

Informe CIEFCE N° 25: escasez de divisas y crecimiento

La fuga de capitales en Argentina en el lapso 2008-2019: magnitud y significación económica

Leandro Rodríguez y Gabriel Weidmann¹

1) Introducción: la fuga de capitales. Concepto y métodos de medición

En términos generales, la noción de “fuga de capitales”, aunque admite diversas definiciones, evoca la idea de una sustracción *improductiva* de divisas del circuito económico de un país, que impide destinarlas al crecimiento y la generación de empleo. Cuando un argentino, por caso, compra dólares para atesorar en su caja fuerte y/o para adquirir activos financieros en el exterior, lo que hace es extraer de la actividad económica nacional esas divisas y brindar financiamiento al resto del mundo (recordemos que mantener dólares atesorados es un modo de financiar a los Estados Unidos, mediante la demanda de su dinero). Por tanto, en esa circunstancia, la Argentina pierde capacidad de pago internacional (dólares), que podrían destinarse a importaciones de insumos y/o bienes de capital. Vale decir, la fuga de capitales expresa, en última instancia, un índice de potencial económico no utilizado, de oportunidades perdidas por la economía vernácula. En Argentina, tal drenaje improductivo de dólares es muy problemática, puesto que el país los necesita imperiosamente. Basta recordar que, tomando los años expansivos del lapso 2004-2018, por cada punto porcentual de crecimiento en su PBI, Argentina requirió aumentar en 2,8 puntos porcentuales sus importaciones (que se pagan en dólares)². Se comprenderá, por tanto, que la fuga de capitales no es un tema menor, y contribuye a explicar el largo estancamiento que vive la Argentina (desde 2012), coronado con dos años consecutivos de recesión (2018/19).

Existen múltiples metodologías para medir la magnitud de la fuga de capitales, válidas según el objeto buscado por cada analista. No obstante, las más utilizadas son las siguientes: el método residual del balance de pagos -MRBP-, que registra como fuga de capitales la diferencia entre el total del ingresos netos de divisas contabilizado en el balance de pagos (por endeudamiento, saldo de la cuenta corriente e inversión extranjera) menos la variación de reservas; el método comercial, que calcula la salida de divisas según los precios de transferencia (subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones) –indaga en un mecanismo específico de fuga–; el método del balance cambiario del Banco Central, a través de la compra-venta de

¹Docentes e investigadores UNER

² Información de Cuentas Nacionales del INDEC (precios constantes 2004)

moneda extranjera destinadas a la formación neta de activos externos del Sector Privado No Financiero, ya sea en forma de adquisición de billetes y/o inversiones externas de residentes (llamadas “divisas”)³; y, finalmente, el método de *stock*, que asume como fuga el valor de los activos externos acumulados por residentes del país (considerando el ámbito institucional “otros sectores”), estimado por el INDEC en la Posición de Inversión Internacional (PII), según diversos procedimientos y datos⁴.

En este informe tomaremos las últimas dos metodologías (del balance cambiario y de *stock*), que si bien tienen limitaciones (no consideran precios de transferencia, por ejemplo), dan una buena aproximación al fenómeno y cuentan con la ventaja de provenir directamente de organismos oficiales. Ambas fuentes, por lo demás, son diferentes: el Balance Cambiario registra las operaciones transadas en el mercado libre y único de cambios (MULC) o a través del BCRA, bajo el criterio de movimiento de fondos (base caja); mientras INDEC toma información diversa y contabiliza por el criterio de lo devengado⁵. Asimismo, en relación al balance cambiario, cabe recordar que desde la Comunicación “A” 6244 del BCRA (01.07.17) hasta la reinstalación del control de cambios (septiembre de 2019), la información de los conceptos de las operaciones empezaron a ser requeridas sólo con fines estadísticos y no en carácter de declaración jurada, lo cual afecta la comparabilidad de la serie histórica.

