416	416	416	416	416	336	336
Inversión en cartera	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	416	416	416	416	416	416	416	336	336
Pasivos externos	0	0	14	113	344	1.130	2.225	1.757	2.299	2.555	1.722	1.722	1.232	1.291	1.803	1.930	2.770
Inversión en cartera	0	0	14	113	344	824	1.726	1.343	1.884	2.005	1.218	1.218	792	1.015	1.609	1.772	2.627
Otros pasivos	0	0	0	0	0	306	497	414	415	550	504	504	440	276	194	158	143
Bancos	0	0	0	0	0	185	330	257	273	268	188	188	146	19	8	2	1
Acreedores oficiales	0	0	0	0	0	88	144	147	142	99	99	99	97	122	120	113	113
Proveedores y otros	0	0	0	0	0	33	23	10	0	183	216	216	160	128	59	36	29
Atrasos (excluido atrasos de títulos)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	36	7	7	7	0
<b>SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO</b>	35.171	28.185	20.101	13.808	14.786	12.443	-607	-2.136	-2.732	-1.948	8.080	-7.759	38.948	41.675	41.246	38.979	41.274
Activos externos	50.063	50.768	56.182	57.859	69.314	76.567	83.872	89.549	97.003	98.714	101.437	101.437	109.166	118.008	122.481	122.205	131.152
Inversión directa	5.179	6.411	7.165	8.042	9.460	10.908	14.541	16.883	18.483	19.276	19.562	19.562	19.075	19.780	20.474	22.040	24.507
inmobiliaria	4.280	4.524	4.787	5.096	5.358	5.589	5.731	5.840	6.001	6.210	6.257	6.257	6.308	6.343	6.284	6.622	6.901
empresas	899	1.887	2.378	2.946	4.102	5.319	8.810	11.043	12.482	13.066	13.305	13.305	12.767	13.437	14.190	15.418	17.606
Inversión en cartera	15.102	14.965	18.178	15.670	18.873	22.438	24.429	26.774	30.507	31.952							
Otros activos	29.782	29.392	30.839	34.147	40.981	43.221	44.902	45.892	48.013	47.486	81.875	81.875	90.091	98.228	102.007	100.165	106.645
Pasivos externos	14.892	22.583	36.081	44.051	54.528	64.124	84.478	91.686	99.735	100.662	93.367	109.196	70.218	76.333	81.236	83.226	89.878
Inversión directa	10.190	14.910	16.772	20.473	25.463	30.588	37.577	42.227	55.685	60.564	62.076	72.491	40.536	45.328	50.071	54.191	59.091
Inversión en cartera	1.602	3.709	14.366	16.175	18.738	21.014	30.134	29.536	24.063	18.940	9.954	8.682	7.148	10.095	11.036	11.079	12.186
títulos de deuda	440	1.881	5.132	6.695	8.160	8.869	13.315	16.911	17.286	16.298	8.113	6.840	6.451	8.497	9.324	9.205	...
acciones	1.162	1.829	9.234	9.480	10.578	12.145	16.819	12.625	6.777	2.642	1.841	1.841	697	1.598	1.713	1.875	2.817
Otros pasivos	3.100	3.965	4.943	7.403	10.327	12.522	16.768	19.923	19.987	21.158	21.327	28.023	22.534	20.910	20.127	17.955	18.601
Organismos Internacionales	223	259	351	503	640	767	825	822	1.195	1.181	1.118	1.135	1.030	933	781	941	...
bancos	1.822	2.468	2.887	4.464	6.673	8.361	12.062	14.567	14.044	15.367	14.996	16.762	12.479	11.338	10.273	8.654	...
agencias oficiales	454	454	835	1.369	1.945	2.259	2.478	2.472	2.335	2.298	3.067	3.069	2.588	1.918	1.532	1.053	...
proveedores y otros	601	783	869	1.067	1.069	1.134	1.403	2.061	2.413	2.312	2.146	7.056	6.438	6.721	7.541	7.307	...