II) *Magnitud y significación económica de la fuga de capitales en Argentina*

Conforme las fuentes mencionadas, la fuga de capitales en la economía Argentina durante el lapso 2008-2019 superó los 170 mil millones de dólares, con un pico en el período 2016-2019, en el cual excedió los 85 mil millones de dólares. El método del balance cambiario permite apreciar, asimismo, que la salida de capitales por el mercado libre y único de cambios (MULC) se redujo significativamente en el lapso 2012-15, producto de la instalación del control de cambios. Luego, a partir de fines de 2015, se inicia una liberalización del mercado de cambios, lo cual favorece la compra de dólares para formación de activos externos (hasta la reinstalación del control de cambios). En cinco de los doce años considerados, la salida de capitales superó los 20 mil millones de dólares (2008, 2011, 2017, 2018 y 2019).

³ En algunos casos, para mayor precisión, se recomienda deducir de la formación de activos externos la variación de los depósitos en moneda extranjera de los bancos privados en el BCRA (véase Jorge Gaggero, Magdalena Rua y Alejandro Gaggero (2013). *Argentina. Fuga de capitales 2002-2012*, CEFIDAR –versión revisada septiembre 2013–).

⁴ Suele tomarse la posición neta de activos externos, no obstante lo cual, dado el sentido del balance de la Posición de Inversión Internacional (PII), entendemos conveniente al efecto de este trabajo considerar sólo la formación de activos. En Otros Sectores, se incluyen sociedades no captadoras de depósitos, hogares e instituciones sin fines de lucro.

⁵ Existen múltiples diferencias entre el balance cambiario del BCRA y el balance de pagos de INDEC que no podemos detallar aquí: véase en especial el documento: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/diferencias.pdf>

Tabla N° 1: Fuga de Capitales en los últimos 12 años –períodos cuatrienales –
(millones de dólares)

	Formación Neta de Activos Externos (Balance Cambiario-BCRA)	Activos Externos (PII-INDEC)*
2008-2011	70.135	48.445
2012-2015	14.775	37.470
2016-2019	86.198	89.974
Total	171.108	175.888

* Estimación a valores nominales. 2019: tercer trimestre.

Fuente: BCRA e INDEC

Ahora bien, en términos económicos, es interesante examinar la fuga de capitales en relación al saldo de la cuenta corriente del balance de pagos (capacidad de generar divisas genuinas), y al estado de la economía en general. Es decir, no es lo mismo la fuga de capitales en un escenario de expansión económica con superávit en la cuenta corriente –donde incluso la salida de divisas puede sostenerse sin endeudamiento externo–, que en un entorno donde la cuenta corriente es deficitaria y la economía se encuentra estancada o en recesión, lo que suele redundar en la peor de las situaciones: fuga de capitales con endeudamiento. Claramente, en el lapso 2012-2015 comenzó a darse la situación de estancamiento económico con fuga de capitales (limitada por el control de cambios), déficit corriente y cierto endeudamiento. No obstante, en la última etapa –con la liberación del llamado “cepo cambiario”– esta realidad alcanzó su máxima expresión: ochenta y seis mil millones de dólares fugados en el lapso 2016-2019, con un déficit corriente (del balance cambiario) de treinta y siete mil quinientos millones de dólares y un aumento de la deuda externa en ciento nueve mil millones de dólares, todo en un escenario de caída del PBI promedio (Tabla N° 2).

Tabla N° 2: fuga de capitales e indicadores económicos
(millones de dólares)

	Formación Neta de Activos Externos (BC-BCRA)	Activos Externos (PII-INDEC)*	Saldo Cuenta Corriente (BC-BCRA)	Evolución de la Deuda Externa*	Crecimiento del PBI promedio anual - precios constantes 2004-**
2008-2011	70.135	48.445	40.090	2.899	3,6
2012-2015	14.775	37.470	-23.666	11.112	0,4
2016-2019	86.198	89.974	-37.679	109.274	-0,6
Total	171.108	175.888	-	-	-

* Estimación a valores nominales. 2019: tercer trimestre. Recuérdese que tomamos sólo la posición activa del ámbito institucional "otros sectores". En términos de acumulación neta de activos externos (deduciendo la posición pasiva), los valores son los siguientes (siempre en dólares): 19.921 millones (2008-2011), 49.824 millones (2012-2015) y 80.364 millones (2016-2019). ** 2019/2018 considerando los primeros tres trimestres.

Fuente: BCRA e INDEC

Por otra parte, la significación económica de la fuga de capitales desde el punto de vista de la producción podemos apreciarla comparándola con las importaciones de bienes de capital, asociadas al proceso de inversión y crecimiento (Tabla 3). Los datos muestran una realidad elocuente: considerando el conjunto del período (2008-2019), la compra de divisas para la fuga de capitales superó el valor de las importaciones de bienes de capital. En el período 2016-2019, la fuga de capitales casi duplicó el valor de las importaciones de bienes de capital.

Tabla N° 3: fuga de capitales e importaciones de bienes de uso
(millones de dólares)

	Formación Neta de Activos Externos (BC-BCRA)	Activos Externos (PII-INDEC)*	Importaciones de bienes de capital (INDEC)
2008-2011	70.135	48.445	46.915
2012-2015	14.775	37.470	47.572
2016-2019	86.198	89.974	47.744
Total	171.108	175.888	142.230

* Estimación a valores nominales. 2019: tercer trimestre.

Fuente: BCRA e INDEC

III) *Fuga de capitales por compra de billetes: ¿pequeños ahorristas?*

Por último, es interesante indagar en quiénes compran monedas extranjeras para atesoramiento. En particular, la adquisición de dólar billete, la cual suele ser motivo de exposición en los medios de comunicación, que muestran las “largas colas” en los bancos y/o casas de cambio⁶. No es un concepto menor, en los últimos tres años, la compra de dólar billete explicó casi el 70% de las adquisiciones de moneda extranjera para formación de activos externos. En este punto, se ha popularizado cierta idea de que la compra de dólares para atesorar es producto de una gran cantidad de pequeños inversores que buscan resguardar sus ahorros fuera del sistema bancario argentino y lejos de su moneda, resaltando la visión de que el alto grado de dolarización de la población argentina y diversos factores *culturales* de la misma impulsan esta dinámica. No obstante, la información muestra que la fuga de divisas del país se vincula mayoritariamente con un pequeño porcentaje de su población, aún en la compra de billetes, que es el medio de acceso a las monedas extranjeras más común.

En tal sentido, tomando los últimos tres años (2017/19), la información del Banco Central indica que mensualmente se adquieren, en términos netos, alrededor de 1.500 millones de dólares billetes en el mercado de cambios (MULC) para formación de activos externos⁷. En cuanto a la población, cada mes acuden al MULC aproximadamente un millón de “personas humanas” –para diferenciarlas de las “personas jurídicas”–, cantidad que ha ido aumentando en los últimos años: mientras que en 2017 en promedio mensual acudieron alrededor de 900 mil personas, en 2018 dicho promedio se ubicó cerca del millón, mientras que en 2019 se acercó a 1,2 millones de personas, con un pico en el mes de octubre de 2019 donde 2,5 millones de personas compraron dólares billetes en el mercado de cambios (informes de Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario del BCRA). Considerando que la población mayor de 18 años de Argentina ronda los 32 millones de personas, según las proyecciones de INDEC, tenemos que mensualmente participan del mercado cambiario solo el 3% de la misma (lo que no significa, obviamente, que sean siempre las mismas).

Por otra parte, las operaciones presentan un alto grado de concentración. Durante la primera mitad del año 2019, por caso, las personas que realizaban compras mensuales superiores a los 5.000 dólares representaron apenas entre el 4% y 5% del total de compradores, pero los montos operados por este estrato explicó entre el 45% y el 50% del total adquirido en cada mes. Es decir, la compra mensual de unas 50.000 personas representó el 50% de la fuga de capitales por dólares billetes.

⁶ Las compras netas por transferencias con el exterior –operaciones en divisas– suelen ser de grandes clientes y por montos significativos.

⁷ Ello hasta la limitación de compra de 200 dólares impuesto a fines de octubre de 2019.

En términos más amplios, los autores Max Davidson y Guillermo Trimarco realizaron un estudio, publicado en el Blog del BCRA, que permite identificar diversas características de las personas que compran dólares billetes en el mercado de cambios de Argentina. Para ese año, mientras el promedio mensual de compradores fue de 900 mil personas, en todo el período se identificó que operaron 3,5 millones de personas, es decir, el 10% de la población mayor de edad del país. De este total, los hombres representaron más de la mitad de los operadores (54%) y adquirieron el 64% del monto operado. Asimismo, los hombres exhibieron una mayor reacción a la incertidumbre e inestabilidad del mercado cambiario, sobre-reaccionando a los distintos eventos y teniendo una dinámica de compra más volátil⁸. Asimismo, identificaron que los montos adquiridos crecen en conjunto con la edad de las personas, hasta alcanzar la jubilación entre los 61 y 70 años, principalmente entre los hombres. Entre las mujeres, en cambio, los montos comprados se mantienen relativamente estable en los distintos estratos etarios. En este sentido, la fuga de capitales por dólar billete se observa como un fenómeno concentrado en una pequeña porción de la población, la que se compone principalmente de hombres de edad entre 30 y 70 años.