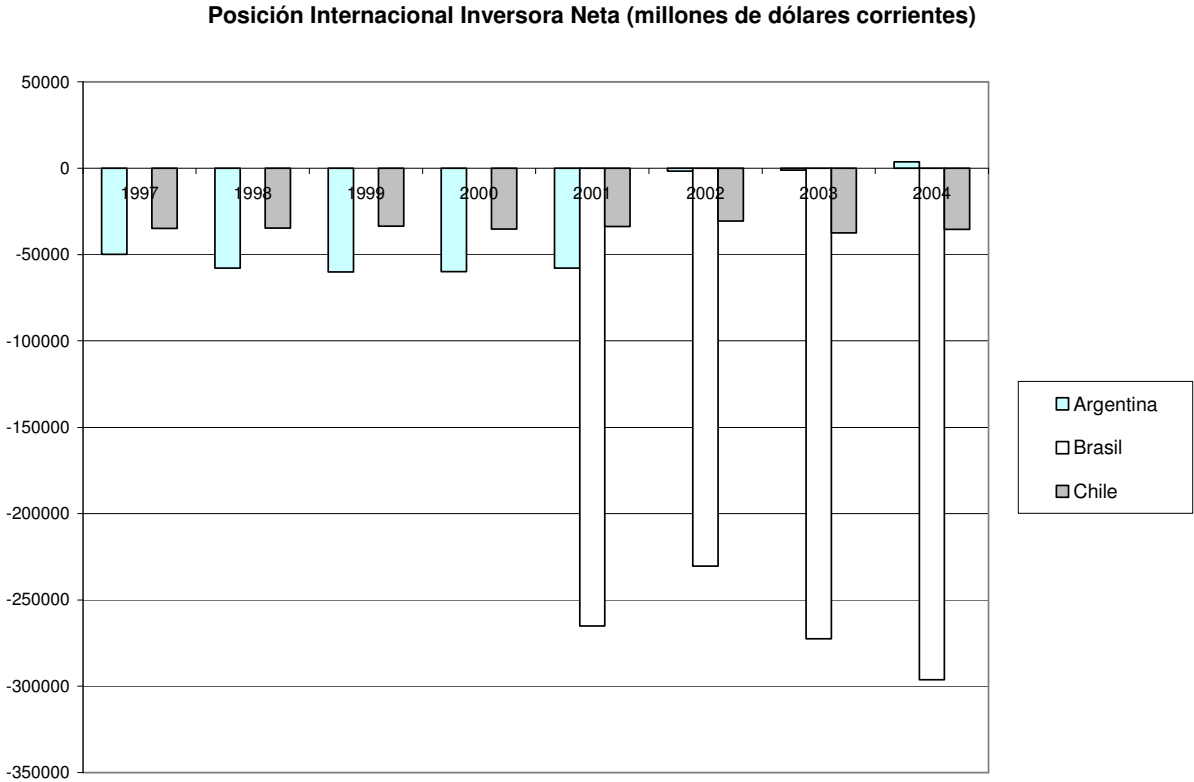
Fuente: Extraído de Ministerio de Economía y Producción

## Anexo II.- La fuga en Argentina vs. las de Brasil y Chile

A pesar de que la heterogeneidad inherente a las series afecta severamente , como ya se ha señalado (sección V), a toda comparación internacional acerca de esta cuestión importa consignar los números respectivos de Brasil, Argentina y Chile.

Empleando series confeccionados sobre la base del método de stocks, se observa que la Argentina ha pasado a convertirse en los últimos años en acreedora neta del resto del mundo, mientras que Chile mantuvo estable su deuda neta y Brasil la incrementó. Esto puede corroborarse en el Gráfico N°9 que captura la Posición Internacional Inversora Neta<sup>53</sup>.

Gráfico N°8

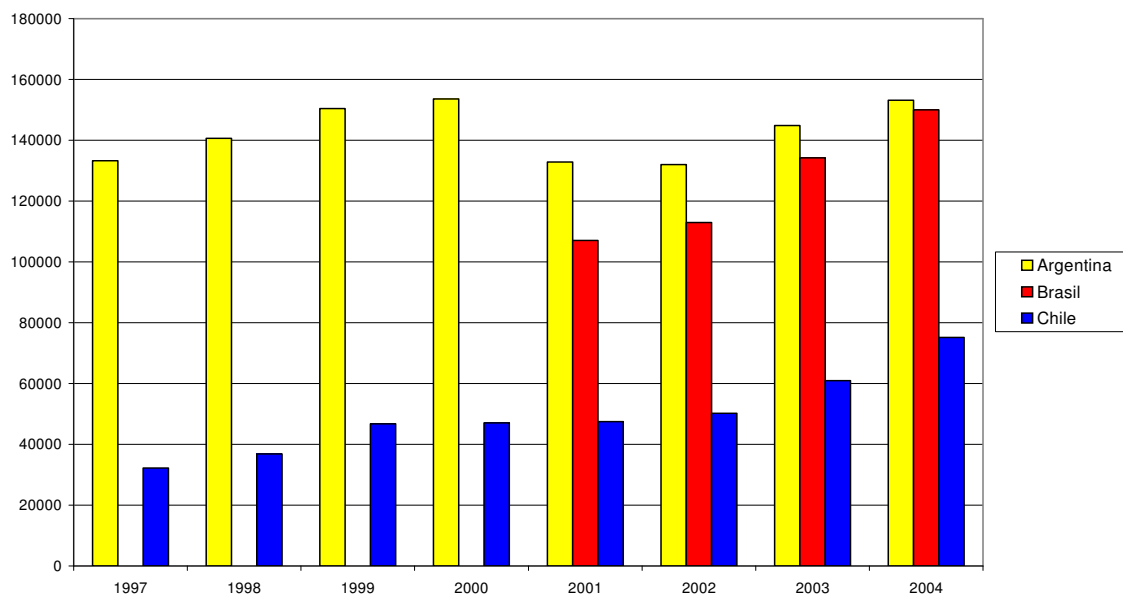


Fuente: FMI Statistics

<sup>53</sup> El concepto de "neto" refiere a la diferencia cuantitativa entre el monto de los activos y el de los pasivos.

## Gráfico N°9

Activos Externos (millones de dólares corrientes)

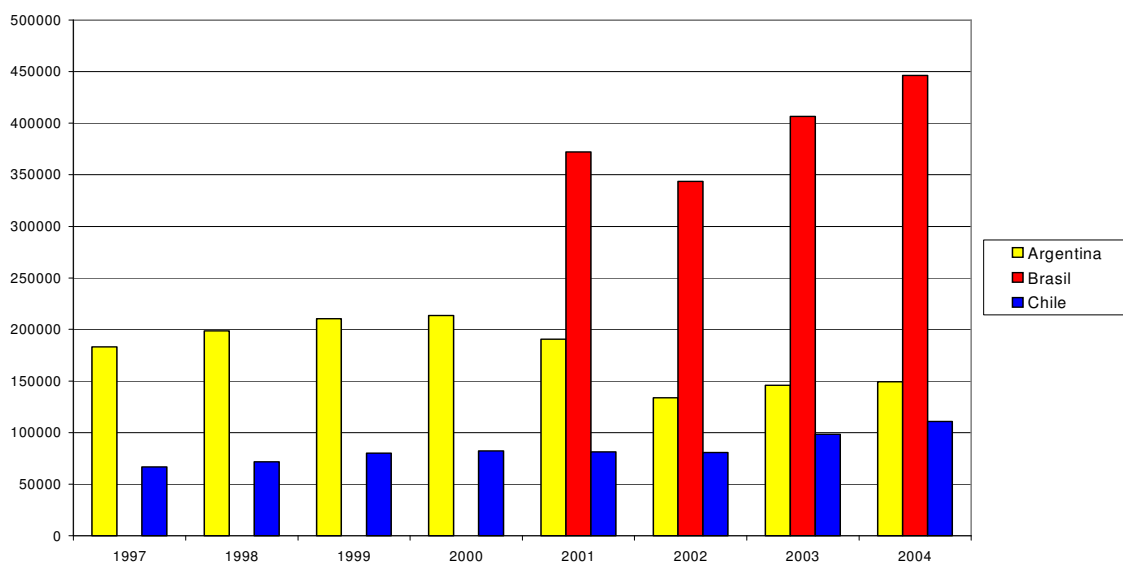


Fuente: FMI Statistics

Por otra parte, la Argentina aparece como el país con mayor monto de activos externos, a pesar del menor tamaño relativo en comparación con la de Brasil (ver Gráfico N°11).

## Gráfico N°10

Pasivos Externos (millones de dólares corrientes)

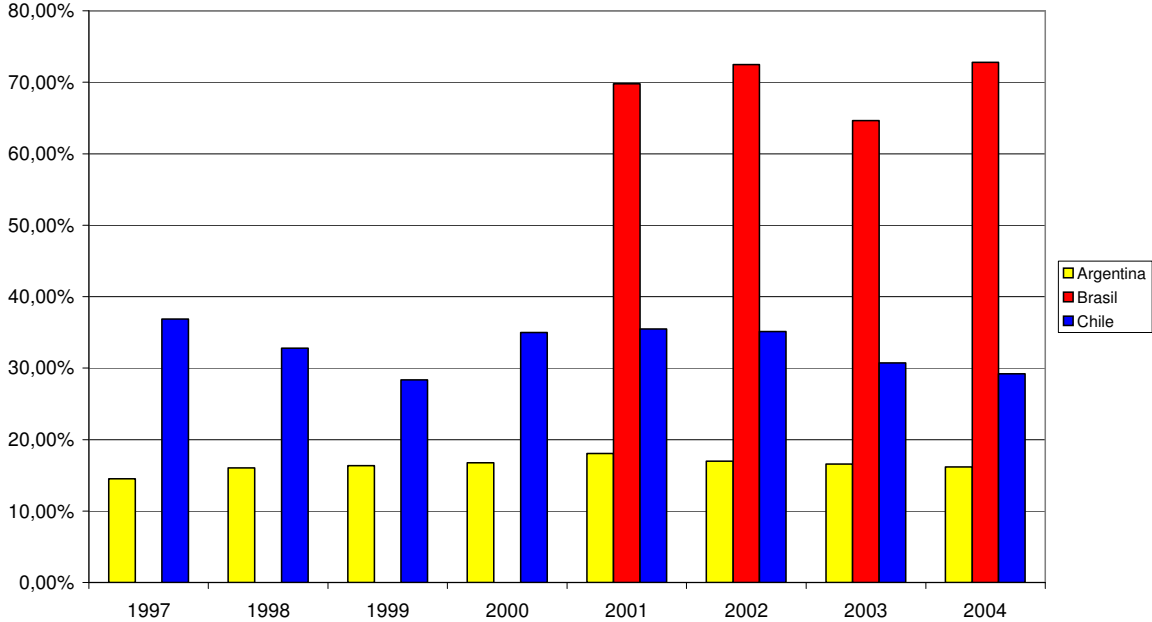


Fuente: FMI Statistics

En cuanto al nivel de los pasivos externos (ver Gráfico N°12), Brasil lidera el trío aunque – nuevamente- el mayor tamaño de su economía no permite realizar afirmaciones demasiado contundentes al respecto.

**Gráfico N°11**

**Fracción de los Activos Externos bajo la forma de IED**



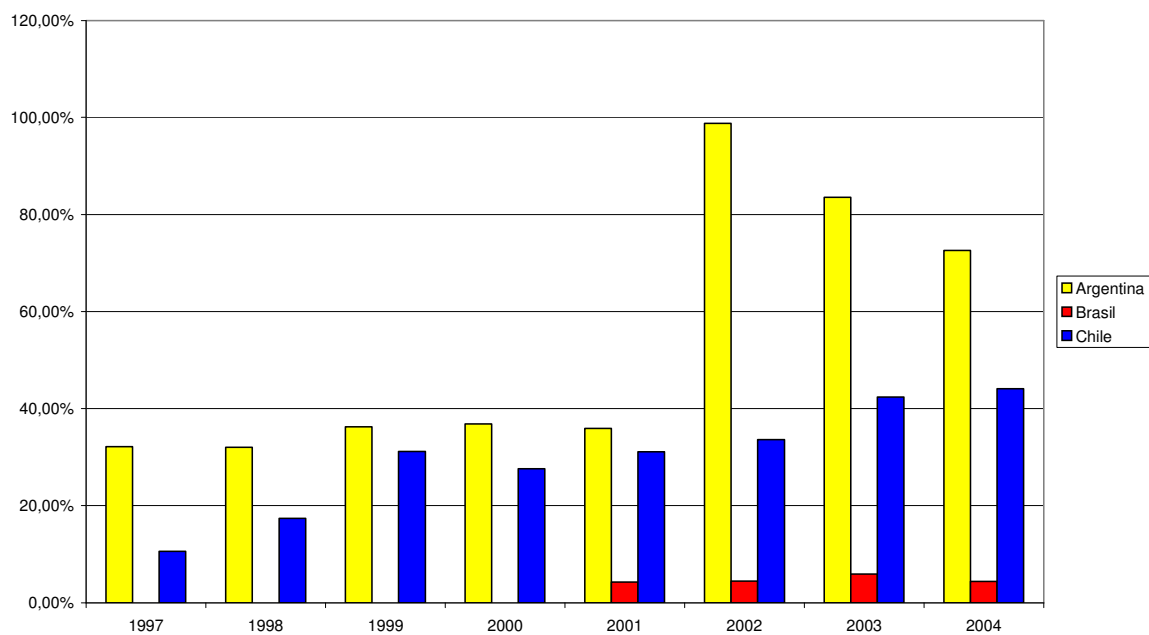
Fuente: FMI Statistics

Por otra parte, se observa que tanto Brasil como Chile mantienen proporciones mayores de sus activos externos bajo la forma de IED (ver Gráfico N°13).



## Gráfico N°12

Stock Activos Externos no IED / PBI

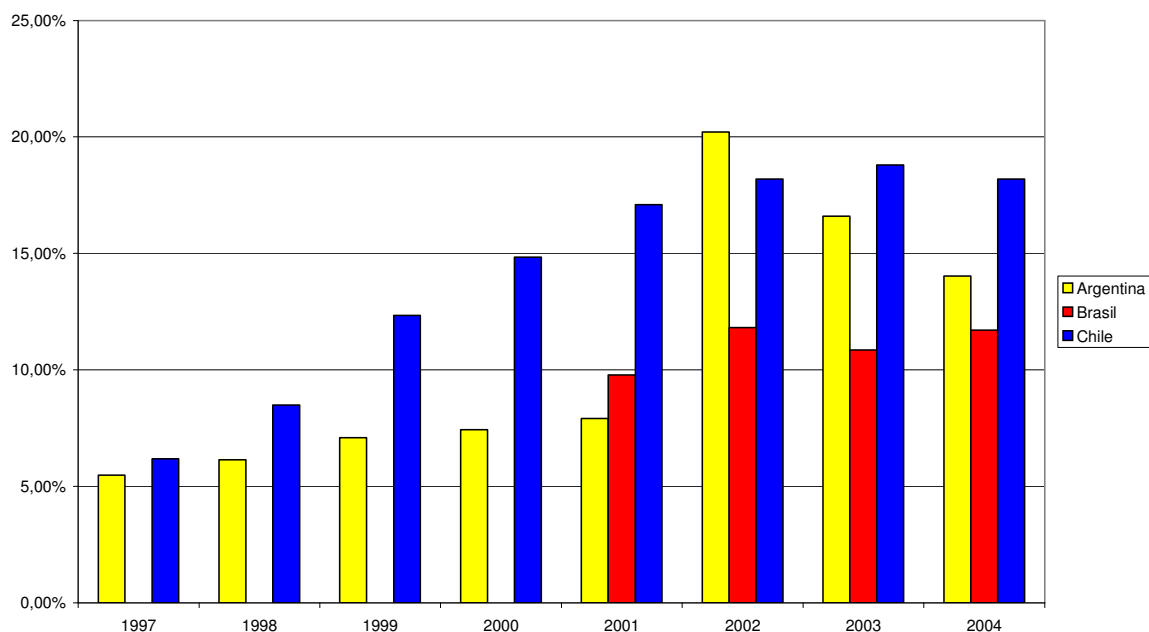


Fuente: FMI Statistics

Comparados contra el PIB, se observa que la Argentina mantiene niveles de activos externos en formas diferentes a la IED muy superiores a los de Brasil e, incluso, Chile (ver Gráfico N°14).

## Gráfico N°13

Stock Externo IED / PBI



Fuente: FMI Statistics

No obstante, cuando se analiza la fracción de los activos externos bajo la forma de IED comparada con el PIB (ver Gráfico N°14), Chile resulta el país con mejor “performance” y, sorprendentemente, la Argentina ubica sobre Brasil. En esta cuestión mucho puede tener que ver la devaluación del peso de Argentina, que redujo fuertemente el PIB local medido en dólares.

Quizás la conclusión más fuerte que pueda extraerse de estas series, a pesar de lo problemático que resulta sostener con alguna firmeza conclusiones comparativas -debido a las ya señaladas discrepancias metodológicas-, es que la Argentina es un acreedor neto del resto del mundo aun cuando su stock de activos externos parece ser casi tan grande como el de Brasil<sup>54</sup>. Esta circunstancia parece confirmar que gran parte de la deuda contraída por la Argentina –en definitiva, por su estado nacional- con el resto del mundo fue tomada, en su mayoría, como contrapartida de la compra de activos extranjeros por parte de residentes.

<sup>54</sup> Según la información de la Posición de Inversión Internacional, la relación stock activos externos/stock activos netos externos es de aproximadamente 41 para la Argentina, contra -0,5 de Brasil y -2 para Chile (cifras al año 2004). Esto indica no solo el carácter de acreedor de la economía argentina, sino también la elevada proporción de activos externos en relación a la deuda total, que nuestro país posee en términos comparativos.