IV) *Causas y soluciones de la fuga de capitales: una cuestión de perspectivas*

Es fácil encontrar acuerdos en la significación de la fuga de capitales para la economía argentina. Sin embargo, cuando pensamos en las causas que la producen y las formas de solución, la situación se torna más escabrosa. Al respecto, sólo para citar algunas posturas, puede apreciarse que el abanico de economistas ortodoxos, en sus distintas versiones, suelen ubicar el problema en la inestabilidad y desorden macroeconómico, y coinciden que la fuga se origina en la desconfianza de los agentes económicos privados en el accionar de los sucesivos gobiernos, muy particularmente debido a que mantienen déficit fiscales insostenibles, que tarde o temprano se traducen en emisión monetaria y/o deuda externa, lo cual a la postre termina en devaluaciones e inflación, erosionando el valor de los activos en pesos y obligando a los agentes privados a resguardarse en divisas. En esta mirada, el “mercado” hace lo que tiene que hacer (buscar su conveniencia económica, con lo cual aporta a la eficiencia general), mientras el Estado es el responsable por gastar más de lo que puede soportar la economía, debido a motivos políticos. Por tanto, el problema se corrige ordenando la macro, en particular ajustando el gasto público, mientras el control de cambios sólo puede ser útil muy coyunturalmente en una crisis, pero no resuelve nada.

Algunas vertientes del pensamiento estructuralista, por el contrario, sin negar la inestabilidad como factor de la fuga, señalan que la causa en realidad está en la forma de inserción de nuestro país en la economía global. Puesto que la Argentina vende

⁸ Blog Ideas de Peso: <https://ideasdepeso.com/2018/01/29/billetes-en-el-mercado-de-cambios-mas-y-mejores-datos/>

principalmente productos de bajo dinamismo y valor agregado (agro-industriales), mientras compra bienes sofisticados de alto dinamismo y valor agregado, los intentos de expansión económica chocan con el problema de que las exportaciones nacionales no alcanzan para financiar las importaciones, por lo tanto, aparece una “restricción externa” (falta de dólares), que provoca inestabilidad y aumentos en el precio de la moneda extranjera (devaluación), lo cual induce a los agentes económicos privados, que conocen esta realidad, a dolarizar sus activos. A tal problema, dicen los pensadores estructuralistas más radicalizados, hay que agregar la conducta *rentista* de la clase empresarial, agravada desde la instalación del régimen de valorización financiera con la última dictadura cívico-militar. Por tanto, la fuga no se resuelve simplemente bajando el gasto público, sino que es necesario un cambio estructural que modifique el perfil de la inserción externa. Bajo esta mirada, el Estado no sólo puede, sino que *debe* intervenir, mediante el control de cambios (para cuidar las divisas escasas y evitar que se gasten en fines improductivos), y para la promoción de la inversión destinada al cambio de la matriz productiva y exportadora, que remueva los obstáculos estructurales al crecimiento.

V) *Conclusión*

Para finalizar, como es evidente, la fuga de capitales constituye un fenómeno altamente relevante para la Argentina, que resta oportunidades de crecimiento y generación de empleo. Por ello, necesita ser abordado en términos integrales y sistémicos como todos los problemas significativos. Parafraseando a un pensador decimonónico, en la realidad concreta de la fuga de capitales, podemos ver la síntesis de las múltiples determinaciones que dan cuenta del atraso argentino. En consecuencia, aunque sea obvio, lo cierto es que esta situación no se corrige con el mero accionar de un gobierno u otro, sino que requiere de consensos más amplios en las clases dirigentes, capaces de construir un proyecto nacional de desarrollo sustentable e inclusivo.

VI) *Fuentes consultadas*

Banco Central de la República Argentina (BCRA)

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC)