



**FLACSO**  
ARGENTINA

**ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA**  
**MAESTRÍA EN ECONOMÍA POLÍTICA**  
**CON MENCIÓN EN ECONOMÍA ARGENTINA**

**La fuga de capitales en América Latina (2002-2017)**

**Autora:** Magdalena Belén Rua

**Director de Tesis:** Jorge Gaggero

**Co-Director de Tesis:** Pablo Manzanelli

**Tesis para optar por el grado académico de:  
Magister en Economía Política con mención en Economía  
Argentina.**

**Fecha:** 28/03/19

AGRADECIMIENTOS.....	8
INTRODUCCIÓN.....	10
CAPÍTULO 1. CONCEPTUALIZACIÓN Y MÉTODOS DE ESTIMACIÓN .....	14
1.1. El debate conceptual sobre la fuga de capitales.....	14
1.2. El debate sobre los instrumentos de política pública .....	19
1.3. Estructura económica y patrón de acumulación .....	24
1.4. Estimaciones previas y metodología .....	31
1.4.1. Método Residual del Banco Mundial, de Claessens and Naudé (1993) .....	32
1.4.2. Método de Basualdo y Kulfas (2002) .....	33
1.4.3. Método de Global Financial Integrity .....	35
1.4.4. Método Residual de Tax Justice Network .....	37
1.4.5. Método Residual de Gaggero, et. al. (2013).....	37
1.4.6. Método de la Posición de Inversión Internacional .....	38
1.4.7. Método del Balance Cambiario .....	38
1.5. Metodología de la estimación propia .....	39
1.5.1. Definición y metodología propia .....	40
1.5.2. Aclaraciones previas.....	47
1.5.3. Método de la Posición de Inversión Internacional .....	50
1.5.4. Método del Balance Cambiario .....	51
CAPÍTULO 2. LA FUGA DE CAPITALES EN AMÉRICA LATINA .....	52
2.1. Estimaciones de fuga de capitales de América Latina .....	52
2.2. El financiamiento de la fuga de capitales de América Latina .....	61
2.2.1. Ingresos por la cuenta corriente.....	61
2.2.2. Ingresos por la cuenta financiera .....	68
2.3. Los efectos de la fuga de capitales en América Latina .....	76
2.3.1. Restricción externa .....	76
2.3.2. Deuda externa, intereses y rentas de la inversión extranjera .....	78
2.3.3. Inversión Bruta Fija .....	82
2.3.4. La persistencia del fenómeno .....	86
CAPÍTULO 3. LA FUGA DE CAPITALES EN ARGENTINA.....	89
3.1. Revisión de estudios en las últimas décadas .....	89
3.2. Análisis del aspecto histórico del fenómeno .....	92
3.3. Fuga de capitales en la post-convertibilidad (2002-2015).....	100
3.4. Fuga de capitales en el etapa reciente (2016-2017).....	108
3.5. Comparación de estimaciones de fuga de capitales en Argentina (2002-2017).....	117
CAPÍTULO 4. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA FUGA DE CAPITALES DE AMÉRICA LATINA.....	122
4.1. LAC 5: Los cinco países con mayor nivel de fuga de capitales.....	123
4.1.1. Brasil.....	125
4.1.2. México .....	133
4.1.3. Chile .....	139
4.1.4. Venezuela.....	143
4.2. LAC 3: Particularidades de los tres países con menor nivel de fuga.....	152
4.2.1. Colombia.....	154
4.2.2. Perú.....	159
4.2.3. Uruguay .....	163
REFLEXIONES FINALES.....	167
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	175
ANEXO ESTADÍSTICO .....	191

### Índice de Cuadros

Cuadro 1. Métodos de estimación de fuga de capitales .....	31
Cuadro 2. Comparación de estimaciones de LAC 8, fuga de capitales 1980-2017 y stock de activos externos de PII 2002-2017. En millones de dólares corrientes.....	53
Cuadro 3. Flujos anuales de fuga de capitales de LAC 8, en millones de dólares corrientes y constantes, y en porcentaje de PIB. 1980-2017.....	60
Cuadro 4. Argentina. Comparación de estimaciones. Stock de fuga de capitales, en millones de dólares corrientes, y flujos anuales de fuga de capitales, en millones de dólares corrientes y constantes. 1961-2017.....	94
Cuadro 5. Argentina. Política cambiaria y de control de capitales entre 2011 y 2015. ....	103
Cuadro 6. Argentina. Política cambiaria y de control de capitales desde dic. 2015. ..	109
Cuadro 7. Argentina. Comparación de estimaciones del Método Residual con y sin rendimiento, FAE del BCRA, FAE neta de variación de depósitos y PII de INDEC, 2002-2017. En millones de dólares corrientes. ....	119
Cuadro 8. Argentina. Comparación de estimaciones de FAE del BCRA, PII de INDEC y Método Residual, 2002-2017. En millones de dólares corrientes.....	120
Cuadro 9. Fuga de capitales de LAC 8 acumulada en 1980-2017 y 2002-2017, y su peso en relación con el PIB 2017 y el PIB-PPP 2017.....	122
Cuadro 10. Estimaciones de fuga de capitales de LAC 5 acumulada en 1980-2017. En millones de dólares corrientes. ....	123
Cuadro 11. Fuga de capitales de LAC 5 en 2002-2017. En millones de dólares corrientes.....	123
Cuadro 12. Brasil. Medidas de política cambiaria 2009-2012.....	130
Cuadro 13. Chile. Medidas de política cambiaria 2010-2011. ....	140
Cuadro 14. Venezuela. Medidas de política cambiaria 2003-2015.....	149
Cuadro 15. Estimaciones de fuga de capitales de LAC 3 acumulada en 1980-2017. En millones de dólares corrientes. ....	153
Cuadro 16. Fuga de capitales de LAC 3 en 2002-2017. En millones de dólares corrientes.....	153

### Índice de Gráficos

Gráfico 1. Stock de fuga de capitales entre 1980 y 2017 de LAC 8, sin rendimiento y con un rendimiento del 40% del capital. En millones de dólares constantes de 2017. ....	54
Gráfico 2. Flujos anuales de fuga de capitales LAC 8, 1980-2017, sin rendimiento. En millones de dólares constantes de 2017 y en porcentaje de PIB. ....	55
Gráfico 3. Fuga de capitales acumulada entre 2002 y 2017 de las ocho economías de América Latina. En millones de dólares corrientes.....	56
Gráfico 4. Promedios anuales de fuga de capitales en porcentaje de PIB entre 2002 y 2017 de las ocho economías de América Latina.....	57
Gráfico 5. Composición de los flujos de fuga de capitales de residentes de LAC 8, 2002-2017. En porcentaje de PIB. ....	58
Gráfico 6. Promedios anuales de fuga de capitales de LAC 8, 2002-2006 y 2007-2017. En millones de dólares constantes de 2017.....	61
Gráfico 7. Tasa de crecimiento del PIB constante (año base 2010) y PIB de LAC 8 en millones de dólares constantes de 2010. ....	62

Gráfico 8. Índices de precio de los <i>commodities</i> general (IPMP), de los metales, de la agricultura y del petróleo (base 2001), 1997-2017. ....	62
Gráfico 9. Composición de la Cuenta Corriente de LAC 8 en 1980-2017. En millones de dólares corrientes. ....	64
Gráfico 10. Composición de la Cuenta Corriente de LAC 8 por países en 1980-2017. En millones de dólares corrientes. ....	65
Gráfico 11. Variación de reservas Internacionales y fuga de capitales en países de LAC 8, 2002-2017. En millones de dólares corrientes. ....	67
Gráfico 12. Fuga de capitales, reservas, deuda externa, cuenta corriente e inversión directa, cartera y otras de LAC 8. 2002-2017. ....	68
Gráfico 13. Composición de flujos de ingresos financieros y fuga de capitales de LAC 8, en porcentaje de PIB constante (2017), 1980-2017. ....	69
Gráfico 14. Promedio anual de ingresos financieros, en porcentajes de PIB. ....	70
Gráfico 15. Variación mensual de la Tasa de rendimiento de bonos del Tesoro de los Estados Unidos (1 año) desde enero de 1999 a enero de 2018. ....	71
Gráfico 16. Composición de los flujos de ingresos financieros y la fuga de capitales de los países de LAC 8, 2002-2017, en porcentaje de PIB. ....	72
Gráfico 17. Flujos de deuda externa e inversión directa en porcentaje de PIB. Promedios anuales. 2002-2007 y 2008-2017. ....	74
Gráfico 18. Composición de la deuda externa y fuga de capitales LAC 8, en porcentaje de PIB, 2002-2007. ....	75
Gráfico 19. Fuga de capitales, ingresos financieros y balanza comercial (bienes y servicios) de LAC 8. En millones de dólares corrientes. ....	77
Gráfico 20. Flujos acumulados 2002-2017 de salidas de fuga de capitales, rentas de la inversión e ingresos financieros (Deuda Externa, IED, de cartera y otras) de LAC 8. En porcentaje de PIB de 2017. ....	79
Gráfico 21. Saldo de Ingresos Financieros (deuda externa e inversiones extranjeras) y Egresos (fuga de capitales y rentas de la inversión) entre 2002 y 2017, en porcentaje de PIB de 2017, de LAC 8. ....	80
Gráfico 22. Variación del stock de deuda externa y de reservas internacionales en porcentaje de PIB de LAC 8, 2002-2017. ....	81
Gráfico 23. Stock de deuda externa y stock de fuga de capitales de 1980-2017 (sin rendimiento) de LAC 8. En millones de dólares corrientes. ....	82
Gráfico 24. Formación Bruta de Capital desagregada en ahorro nacional y externo. 1990-2017. América Latina (18 países). En porcentaje de PIB. ....	83
Gráfico 25. Formación Bruta de Capital de LAC 8, 1980-2016. En Porcentaje de PIB. ....	85
Gráfico 26. Tasa de crecimiento anual del PIB de LAC 8 constante (dólares, 2017) en porcentaje y fuga de capitales de LAC 8 en millones de dólares constantes de 2017. ....	87
Gráfico 27. Argentina. Promedios anuales de Deuda Externa y Fuga de Capitales desde 1980 hasta 2017. En millones de dólares constantes de 2017. ....	96
Gráfico 28. Argentina. Stock de deuda externa y fuga de capitales acumulados desde 1980 a 2017 (considerando flujos 1970-1980 de Basualdo y Kulfas, 2002). En millones de dólares corrientes. ....	99
Gráfico 29. Argentina. Fuga de capitales comparada con Saldo de Balanza Comercial de Bienes y Servicios, variación de Reservas Internacionales y Flujo de Deuda Externa Total, 2002-2017. En millones de dólares corrientes. ....	101

Gráfico 30. Argentina. Fuga de capitales (método residual) en millones de dólares y en porcentaje de PIB. 2002-2017. ....	102
Gráfico 31. Argentina. Formación neta de activos externos y fuga de capitales (FAE neta de variación de depósitos) del Sector Privado No Financiero y 2002 - agosto 2018. En millones de dólares corrientes. ....	107
Gráfico 32. Argentina. Fuga de capitales (método residual), rentas de la inversión (salidas), flujos de ingresos financieros (deuda e inversiones) y flujos comerciales en porcentaje de PIB, 2002-2017. ....	108
Gráfico 33. Argentina. FAE del SPNF y Fuga de capitales (FAE neta de variación de depósitos). Enero de 2015 – Agosto de 2018. En millones de dólares corrientes. ....	110
Gráfico 34. Argentina. Composición de los flujos de Deuda Externa, comparado con Inversiones en participaciones de capital (directa + cartera). 2002-2017. En % PIB.	112
Gráfico 35. Argentina. Evolución de las Reservas Internacionales (eje derecho, en millones de dólares corrientes) y Tipo de Cambio nominal (eje izquierdo, en pesos). Abril a septiembre 2018. En millones de dólares corrientes. ....	113
Gráfico 36. Argentina. Deuda externa Pública y Deuda Externa Total, 2006 - Junio 2018. En porcentajes de PIB. ....	114
Gráfico 37. Argentina. Ingresos financieros en porcentaje de PIB, Tasa de Política Monetaria y Tasa de Bonos de USA, en porcentajes, y Tipo de cambio Nominal, 2002-2017. ....	115
Gráfico 38. Argentina. Tasa de política monetaria y variación mensual anualizada del tipo de cambio nominal en porcentaje, enero de 2015 a junio de 2018. ....	116
Gráfico 39. Argentina. Formación neta de activos externos del Sector Privado No Financiero desde julio de 2016 a agosto de 2018, compras netas mayores y menores a 10.000 dólares mensuales. En porcentajes. ....	117
Gráfico 40. Argentina. Comparación de estimaciones del Método Residual sin rendimiento, FAE del BCRA neta de variación de depósitos y PII de INDEC, 2002-2017. En millones de dólares corrientes. ....	118
Gráfico 41. Argentina. Composición de la fuga de capitales (estimada mediante Método Residual), 2002-2017. En millones de dólares corrientes. ....	121
Gráfico 42. LAC 5. Fuga de capitales, 2002-2017, en millones de dólares corrientes y en Porcentaje de PIB. ....	124
Gráfico 43. Brasil. Tipo de Cambio Nominal, Tasa de interés de política monetaria del Banco Central, tasa LIBOR 6 meses y rendimiento de Bonos del Tesoro de EEUU - 1 año, en porcentajes, 2002-2017. ....	126
Gráfico 44. Brasil. Tasa de política monetaria y variación mensual anualizada del tipo de cambio nominal en porcentaje, 2002-2017. ....	127
Gráfico 45. Brasil. Ingresos financieros, fuga de capitales y salidas por rentas de la inversión extranjera, 2002-2017. En porcentaje de PIB. ....	128
Gráfico 46. Brasil. Composición de los ingresos financieros 2002-2017, en porcentaje. ....	129
Gráfico 47. Brasil. Flujos de endeudamiento externo y Fuga de capitales, 2002-2017. En millones de dólares corrientes ....	131
Gráfico 48. Brasil. Stock de deuda externa y stock de fuga de capitales 1980-2017 (con de rendimiento sobre el 40% del capital <i>offshore</i> ) acumulado en 1980-2017, en millones de dólares constantes de 2017. ....	132

Gráfico 49. México. Ingresos financieros, fuga de Capitales y salidas por rentas de la inversión extranjera, 2002-2017. En porcentaje de PIB. ....	134
Gráfico 50. México. Composición de los ingresos financieros en porcentaje y flujos de entrada totales en millones de dólares, 2002-2017. ....	135
Gráfico 51. México. Composición de la deuda externa y fuga de capitales en porcentaje de PIB, 2002-2017. ....	136
Gráfico 52. México. Tasa de Política Monetaria del Banco Central, LIBOR 6 meses y rendimiento de Bonos del Tesoro de EEUU - 1 año, en porcentajes, y Tipo de Cambio Nominal, 2002-2017. ....	137
Gráfico 53. México. Tasa de política monetaria y variación mensual anualizada del tipo de cambio nominal en porcentaje, 2007-2017. ....	137
Gráfico 54. México. Composición de la fuga de capitales de México, desagregado por concepto en porcentaje de PIB. 2002-2017. ....	139
Gráfico 55. Chile. Ingresos financieros, fuga de Capitales y salidas por rentas de la inversión extranjera, 2002-2017. En porcentaje de PIB. ....	141
Gráfico 56. Chile. Tasa de política monetaria y de rendimiento de Bonos del Tesoro de EEUU – 1 año, en porcentajes, y Tipo de Cambio Nominal, 2002-2017. ....	142
Gráfico 57. Chile. Tasa de política monetaria y variación mensual anualizada del tipo de cambio nominal en porcentaje, 2007-2017. ....	142
Gráfico 58. Chile. Composición de los ingresos financieros 2002-2017, en porcentajes. ....	143
Gráfico 59. Venezuela. Ingresos financieros, fuga de capitales y salidas por rentas de la inversión extranjera, 2002-2016. En porcentaje de PIB. ....	145
Gráfico 60. Venezuela. Flujos de deuda externa comparado con fuga de capitales, 2002-2016. En millones de dólares corrientes. ....	146
Gráfico 61. Venezuela. Variación de reservas internacionales, fuga de capitales y saldo de la cuenta corriente, 2002-2016. En millones de dólares corrientes. ....	147
Gráfico 62. Venezuela. Evolución del Tipo de Cambio real efectivo (índice 2010=100), IPC de Venezuela (índice 2010=100), Tasa de interés de política monetaria del BCV y Tasa de Bonos del tesoro de los Estados Unidos en porcentaje, 2002-2016. ....	151
Gráfico 63. LAC 3. Fuga de capitales, 2002-2017, en millones de dólares corrientes y en Porcentaje de PIB. ....	154
Gráfico 64. Colombia. Ingresos Financieros en porcentaje de PIB, Tasa de Bono del Tesoro de EEUU 1 año y de Política Monetaria de Banco Central de Colombia, en porcentajes, y Tipo de cambio nominal, 2002-2017. ....	156
Gráfico 65. Colombia. Tasa de política monetaria y variación mensual anualizada del tipo de cambio nominal en porcentaje, 2007-2017. ....	156
Gráfico 66. Colombia. Fuga de capitales, rentas de la inversión (salidas) y entradas financieras 2002-2017, en porcentaje de PIB. ....	157
Gráfico 67. Colombia. Composición de los ingresos financieros 2002-2017, en porcentaje. ....	158
Gráfico 68. Perú. Fuga de capitales, rentas de la inversión (salidas) y flujos de ingresos financieros (deuda e inversiones) en porcentaje de PIB, 2002-2016. ....	159
Gráfico 69. Perú. Ingresos financieros en porcentaje de PIB, Tasa del Banco Central de Perú y rendimiento de Bonos del Tesoro de los Estados Unidos 1 año, en porcentajes, y tipo de cambio nominal, 2003-2016. ....	161

Gráfico 70. Perú. Tasa de política monetaria y variación mensual anualizada del tipo de cambio nominal en porcentaje, 2007-2017. ....	161
Gráfico 71. Perú. Composición de los ingresos financieros en porcentaje de PIB, 2002-2016. ....	162
Gráfico 72. Uruguay. Composición de la Fuga de capitales en porcentaje de PIB, 2002-2017. ....	163
Gráfico 73. Uruguay. Fuga de capitales, rentas de la inversión (salidas) y flujos de ingresos financieros (deuda e inversiones) en porcentaje de PIB, 2002-2017. ....	165
Gráfico 74. Uruguay. Composición de los ingresos financieros 2002-2017, en porcentajes. ....	166

## **Resumen**

La fuga de capitales ha aumentado significativamente pese al crecimiento económico del que gozó preponderantemente la región entre 2002 y 2015. Los flujos de salida de divisas de las principales economías latinoamericanas crecieron por encima de lo registrado en décadas previas, en simultáneo al proceso de reactivación económica puesto en marcha en gran parte de América Latina.

Este trabajo tiene por objetivo estudiar el fenómeno de la fuga de capitales en América Latina, determinando su magnitud y evolución a lo largo de los últimos dieciséis años, tomando como casos de análisis a ocho de las principales economías de la región: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela. Además, esta investigación se propone analizar si la fuga de divisas de América Latina se encuentra inserta en una problemática regional de orden estructural, teniendo en cuenta las características propias de las economías y los rasgos específicos de cada uno de los países analizados, e indagar acerca de las consecuencias macroeconómicas de este fenómeno.

## **AGRADECIMIENTOS**

Esta Tesis tiene como antecedente una serie de documentos de trabajo realizados en el marco de un programa de investigación del CEFID-AR (Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina) sobre fuga de capitales, cuyo equipo coordinaba Jorge Gaggero. Desde mi incorporación al Centro, a fines del año 2012, trabajé junto con Jorge en el estudio del fenómeno de la fuga de capitales en Argentina, quien supo contagiarme el entusiasmo por esta temática, que hoy tiene como resultado esta investigación. Agradezco mucho a Jorge, director de esta Tesis, por su tenacidad a la hora de transmitir sus ideas, por su fuerte convicción, por su constante estímulo, por su solidaridad, por sus enormes enseñanzas, y por su ayuda y apoyo incondicionales en cada paso que doy. En especial, quiero agradecerle por la valiosa experiencia que significaron para mí los trabajos que realizamos en conjunto y por haberse constituido en un importante guía y en una referencia para mi formación.

Quiero agradecer también a Guillermo Wierzba, quien fue para mí otro referente intelectual a través de la docencia y, más específicamente, de la dirección del CEFID-AR, y del trabajo conjunto en la Cátedra de Poder Económico y Derechos Humanos de la UBA y en la Comisión por la Reconstrucción de la Memoria de la FCE-UBA. Su gran formación económica, su profundo análisis político, su continua búsqueda por el intercambio, la crítica y el debate, y su ferviente pasión militante provocaron en mí una influencia trascendental e irreversible, que acercó mi camino al de la economía política y me llevó a convertir en “investigadora”.

Agradezco también a Pablo Manzanelli, quien es el co-director de esta Tesis y que fue esencial en el transcurso de este trabajo. Por su gran capacidad y conocimiento, por su amabilidad para leer y debatir cada una de las versiones de esta Tesis, por su fervorosa y puntillosa búsqueda por mejorar este trabajo, por su continuo estímulo, entusiasmo y optimismo, y por su humildad y generosidad es por lo que le quiero brindar este agradecimiento.

Agradezco a toda el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, que constituyó un indudable aporte en mi formación académica y, en especial, a Eduardo Basualdo, quien fue una importante referencia en mi temprana formación y cuyos trabajos despertaron mi interés por el estudio de la economía política y, específicamente, por la fuga de capitales.

Agradezco a todos los especialistas y expertos a quienes he entrevistado para investigaciones precedentes a esta Tesis y a Luis Alberto Giussani, de la Dirección de Registro, Análisis y Proyecciones, de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales del Instituto Nacional de Estadística y Censos, a quien entrevisté para esclarecer cuestiones metodológicas relativas a este trabajo, por haber estado a disposición y haberme brindado su tiempo.

Agradezco a Judith König, con quien trabajo en el combate de la criminalidad económica, por darle valor a mis contribuciones en estos temas, por estimularme a profundizar mi formación académica y mis pasos como investigadora, por sus enseñanzas y sus conocimientos, por su interés y vocación. También al resto del equipo de la DAFI, con quienes trabajo cotidianamente codo a codo en la investigación de delitos económicos.

Quiero agradecer además a mis compañeras y compañeros del CEFID-AR, centro que fue cerrado ante el cambio de gestión de gobierno, por haber sido parte del camino hacia esta Tesis y porque muchos de los debates que se dieron en ese espacio de alguna manera están presentes en este trabajo. A Estanislao Malic que se ha tomado el trabajo de leer esta Tesis y realizar valiosos aportes, a Rodrigo López, que es un importante referente y amigo, a Verónica Grondona que ha sido una ladera en estos temas, a Martín Burgos con quien continuamos investigando en el Centro Cultural de la Cooperación Floreal Gorini (CCC), a Sol Rivas, a Andrea Medina, a Pablo Mareso, a Alejandro Gaggero (investigador externo), a Andrea Urturi, a Juan Matías De Lucchi y a Romina Kupelian, a Marianela Bonifacio y a Verónica Curti. A las investigadoras e investigadores del CCC, entre ellos a Nicolás Zeolla, Genaro Grasso, Marcelo Bruchanski y Ernesto Mattos, con quienes he intercambiado posturas y saberes. A las compañeras y compañeros de la Comisión de la Reconstrucción de la Memoria y de la Cátedra de la FCE-UBA.

A mis amigas y amigos por su apoyo permanente, entre ellos, a Úrsula Asta que ha leído esta Tesis y otros trabajos, y me brindó comentarios y apreciaciones. A mi familia que me apoya en mi camino como investigadora y celebra cada paso que doy, y especialmente a mis abuelos que incidieron definitivamente en lo relativo a mi formación intelectual e ideológica. A mi compañero Facundo Guastavino por haberme apoyado a lo largo de esta investigación y de muchas otras, por sus aportes, inquietudes y debates que me impulsan continuamente a mejorar mis investigaciones, por ser un lector aficionado de todos mis trabajos, por su comprensión y contención.

## INTRODUCCIÓN

América Latina ha registrado un importante crecimiento económico desde principios del siglo XXI hasta la mitad de la presente década – con excepción del año 2009 debido a los efectos de la crisis mundial-, impulsado principalmente por la significativa expansión de China e India y por el incremento de los precios de los *commodities*, así como por las políticas públicas de estímulo al mercado interno adoptadas por varios de los países de la región. A pesar de ello, dicho crecimiento no se ha traducido, en la generalidad de los casos, en un mayor desarrollo económico de estos países. En muchas de las economías latinoamericanas, gran parte del excedente producto de ese crecimiento no ha sido destinado a incrementar el nivel de inversión doméstica, sino a mayores flujos financieros hacia las principales plazas globales. Esto también se vincula con los diversos procesos de restricción externa, ya que los saldos positivos de las balanzas comerciales, en lugar de engrosar las reservas internacionales, tendieron a financiar la salida de divisas.

Lo anterior está asociado a ciertas modificaciones estructurales que se sucedieron a lo largo de los últimos 40 años en el sistema financiero mundial, el cual fue virando hacia una mayor complejidad y opacidad, dando por resultado la consolidación de centros financieros *offshore*, que alojan activos financieros de todo el mundo. Gran parte de estos fondos fueron originados en los países en desarrollo, propiedad de sectores de altos ingresos y de grandes empresas transnacionales.

Los países periféricos, y entre ellos los de América Latina, resultan ser los más damnificados por esta situación, en provecho de los países desarrollados. Estos últimos poseen las plazas financieras *offshore* más importantes del mundo, receptoras de los capitales que drenan de la periferia, y conservan bajo su dominio político y/o económico a países subdesarrollados que se desempeñan como importantes centros financieros y guaridas fiscales<sup>1</sup>.

Así, la fuga de capitales representa una problemática compleja para las economías de los países en desarrollo. Global Financial Integrity (GFI) estimó que en el año 2013 drenaron alrededor de 1,1 billones de dólares de flujos financieros ilícitos desde los países en desarrollo (Kar y Spanjers, 2015) y que estos flujos han experimentado un

---

<sup>1</sup> En este trabajo se entenderá por guaridas fiscales aquellas jurisdicciones que poseen bajas o nulas tasas impositivas, regímenes impositivos preferenciales para determinados sujetos u objetos y/o secreto fiscal y/o financiero -es decir, poseen estrictas leyes de secreto bancario, no cuentan con registros públicos societarios y/o no hay obligatoriedad de presentar balances, ni registros contables-.

crecimiento anual de 6,5% entre 2004 y 2013, siendo ésta una fuente muy conservadora, ya que calcula solamente los flujos ilícitos (no registrados), excluyendo las salidas registradas.

A su vez, las estimaciones de The Boston Consulting Group (BCG) indican que la riqueza financiera originada en ocho de las principales economías de la región (México, Brasil, Venezuela, Colombia, Argentina, Chile, Perú y Uruguay) y desviada hacia a otros países, lo que se conoce como riqueza financiera *offshore* -en español, fuera de su ámbito de origen-, ha ido creciendo año tras año, pasando de 800.000 millones en el año 2008 a 1,1 billones en el año 2013. A su vez, la misma consultora señala que la riqueza financiera *offshore* generada en América Latina (considerando doce países, Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guatemala, México, Panamá, Perú y Uruguay) en el año 2014 se dirigía un 29% a los Estados Unidos, un 29% al Caribe y un 27% a Suiza (BCG, 2009; BCG, 2014; BCG; 2015). Esta fuente también subestima los activos externos de residentes latinoamericanos, ya que el total de riqueza financiera *offshore* mundial que calcula para el año 2016 es de 10,3 billones de dólares (BCG, 2017), muy inferior al que presentan otras fuentes.

Un informe del Fondo Monetario Internacional (FMI) realizado por Lane y Milesi-Ferretti (2010) estimó que el dinero transfronterizo en el año 2007, ubicado en 32 pequeños centros financieros, era de 18 billones de dólares, excluyendo de la estimación a los centros financieros más relevantes, como Hong Kong, Luxemburgo, Suiza, Estados Unidos y Reino Unido, entre otras guaridas fiscales excluidas. Henry (2012) de la organización internacional Tax Justice Network (TJN) estimó una suma de no menos de 21 billones de dólares de activos financieros *offshore* en el mundo para el año 2010.

A pesar de existir escasas estimaciones de los flujos financieros de América Latina en su conjunto, este fenómeno aqueja fuertemente a las economías latinoamericanas, por lo que merece ser explorado en profundidad. Entre otros múltiples daños que ocasiona, en primer lugar, se destaca que la problemática de la restricción externa, que padecen estos países por no contar con capacidad genuina de generar divisas, se ve agudizada por el impacto negativo que provocan los constantes flujos de salida. En segundo lugar, repercute negativamente en el nivel de inversión interna, toda vez que lo que se fuga es ahorro doméstico que podría ser destinado a inversión, presentándose como un obstáculo adicional para el desarrollo nacional. En tercer lugar, reduce los recursos fiscales imprescindibles para brindar los servicios estatales esenciales, tales como

educación, salud, ciencia y tecnología, etc. -ya que, en la mayor parte de los casos, la fuga de capitales se vincula con la elusión y evasión fiscal-

Si bien este fenómeno encuentra su primer momento de expansión y desarrollo a partir de la década de 1970, en simultáneo con el comienzo de la globalización financiera (Eatwell y Taylor, 2006), no fue hasta hace pocos años atrás que comenzó a formar parte de la agenda de los organismos y foros internacionales, regionales y nacionales. Hoy, sin duda alguna, resulta imperiosa la elaboración de un análisis exhaustivo de esta problemática en la región, con el propósito de obtener aproximaciones metodológicas y arribar a ciertas conclusiones que permitan dimensionar su verdadero impacto e impulsar la adopción a nivel nacional, regional y global de medidas de política pública más efectivas que la regulen e involucren modificaciones en la estructura productiva que tiendan a reducirla.

Asimismo, en la revisión de las fuentes disponibles se han encontrado escasos trabajos de investigación que intenten explicar los flujos financieros en la región mediante el análisis del carácter periférico de América Latina. La mayor parte de ellos se concentran en estudios del fenómeno en determinados países, o en sus causas o consecuencias. Por ello, este trabajo se propone profundizar las investigaciones precedentes acerca de la problemática de la fuga de capitales en la Argentina y en América Latina, y realizar un aporte distintivo abordando este fenómeno desde una perspectiva regional, entendiéndolo como un rasgo estructural de las economías latinoamericanas que tiene su génesis en el carácter dependiente de estos países (Ruy Mauro Marini, 1991; Theotonio Dos Santos, 2011; Gullo, 2008) pero intentando distinguir sus matices y características específicas en la actualidad.

En este sentido, esta investigación busca contribuir con un estudio más extenso, y sobre sólidas bases de elaboración cuantitativa, de la problemática de la fuga de divisas en la región, para determinar su volumen y evolución durante el período 2002-2017 (con ciertas referencias comparativas desde 1980), así como analizar sus implicancias a nivel nacional y regional, enfocándose en ocho de las principales economías de la región: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela, y Uruguay (en adelante, LAC <sup>8</sup>), y poniendo especial énfasis en el caso de Argentina. En adición a ello, se

---

<sup>2</sup> LAC refiere a América Latina y el Caribe (por sus siglas en inglés, Latin America and Caribbean) y 8 a los países seleccionados. Estos ocho países en conjunto suman un 89% del PIB total (a precios constantes) del conjunto de países de América Latina y el Caribe, en promedio, en el período 2002-2017. Diversos autores utilizan este término para referirse a ocho de las economías más relevantes de América Latina (Abeles et al., 2013; Malic y Mareso, 2015; y Bastourre y Zeolla, 2017).

indagará acerca de si la fuga de capitales de América Latina en su conjunto se encuentra inserta en una problemática regional de orden estructural y, con ese fin, se explorará la relación de la fuga de capitales con el comportamiento de las economías de los países de la región. Se examinará, además, el impacto de la fuga de divisas en la problemática de la restricción externa, investigando si se desempeña como un elemento crucial en las etapas de mayor estrangulamiento del sector externo, además de abordar el efecto sobre la formación de capital.

El trabajo se divide en cuatro capítulos además de esta introducción. En el primer capítulo se aborda el debate acerca de la definición de la fuga de capitales, sus causas y las políticas públicas relacionadas con su administración y control, así como diversas estimaciones previas, sus respectivos métodos, y la metodología y definición propia adoptada en este trabajo. El segundo capítulo presenta las estimaciones y el análisis de la riqueza *offshore* acumulada de América Latina (LAC 8) entre 1980 y 2017, y de la fuga de capitales de América Latina (LAC 8) entre 2002 y 2017, además de explorar las vías de financiamiento de este fenómeno. En el tercer capítulo, se analiza en profundidad el fenómeno de la fuga de capitales en Argentina entre 2002 y 2017, teniendo en cuenta los estudios precedentes y el aspecto histórico del fenómeno. El cuarto capítulo muestra un análisis desagregado de la fuga de capitales de cada uno de los países de LAC 8, agrupándolos en razón de la magnitud de su impacto. Por último, la investigación finaliza con algunas reflexiones que pretenden brindar una síntesis conceptual de sus principales hallazgos. Adicionalmente, se presenta un anexo que muestra en detalle la labor estadística que sustenta los análisis realizados a lo largo del trabajo.

## **CAPÍTULO 1. CONCEPTUALIZACIÓN Y MÉTODOS DE ESTIMACIÓN**

### **1.1. El debate conceptual sobre la fuga de capitales**

Existen muchas conceptualizaciones sobre la fuga de capitales y, dependiendo de ello, las metodologías de estimación también varían: (1) Algunos autores plantean que la fuga de capitales representa las salidas “anormales” y excluyen de este concepto a las salidas “normales” por el desenvolvimiento de las finanzas (Schneider, 2003). (2) Otros consideran solamente a la fuga de capitales como las salidas especulativas de corto plazo -“*hot money*”- (Cuddington, 1986). (3) Para otros, la fuga de capitales comprende a la salida de divisas que se destina a activos externos que no generan rendimientos registrados por parte de las autoridades locales (Dooley, 1987; Rojas-Suarez, 1990). (4) Otros reducen este concepto a la transferencia “ilegal” de capital al exterior, en contravención con las normas aplicables en el país de origen (Kosarev y Grigoryev, 2000); (5) Otros abordan solamente los flujos financieros ilícitos, es decir, las salidas de divisas cuyo origen, utilización y/o transferencia es ilícito, incluyendo las salidas por manipulación de precios comerciales (Global Financial Integrity). (6) Otros autores estudian a la fuga de capitales desde una perspectiva más amplia, considerando toda remisión de fondos de residentes al exterior para realizar inversiones y adquirir activos físicos o financieros (Medina Smith, 2005), además de las salidas de capitales mediante “precios de transferencia”<sup>3</sup> (Basualdo y Kulfas, 2002). (7) Otros agregan a esta última definición los activos externos que se extraen del circuito financiero pero permanecen dentro de las fronteras nacionales, lo que se conoce como “colchón” (Gaggero et. al, 2013).

Tampoco hay consenso entre los autores acerca de las causas que motivan la fuga de capitales. La visión sobre este fenómeno se debate entre una salida “anormal” de divisas causada por la incertidumbre económica (Schneider, 2003; Cuddington, 1986; Ajayi, 1997; Fanelli, 1998; Damill, 1997) y por el riesgo y la inestabilidad política de los países en desarrollo (Rojas-Suarez, 1990; Khan y Haque, 1985; FIEL, 1989), contra otra postura que considera a la fuga de capitales como una problemática de índole estructural, que registra un piso mínimo de salida motivado en la estructura económica y en el carácter dependiente de estos países (Kulfas, 2007; Basualdo, 2013; Arceo, 2011; Malic y Mareso, 2015; Rúa, 2017).

---

<sup>3</sup> Se llama precios de transferencia a los precios de operaciones realizadas entre entidades vinculadas, es decir, de un mismo grupo económico (para mayor información consultar Grondona, 2014).

Uno de los enfoques tradicionales acerca del concepto de fuga de capitales sostiene que, por un lado, existe una salida “normal” de divisas, que es parte habitual del curso de las finanzas internacionales y, por otro, una salida “anormal”, conocida como “fuga de capitales”, motivada en la incertidumbre política y económica del país. Desde esta perspectiva, se entiende que la presencia de la fuga de divisas funciona como un buen indicador de un clima de inversiones desfavorable y de la falta de confianza de los residentes en su propia economía (Schneider, 2003).

Según Cuddington (1986), el concepto de fuga de capitales refiere a las salidas de capital especulativo a corto plazo, que responde a crisis políticas o financieras, mayor presión impositiva, un recrudescimiento de los controles de capital, una gran devaluación de la moneda nacional o una hiperinflación real o incipiente. La fuga de capitales a corto plazo puede ser efectuada también a través del crédito comercial cuando existen importantes diferenciales de tasas de interés entre las domésticas y las internacionales. Cuando este mecanismo se vuelve excesivo, el autor lo denomina "fuga de capitales".

Schneider (2003) señala que, en la actualidad, el movimiento de capital responde a las crecientes oportunidades creadas por la integración de los mercados financieros, dando lugar a que el sector privado modifique sus portafolios en el curso normal de los negocios internacionales, lo que constituye el componente “normal” de la salida de divisas. Siguiendo esta idea, el componente “anormal” que conforma la fuga de capitales consiste en un sub-conjunto de modificaciones en la cartera de inversiones implementadas en respuesta a una inusual percepción de deterioro del perfil de riesgo/rendimiento de los activos colocados en un determinado país, que se producen ante la presencia de un conflicto entre los intereses de los inversores y los gobiernos.

En la misma línea, para Rojas-Suarez (1990) la fuga de capitales debe ser diferenciada de los flujos de salida de capital “normales” que devienen de la diversificación de portafolio que generan ganancias registradas. Es por esta razón que la autora entiende que el concepto de fuga de capitales queda limitado a la porción del stock de activos externos que no generan ganancias registradas.

Por su parte, un trabajo del Fondo Monetario Internacional (FMI) elaborado por Dooley (1987) define a la fuga de capitales como el stock de activos financieros que genera rendimientos que permanecen en el exterior y se encuentran fuera del control de las autoridades domésticas. El autor busca distinguir a los flujos “normales” por decisiones de portafolio de aquellos que se motivan en el deseo de colocarlos fuera del alcance de las autoridades locales. Por ello, crítica las estimaciones de fuga de capitales que se

basan en las salidas de flujos financieros del balance de pagos o en los errores y omisiones.

A su vez, existen visiones que profundizan el aspecto del riesgo e inestabilidad en los países en desarrollo. Según esta perspectiva, estos dos factores son determinantes del clima de inversiones en estos países, por lo que su deterioro provoca la fuga de capitales, a diferencia de lo que sucede en los países desarrollados.

En esta línea, ciertos autores destacan las debilidades institucionales y la incertidumbre como elementos determinantes que afectan las decisiones de inversión de los individuos (Levy-Yeyati, 2001; Kiguel, 2001; Fanelli y Frenkel, 1994; Cerra, Rishi y Saxena, 2005). Fanelli (1998) explica que la incertidumbre macroeconómica e institucional es altamente corrosiva para el desarrollo del sistema financiero. Según Díaz Alejandro (1984), la inestabilidad política y económica de los países de América Latina motiva a las clases medias y altas a diversificar sus portafolios colocando sus inversiones en plazas financieras del exterior. Según FIEL (1989), el ingreso de divisas se vincula con los incentivos a los movimientos de capitales de corto plazo o a políticas que han inspirado la confianza en el crecimiento estable del país, mientras que los egresos se explican como la reversión de los ingresos de corto plazo, como respuesta a una política económica inflacionaria, convulsiones políticas, o una situación de desconfianza y estancamiento. Por su parte, O' Connor (2013) señala que la reversión de la tendencia de la fuga de capitales de largo plazo podría encontrarse en variables de tipo institucional y en políticas productivistas.

Según Ajayi (1997), en muchos países de África Subsahariana, la fuga de capitales es motivada por la corrupción y la inestabilidad política. Debido a políticos corruptos que tienen acceso a las divisas, los inversores fugan su dinero, aunque no lo hacen con el objetivo de obtener intereses, sino con motivo de guardar su dinero en un lugar seguro, donde no pueda ser detectado fácilmente, y fuera del alcance de las autoridades domésticas.

Dooley (1987) del FMI señala que los incentivos para residentes y no residentes son determinantes para la fuga de capitales. En otras palabras, la salida de capitales puede ser explicada por las diferencias en la percepción de riesgo de los residentes y no residentes en relación con sus tenencias.

En el similar sentido, Rojas-Suarez (1990) resalta la existencia de dos tipos de riesgo en el clima económico doméstico que son los impulsores de la fuga de capitales: por un

lado, el riesgo de default asociado a la expropiación de activos domésticos y, por otro, el riesgo de que las políticas económicas generen inflación o una gran devaluación del tipo de cambio que provoque pérdidas en el valor real de los activos domésticos.

En el mismo sentido, Khan y Haque (1985) sostienen que en los países en desarrollo existe mayor riesgo relativo asociado a las inversiones que en los países desarrollados. Mientras que los países desarrollados tienen sistemas políticos constitucionales bien establecidos que proveen una infraestructura institucional para las operaciones de mercado rápidas y eficaces, en los países en desarrollo, por ejemplo, pueden no existir disposiciones institucionales y jurídicas adecuadas para la protección de la propiedad privada, los períodos de inestabilidad política pueden ser más frecuentes y puede haber cambios dramáticos en los regímenes políticos y económicos. En este sentido, los residentes se enfrentan a la posibilidad de que sus activos quizás sean expropiados por el gobierno, lo que llaman “riesgo de expropiación”, a la par que el riesgo de mantenerlos colocados en el exterior no es significativo. De esta forma, para los autores, es teóricamente justificable, y también racional, que el inversor local tome deuda externa al mismo tiempo que invierta en el exterior, resultando en que la fuga de capitales sea financiada en gran parte por deuda externa.

En este orden de ideas, Medina Smith (2005) sigue la definición amplia de la fuga de capitales, considerando a todos los flujos privados hacia activos extranjeros realizados por cualquier residente de un país en desarrollo, propiciado por la inestabilidad económica interna y el intento de los residentes de proteger su riqueza colocándola en el extranjero, fuera del alcance del gobierno de su país.

A diferencia de lo que sostienen los autores que anteceden, para otros, la fuga de divisas no representa un fenómeno aislado, vinculado a la “diversificación de inversiones”, o bien relacionado a las coyunturas económicas y/o políticas adversas, sino que, más bien, forma parte de un modo de acumulación del capital, cuyo origen se asocia a las transformaciones estructurales de la política económica implementada a partir de la década de 1970 en toda la región (Gaggero, Rúa, Gaggero, 2013; Basualdo, 2013; Comisión Especial de Fuga de Divisas, 2005; y Manzanelli et. al., 2015).

La evidencia empírica demuestra que existe un componente estructural en la fuga de capitales de América Latina. A pesar de que gran parte de la bibliografía disponible acerca de este fenómeno se enfoca en las crisis económicas y políticas, en ciertos países de América Latina, la fuga de capitales se presenta de forma permanente, con niveles muy elevados incluso en etapas de prosperidad económica y estabilidad política,

independientemente del signo ideológico de los gobiernos de turno y de los conflictos entre gobiernos e inversores. Ciertamente, en momentos de crisis económicas o inestabilidad política, las salidas de divisas se agudizan. Pero, una vez superadas las etapas de crisis, los capitales fugados no regresan a las economías en donde se originaron y el stock de capitales en el exterior se mantiene en niveles elevados (Comisión Especial de Fuga de Divisas, 2005; Kulfas, 2007). Por ello, otra manera de interpretar el fenómeno es considerando la estructura económica, el comportamiento de los sectores dominantes y el impacto de las transformaciones de la economía mundial sobre las particularidades de los países periféricos (como lo hacen Basualdo y Kulfas, 2002; Azpiazu y Nochteff, 1995; Arceo, 2011; Basualdo, 2013; Gaggero et. al, 2013; Manzanelli et.al., 2015).

La bibliografía predominantemente heterodoxa se enfoca en los efectos negativos de la fuga de capitales. Este fenómeno implica una notable restricción al desarrollo económico de los países periféricos, ya que supone la salida de recursos que podrían ser utilizados para potenciar el crecimiento económico y el empleo, la reducción de la recaudación impositiva y el impacto negativo en la distribución del ingreso (Gaggero et. al., 2007; Epstein, 2005a; Eric Helleiner, 2005; Crotty y Epstein, 1986; Pastor 1990). Bajo este enfoque, algunos autores consideran a la fuga de capitales como un componente crucial de la “restricción externa” (Gaggero et.al., 2013; Comisión Especial de Fuga de Divisas, 2005) que repercute muy negativamente en la escasez de divisas de las economías latinoamericanas y opera como un grave obstáculo para la formación de capital (Manzanelli, 2015; Basualdo y Kulfas, 2002).

Asimismo, ciertos autores plantean que la fuga de capitales otorga un “poder de veto” a los sectores dominantes sobre las decisiones de política económica de los gobiernos de turno (Crotty y Epstein, 1986; Epstein, 2005a, Pastor, 1990; Gaggero et. al., 2007). Para Epstein (2005a), la fuga de capitales es un fenómeno inherentemente político, relacionado con el Estado, los conflictos y las clases sociales. Desde esta perspectiva, la fuga de divisas puede ser una poderosa arma contra las políticas de los gobiernos que amenazan la riqueza o los privilegios de las personas de alto patrimonio. Este autor entiende a la fuga de capitales como la transferencia de activos al exterior, motivada en reducir la pérdida de capital o la pérdida de la rentabilidad de éste, con el objetivo de escapar de los controles gubernamentales o las consecuencias de las políticas del gobierno, como por ejemplo, la confiscación de riqueza, el aumento de impuestos patrimoniales o la imposición de regulaciones que limiten el manejo de los activos.

En relación con el impacto de esta problemática, diversos autores distinguen entre “centro” y “periferia” o “desarrollo” y “subdesarrollo”, y se centran en el vínculo existente entre el endeudamiento externo y la fuga de capitales, advirtiendo una relación de bicausalidad entre ambas variables (Ndikumana y Boyce, 2002; Basualdo y Kulfas, 2002; Boyce, 1992; Demir, 2004).

## **1.2. El debate sobre los instrumentos de política pública**

La fuga de capitales se entrelaza con el debate acerca de las medidas de política pública que pueden implementarse para moderar la salida de moneda extranjera.

En este sentido, la cuestión de la fuga de divisas está conectada con las discusiones sobre los controles a la movilidad de capitales y con la regulación del sistema financiero, en general, ya que ambos aspectos dejan espacio para la administración y el control de la salida de divisas.

Ciertos autores consideran que la libre movilidad de capital incrementa la volatilidad macroeconómica y la vulnerabilidad externa de los países en desarrollo frente a shocks externos (Díaz Alejandro 1985; Rodrik, 1998; Pastor y Wise, 2014; Reinhart, 2012). Desde este enfoque, los controles de capitales (restricciones cuantitativas, requerimientos de encaje, controles administrativos, impuestos, etc.) pueden ser utilizados como herramientas efectivas que permiten moderar los impactos macroeconómicos de los flujos financieros e incrementar la independencia de política de los países en desarrollo (Fernandez, Bortz y Zeolla, 2018; Baumann y Gallagher, 2012). En esa línea, algunos plantean la necesidad de construir una nueva arquitectura financiera que brinde un ambiente financiero internacional estable mediante la introducción de reformas que mejoren las prácticas de operación, supervisión, y regulación de las instituciones y de los mercados financieros en los países en vías de desarrollo (Kregel, 2006; Eatwell y Taylor, 2006).

Otra perspectiva se enfoca en los beneficios de la integración financiera y las conexiones entre la liberalización financiera y el crecimiento económico, e identifica las trabas que impone la “represión financiera”<sup>4</sup> a una mayor profundización del sistema (Shaw, 1973; McKinnon, 1973). Así, ciertos autores resaltan los costos y los efectos negativos que provocan las restricciones y controles al movimiento de capitales, tales

---

<sup>4</sup> Entendiendo por ésta a las tasas de interés reales negativas, requerimientos de efectivos mínimo, impuesto inflacionario debido a la monetización del déficit, asignación del crédito, control de movimiento de capitales y control del tipo de cambio (Fanelli, 1998).

como reducir la oferta de capital, elevar el costo del financiamiento, aumentar las restricciones financieras para las empresas nacionales que no tienen acceso directo a los mercados internacionales de capital, entre otros (Edwards, 2007; Forbes, 2007). En esta línea, otras visiones sostienen que los controles cambiarios resultan inoperantes para detener la fuga de capitales y envían señales que ahuyentan la inversión extranjera y la repatriación de capitales, mientras que el libre cambio, conjuntamente con disciplina fiscal y monetaria, favorece la inversión y por lo tanto el crecimiento, y regenera la confianza en el país (FIEL, 1989).

Por otro lado, la postura del Fondo Monetario Internacional (FMI) acerca de la liberalización financiera y los controles de capitales merece una discusión aparte. Desde la década de 1970, el FMI fue promotor de la liberalización de la cuenta capital, hasta que en diciembre de 2012 adoptó una nueva visión institucional, que si bien se basa en una noción favorable a la liberalización financiera, reconoce que los flujos de capitales acarrearán riesgos y que, bajo ciertas circunstancias, deben ser regulados para evitar los efectos de las bruscas salidas de fondos (Gallagher y Ocampo, 2013). Así, el FMI recomienda que las naciones puedan usar “Medidas de administración de flujos de capital” y “Medidas Macroprudenciales” (en inglés conocidas como “capital flows management measures”, CFMs, y “Macroprudencial Measures”, MPMs) en determinados rubros de la cuenta financiera previamente desreguladas y junto con políticas monetarias y fiscales anticíclicas (FMI, 2012; Gallagher y Ocampo, 2013). Las CMFs refieren a medidas orientadas a limitar los flujos de capitales, como por ejemplo los impuestos a los flujos de entrada o a los de salida; y las segundas son herramientas prudenciales que están diseñadas para limitar el riesgo sistémico y mantener la estabilidad financiera, tales como los requerimientos de encajes.

De todas maneras, hace falta mencionar que, en la práctica, el comportamiento del FMI contrasta con la evolución de la literatura (Rodrik, 1998; Reinhart, 2012; Baumann y Gallagher, 2012; entre otros). Como ejemplo de ello, tanto en la década de 1990 como en la etapa reciente, el FMI ha apoyado la política de liberalización financiera de los países latinoamericanos y, en el caso particular de la Argentina, ha aportado fondos para financiar la fuga de capitales, como en la crisis de 2001, y ha hecho la vista gorda acerca de los problemas referidos a evasión fiscal y lavado de activos.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Un informe de Spencer (2006) de Tax Justice Network explica que, en una reunión de fines de agosto de 2001, el personal del FMI concluyó que los millones de dólares adicionales no iban a comprar tiempo suficiente para hacer la diferencia, en cambio, posiblemente desaparecerían mediante fuga de capitales, dejando a la Argentina más endeudada con el FMI.

Otra herramienta de la política pública que se relaciona con la fuga de capitales es la tasa de interés. Algunos autores explican las razones de las variaciones de los flujos financieros mediante la teoría de la paridad no cubierta de tasas de interés, la cual supone una perfecta movilidad del capital a nivel internacional. Desde este enfoque, aquellos países que mantengan una tasa de interés superior a la internacional (y la depreciación esperada de la moneda doméstica) recibirán capitales del resto del mundo, sucediendo lo contrario en la situación inversa (Dornbusch, 1976; Cuddington, 1986; Levy Yeyati et. al., 2012; FIEL, 1989).

Otros autores demuestran que no se puede comprobar la existencia de un grado de correlación significativo entre las variables “tasa de interés” y “flujos de capitales”, ya que no es posible comprobar que una mayor tasa de interés provoque un mayor ingreso de capitales. Así, Médici et. al. (2016) explican que la contrastación práctica contradice la teoría ortodoxa de la paridad no cubierta de tasas de interés, además de que los supuestos teóricos que sostienen a dicha teoría son fuertemente criticados. La hipótesis de los mercados eficientes, que implica individuos con perfecta racionalidad e información completa, contrasta con la existencia de actores con considerable poder de mercado, y el supuesto de la perfecta movilidad de capitales se desvanece frente a las distorsiones que existen a partir de los privilegios que establecen los centros financieros *offshore*, por ejemplo. Según Rosas Rojas (2015), la invalidez de la hipótesis de la paridad de tasas de interés comprueba que los grandes y volátiles flujos de capitales internacionales no presentan un alto grado de elasticidad con respecto a los diferenciales de tasas de interés en los países latinoamericanos. De todas maneras, si bien una mayor rentabilidad no garantiza el ingreso de capitales, una economía periférica difícilmente recibirá un flujo persistente de capitales si no cumple con la condición de generar expectativas “ex ante” de una rentabilidad superior a la que podría ser obtenida en los países desarrollados (Malic y Mareso, 2015).

Algunos autores se enfocan en la conexión que existe entre las variaciones en el tipo de cambio y los flujos de capitales. Por un lado, importantes ingresos de capitales pueden apreciar excesivamente los tipos de cambio reales, dañando la rentabilidad de los sectores manufactureros y de servicios dinámicos y, en consecuencia, afectar los niveles de empleo y la posibilidad de desarrollo de la región (Frenkel y Rapetti, 2011). Por otro lado, una inflación en aumento y un tipo de cambio nominal estable, conducen a una depreciación real del tipo de cambio, que genera expectativas de devaluación y, como consecuencia, la tendencia de los inversores a refugiarse en el dólar (Levy Yeyati et. al., 2012). Esta visión podría considerarse dentro del enfoque de portafolio, que

explica los movimientos de capitales de una economía a partir de los cambios en la composición de la cartera de activos de los inversores (a la que aluden Brenta, 2008, y Médici et. al., 2016). Desde esa perspectiva, en un mercado de capitales integrado, asumiendo que existe perfecta movilidad de capitales a nivel internacional, la tasa de interés doméstica será igual a la tasa de interés internacional más la esperanza matemática de variación del tipo de cambio. Es decir, si la tasa de interés de un país supera a la internacional, se esperará una futura devaluación de la moneda local, cuyo orden de magnitud está dado por el diferencial de tasas de interés. Por ello, desde este punto de vista, las expectativas de devaluación de un país explicarán la diferencia entre la tasa de interés doméstica y la tasa de interés internacional.

Sin embargo, Diamand (1972) explica que en los países con estructuras productivas desequilibradas desaparece la paridad única de poder adquisitivo, ya que la determinación de un tipo de cambio que sea capaz de igualar los precios del sector exportador con los internacionales será incapaz de igualar a los precios industriales, ya que todo el sector industrial funciona en un nivel más alto de precios. En este caso aparecen paridades múltiples, una paridad agropecuaria y otra paridad industrial y, dentro de esta última, diferentes paridades correspondientes a distintas industrias.

A su vez, la historia económica argentina demuestra que la política monetaria no brinda una solución al problema de la fuga de divisas. Tal como sostiene Basualdo (2013), a fines de la década de 1970, el elevado diferencial de tasas de interés era lo que daba origen a la renta financiera que luego se fugaba al exterior.

Por otro lado, la fuga de capitales se vincula con la evasión y elusión fiscal nacional e internacional y, en consecuencia, con la política tributaria (Gaggero et. al., 2007), ya que en muchas ocasiones la fuga de capitales se realiza con el objetivo de evitar el cumplimiento de las obligaciones tributarias locales, servir como canal para utilizar los fondos vinculados a evasión fiscal, o la evasión o elusión se realiza como medio para fugar capitales.

Además, en el plano internacional, un medio de fuga de capitales reside en la planificación fiscal abusiva que realizan las empresas multinacionales, que consiste fundamentalmente en minimizar el resultado impositivo global de las firmas y, para ello, en muchas ocasiones, se recurre a la transferencia de capital hacia entidades vinculadas ubicadas en guaridas fiscales (Rúa, 2014). Ello se logra a través de diversas técnicas de planificación fiscal, tales como la manipulación de los precios de transferencia, la explotación de las cláusulas de convenios para evitar la doble

imposición, el aprovechamiento de las brechas jurídicas entre los distintos sistemas tributarios nacionales, la utilización de múltiples estructuras jurídicas con el objeto de erosionar las bases imponibles en los países de alta o mediana tributación, la triangulación, la sobre y subfacturación de importaciones y exportaciones, entre otras.<sup>6</sup> Las prácticas más utilizadas por las empresas multinacionales son la referidas a la manipulación de los “precios de transferencia”, que son los precios de las transacciones intragrupo. Grondona (2014) sostiene que, con el objetivo de incrementar las ganancias globales, los grupos económicos utilizan los mecanismos de precios de transferencia para aumentar los costos en las jurisdicciones de alta tributación y transferir las utilidades a las casas matrices, muchas veces por vía de “guaridas fiscales”. Gómez-Sabaini y Morán (2016) explican que las firmas multinacionales pueden utilizar técnicas legales y contables para girar utilidades con destino a las subsidiarias ubicadas en países de baja tributación.

Siguiendo este análisis, ciertos autores enfatizan el aspecto fiscal de la fuga de capitales, centrando su estudios en los flujos financieros ilícitos, y entre ellos en los que derivan de la manipulación de precios de transferencia, que eluden o evaden el pago de tributos nacionales, provocando pérdidas masivas de capitales que impactan negativamente en el crecimiento económico de los países en desarrollo (Kar y Spanjers, 2015 y Podestá et. al., 2017).

Por último, ciertas visiones ponen énfasis en el impacto de la fuga de capitales sobre la formación bruta de capital fijo y en la falta de políticas destinadas a estimular la inversión productiva y a orientar el excedente económico (Manzanelli, 2015; Sbattella et. al., 2012).

Manzanelli (2015) advierte la persistencia de una parte importante del excedente en estado “líquido” durante los gobiernos kirchneristas, que en lugar de ser consumida productivamente fue mayormente transferida al exterior, esencialmente, a través de la remisión de utilidades y dividendos al exterior por parte del capital extranjero y mediante la fuga de capitales de las fracciones extranjeras y de los grupos económicos locales, que mostraron una sugerente asociación positiva con las ganancias que no fueron reinvertidas por las grandes empresas, especialmente de las industriales. En este sentido, analiza que la intervención estatal es decisiva para direccionar el destino del excedente de los oligopolios fabriles hacia sectores “claves” de la economía y que las

---

<sup>6</sup> Las técnicas de elusión y/o evasión fiscal internacional fueron ampliamente abordadas en Rúa (2014). También se puede consultar Grondona (2014) para mayor información acerca de las técnicas de manipulación de precios de transferencia

causas de la baja propensión a invertir en la cúpula industrial residen en la incapacidad de generar la apertura de nuevos campos de inversión en el ámbito manufacturero, por lo que no se incorporan nuevos sectores dinámicos sino que tienden a prevalecer los ya maduros con limitadas oportunidades de inversión.

O' Connor (2013) señala que la economía Argentina presenta un problema en la formación bruta de capital fijo de largo plazo asociado a una dinámica de fuga de capitales de largo plazo, independiente del ciclo económico. Este autor propone políticas productivistas con objetivos de productividad y competitividad del sector privado, que otorguen mayores incentivos a la inversión y menores estímulos a la salida de capitales, asegurando una tasa interna de retorno elevada y sostenible a los proyectos de inversión de largo plazo.

### **1.3. Estructura económica y patrón de acumulación**

El fenómeno de la fuga de capitales consolidó su desarrollo a partir de la década de 1970, en simultáneo con la aceleración y expansión global de la financiarización de la economía, lo que en palabras de Gerald Epstein (2005b:3) significa el “creciente rol de las motivaciones financieras, mercados financieros, actores financieros e instituciones financieras en la operación de las economías nacionales e internacionales”<sup>7</sup>. El fin del sistema de Bretton Woods, que trajo consigo el orden neoliberal y políticas de desregulación y liberalización financiera, dio origen a un proceso de “mundialización financiera” (Chesnais, 2001), mediante la integración internacional de manera imperfecta de los mercados financieros y los sistemas monetarios nacionales. La caída del sistema de paridades fijas de Bretton Woods fue un factor determinante para la desregulación del sistema financiero, ya que a partir de allí se eliminaron los controles a los movimientos internacionales de capital que sustentaban el régimen (Wierzba y Golla, 2005). A la vez que, mediante la globalización, el capital se ha ido transnacionalizando, pudiendo ser transferido a cualquier parte del mundo (Sikka y Willmott, 2009; Arceo, 2011; Palan et. al., 2010; Shaxson, 2014; Seabrooke y Wigan, 2014), mientras que el Estado ha quedado limitado a una jurisdicción geográfica definida. En el nuevo orden financiero internacional se han destruido las fronteras nacionales, mientras que las autoridades de control continúan atrapadas dentro de las jurisdicciones nacionales (Eatwell y Taylor, 2006).

---

<sup>7</sup> Traducción propia.

El actual sistema financiero global, producto de la liberalización, se caracteriza por transacciones de capital altamente líquido de gran escala y velocidad. Chesnais (2001) identifica tres de sus aspectos más relevantes: está fuertemente jerarquizado, ya que el sistema financiero de los Estados Unidos domina a los demás; es carente de instancias de supervisión y control; y son los operadores los que delimitan los contornos de la mundialización financiera. Estas características han dado forma a un régimen sumamente volátil, frágil e inestable, que provoca recurrentes crisis. Es un sistema financiero cuyas tasas de interés, tipo de cambio y precios de los activos están sujetos a fuertes fluctuaciones en el corto plazo, y es susceptible de contagio de los temblores financieros que parten del epicentro hacia países que tienen poca relación con el problema inicial (Eatwell y Taylor, 2006). La volatilidad es más elevada en las economías de los países de América Latina debido a la asimetría del sistema monetario y financiero internacional. Esto se relaciona con las jerarquías de las monedas, donde el dólar estadounidense tiene el mayor grado de liquidez, las monedas emitidas por los demás países desarrollados tienen una alta prima de liquidez y las monedas de los países no desarrollados no tienen liquidez, y, por lo tanto, éstas últimas son especialmente vulnerables a la inherente volatilidad de los flujos de capital en el sistema post-Bretton Woods (De Paula y Magalhães Prates, 2015).

Desde 1970 es posible distinguir tres ciclos de entradas de flujos financieros desde los países desarrollados a los países de América Latina que terminaron en severas crisis (Fernandez, Bortz y Zeolla, 2018; Ocampo, 2009). En la década de 1970, el proceso financiero fue liderado por los préstamos de bancos comerciales, mientras que en la década de 1990 los bonos y títulos de deuda privados dominaron el periodo y en el ciclo financiero actual predominan los flujos de portafolio destinados a instrumentos de deuda de corto plazo, que se interrumpieron con la crisis de 2008 y luego retomaron su tendencia. Se destacan dos hechos relevantes en el último período en los países emergentes: el incremento del financiamiento del mercado basado en entidades no financieras y un mayor margen para que los gobiernos emitan instrumentos de deuda en moneda local (Butzen, Deroose e Ide, 2014). Como rasgo general, estos ciclos financieros proveen abundantes recursos durante su auge pero generan graves crisis y onerosas deudas cuando se retiran de la economía.

Desde la caída del sistema de Bretton Woods, los países desarrollados liberalizaron sus cuentas financieras, e impulsaron a los países de América Latina a tomar el mismo camino (Baumann y Gallagher, 2012). Así, el proceso de financiarización de la economía mundial tuvo su correlato en los países de la región, logrando imponerse

predominantemente el paradigma de libre movilidad de capitales mediante políticas de desregulación de la cuenta de financiera y apertura cambiaria.

Con el fin de la convertibilidad en oro, Estados Unidos reasumió el control del sistema financiero internacional en el que el dólar continuó siendo la moneda utilizada a nivel internacional, y se despojó de dos restricciones que tenía en el período anterior: ahora cuenta con la posibilidad de variar unilateralmente la paridad del dólar en relación con las monedas de otros países y también puede tener déficits crónicos en su cuenta corriente, ya que el aumento de pasivos externos están denominados en dólares que ya no son convertibles a oro (Bruchanski, 2017). Esto sumado al proceso de deslocalización industrial, a comienzos de la década del ochenta, que transfirió las cadenas productivas más intensivas en trabajo de baja calificación a países en desarrollo, se conformó un nuevo modo de acumulación a escala mundial apoyado en la libre movilidad del capital financiero y el desplazamiento de la producción industrial al exterior mediante la inversión directa y la constitución de cadenas internacionales de valor (Arceo, 2011). Estas condiciones dieron nacimiento al fenómeno de los “desbalances globales”, que permite a los Estados Unidos tener déficits recurrentes en su cuenta corriente del balance de pagos, que son compensados por los superávits de cuenta corriente de otros países que producen más de lo que consumen (Palley, 2011; Butzen, Deroose e Ide, 2014; Toro Córdoba et. al., 2013), transfiriendo ahorro al país que domina el sistema financiero y monetario global. Este enfoque indica que el exceso de ahorro sobre inversión en numerosas economías emergentes se dirigió hacia las economías avanzadas.

El correlato de la financiarización de la economía mundial en Argentina fue el patrón de acumulación basado en la “valorización financiera” (Basualdo, 2013), instaurado por la dictadura genocida de 1976, que desplazó al modelo económico de desarrollo productivo, para centrar su eje en la especulación financiera, con el objeto de insertarse en el nuevo orden capitalista mundial.

El concepto de patrón de acumulación desarrollado por Basualdo (2007) es una categoría del análisis económico y social que permite delimitar las distintas etapas históricas de la Argentina. El concepto de patrón indica la articulación de un determinado funcionamiento de las variables económicas que dan lugar a una determinada estructura económica, vinculado a una forma peculiar de Estado que se define mediante las luchas entre los bloques sociales existentes. En relación con el comportamiento de las variables económicas, Basualdo indica que, para que sea posible constatar la existencia de un

determinado patrón de acumulación de capital, es preciso que su evolución sea regular (es decir, que el ritmo o repetición de un determinado fenómeno pueda observarse en intervalos más o menos regulares) y que exista un orden de prelación entre ellas (es decir, que se mantenga la importancia relativa de las diferentes variables y la causalidad o dependencia entre las mismas). Desde esta perspectiva, la estructura económica representa los avances de los procesos productivos, pero ellos se originan de acuerdo al resultado de las luchas sociales que se entablaron entre el capital y el trabajo y, a su vez, entre las diferentes fracciones del capital y los distintos estratos sociales dentro de los trabajadores. Según Basualdo (2007: 8) “...cada patrón o régimen de acumulación de capital es conducido por un bloque de poder específico que articula distintas fracciones del capital”. Algunas fracciones son las que ejercen el predominio económico y la hegemonía política, y no necesariamente ambos atributos se encierran en una misma fracción, por el contrario, muchas veces están disociados.

A partir de la desregulación del sector financiero implementada por la dictadura militar de 1976, la fuga de capitales se transformó en un problema estructural para la Argentina (Gaggero et. al., 2015). Desde ese momento, se observa que existe un flujo persistente de salida de divisas independientemente de la estabilidad económica y política del país, y que, indudablemente, se agudiza en momentos de crisis económicas o políticas (Comisión Especial de Fuga de Divisas del Congreso de la Nación que investigó la fuga de capitales durante el año 2001).

Durante el transcurso del patrón de “valorización financiera” (1976-2001), la fuga de capitales y el endeudamiento externo tuvieron un papel central en el proceso de acumulación de capital, cuyo basamento residía en la renta financiera obtenida a partir del diferencial positivo entre la tasa de interés interna y la internacional (Basualdo, 2013 y 2017). Tras la disolución del patrón de valorización financiera, durante la posconvertibilidad, la fuga de capitales persistió en niveles elevados (Manzanelli et. al., 2015), pero, a diferencia del régimen económico previo, la salida de divisas no fue financiada vía endeudamiento externo sino mediante el superávit de la balanza comercial (Gaggero, et. al. 2013; Basualdo, 2017).

Basualdo (2017) destaca que a lo largo de las últimas cuatro décadas, la problemática de la deuda externa y la fuga de capitales tiene repercusiones en el comportamiento económico de nuestro país, cuya intensidad está definida por el patrón de acumulación de capital del que forman parte.

Este trabajo abordará la problemática de la fuga de capitales desde una perspectiva regional (considerando los aportes de Furtado, 1964; Marini, 1991; Dos Santos, 2011; entre otros), concibiendo a este fenómeno como uno de tipo estructural, que tiene su génesis en el carácter periférico de los países latinoamericanos, y, a contramano de la visión tradicional, que plantea que la fuga de capitales se origina en la incertidumbre política y económica (Kindleberger, 1990; y Schneider, 2003; entre otros).

Siguiendo a la Teoría de la Dependencia, el desarrollo de América Latina está condicionado por relaciones de dependencia. Tal como explica Theotonio Dos Santos (2011) las economías dependientes no lograron constituirse en economías mercantiles manufactureras sino en economías serviles que se desarrollaron en el marco colonial exportador. Las estructuras internas de estas sociedades se conformaron condicionadas por una situación de dependencia, y constituyen economías condicionadas por el desarrollo y expansión de las economías a las cuales se someten. Las formas históricas de la dependencia están condicionadas por las formas de la economía mundial, el tipo de relaciones económicas dominantes en los centros capitalistas y los modos que se expanden al exterior, así como por los tipos de relaciones económicas en el interior de estos países que se articularon en la condición dependiente (Theotonio Dos Santos, 2011).

Desde este enfoque, la fuga de capitales se entiende como una problemática estrechamente vinculada a la estructura económica de los países periféricos, desequilibrada, concentrada y extranjerizada. La noción de “estructura productiva desequilibrada” (Diamand, 1972) de los países de América Latina refiere a que, por su condición de exportadores de materias primas, cuentan con un sector primario que trabaja a precios internacionales, coexistente con un sector industrial, cuya productividad relativa es menor y consume mayor cantidad de divisas de las que produce. A la vez que una porción relevante de la oferta de divisas aportada por las exportaciones debe financiar la fuga de capitales, lo que se resta de los excedentes disponibles destinados a importaciones de capital e insumos para la industria. Asimismo, las economías de la región registran muy agudos niveles de concentración y extranjerización (Azpiazu, Manzanelli y Schorr, 2011), que obstaculizan el desarrollo de un proceso económico sustentable y presionan sobre las cuentas externas del país.

Médici y Panigo (2014) encuentran una relación positiva entre la formación de activos externos y la mejora de los términos de intercambio en países con estructuras productivas desequilibradas. Demuestran que un aumento de los términos de

intercambio en países con estructura productiva desequilibrada impulsa también una salida de divisas debido a la dinámica de inversión de los sectores primarios cuyas rentas generadas son volcadas a activos externos líquidos.

En este sentido, en el caso de las economías latinoamericanas, la fuga de divisas debe estudiarse considerando las especificidades propias de las estructuras económicas de estos países, que dependen de precios internacionales favorables para sus materias primas, además de estar supeditados a la entrada de capitales extranjeros vía endeudamiento o inversión extranjera, lo que genera recurrentes problemas en las balanzas de pagos y estrangulamientos en el sector externo, imposibilitando el desarrollo del sector industrial.

Uno de los principales condicionantes del crecimiento en los países periféricos es la restricción de balance de pagos, originada en una necesidad de divisas que no puede ser satisfecha en la cuantía necesaria por los medios del comercio internacional, ni por el mercado internacional de capitales, y que impulsa un ajuste de su cuenta corriente (López y Sevilla, 2010).

El estudio de la restricción externa en la economía argentina y en América Latina tiene una extensa trayectoria. Autores como Prebisch (1982), Furtado (1964), Olivera (1963), Diamand (1972), Canitrot (1992), entre muchos otros, advierten el problema de la escasez de divisas como obstáculo para el crecimiento y como desencadenante de procesos de stop and go (pare y siga). Celso Furtado (1964) señala que la estabilidad del ingreso monetario interno, frente a la inestabilidad de la capacidad para importar, crea fuertes presiones al balance de pagos en las etapas de baja de los precios internacionales. En la medida en que fue creciendo la importación relativa al ingreso monetario, debido a los cambios en los hábitos de consumo, asociados a la introducción de artículos manufacturados de procedencia extranjera, tendió a aumentar la presión sobre el balance de pagos en las etapas de precios internacionales desfavorables. Agrega que en las Repúblicas centroamericanas las ganancias fueron reinvertidas en el cultivo en la medida en que lo permitió la disponibilidad de tierras y de mano de obra, pero una vez agotadas las posibilidades de expansión del sector, la experiencia demostró que los nuevos capitales allí formados tendían más bien a expatriarse, en lugar de a buscar otros campos de aplicación dentro del sistema.

El enfoque keynesiano de la balanza de pagos considera que el equilibrio se alcanza cuando no hay déficit de cuenta corriente, ya que la compensación del déficit de la cuenta corriente mediante la cuenta capital está limitada al tiempo durante el cual el país

deficitario logre atraer capitales y postergar el ajuste (Brenta, 2008; López y Sevilla, 2010; Thirlwall, 1979; Mc Combie y Thirlwall, 1994). Este enfoque refleja los problemas de balanza de pagos de los países periféricos, que poseen escasa inversión directa en otros países, poca capacidad de influir sobre las decisiones de ingreso y retiro de capitales internacionales, y son altamente vulnerables a los ciclos de excedentes y escasez de liquidez internacional; a diferencia de los países desarrollados, que si bien pueden sufrir el retiro de capitales internacionales cuentan con la capacidad de reducir su posición inversora en el extranjero o suspender la exportación de capitales nacionales, y además, son creadores de liquidez internacional (Brenta, 2008).

Por ello, a los fines de este trabajo resulta relevante analizar la influencia de las transformaciones de la economía mundial por sobre el comportamiento económico, social y estructural de los países dependientes, al mismo tiempo, que es fundamental considerar que estos países periféricos procesan esas transformaciones de una forma peculiar de acuerdo a sus condiciones estructurales preexistentes y la situación de la lucha social entre el capital y el trabajo (Basualdo, 2013).

Tal como sugiere Medina Smith (2005) en referencia al caso de Venezuela, lo cual puede extenderse a otros países de América Latina, éstos no padecen escasez de capital, lo que suele ser una explicación frecuente para justificar la falta de desarrollo de la región. Por el contrario, estos países tienen ahorro doméstico suficiente para financiar su proceso de desarrollo sin arriesgar su estabilidad macroeconómica y sin requerir cantidades significativas de capital extranjero. Lo que sucede es que la mayor parte de dicho ahorro doméstico se fuga al exterior.

En esta línea de ideas, la fuga de capitales es considerada una problemática que tiene su raíz en la dependencia externa de América Latina, que se basa en la relación de subordinación con los países centrales, a pesar de su independencia “formal”, y cuyo fruto no es sino más dependencia (Marini, 1991). Los efectos y características específicas de la fuga de capitales dependen del patrón de acumulación de capital imperante en los países centrales y en los periféricos, así como de su forma de articulación con el régimen de acumulación dominante a escala internacional (Basualdo, 2013). Por ello, puede decirse que la fuga de capitales dependerá de la forma en que se produzca y se distribuya el excedente económico a nivel nacional e internacional.

En síntesis, desde la perspectiva de esta Tesis, la fuga de capitales es un fenómeno motivado en la transformación del modo de acumulación a escala global producto de la liberalización financiera, que provocó cambios estructurales en las economías

periféricas. Dado que la fuga de capitales se presenta de manera permanente en las economías periféricas latinoamericanas, es un rasgo estructural y poco elástico a la coyuntura política o económica (Malic y Mareso, 2015; Kulfas, 2007), asociado a la estructura productiva desequilibrada (Médici y Panigo, 2014), a la elevada concentración y extranjerización de la cúpula empresaria (Manzanelli, 2015), a la internacionalización de los grupos económicos (Gaggero A., 2015; Gaggero J., 2016) y a la asimetría financiera internacional (De Paula y Magalhães Prates, 2015), y que repercute muy negativamente en la escasez de divisas y opera como una severa restricción al desarrollo económico (Gaggero, Rúa, Gaggero, 2013a; Basualdo y Kulfas, 2002; y Manzanelli et. al., 2015).

#### 1.4. Estimaciones previas y metodología

Existen diversos métodos de estimación de la fuga de capitales abordados por la literatura internacional y local. En este apartado se presenta una breve revisión de algunas de las investigaciones precedentes que han desarrollado el aspecto metodológico en profundidad y cuyas explicaciones, críticas y criterios adoptados han sido de utilidad a los fines de definir la metodología de la estimación propia. Para comenzar, se expone un cuadro resumen con las metodologías que serán desarrolladas próximamente por diversos autores.

**Cuadro 1. Métodos de estimación de fuga de capitales**

<b>Método</b>	<b>Estimación</b>	<b>Limitaciones</b>
<b>Método Residual del Balance de Pagos</b>	Método de estimación indirecto, en base a datos de la balanza de pagos, sumando la inversión extranjera, deuda externa, saldo de cuenta corriente y saldo de cuenta de capital, y restando la variación de las reservas internacionales.	No permite captar la fuga de capitales vía manipulación de precios de transferencia y subfacturación y sobrefacturación, y su cálculo depende de la calidad de los datos de la balanza de pagos.
<b>Método comercial (o country-partner)</b>	Estima la fuga de capitales vía manipulación de los precios de transferencia, sobrefacturaciones de importaciones y subfacturaciones de exportaciones, mediante la comparación de las cifras de comercio exterior registradas por un país determinado contra las de sus principales socios comerciales (Basualdo y Kulfas, 2002).	Podrían existir errores de clasificaciones, registraciones y/o diferencias de estimación con otros países (Grondona y Burgos, 2015), lo que podría dar lugar a sobreestimaciones o subestimaciones.
<b>Método de la Posición de Inversión Internacional (PII)</b>	Método de estimación directo, calculado mediante relevamientos y encuestas en el exterior. Se utiliza el stock de activos externos del Sector Privado No Financiero y de Otras Entidades Financieras.	Podría subestimar el stock de capitales fugados puesto que las fuentes consultadas o encuestadas podrían subdeclarar el monto de las colocaciones.

<b>Método</b>	<b>Estimación</b>	<b>Limitaciones</b>
<b>Método del Balance Cambiario del BCRA</b>	Método de estimación directo, basado en el registro de la compra y venta de moneda extranjera en el mercado cambiario. Se utiliza la Formación de Activos Externos del Sector Privado No Financiero, restando la variación de los depósitos en moneda extranjera.	Solo registra las operaciones de compra y venta de divisas autorizadas por el BCRA (Banco Central de la República Argentina) y no permite calcular el stock, puesto que comenzó su registro en 2002.

Fuente: Elaboración propia en base a Claessens and Naudé (1993), Basualdo y Kulfas (2002), Gaggero et. al. (2013), Henry (2012), Grondona y Burgos (2015), Kar y Freitas (2012).

#### **1.4.1. Método Residual del Banco Mundial, de Claessens and Naudé (1993)**

El Método Residual de la Balanza de Pagos (o también llamado “Modelo Residual del Banco Mundial”) permite captar los flujos de capitales de forma indirecta. Utilizando los datos de la Balanza de Pagos, se suman los ingresos netos de capitales (inversión extranjera y endeudamiento externo público y privado) y el saldo neto de la cuenta corriente, y se resta la variación de las reservas internacionales, dando por resultado la salida de capitales o repatriación de capitales, dependiendo del signo (Claessens y Naudé, 1993).

La suma de dichos flujos anuales conforma el stock de activos externos. Este monto podría incluir capitales lícitos e ilícitos, ya que el método se basa en datos de la Balanza de Pagos y el resultado obtenido se compone de transacciones registradas y de “errores y omisiones”.

Claessens and Naudé (1993) del Banco Mundial estiman el “World Bank Residual Model” tomando la ecuación del balance de pagos:

$$A + B + C + D + E + F + G + H = 0$$

$C + D + E + G = - (A + B + F + H)$
-------------------------------------

A = cuenta corriente

B = Inversión extranjera directa Neta e inversión de cartera (acciones)

C = otros activos de corto plazo del sector privado

D = inversión de cartera (otros bonos)

E = cambios en los activos extranjeros depositados

F = variación de las reservas internacionales

G = errores y omisiones netos

H = variación deuda externa

La ecuación de la derecha es la del Banco Mundial ( $A + B + F + H$ ). Esto es, la suma del saldo de la cuenta corriente, inversión extranjera directa neta e inversión de cartera (acciones), la variación de las reservas internacionales y la variación de la deuda externa. Lo que será igual a la ecuación de la izquierda, es decir, la suma de los flujos de capital del sector privado ( $C + D + E$ ) y errores y omisiones netos.

$$FKt = - (A + B + F + H)$$

FKt = flujo de capitales fugados del período

Nótese que en esta estimación se toma la inversión extranjera directa neta, considerando que la inversión extranjera de residentes en el exterior no compone la fuga de capitales.

Algunas de las limitaciones del método residual son 1) los fondos que salen de la cuenta corriente como consecuencia de sub o sobre facturación de exportaciones o importaciones quedan registrados como salidas de capital “legitimadas” y no como fuga de capitales<sup>8</sup>; 2) ciertas operaciones que reducen los pasivos externos –tales como, una quita de deuda- disminuyen la fuga; 3) la calidad de la estimación depende fuertemente de la calidad estadística de la balanza de pagos, siendo una de las principales limitaciones de la metodología la posible sobreestimación de la fuga de capitales debido a la inclusión de errores y omisiones en el registro de las variables de la balanza de pagos (Gaggero, Casparrino, y Libman, 2007).

#### **1.4.2. Método de Basualdo y Kulfas (2002)**

Como alternativa al modelo utilizado por el Banco Mundial, al residuo obtenido para cada uno de los países seleccionados, se le puede adicionar la rentabilidad que genera el stock de capitales fugados por ser reinvertido en el exterior.

Basualdo y Kulfas (2002) calcularon un stock de capitales en el exterior de residentes argentinos de 92.596 millones de dólares, acumulados entre 1970 y 1998, adoptando como hipótesis que el 70% de los activos fugados al exterior son reinvertidos y generan una renta que es adicionada al stock de activos externos, ya que esta proporción era utilizada por el Ministerio de Economía. Desde esta perspectiva se considera que no todos los recursos radicados en el exterior generan renta, siendo que una parte

---

<sup>8</sup> Para más información, ver Grondona (2014).

relevante de los mismos podría basarse en activos líquidos que generan una renta poco significativa o nula.

La hipótesis que sigue Basualdo y Kulfas (2002) es la siguiente:

$$R_t = 0,7 * SFK_{t-1} * P_t$$

$R_t$  = renta sobre capitales fugados en el período “t”

0,7 = proporción de activos externos que genera rentas

$SFK_{t-1}$  = stock de capitales fugados en el período “t-1”

$P_t$  = tasa “prime” vigente durante el período “t”

En definitiva, para Basualdo y Kulfas (2002), los flujos anuales de fuga se calculan de la siguiente manera:

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

$FK_t$  = flujo de capitales fugados del período

$DE$  = flujo de endeudamiento externo neto del período (cambios en el stock de deuda externa)

$IED$  = flujo de inversión extranjera directa

$SCC$  = saldo de la cuenta corriente del balance de pagos

$RI$  = variación en las reservas internacionales

Así el stock de capitales fugados del período será:

$$SFK_t = SFK_{t-1} + FK_t + R_t$$

A diferencia de la metodología anterior, en esta estimación se toma la inversión extranjera directa bruta, considerando que la inversión extranjera de residentes en el exterior forma parte de la fuga de capitales.

Los autores señalan que, debido a cambios en los criterios de registración de la balanza de pagos, entre los ingresos se deberá tener en cuenta la inversión de cartera de extranjeros en el país, además de la inversión directa y la deuda externa.

A su vez, agregan a la estimación precedente un cálculo de los flujos que se fugan a través de la manipulación de los precios de transferencia, y subfacturación y sobre facturación de exportaciones e importaciones, mediante la comparación de las cifras de comercio exterior registradas por la aduana argentina contra las registradas por las

aduanas de los principales socios (que se conoce como método comercial o country-partner).

Como limitaciones de este último método, podrían existir errores de clasificación, registro y/o diferencias de estimación con otros países (Grondona y Burgos, 2015), lo que podría dar lugar a sobreestimaciones o subestimaciones.

### 1.4.3. Método de Global Financial Integrity

Por su parte, Global Financial Integrity estimó que solamente en el año 2013 drenaron alrededor de 1,1 billones de dólares de flujos financieros ilícitos desde los países en desarrollo (Kar y Spanjers, 2015) y que estos flujos han experimentado un crecimiento anual de 9,4% entre 2003 y 2012 (Kar y Spanjers, 2014).

Para sus estimaciones, Global Financial Integrity (Kar y Freitas, 2012) utiliza dos modelos. Por un lado, el Modelo Residual del Banco Mundial, que toma los datos de la Balanza de Pagos.

$$A + B + C + D + E + F + G + H = 0$$

$C + D + E + G = - (A + B + F + H)$
-------------------------------------

Global Financial Integrity (2015) afirma que es más fácil estimar la fuga de capitales mediante la ecuación del lado derecho de la balanza de pagos (es decir, los ingresos de deuda externa e inversiones del exterior menos el saldo de la cuenta corriente, cuenta capital y la variación de las reservas internacionales), dado que gran parte de los datos de la balanza de pagos de los países en desarrollo son endeblés, siendo que provienen de los registros del sector privado.

En lo que respecta a deuda externa (H), analiza dos medidas alternativas: una basada en los cambios anuales en el monto del stock de la deuda externa (CED) y la otra en los flujos de deuda neta (NDF).

$FK_t = - (A + B + F + CED)$
------------------------------

ó

$FK_t = - (A + B + F + NDF)$
------------------------------

A este método se le agrega otro modelo que estima la subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones, el modelo adulteración de precios comerciales. Analiza dos tipos de estimaciones de precios de transferencia: un método de cálculo en cifras netas (Net) y otro de cálculo en cifras brutas excluyendo repatriaciones de capital (GER). En el caso del método Net, a las salidas de capital se le restan las entradas de capital, para obtener una cifra “neta”, y se considera sólo los resultados con signo positivo. En contraste, en el caso del método GER, sólo se considera que hay flujos financieros ilícitos en los períodos con subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones, mientras que los períodos con flujos financieros ilícitos hacia el interior (es decir, sobrefacturación de exportaciones y subfacturación de importaciones) se consideran espurios debido a problemas con los datos (Kar y Devon, 2008; Kar y Freitas, 2012).

Adicionalmente, como estimación alternativa, utilizan la “normalización” de los datos obtenidos. En el proceso de normalización, las cifras de toda la lista de países en desarrollo, para los que se dispone de datos, se pasan por dos filtros. El primero, consiste en que las estimaciones deben tener un signo positivo (lo que indica la salida, y no la entrada de capital) en al menos tres de los cinco años estudiados y, el segundo filtro, tiene que ver con superar un nivel mínimo del 10% de las exportaciones de cada país (Kar y Curcio, 2011).

Por otro lado, utiliza otra metodología para estimar los flujos financieros ilícitos llamada Hot Money Narrow, también conocida como NEO (Net Errors and Omissions), que utiliza los errores netos y omisiones de la balanza de pagos (G). Lo hace con el objetivo de limitar la estimación a tan solo el capital ilícito. A esta medición se le agrega la adulteración de los precios comerciales y, también, se realiza el proceso de normalización utilizando los mismos filtros oportunamente mencionados.

$FKt = NEO$
-------------

Finalmente, se comparan ambas metodologías “Hot Money Narrow + adulteración comercial” con el “Método Residual + adulteración comercial”. Del análisis que se realiza en el trabajo se desprende que la diferencia entre ambos métodos representa la posible fuga de capital lícito, y la brecha entre los mismos llega a su pico máximo en el año 2008.

#### 1.4.4. Método Residual de Tax Justice Network

James Henry (2012) estimó el stock de riqueza *offshore*, tomando 139 “países fuente” mediante el método residual, lo que alcanzó entre 21 y 32 billones de dólares en el año 2010. La innovación del cálculo de Henry es la adición del rendimiento que esos capitales *offshore* generaron año tras año.

Los 139 países que selecciona son “países fuente”, es decir, aquellos de donde proviene el capital fugado. La mayoría de ellos son países de bajos o medianos ingresos. Adopta como hipótesis que entre el 50 y 70 por ciento de esas ganancias *offshore* no gravadas no regresan a su país de origen, sino que son reinvertidas en el extranjero en instrumentos financieros relativamente seguros y de bajos rendimientos. Para ello, Henry supone una tasa conservadora de certificados de depósitos de 6 meses (6 month CD-rate).

#### 1.4.5. Método Residual de Gaggero, et. al. (2013)

En el trabajo de Gaggero, et. al. (2013) se estimó un stock de capitales externos de residentes argentinos de 373.912 millones de dólares acumulados entre 1970 y 2012. Estas estimaciones fueron realizadas tomando como punto de partida las estimaciones de Basualdo y Kulfas (entre 1970 y 1991) y luego mediante el método residual de la balanza de pagos, siguiendo el método de Henry (2012), adicionándole una tasa conservadora de rendimiento sobre el stock de capitales ubicados en el exterior.

La hipótesis que adopta Gaggero, et. al. (2013) es que el 90% del flujo anual de fuga de capitales es destinado a algún tipo de inversión en el exterior, a la que se le aplica una tasa conservadora de rendimiento, y que el 10% restante iba dirigido a consumo de bienes no durables o turismo. El cálculo de la renta y del stock de capitales es el siguiente:

$$R_t = (0,9 * FK_t + SFK_{t-1}) * P_t$$

$$SFK_t = SFK_{t-1} + 0,9 * FK_t + R_t$$

#### **1.4.6. Método de la Posición de Inversión Internacional**

Otra estimación de la fuga de capitales ilícitos se puede realizar a partir de la información de la Posición de Inversión Internacional (PII) que realiza el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) en Argentina y los Institutos de estadística y Bancos Centrales de otros países, basada en los datos de la Balanza de Pagos. Se puede obtener el stock de capitales fugados tomando los datos del stock de activos externos de “Otros Sectores” (anteriormente llamado, “Sector Privado No Financiero”) y de “Sociedades captadoras de depósitos” (anteriormente llamadas, “Otras Entidades Financieras”), excluyendo de la estimación a los sectores “Banco Central” y “Gobierno General”. Dentro de “Sociedades captadoras de depósitos” no sólo se encuentran las entidades financieras privadas sino también los bancos públicos, incluido el Banco Nación (que colabora con el BCRA en la intervención en el Mercado de Cambios). Esto quiere decir que la medición no indica únicamente la tenencia de activos externos por parte de los privados. De todas maneras, la participación de “Sociedades captadoras de depósitos” equivale aproximadamente al 2% del total y, por lo tanto, las tenencias de la banca pública resultan ser marginales en comparación con las del sector privado no financiero. Como alternativa, se puede excluir de su cómputo a la inversión directa.

Las limitaciones de esta metodología son posibles: 1) subestimaciones, ya que por realizarse a través de relevamientos y encuestas, las fuentes consultadas podrían omitir ciertas colocaciones o subestimar el monto de las mismas; 2) sobre o subestimaciones, como consecuencia de imputar rendimientos a las colocaciones en el exterior (Gaggero, Casparrino, y Libman, 2007; Gaggero et. al, 2013).

#### **1.4.7. Método del Balance Cambiario**

Otra metodología de estimación de la fuga de capitales en Argentina se basa en la utilización de los datos que brinda el Balance Cambiario que elabora el Banco Central de la República Argentina (BCRA). En este caso, la *fuga* se calcula tomando la formación de activos externos del Sector Privado No Financiero (FAE del SPNF) y, a ese monto, se le resta la variación de depósitos en dólares de las instituciones financieras registrados en el BCRA, entendiendo que parte de la compra de dólares del Sector Privado No Financiero (SPNF) en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) se debe a depósitos en bancos locales (Gaggero, Kupelian y Zelada, 2010; Gaggero et. al., 2013).

La principal diferencia entre el Balance de Pagos que publica INDEC y el Balance Cambiario del BCRA es que utilizan distintos criterios contables. Mientras que el primero utiliza el criterio del devengado, lo que significa que registra todas las operaciones independientemente de lo pagado, la segunda utiliza el criterio de lo percibido o “base caja”, es decir que registra sólo aquellas operaciones que están efectivamente realizadas. En este sentido, el segundo Balance es más certero, debido a que no se registran operaciones realizadas aún no percibidas, aunque también es más conservador en tanto sólo intercepta la fracción registrada de capitales que dejan el país.

Entonces, este método refleja como fuga de capitales a las compras netas de ventas de moneda extranjera que ha sido transada en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) y por lo tanto, registrada en el Balance Cambiario del BCRA, y no ha sido depositada en entidades financieras. Es decir que la fuga, en este caso, comprende moneda extranjera registrada (que podría considerarse equivalente a la fuga de capitales lícita), que se compone de billetes de moneda extranjera, inversiones en cartera y todo otro tipo de inversiones que han sido legalmente constituidas y transferidas al exterior. En cambio, la fuga de capitales ilícita se compone de capital que no ha sido registrado, ya sea que provenga de actividades originariamente ilícitas o que provenga de fondos vinculados a evasión o elusión fiscal, o que haya transgredido ciertas normas cambiarias, financieras u otras. En otras palabras, se consideran ilícitos a todos aquellos capitales cuyo origen, transferencia y/o utilización sea de modo ilícito.

Las principales limitaciones de este método son: 1) la imposibilidad de conocer los capitales ilícitos que se fugan, debido a que sólo registra las divisas registradas a través de las operaciones que se realizan en el MULC; 2) la subestimación de las cifras de activos externos lícitos, debido a que cierta parte de los mismos pueden ser encubiertos declarando otros destinos económicos (turismo, otros servicios, etc.); 3) se pueden realizar estimaciones sólo a partir del año 2002, ya que con anterioridad a dicho año, no se llevaba a cabo la estimación oficial del Balance Cambiario; 4) se escapan de las estimaciones los activos externos generados a través de las rentas, intereses y demás beneficios no declarados que se obtienen a partir de los activos externos originarios (Gaggero, Kupelian y Zelada, 2010).

### **1.5. Metodología de la estimación propia**

Mediante el estudio de investigaciones académicas precedentes y el análisis de las distintas metodologías existentes y de la información disponible a partir de las bases de

datos, tanto del FMI, como de fuentes oficiales publicadas por los institutos de estadística de los países relevados, el trabajo determinará la magnitud y evolución de la fuga de capitales en ocho de las principales economías de América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela (LAC 8). Para ello, como período de estudio se tomará en consideración el que va entre los años 2002 y 2017, y se contrastará contra periodos anteriores, siendo el horizonte temporal global el comprendido entre 1980 y 2017.

### **1.5.1. Definición y metodología propia**

En este trabajo se entiende por fuga de capitales a la transferencia de moneda extranjera al exterior y a su atesoramiento fuera del circuito financiero formal por parte de residentes, lo que incluye la remisión de fondos al exterior para realizar inversiones directas, de cartera o de otro tipo, además de la tenencia de activos externos que permanecen dentro de las fronteras nacionales pero fuera del registro del sistema financiero (cajas de seguridad y dinero atesorado en hogares, comúnmente conocido como “bajo el colchón”). Se adopta esta visión porque, a los fines de esta investigación, es de utilidad estudiar la suma de divisas que queda excluida del circuito financiero local y que impactan sobre la escasez de divisas de los países de América Latina. Por ello, resulta de interés conocer los flujos financieros no registrados además de los registrados.

Se utilizará como metodología de estimación de la fuga de capitales al Método Residual debido a que permite captar salidas lícitas e ilícitas de divisas, utilizando los datos del balance de pagos disponibles en la base del Fondo Monetario Internacional (FMI). Este método permite captar los flujos de fuga de capitales anuales de cada país de forma indirecta, considerando la ecuación del balance de pagos, se suman las fuentes de recursos, los ingresos de capitales (inversión extranjera y endeudamiento externo público y privado), y se restan los usos de recursos, como el saldo neto de la cuenta corriente y de la cuenta capital<sup>9</sup> y la variación de las reservas internacionales. Como resultado se obtendrá un residuo, que representa el flujo anual de salida de cada país, al cual, como alternativa, se le podrá adicionar la rentabilidad que genera el stock de

---

<sup>9</sup> En el Sexto Manual de Balanza de Pagos (MBP6) expone el Saldo de la Cuenta Financiera, por un lado, y, por otro, el Saldo de la Cuenta Capital, mientras que en el Quinto Manual de Balanza de Pagos (MBP5) se exponía todo junto como Saldo de la Cuenta capital y Financiera. Por esta razón, en las fórmulas de las estimaciones precedentes las cuentas capital y financiera se mostraban agregadas.

capitales fugados y reinvertidos en el exterior. La suma de los flujos conforma el stock de activos *offshore*.

Se ha seleccionado este método con el objeto de obtener mediciones comparables de largas series temporales para los ocho países. El resultado obtenido es un residuo, que comprende los activos externos de los residentes y los errores y omisiones. Además, este método permite desagregar el resultado en inversión directa, inversión de cartera y otras, derivados financieros y stock options de residentes en el exterior, y errores y omisiones. Esta última cuenta contiene salidas de capitales no registradas por las estadísticas externas.

Es importante resaltar las limitaciones de esta metodología.

En primer lugar, los errores y omisiones podrían involucrar verdaderos errores estadísticos, lo cual podría involucrar una sobrestimación. Aunque, como se verá a continuación, la estimación se encuentra subvaluada por otros motivos.

En segundo lugar, la adopción de este método conlleva a una subestimación, dado que no permite captar otras salidas de capital ilícitas, tales como la sub o sobre facturación de exportaciones o importaciones, y la manipulación de los precios de transferencia de bienes, servicios, deuda intragrupo, etc. que quedan registrados como salidas de capital “legitimadas” en la balanza de pago, así como otras salidas ilícitas que no quedan registradas bajo ningún concepto.

En tercer lugar, la calidad de la estimación depende estrictamente de la calidad estadística de la balanza de pagos.

En cuarto lugar, los flujos de fuga de capitales de los ocho países de América Latina, LAC 8, se estiman a partir de 1980, debido a la falta de disponibilidad de datos durante el período precedente. Esto quiere decir que dentro del monto de riqueza *offshore* acumulada de los países seleccionados no están incorporados los flujos previos a 1980, resultando en un stock inferior al efectivamente acumulado. En el caso particular de Argentina, adicionalmente, se presenta una estimación de fuga de capitales desde 1970, ya que se cuenta con los datos estadísticos desde ese año.

Se ha seleccionado la serie de datos de balanza de pagos del FMI<sup>10</sup> por contar con una de las series más extensas en relación con el período de tiempo que abarca (1980-

---

<sup>10</sup> International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics (BOPS). Disponible en: <http://data.imf.org/>

2017), y contar con información completa y desagregada de las balanzas de pagos de todos los países seleccionados -con excepción de Perú y Venezuela que alcanza hasta 2016-, la cual permite utilizar datos homogéneos para realizar comparaciones entre los distintos países y por amplios períodos de tiempo. Para el caso de Argentina, se han tomado los datos de FMI y se han contrastado con los del INDEC.

Para la estimación propia se adopta la siguiente ecuación, en línea con el modelo residual del Banco Mundial (Claessens and Naudé, 1993) y algunas modificaciones propias, partiendo de la ecuación de la balanza de pagos:

$$SCC + SCK + SCF - EyO = 0$$

Donde:

SCC = Saldo de la Cuenta Corriente

SCK = Saldo de la Cuenta de Capital

SCF = Saldo de la Cuenta Financiera<sup>11</sup>

EyO = Errores y Omisiones

Descomponiendo el Saldo de la Cuenta Financiera en sus subcuentas, se obtiene:

$$SCC + SCK + \overbrace{SCF - EyO} = 0$$
$$SCC + SCK + \Delta DE - IED R - ICyO R + IED NR + ICyO NR - \Delta RI - EyO = 0$$

Donde:

$\Delta DE$  = Variación de Deuda Externa (compuesta por instrumentos de deuda de Inversión Directa, de Inversión de Cartera y de Otras Inversiones de No Residentes y préstamos de organismos internacionales)

IED R = Flujo de Inversión Extranjera Directa de Residentes en el exterior (participaciones de capital e Instrumentos de deuda)

ICyO R = Flujo Inversión de Cartera, Derivados y Otras inversiones de Residentes en el exterior (participaciones de capital, stock options y derivados, e instrumentos de deuda)

IED NR = Flujo de Inversión Extranjera Directa de No Residentes en el país (solo participaciones de capital)

ICyO NR = Flujo Inversión de Cartera, Derivados y Otras inversiones de No Residentes en el país (solo participaciones de capital y stock options y derivados financieros)

---

<sup>11</sup> En el Sexto Manual de Balanza de Pagos (MBP6) el Saldo de la Cuenta Financiera incluye los Activos de Reserva (Reservas Internacionales), mientras que en el Quinto Manual de Balanza de Pagos (MBP5) se exponía la Cuenta capital y Financiera, por un lado, y las Reservas Internacionales, por otro.

Pasando algunos términos para el lado derecho de la ecuación, se obtiene, por el lado izquierdo, las fuentes de divisas (ingresos de fondos de no residentes) y los usos de divisas (financiamiento de cuenta corriente y variación de reservas), y, por el lado derecho, los activos externos de residentes y errores y omisiones:

$$SCC + SCK + \Delta DE + IED NR + ICyO NR - \Delta RI = IED R + ICyO R + EyO$$

Así, ambos lados de la ecuación equivalen a los flujos de fuga de capitales del período:

$FKt = SCC + SCK + IED NR + ICyO NR + \Delta DE - \Delta RI$
--

Es lo mismo que:

$FKt = IED R + ICyO R + EyO$
------------------------------

Donde:

FKt = Flujos de fuga de capitales del periodo

Es preciso definir las cuentas que componen la Balanza de Pagos, de acuerdo a la Metodología del Sexto Manual de Balanza de Pagos (INDEC, 2018; FMI, 2009):

Cuenta Corriente: Registra el comercio de bienes y servicios, los flujos de ingresos primarios e ingresos secundarios entre residentes y no residentes. El ingreso primario refleja el rendimiento que perciben las unidades institucionales por su contribución al proceso de producción o por el suministro de activos financieros y de recursos naturales a otras unidades institucionales, en forma de renta. Se compone fundamentalmente de remuneraciones y rentas de la inversión extranjera. En el ingreso secundario se registran las transferencias corrientes entre residentes y no residentes. Se compone de transferencias en efectivo o en especie, entre gobiernos de diferentes países o entre gobiernos y otros no residentes, relativas a impuestos, contribuciones, cooperación, entre otros. Además incluye transferencias entre los restantes sectores no gubernamentales relativas a remesas de trabajadores, impuestos, contribuciones, primas de seguro de vida, entre otras.

Cuenta de Capital: Registra las transferencias de capital y la adquisición y disposición de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes. Las transferencias de capital son transferencias en las que se traspasan la propiedad de una parte a otra, o se obliga una de las partes a disponer o adquirir, de un activo (distinto del efectivo y de las existencias), o en las que el acreedor condona una obligación. Las

adquisiciones/disposiciones brutas de activos no financieros no producidos comprenden la compra-venta de tierras por parte de embajadas y la compra-venta de los derechos de propiedad de concesiones y marcas registradas, contratos, licencias y fondos de comercio.

Errores y Omisiones: es una cuenta equilibradora o de discrepancia estadística, para compensar toda sobrestimación o subestimación de los componentes registrados. Así, si el saldo de estos componentes refleja un crédito, la partida de errores y omisiones netos aparece como un débito de igual valor y viceversa.

Reservas Internacionales: Son los activos externos que están disponibles de inmediato y bajo el control de las autoridades monetarias para satisfacer necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, para intervenir en los mercados cambiarios a fin de influir sobre el tipo de cambio y para otros fines conexos (como el mantenimiento de la confianza en la moneda y la economía y servir como base para el endeudamiento externo).

Cuenta Financiera: Registra las transacciones relativas a los activos financieros y pasivos que tienen lugar entre residentes y no residentes. Está compuesta por las siguientes cuentas:

✓ Inversión Directa: Refleja el objetivo de una empresa residente en una economía de adquirir un interés duradero en una empresa residente en otra economía, que supone la existencia de una relación a largo plazo entre el inversionista directo y la empresa de inversión directa y un grado significativo de influencia del inversionista en la toma de decisiones de esta última. Las relaciones de inversión directa inmediata surgen cuando un inversionista directo posee participaciones de capital que le confieren un poder de voto del 10% o más en la empresa de inversión directa. También, las inversiones en inmuebles por parte de residentes en otra economía son tratadas como inversión directa. Esta cuenta incluye:

- Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión: Comprende los aportes y disminuciones de capital, fusiones y adquisiciones entre empresas con relación de inversión directa, y la reinversión de utilidades, es decir, utilidades retenidas de la empresa que no fueron distribuidas entre los inversionistas directos como dividendos o distribución o retiro en el caso de cuasisociedades.

- Instrumentos de Deuda: Es la obligación de pagar un monto de principal y/o intereses a un acreedor con el que existe una relación de inversión directa.
  
- ✓ Inversión de cartera: Comprende las transacciones transfronterizas que implican títulos de deuda o de participación en el capital, distintos de los incluidos en la inversión directa o los activos de reserva. Esta cuenta incluye:
  - Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión: Es la inversión de cartera en acciones y otras participaciones en el capital.
  - Instrumentos de Deuda: Son valores negociables que incorporan un derecho crediticio en sentido estricto permitiendo al emisor financiar inversiones a través de su colocación en el mercado de capitales.
  
- ✓ Derivados financieros (distintos de reservas) y opciones de compra de acciones por parte de empleados (stock options): Es un instrumento financiero vinculado a otro instrumento financiero específico o indicador o materia prima, a través del cual pueden negociarse en los mercados financieros, por derecho propio, riesgos financieros específicos (como riesgo de variaciones de tasas de interés, riesgo cambiario, riesgo de variaciones de las cotizaciones bursátiles y de los precios de las materias primas, riesgo de crédito, etc.).
  
- ✓ Otra inversión: Es una categoría residual que comprende las transacciones que no se incluyen en la inversión directa, la inversión de cartera, los derivados financieros y los activos de reserva. Puede incluir participaciones de cuasisociedades, como sucursales, fideicomisos, sociedades de responsabilidad limitada y de otro tipo, fondos no constituidos en sociedades, unidades hipotéticas para ejercer la propiedad de bienes raíces y otros recursos naturales; y de organismos internacionales; pero se incluyen en otra inversión si la participación otorga un poder de voto inferior al 10%.

La estimación propia se presenta de la siguiente manera:

- 1) La fuga de capitales acumulada desde 1980, sin considerar renta.
- 2) Como alternativa, se calcula la fuga de capitales acumulada desde 1980 adoptando el criterio de adicionar el rendimiento generado por el 40% del stock acumulado en cada año. Es de esperar que cierta porción de los activos financieros colocados en el exterior estén invertidos en instrumentos que generen alguna rentabilidad. Por ello, se tomó el 40% de los activos acumulados en el exterior, como hipótesis conservadora, teniendo en cuenta que la estimación de la Posición de Inversión Internacional de INDEC arroja,

entre 1991 y 2017, un promedio del 37% de los activos externos del SPNF que corresponden a inversión de cartera (participaciones de capital e instrumentos de deuda) e inversión directa en el exterior (participaciones de capital e inversión inmobiliaria) y un 63%, a activos líquidos, de moneda y depósitos. Para la estimación se aplicó una tasa de interés conservadora, la tasa LIBOR a 6 meses de FMI<sup>12</sup> (Six month London interbank offered rate).

La hipótesis de rentabilidad adoptada es la siguiente:

$$R_t = 0,4 * SFK_{t-1} * P_t$$

$R_t$  = renta sobre capitales fugados en el período “t”

0,4 = proporción de activos externos que genera rentas

$SFK_{t-1}$  = stock de capitales fugados en el período “t-1”

$P_t$  = tasa vigente durante el período “t”

Quedando el flujo del periodo de la alternativa 2) estimado de la siguiente forma:

$$FK_t = IED_R + ICyO_R + EyO + R_t$$

Además, para la hipótesis de rentabilidad, se ha aplicado un “filtro” para neutralizar el impacto de la tasa sobre los flujos negativos (es decir, sobre las entradas de flujos) dado que no es posible calcular rentabilidad en el exterior sobre fondos que ingresan.<sup>13</sup>

$$R_t = \text{MAX} ( (0,4 * SFK_{t-1} * P_t) ; 0 )$$

Para realizar comparaciones, se presentan dos versiones alternativas, tomando los criterios adoptados en estimaciones precedentes:

3) La fuga de capitales acumulada desde 1980 adoptando el criterio de Basualdo y Kulfas (2002), es decir, adicionando el rendimiento generado por el 70% del stock alcanzado en cada año.

4) La fuga de capitales acumulada desde 1980 adoptando el criterio de Gaggero et. al. (2013), es decir, se le adiciona el rendimiento generado por el total del stock y del 90% del flujo anual, considerando que un 10% de éste fue destinado a consumo de bienes no durables o a turismo.

<sup>12</sup> International Monetary Fund, World Economic Outlook Database. Disponible en: <http://data.imf.org/>

<sup>13</sup> Un filtro similar utiliza Global Financial Integrity para eliminar los flujos que ingresan (ver Kar y Devon, 2008; Kar y Freitas, 2012).

Para las versiones 3) y 4) también se utilizó la tasa LIBOR a 6 meses de FMI (Six month London interbank offered rate). En estos casos también se aplicó el filtro explicado anteriormente.

Para las comparaciones intertemporales se calcularon los flujos de fuga de capitales a precios constantes. Para ello, se aplicó el índice de precios al consumidor de los Estados Unidos de la base de datos de la OCDE<sup>14</sup> disponible desde 1970 a 2017 y se cambió su base a 2017.

Para hacer comparaciones con el Producto Interno Bruto (PIB) de los países, se tomaron los datos de 1980 a 2017 del Banco Mundial (BM)<sup>15</sup> a precios corrientes y a precios constantes, año de base 2010, y se cambió la base de esta última a 2017. En el caso de Venezuela, debido a la falta de datos de PIB a precios corrientes y constantes en las distintas bases de datos disponibles para los años 2015, 2016 y 2017, se han tomado los datos de PIB a precios corrientes del FMI<sup>16</sup> para dichos años. Además, se utilizan los datos de PIB en términos de paridad de poder adquisitivo (PIB-PPP, por sus siglas en inglés, power purchase parity) del FMI<sup>17</sup> para todos los países de 1980 a 2017.

### **1.5.2. Aclaraciones previas**

#### Inversión Extranjera Directa

En relación con la Inversión Extranjera Directa (IED), se considera que la inversión directa de residentes en el exterior (activos externos) forma parte de los flujos de fuga.

Como se mencionó anteriormente, por IED de residentes en el exterior, las estadísticas nacionales consideran a las participaciones de capital superiores a un 10% y a las inversiones inmobiliarias en el exterior. A continuación se transcribe la metodología de INDEC (2018) para calcular esta cifra:

*“Metodología: en cuanto a los activos, los aportes de las sociedades no financieras, hogares e ISFLSH [Instituciones Sin Fines de Lucro que Sirven Hogares] se obtienen de encuestas, mientras que las fusiones y adquisiciones se estiman sobre la base de información de las publicaciones realizadas por la BCBA [Bolsa de Comercio de Buenos Aires], los estados contables de las empresas e información periódica. La inversión inmobiliaria se estima sobre la base de los metros cuadrados construidos en el exterior*

---

<sup>14</sup> Disponible en: <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>

<sup>15</sup> Banco Mundial. Disponible en: <http://datos.bancomundial.org/indicador/>

<sup>16</sup> International Monetary Fund, World Economic Outlook Database. Disponible en: <http://data.imf.org/>

<sup>17</sup> International Monetary Fund, World Economic Outlook Database. Disponible en: <http://data.imf.org/>

*y su precio promedio. Para el caso de los pasivos de las sociedades captadoras de depósitos, excepto el banco central, los flujos se estiman a partir de los aportes que surgen del estado de evolución del patrimonio neto provistos por el BCRA y las fusiones y adquisiciones surgen de analizar la evolución de la nómina de accionistas; mientras que para las sociedades no financieras, hogares e ISFLSH se estiman sobre la base de información del informe sobre evolución del MULC, las publicaciones realizadas por la BCBA, los estados contables de empresas e información periodística.*

*Fuentes: estados contables de empresas locales con participación en empresas no residentes, informe sobre evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario y Relevamiento anual sobre inversiones directas en empresas residentes, ambos del BCRA, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Comisión Nacional de Valores, información periodística, Instituto de Estadísticas de Uruguay, Cámara Inmobiliaria de EEUU y los estados de evolución del patrimonio neto provistos por el BCRA.” (p. 38)*

Se adopta el criterio de incluir la inversión directa como parte de la fuga de capitales dado que los residentes podrían subdeclarar sus inversiones de cartera y en su lugar declarar inversión directa en el exterior, a la vez que la adquisición de propiedades inmobiliarias, que forma parte de la inversión directa, podría considerarse un gasto suntuoso en lugar de inversión productiva.

La metodología del Manual de la Balanza de Pagos del FMI indica que “la inversión directa en la economía declarante” incluye además de participaciones de capital entre el inversionista directo y la empresa, y la reinversión de utilidades, el crédito entre empresas afiliadas, que no se trata de deuda entre ciertas sociedades financieras afiliadas.

Dado que las estadísticas publicadas por el FMI, tomadas de los Bancos Centrales e Institutos de Estadística de cada uno de los países, separan a las “participaciones de capital” de los “instrumentos de deuda” que componen la inversión directa, se procedió a tomar para el cálculo propio los datos de “participaciones de capital” dentro de los datos de “inversión directa en el país declarante”.

Esta segregación es un aspecto relevante, principalmente para ciertos países en los que los instrumentos de deuda intercompañía han mantenido un peso prominente, ya que estos títulos también forman parte de la variable “deuda externa total” que se incluye en el “Método Residual” y de no segregarlos dentro de la inversión directa, se estarían duplicando los montos de deuda externa. En el caso de Argentina, éste no es un factor tan preponderante, pero sí para el caso de Brasil desde 2006 en adelante, en México desde 1994 en adelante, en Colombia desde 2011 y en Chile desde 2010.

### Inversión de cartera y otras

Tal como explica Basualdo y Kulfas (2002), existen otros ingresos además de la inversión extranjera directa, tal como la inversión en cartera, que deben contemplarse en la estimación del modelo residual, y que no eran contemplados en el Modelo del Banco Mundial, debido a los cambios metodológicos en el Manual del Balance de Pagos. Es por ello, que en la estimación propia, en la ecuación residual ( $FKt = SCC + SCK + IED NR + ICyO NR + \Delta DE - \Delta RI$ ) se han incorporado los títulos de participaciones en el capital (pasivos, es decir, de No Residentes), que son las inversiones de cartera en acciones y otras participaciones en el capital inferiores al 10% de participación, y stock options y derivados financieros de No Residentes en el país.

Por otra parte, se han excluido los títulos de deuda que se encuentran dentro de la inversión de cartera y dentro de otras inversiones, ya que se estarían duplicando los flujos de deuda que se incluyen dentro de "Deuda Externa Total".

### Deuda Externa

Otra consideración preliminar es que el Método Residual corre el riesgo de subestimar la fuga de capitales cuando se hayan efectuado reestructuraciones de deuda externa, ya que las condonaciones de deuda, al reducir los stocks de endeudamiento, quedan registradas como un egreso de fondos por pagos de deuda.

Por esta razón, para la estimación propia, se han tomado los flujos efectivos de endeudamiento externo registrados en el balance de pagos, evitando tomar la variación del stock que ocasiona los problemas relativos a las reestructuraciones de deuda.

La deuda externa representa los pasivos externos que requieren el pago del principal y/o intereses en el futuro, excluyendo las acciones y derivados financieros. En este sentido, la estimación de deuda externa se compone de préstamos del FMI o excepcionales, instrumentos de deuda que forman parte de la "inversión de cartera", instrumentos de deuda que forma parte de "otras inversiones" e instrumentos de deuda que forman parte de "inversión directa"; excluyendo las participaciones de capital y los derivados financieros y stock options.

### Errores y Omisiones

Si bien el rubro de "Errores y Omisiones" no es necesariamente atribuible completamente a una salida de capitales no registrada, una suma de flujos positivos o negativos de errores persistentemente estable podría estar indicando que uno de los ingresos o egresos no está registrado de manera correcta (Schneider, 2003). Dado que

para algunos países, tales como México o Venezuela, los errores y omisiones tienen un peso muy significativo en la estimación de la Balanza de Pagos, se adoptó el criterio de considerar dicho monto como parte del residuo que compone la fuga de divisas que no queda registrada. Por ejemplo, parte de las estimaciones de la organización Global Financial Integrity de flujos financieros ilícitos se basan en los errores y omisiones del balance de pagos, lo que llaman “Hot Money Narrow”, ya que consideran que esos flujos representan las salidas de capital ilícito.

### Cambios en el Manual de la Balanza de Pagos

En el Sexto Manual de Balanza de Pagos (MBP6) se indica exponer el Saldo de la Cuenta Financiera, por un lado, y, por otro, el Saldo de la Cuenta Capital, mientras que en el Quinto Manual de Balanza de Pagos (MBP5) se exponía todo junto como Saldo de la Cuenta capital y Financiera. Por ello, en la estimación propia se contempla por un lado el SCF y por otro el SCK, y en las anteriores estaba presente solamente el SCF.

Además, en el Sexto Manual de Balanza de Pagos (MBP6) dentro de la Cuenta Financiera están incluidos los Activos de Reserva (Reservas Internacionales), mientras que, anteriormente, en el Quinto Manual de Balanza de Pagos (MBP5) se exponía la Cuenta Capital y Financiera, por un lado, y las Reservas Internacionales, por otro. Por ello, en la fórmula de la estimación propia, en un primer momento, no figuran desagregadas las reservas internacionales.

### **1.5.3. Método de la Posición de Inversión Internacional**

A modo de comparación, se utilizaron los datos de la Posición de Inversión Internacional del FMI de activos externos de residentes de la Posición de Inversión Internacional (PII) correspondientes a “Otros Sectores” y a “Sociedades captadoras de depósitos, excepto el banco central”, excluyendo los activos externos de “Banco Central” y “Gobierno general”. Cabe aclarar que “Otros sectores” se compone de “Otras sociedades financieras” y “Sociedades no financieras, hogares e Instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares”.

La PII es un estado contable estadístico que muestra, en un momento dado, el valor de mercado de los activos financieros y pasivos de los residentes de una economía frente a los no residentes. Las posiciones se registran en términos de stocks. La diferencia entre los stocks de la PII es explicada por las transacciones de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, las variaciones de los precios de los activos y pasivos, las ganancias o pérdidas por tipos de cambio y otras variaciones. La diferencia entre los

activos financieros (activos externos de residentes) y pasivos externos (activos de no residentes en el país) de una economía es la PII neta.

Cabe mencionar que, en el caso de Argentina, las estimaciones oficiales de activos externos subvalúan la riqueza de los residentes en el exterior (Gaggero et. al., 2013), dado que resultan muy inferiores a las estimaciones alternativas (como las de Gaggero, et. al., 2013; Henry, 2012; Basualdo, 2017).

#### **1.5.4. Método del Balance Cambiario**

Por último, para el caso de Argentina, también se utilizaron los datos del Balance Cambiario del BCRA para estimar las salidas netas de divisas por compra para atesoramiento y giros al exterior. Para ello, se tomaron los datos de las compras menos las ventas de moneda extranjera de la Formación de Activos Externos del Sector Privado No Financiero, y a ello se le restó la variación de depósitos del sector privado en moneda extranjera que publica el BCRA<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> BALANCES CONSOLIDADOS DEL SISTEMA FINANCIERO y BALANCE CAMBIARIO. Disponible en: [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

## CAPÍTULO 2. LA FUGA DE CAPITALS EN AMÉRICA LATINA

### 2.1. Estimaciones de fuga de capitales de América Latina<sup>19</sup>

En esta sección se analizan las estimaciones de fuga de capitales en LAC 8 y se compara la metodología propia con otras metodologías alternativas.

En conjunto las ocho economías latinoamericanas acumulan desde 1980 activos financieros en el exterior por aproximadamente 2,1 billones de dólares. La estimación se basa en el método residual de la balanza de pagos, acumulado entre 1980 y 2017 - sin contemplar los rendimientos en el exterior-. Cabe destacar que el resultado alcanzado es conservador, ya que no se contemplan los rendimientos de dichos activos en el exterior (ver “Capítulo 1.5.1. Definición y metodología propia”).

Adoptando la hipótesis de que el 40% de los activos externos generan rendimientos a una tasa LIBOR a 6 meses obtenemos un stock de riqueza *offshore* con rendimiento de 2,3 billones de dólares (2.312.878 millones de dólares) para estas ocho economías latinoamericanas. El supuesto de la reinversión del 40% de los activos *offshore* también es una hipótesis conservadora, tomando como parámetro a las estadísticas oficiales argentinas de activos externos de residentes del sector privado (PII, INDEC), cuyos activos con rendimientos promedian alrededor del 37% sobre los totales.

Si se toma el criterio de Basualdo y Kulfas (2002), que involucra un rendimiento sobre el 70% del capital acumulado en el exterior, el stock de activos *offshore* arroja 2,5 billones de dólares, un monto cercano al que se desprende de la hipótesis de Gaggero et. al. (2013), que alcanza los 2,57 billones de dólares, siguiendo el criterio de reinversión de un 90% del capital y de un consumo del 10% restante.

En síntesis, se puede afirmar que el stock de activos externos de propiedad de residentes de América Latina, acumulado entre 1980 y 2017, arroja entre 2,1 billones y 2,57 billones de dólares, según las distintas variaciones del método residual de la balanza de pagos<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> Hace referencia a Argentina, Brasil, México, Venezuela, Chile, Colombia, Perú y Uruguay. De aquí en adelante, se mencionarán como LAC 8. Además, hace falta aclarar que en todas las estimaciones que incluyen a Venezuela y Perú los datos de estos países alcanzan hasta el año 2016 inclusive, por falta de disponibilidad de los datos del año 2017.

<sup>20</sup> En el Anexo Estadístico se muestran las distintas estimaciones realizadas desagregadas por países.

**Cuadro 2. Comparación de estimaciones de LAC 8, fuga de capitales 1980-2017 y  
variación de stock de activos externos de la PII 2002-2017. En millones de  
dólares corrientes.**

LAC 8	Fuga de capitales 1980-2017				Var. stock 2017 PII - LAC 8 (Sector Privado)	
	sin rend.	40% r	70% r	90% r - 10% c		
1980	6.068	6.680	6.680	6.680		
1981	22.824	23.855	24.192	25.208		
1982	20.460	22.119	23.396	25.270		
1983	9.848	11.932	13.607	15.424		
1984	10.582	13.472	15.898	18.710		
1985	7.888	10.587	12.958	15.605		
1986	713	3.576	5.651	7.986		
1987	5.663	8.469	11.013	13.884		
1988	7.302	10.809	13.987	17.603		
1989	70	4.331	8.461	13.680		
1990	16.683	20.834	24.888	29.636		
1991	15.597	20.351	23.867	26.542		
1992	-906	1.564	4.175	7.723		
1993	19.029	21.202	23.556	25.450		
1994	33.695	37.341	41.232	44.517		
1995	32.176	37.472	42.999	48.647		
1996	31.311	37.005	42.918	48.908		
1997	22.114	28.931	36.001	43.943		
1998	30.196	37.296	44.751	52.794		
1999	38.012	45.926	54.276	63.096		
2000	14.846	25.584	36.930	50.906		
2001	33.265	39.667	46.611	53.505		
2002	25.949	29.479	33.300	36.134	2002	24.273
2003	35.174	37.627	40.266	40.556	2003	51.088
2004	55.667	59.510	63.590	64.123	2004	61.292
2005	65.396	74.366	83.718	91.062	2005	62.743
2006	89.930	104.062	118.681	132.008	2006	117.271
2007	150.065	166.326	183.065	195.701	2007	154.607
2008	85.171	96.624	108.205	115.993	2008	2.572
2009	111.023	115.673	120.352	115.964	2009	108.776
2010	197.990	200.378	202.737	186.611	2010	185.617
2011	142.907	145.651	148.273	137.552	2011	68.258
2012	147.370	151.488	155.354	145.714	2012	213.740
2013	158.924	161.624	164.122	151.458	2013	89.415
2014	170.277	172.661	174.836	160.559	2014	116.273
2015	95.460	99.302	102.759	97.119	2015	6.723
2016	84.663	93.465	101.349	101.567	2016	62.527
2017	125.197	135.638	144.888	142.851	2017	159.666
Stock 2002-2017 (1)	1.741.162	1.843.874	1.945.495	1.914.972	Stock 2002-2017 (3)	1.484.840
Stock 1980-2017 (2)	2.118.597	2.312.878	2.503.544	2.570.688	Stock PII (4)	1.913.281
(1) / (2)	82%	80%	78%	74%	(3) / (4)	78%

(1) % PIB 2017	35%	37%	39%	39%	(3) % PIB 2017	30%
(1) % PIB - PPP 2017	20%	21%	22%	22%	(3) % PIB - PPP 2017	17%
(2) % PIB 2017	43%	47%	51%	52%	(4) % PIB 2017	39%
(2) % PIB - PPP 2017	24%	27%	29%	29%	(4) % PIB - PPP 2017	22%

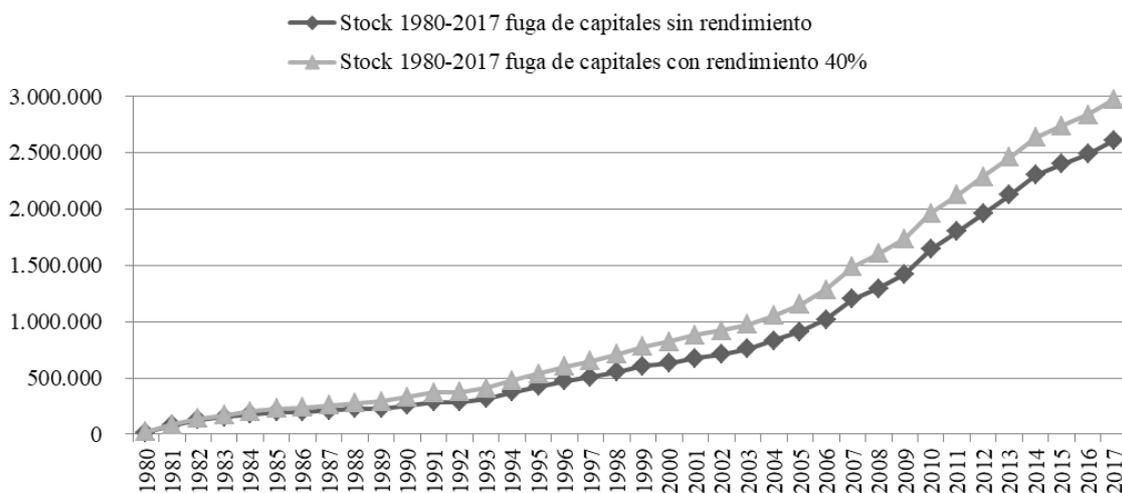
Prom. anual 1980-2017	55.753	60.865	65.883	67.650		
Prom. anual 1980-2001	17.156	21.318	25.366	29.805		
Prom. anual 2002-2017	108.823	115.242	121.593	119.686	Prom. anual 2002-2017	92.802
Prom. anual 2002-2006	54.423	61.009	67.911	72.777	Prom. anual 2002-2006	63.333
Prom. anual 2007-2017	133.550	139.894	145.995	141.008	Prom. anual 2007-2017	106.198

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del FMI y BM.

A modo de comparación, se elaboró el **Cuadro 2** con las distintas estimaciones del método residual de la balanza de pagos y las estimaciones del stock de activos externos que acumulan los residentes de estas economías según la Posición de Inversión Internacional (tomando el sector privado, financiero y no financiero, dejando de lado el Banco Central y Gobierno General), que suman en conjunto 1,9 billones de dólares en 2017.

En el Gráfico 1 se puede observar la evolución del stock de fuga de capitales de 1980-2017 de América Latina (ocho países) sin rendimiento y con un rendimiento conservador, a precios constantes. El gráfico se presenta en precios constantes de 2017 para no afectar la comparación dado el extenso periodo temporal que abarca. Allí se puede apreciar el despegue de la fuga de divisas en América Latina a partir del año 2002, respecto de la evolución de décadas previas.

**Gráfico 1. Stock de fuga de capitales entre 1980 y 2017 de LAC 8, sin rendimiento y con un rendimiento del 40% del capital. En millones de dólares constantes de 2017.**

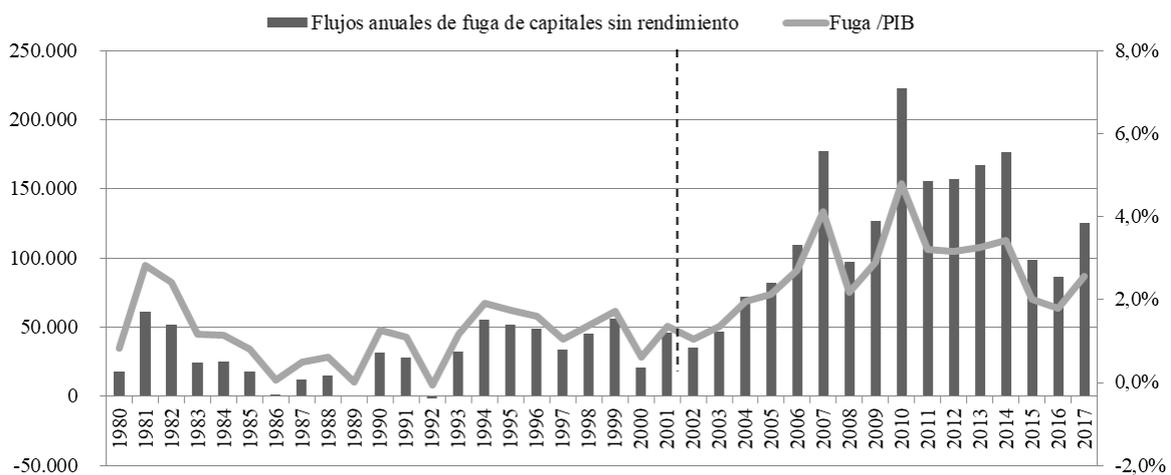


Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del FMI y OCDE.

La aceleración de la fuga de capitales de los países de América Latina desde el año 2002 resulta un hecho estilizado de la economía. Los flujos anuales promedio de fuga de capitales de las ocho economías fueron de 55.800 millones de dólares corrientes desde 1980 a 2017, y en la etapa que va desde 2002 a 2017, tuvieron un promedio anual de 108.800 millones de dólares corrientes. En precios constantes, el promedio fue de 68.800 millones de dólares constantes desde 1980 a 2017, y entre 2002 y 2017 fue de 121.000 millones de dólares constantes.

A continuación, el **Gráfico 2** presenta la evolución de los flujos anuales de fuga de capitales de LAC 8 calculados mediante el Método Residual de la Balanza de Pagos - sin contemplar los rendimientos que generan estos capitales en el exterior- desde 1980 hasta el año 2017, en millones de dólares constantes. Allí se compara la evolución de los flujos anuales del período 1980-2001 contra la del período 2002-2017 en precios constantes, mostrando con claridad una aceleración de la tendencia de los flujos financieros en el último periodo, 2002-2017. Como podrá observarse, los flujos de salida de residentes en términos nominales se mantuvieron elevados fundamentalmente entre 2007 y 2017, aunque en términos relativos al PIB, fueron significativos a lo largo de todo el período 2002-2017. En promedio entre 2002 y 2017, los flujos significaron anualmente un 2,6% del producto bruto anual conjunto de las ocho economías estudiadas.

**Gráfico 2. Flujos anuales de fuga de capitales LAC 8, 1980-2017, sin rendimiento.**  
**En millones de dólares constantes de 2017 y en porcentaje de PIB.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del FMI, BM y OCDE.

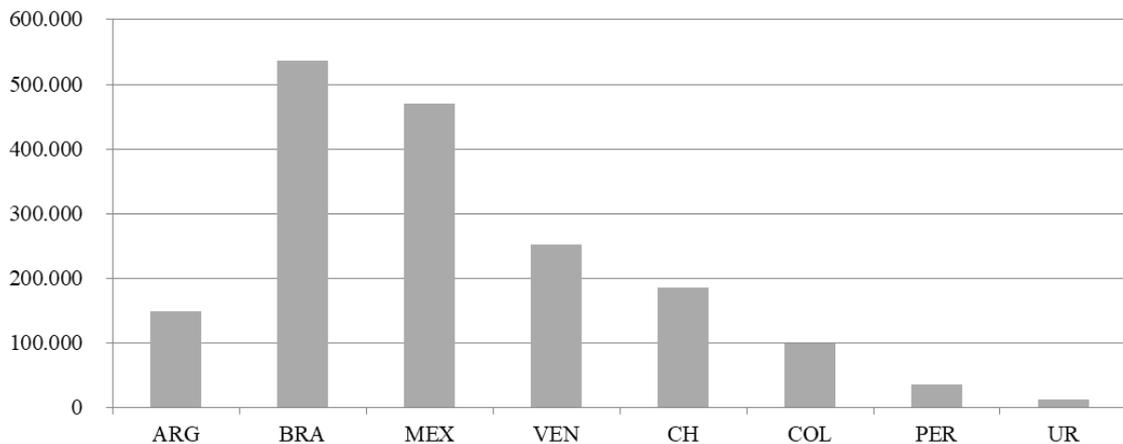
Entre 2002 y 2017 los flujos acumulados de fuga de capitales de las ocho economías en conjunto suman 1,74 billones de dólares corrientes (1.741.163 millones de dólares), que representan el 82% del total de riqueza *offshore* de residentes acumulado entre 1980 y 2017. Esto indica que en solamente 16 años (2002-2017) se fugó el 82% de la riqueza acumulada en 38 años. A precios constantes, los flujos acumulados en 2002-2017 representan un 74% sobre los acumulados en 1980-2017 (1.936.568 sobre un total de 2.613.160 millones de dólares constantes).

Este cúmulo de 1,74 billones de dólares corrientes de activos externos de residentes latinoamericanos originados en la región entre 2002 y 2017 representa alrededor del

35% del producto bruto de los ocho países en conjunto del año 2017, y alrededor del 20% del producto bruto conjunto a valores de paridad de poder adquisitivo del año 2017.

Asimismo, el **Gráfico 3** constata que los países con mayor salida de capitales en los últimos 16 años fueron, en orden, Brasil, México, Venezuela, Chile y Argentina. Los volúmenes de salida de estas cinco economías en conjunto, en estos 16 años, acumulan alrededor de 1,6 billones de dólares (1.593.893 millones de dólares), que representan el 92% del acumulado por los ocho países.

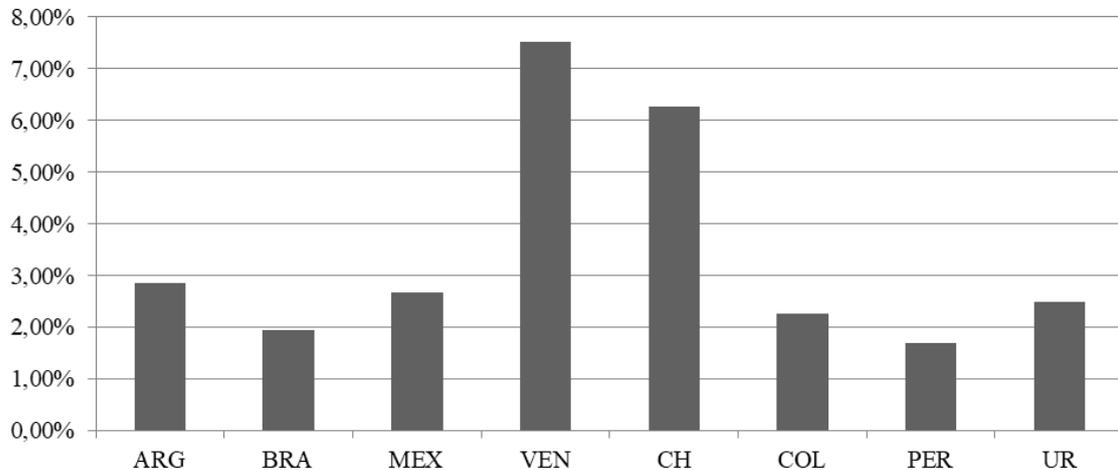
**Gráfico 3. Fuga de capitales acumulada entre 2002 y 2017 de las ocho economías de América Latina. En millones de dólares corrientes.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del FMI.

Analizando el comportamiento de la fuga en relación con el producto de estas economías en el periodo 2002-2017 (en el **Gráfico 4**), se observa que las más afectadas fueron, en orden, Venezuela con un promedio de fuga anual de 7,5% de su PIB, Chile con un promedio de salida anual de 6,3% de su PIB, Argentina con un promedio de 2,9% de su PIB, México con un promedio de 2,7% de su PIB, y Uruguay con un promedio de 2,5% de su PIB y, en menor medida, Colombia con un 2,3% de su PIB, Brasil con 2% y Perú con 1,7%.

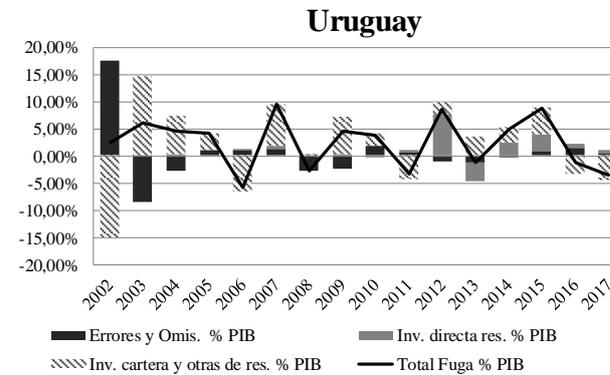
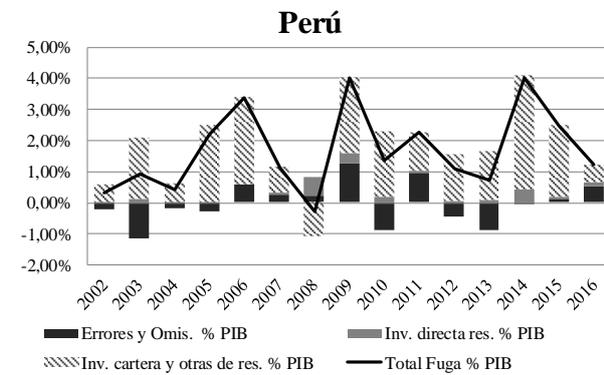
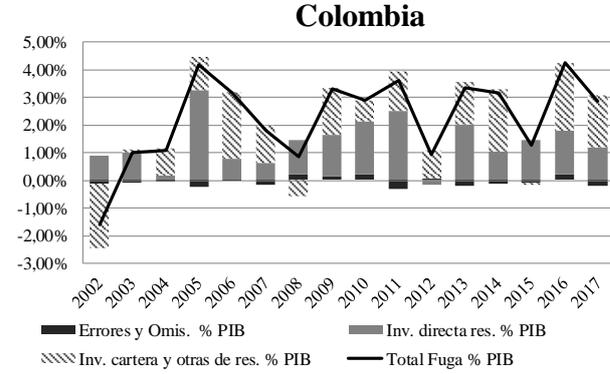
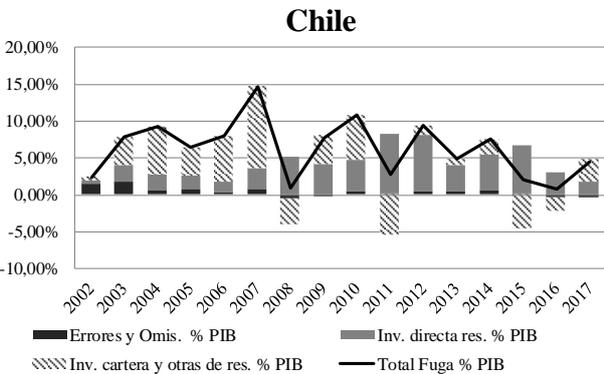
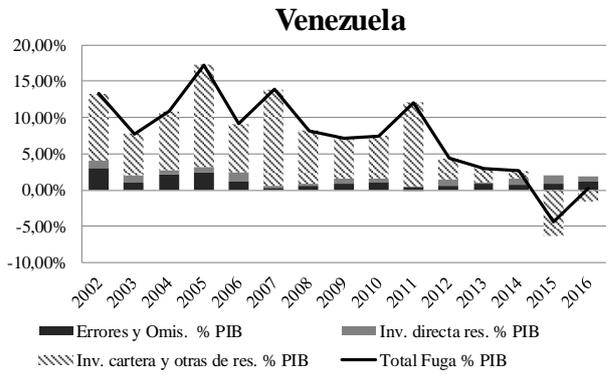
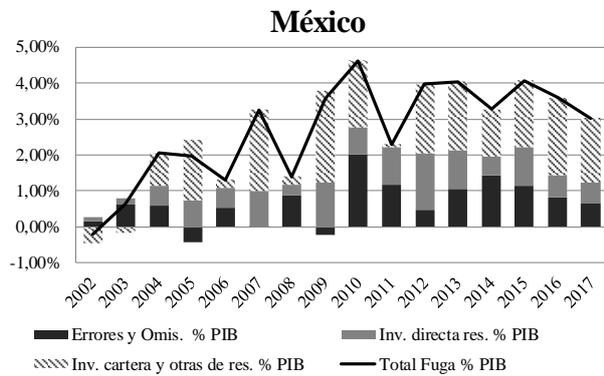
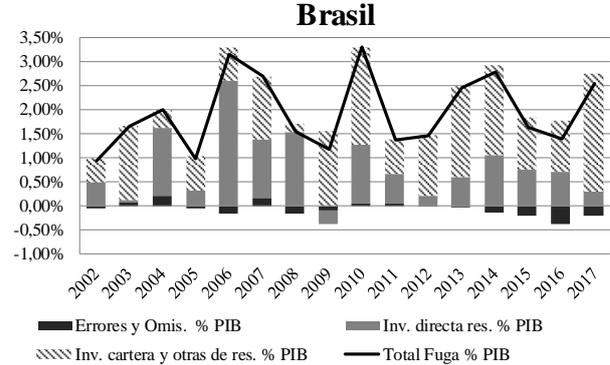
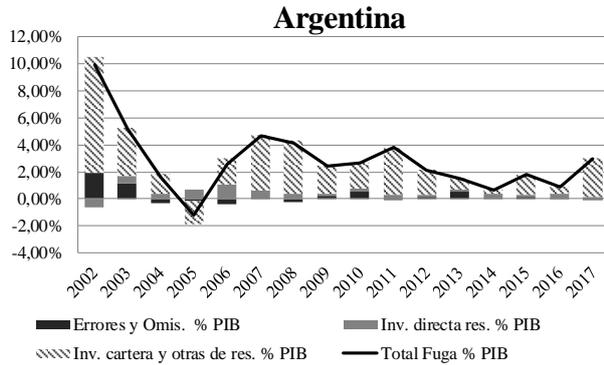
**Gráfico 4. Promedios anuales de fuga de capitales en porcentaje de PIB entre 2002 y 2017 de las ocho economías de América Latina.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del FMI y BM.

Si se observa la composición de la fuga de divisas (**Gráfico 5**), surge que la mayor parte de los activos externos de los residentes de América Latina son inversiones líquidas, de bajo riesgo, depósitos, inversiones de cartera y otras. Considerando los ocho países en conjunto, entre 2002 y 2017, en promedio el 53,5% de los activos externos de residentes se colocó en depósitos bancarios en el exterior y en inversión de portafolio (acciones, títulos, fondos de inversión) y otras participaciones de capital en empresas, inferiores al 10% del capital. Mientras que, en promedio, el 36,2% se colocó en inversión directa, participaciones de capital en empresas superiores al 10% de la tenencia e inversión inmobiliaria, y otro 10,3% promedio se debe a errores y omisiones, es decir, flujos financieros no registrados, que podrían explicar algunas de las salidas de flujos financieros ilícitos.

**Gráfico 5. Composición de los flujos de fuga de capitales de residentes de LAC  
 8, 2002-2017. En porcentaje de PIB.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de BM y FMI.

Analizando individualmente a cada uno de los países, los residentes de Argentina, Venezuela y Perú poseen en el exterior predominantemente inversiones líquidas, lo que indica que la fuga de capitales se relaciona con activos de alta liquidez y bajo riesgo. En el caso de Uruguay prevalecen las inversiones líquidas con excepción de los años 2012 a 2015, donde se observa una importante salida de fondos destinados a inversión directa. Mientras que, en el caso de Colombia, Brasil, México y Chile, la inversión de residentes dirigida a participaciones en empresas e inmobiliaria (directa) en el exterior tiene un peso relativo superior. Por último, resulta llamativa la relevancia de los errores y omisiones en el caso de México, lo que podría dar cuenta de una salida muy relevante de flujos financieros ilícitos.

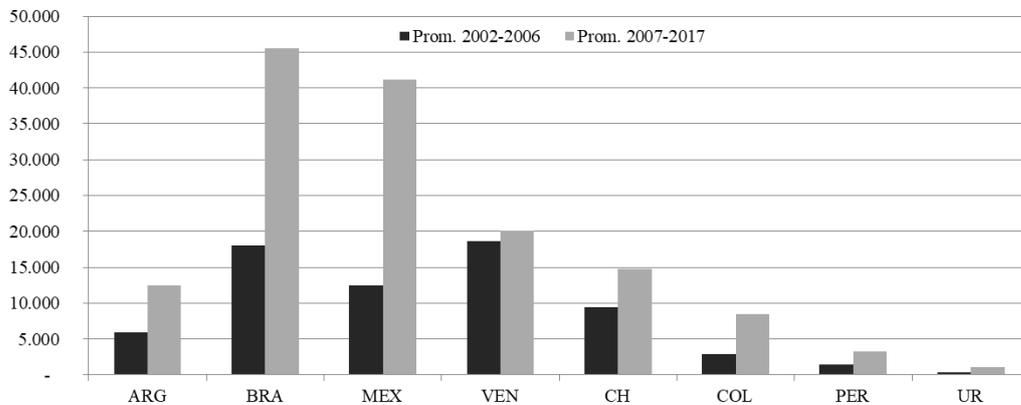
Con el impacto de la crisis internacional, la masiva entrada de flujos financieros en la región y el acercamiento al desequilibrio comercial, la salida de divisas se aceleró aún más. Entre 2002 y 2006 el promedio de salida anual de los ocho países en conjunto fue de 54.400 millones de dólares corrientes, mientras que, entre 2007 y 2017, fue de 133.600 millones de dólares corrientes. En precios constantes, entre 2002 y 2006, el promedio de anual de fuga de LAC 8 fue de 69.200 millones de dólares, mientras que, entre 2007 y 2017, fue de 144.600 millones (ver **Cuadro 3**). En el **Gráfico 6** se puede observar que los promedios anuales de salidas del periodo 2007-2017 en precios constantes en todos los países analizados superan a los del período previo. Uno de los motivos relevantes que originaron la aceleración de los flujos podría estar vinculado con la mayor entrada de divisas en este último período, aspecto que será analizado más adelante.

**Cuadro 3. Flujos anuales de fuga de capitales de LAC 8, en millones de dólares corrientes y constantes, y en porcentaje de PIB. 1980-2017.**

Periodo	USD Corrientes		USD Constantes	
	Fuga LAC 8	% PIB LAC 8	Fuga LAC 8	% PIB LAC 8
1980	6.068	0,9%	18.049	0,8%
1981	22.824	3,0%	61.529	2,8%
1982	20.460	2,9%	51.970	2,3%
1983	9.848	1,6%	24.236	1,1%
1984	10.582	1,8%	24.969	1,1%
1985	7.888	1,3%	17.975	0,8%
1986	713	0,1%	1.596	0,1%
1987	5.663	0,8%	12.217	0,5%
1988	7.302	0,9%	15.135	0,6%
1989	70	0,0%	139	0,0%
1990	16.683	1,6%	31.298	1,2%
1991	15.597	1,2%	28.071	1,1%
1992	-906	-0,1%	-1.583	-0,1%
1993	19.029	1,4%	32.288	1,1%
1994	33.695	2,1%	55.721	1,9%
1995	32.176	1,9%	51.757	1,7%
1996	31.311	1,7%	48.932	1,6%
1997	22.114	1,1%	33.770	1,0%
1998	30.196	1,5%	45.406	1,3%
1999	38.012	2,1%	55.936	1,7%
2000	14.846	0,7%	21.132	0,6%
2001	33.265	1,7%	46.050	1,3%
2002	25.949	1,5%	35.361	1,0%
2003	35.174	2,0%	46.869	1,3%
2004	55.667	2,7%	72.241	1,9%
2005	65.396	2,6%	82.082	2,1%
2006	89.930	3,1%	109.348	2,6%
2007	150.065	4,3%	177.407	4,0%
2008	85.171	2,1%	96.966	2,1%
2009	111.023	2,9%	126.849	2,8%
2010	197.990	4,1%	222.564	4,7%
2011	142.907	2,6%	155.728	3,1%
2012	147.370	2,7%	157.335	3,1%
2013	158.924	2,8%	167.222	3,2%
2014	170.277	3,0%	176.307	3,3%
2015	95.460	2,1%	98.723	1,9%
2016	84.663	1,9%	86.467	1,7%
2017	125.197	2,6%	125.101	2,4%
<b>Prom. anual 1980-2017</b>	<b>55.753</b>	<b>1,9%</b>	<b>68.767</b>	<b>1,7%</b>
<b>Prom. anual 1980-2001</b>	<b>17.156</b>	<b>1,4%</b>	<b>30.754</b>	<b>1,1%</b>
<b>Prom. anual 2002-2017</b>	<b>108.823</b>	<b>2,7%</b>	<b>121.036</b>	<b>2,6%</b>
<b>Prom. anual 2002-2006</b>	<b>54.423</b>	<b>2,4%</b>	<b>69.180</b>	<b>1,8%</b>
<b>Prom. anual 2007-2017</b>	<b>133.550</b>	<b>2,8%</b>	<b>144.606</b>	<b>2,9%</b>

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI, BM y OCDE.

**Gráfico 6. Promedios anuales de fuga de capitales de LAC 8, 2002-2006 y 2007-2017. En millones de dólares constantes de 2017.**



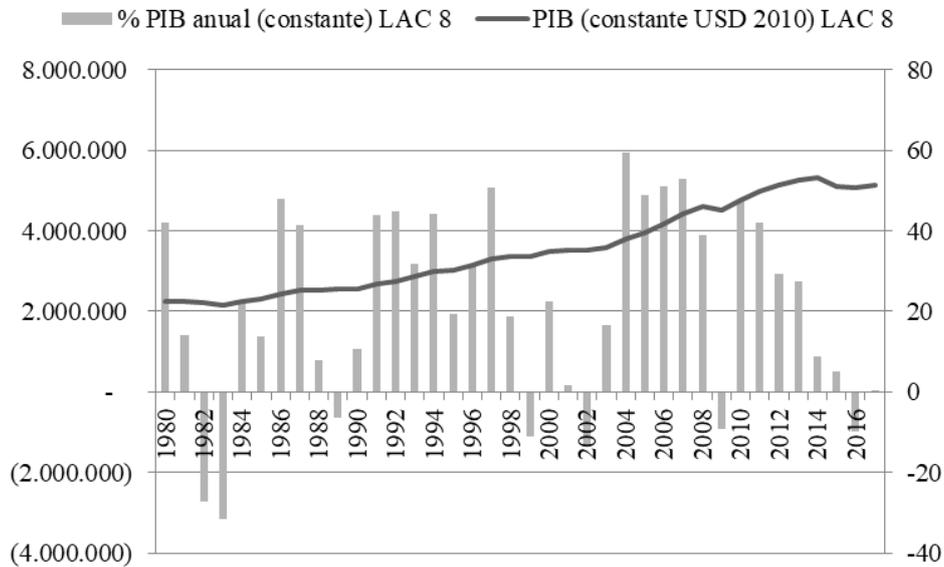
Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI y OCDE.

## 2.2. El financiamiento de la fuga de capitales de América Latina

### 2.2.1. Ingresos por la cuenta corriente

El crecimiento económico de América Latina, desde principios del siglo XXI hasta la mitad de la presente década –aunque interrumpido en el año 2009 debido a los efectos de la crisis mundial y en los últimos años por la emergencia de la restricción externa en algunos países y/o la implementación de políticas ortodoxas en otros–, fue impulsado por elementos internos de política macroeconómica, basados en el impulso de la demanda interna, y por elementos externos asociados a la importante expansión de China e India y al incremento de precios de los *commodities*, que promovieron el crecimiento de la región (Macedo Cintra y Costa Pinto, 2013; Schorr, 2012) (ver **Gráfico 7**). Sin embargo, esta mejora en el desempeño de la región no se ha traducido en un mayor desarrollo económico, puesto que gran parte del excedente generado por ese crecimiento no ha sido destinado a incrementar el nivel de inversión doméstica, ni los saldos positivos de las balanzas comerciales han engrosado significativamente las reservas internacionales, sino que se ha experimentado una elevación de los flujos financieros hacia las principales plazas globales y una expansión de los stocks de riqueza *offshore* de los sectores de altos ingresos de América Latina.

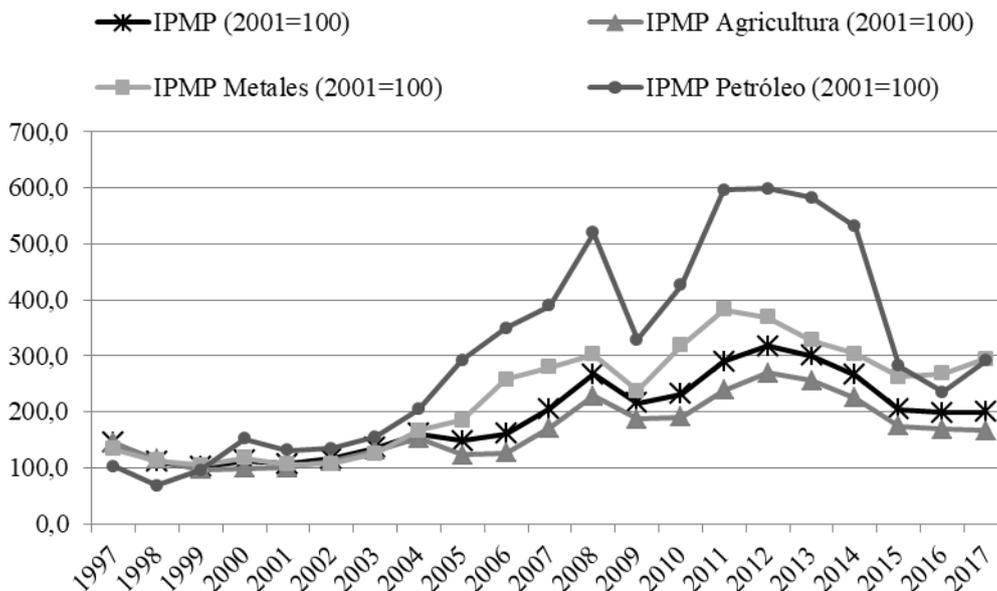
**Gráfico 7. Tasa de crecimiento del PIB constante (año base 2010) y PIB de LAC 8 en millones de dólares constantes de 2010.**



Nota: Los datos de Venezuela en la base de BM llegan hasta el año 2014, por ello fueron reemplazados por estimaciones del FMI (PIB corriente y PIB constante en porcentaje).

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de BM.

**Gráfico 8. Índices de precio de los *commodities* general (IPMP), de los metales, de la agricultura y del petróleo (base 2001), 1997-2017.**

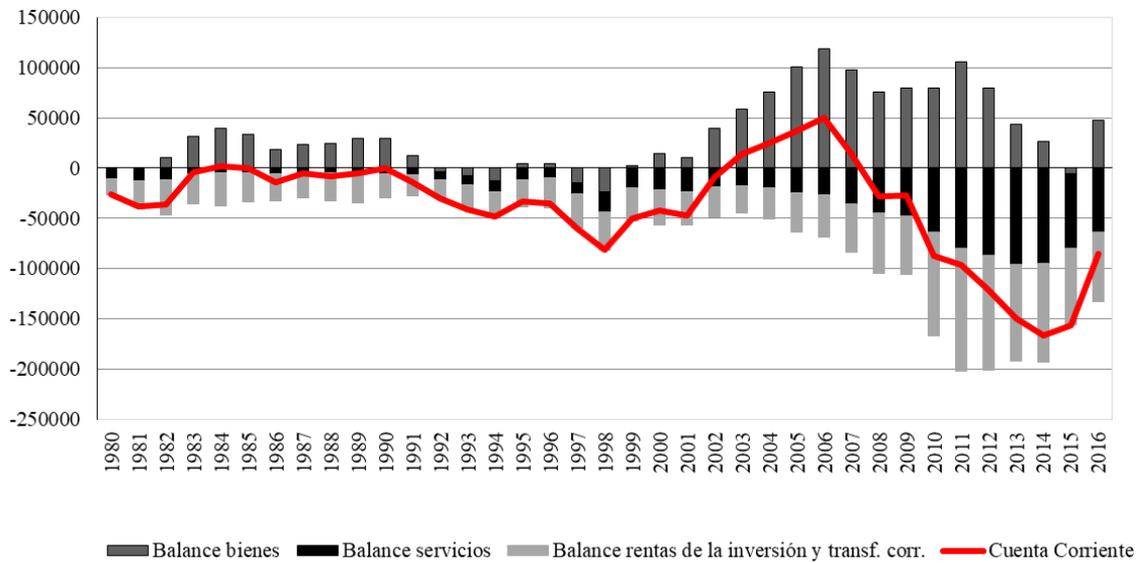


Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del BCRA.

Dado que los países de América Latina se caracterizan por ser exportadores de bienes primarios, el boom del precio de los *commodities* (ver **Gráfico 8**) fue uno de los principales motores del crecimiento latinoamericano entre 2003 y 2012. Por ello, este conjunto de ocho países de América Latina muestra en mayor medida superávit comercial de bienes durante el período de análisis.

Ahora bien, un análisis de las cuentas corrientes de estos ocho países de América Latina muestra que, pese al impulso de los términos de intercambio favorables en el período 2003-2014, su saldo fue mayoritariamente negativo. Como puede observarse en el **Gráfico 9**, los saldos negativos de la cuenta corriente se generan principalmente por los efectos de los rubros de “servicios” y “rentas de la inversión”, que son deficitarios en absolutamente todo el período. Los primeros tienen que ver, en parte, con la transnacionalización de los grupos económicos locales y las inversiones de capitales extranjeros que generan una salida constante de recursos al exterior, por pagos de servicios vinculados, know how, asistencia técnica, marcas y patentes, entre otros. Por otro lado, el peso del turismo y de los viajes al exterior es muy significativo. Los segundos, “rentas de la inversión”, son los rendimientos generados a favor de los inversionistas no residentes por el capital invertido en empresas en el país, utilidades, dividendos e intereses por endeudamiento externo, y rendimientos por inversión de cartera y por otras inversiones. Esto es un indicio de que la inversión extranjera en los países periféricos y la transnacionalización de las empresas nacionales reproduce la relación de dependencia de estas economías.

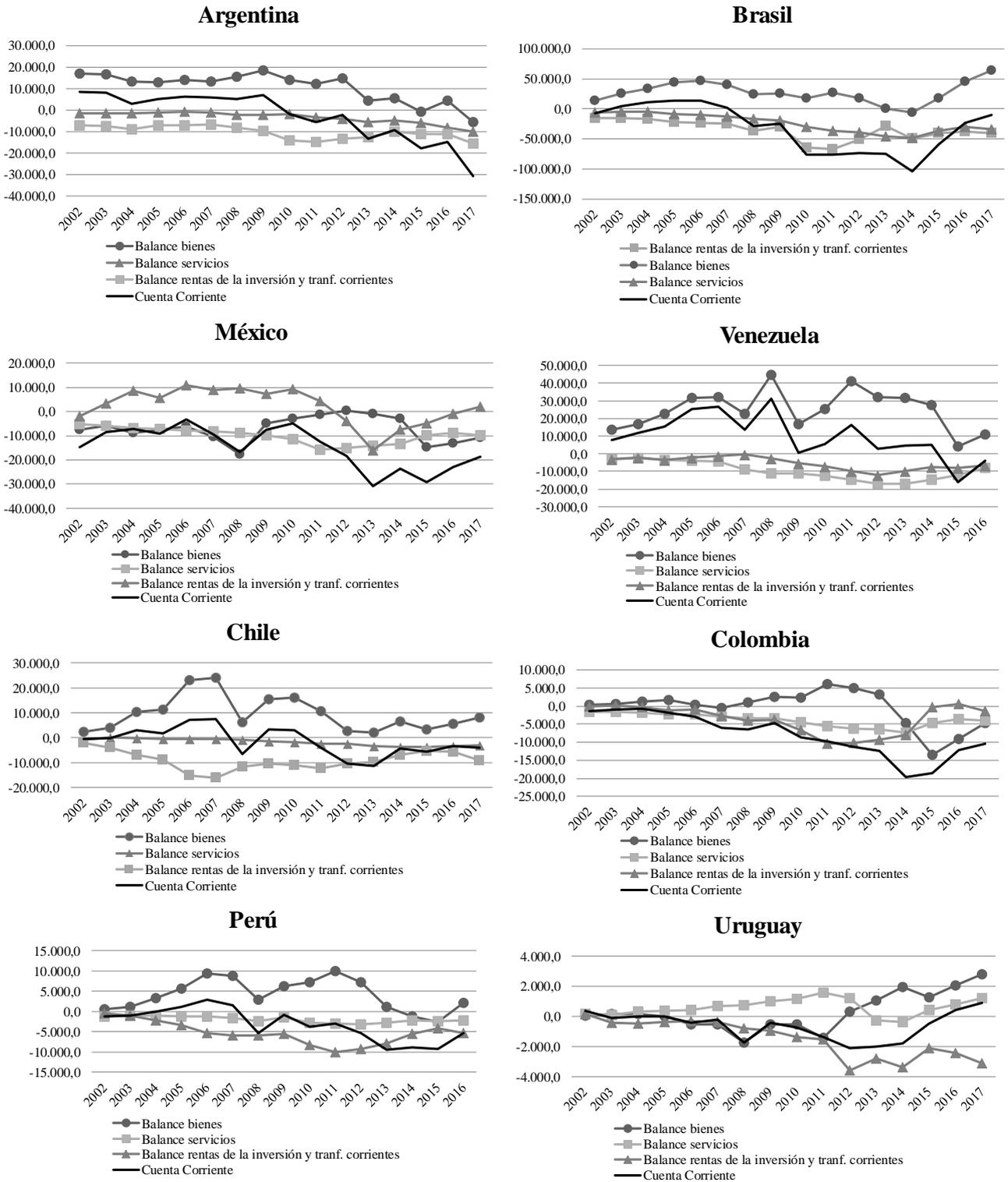
**Gráfico 9. Composición de la Cuenta Corriente de LAC 8 en 1980-2017. En millones de dólares corrientes.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI.

Si se analiza la composición de las cuentas corrientes, preponderantemente deficitarias, de cada uno de los países de América Latina por separado (**Gráfico 10**), se observa que la mayor parte de los países obtuvieron saldos comerciales positivos de bienes. Las excepciones fueron: el déficit de cuenta corriente mexicano en los tres rubros (bienes, servicios y rentas) durante todo el período; Uruguay que sostuvo una balanza comercial de servicios superavitaria pero déficit en el intercambio de bienes hasta el año 2012 y saldo negativo de rentas de la inversión durante todo el período; y Colombia que arrojó déficit en los tres rubros a partir de 2014.

**Gráfico 10. Composición de la Cuenta Corriente de LAC 8 por países en 1980-2017. En millones de dólares corrientes.**



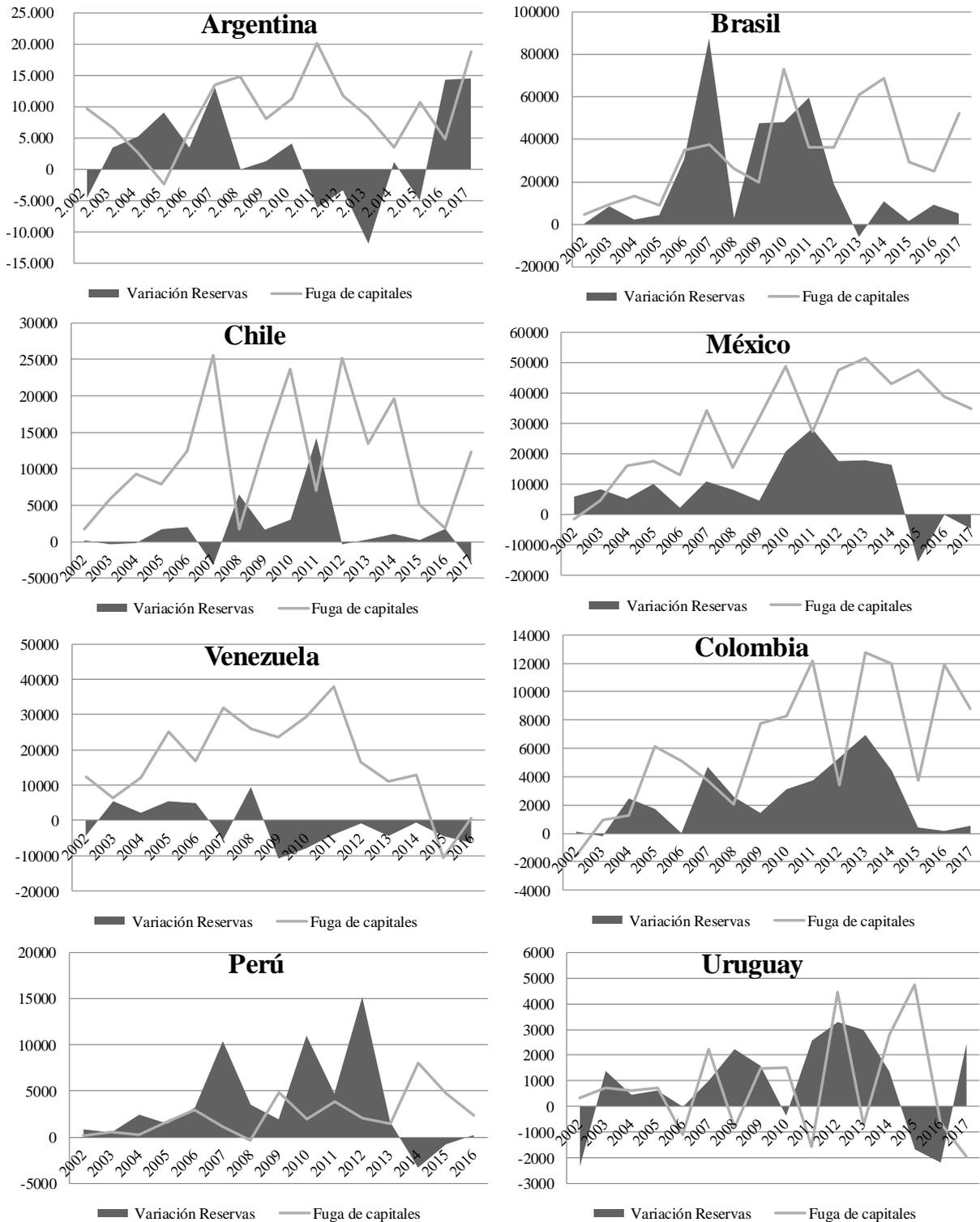
Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI.

A pesar de haberse verificado superávit comercial de bienes en la mayor parte de los países de LAC 8, se observa que durante el período analizado la gran parte de estos países obtuvo un saldo mayoritariamente negativo de sus cuentas corrientes (ver **Gráfico 10**). Ello se debe a que los saldos negativos de la cuenta corriente de la mayoría de estos países se generan principalmente por los efectos de los rubros de “servicios” y “rentas de la inversión”. Estos dos rubros son deficitarios en absolutamente todo el período en todos los países (excepto en el caso de los servicios en Uruguay). De todas maneras, hace falta mencionar que ciertos países registraron superávit de cuenta corriente: Venezuela hasta 2014, Argentina hasta 2009, y Brasil y Chile entre 2003 y 2007. Aunque, para el año 2014, todos los países registraban déficit de cuenta corriente a partir del deterioro de los saldos comerciales, que está estrechamente relacionado con la caída del precio de los *commodities* en este último período, y con la emergencia de la restricción externa como consecuencia de ello y de ciertos factores internos.

En este sentido, dado que la mayoría de los países de la región tuvieron cuentas corrientes deficitarias, el endeudamiento externo fue el principal medio de financiamiento de la fuga de capitales al exterior en el conjunto de LAC 8, como se analizará en el siguiente apartado. Solamente en ciertos países la mejora de los términos de intercambio contribuyó a mejorar los saldos de sus cuentas corrientes, lo que permitió generar excedentes, que fueron acumulados como parte de las reservas internacionales y también abultaron los activos externos de propiedad de residentes locales. En ciertas economías de la región, como las de Argentina, Venezuela, Perú, Chile y Brasil donde los saldos positivos de las balanzas comerciales de bienes fueron más relevantes, la fuga de capitales se nutrió principalmente de los excedentes generados vía superávit comercial hasta el año 2007 (ver **Gráfico 10**).

Si bien a lo largo del período, o al menos hasta 2014, se evidenció el aumento de las reservas internacionales de LAC 8, en el **Gráfico 11** se puede observar la heterogeneidad de este fenómeno, ya que lo que se pone de manifiesto es un incremento en las reservas internacionales de Brasil, México, Colombia, Uruguay y Argentina entre 2003 y 2008, Chile entre 2008 y 2011, y Perú entre 2006 y 2013. En algunos casos se verifica una relación inversa entre la fuga de capitales y la variación de reservas, ya que posiblemente las reservas han sido afectadas por el impacto de la salida de divisas; tales son los casos de Argentina entre 2008 y 2015, y Venezuela entre 2002 y 2014.

**Gráfico 11. Variación de reservas Internacionales y fuga de capitales en países de LAC 8, 2002-2017. En millones de dólares corrientes.**



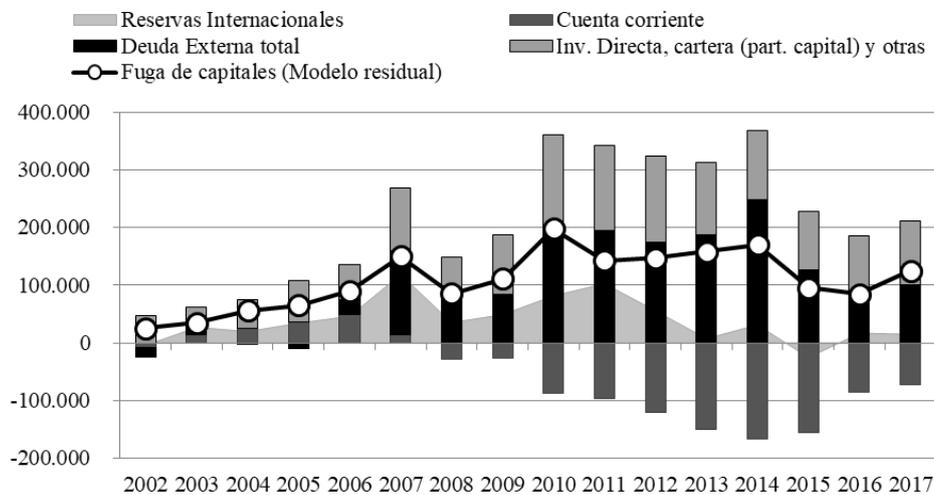
Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI.

### 2.2.2. Ingresos por la cuenta financiera

En términos generales, en América Latina en conjunto no se ha interrumpido la relación entre endeudamiento y fuga de capitales -incluso durante la etapa de fuerte crecimiento de las exportaciones de bienes-, puesto que la mayoría de los países de la región tuvieron cuentas corrientes deficitarias, como ya se ha visto, razón por la cual han recurrido al endeudamiento externo como principal medio de financiamiento de la fuga de capitales al exterior. En el **Gráfico 12** se muestra cómo la fuga de capitales y el déficit de cuenta corriente del conjunto de LAC 8 fueron financiadas con ingresos financieros (fundamentalmente deuda externa aunque también inversiones) entre 2002 y 2017.

A modo de hipótesis, todo parece indicar que la relación entre la evolución de la deuda externa y la fuga de capitales, que representó el comportamiento típico de la valorización financiera de la economía argentina entre 1976 y 2001, se habría generalizado al conjunto de la región –al menos en forma agregada- como modo de acumulación de sus sectores dominantes, más allá los contextos macroeconómicos.

**Gráfico 12. Fuga de capitales, reservas, deuda externa, cuenta corriente e inversión directa, cartera y otras de LAC 8. 2002-2017**



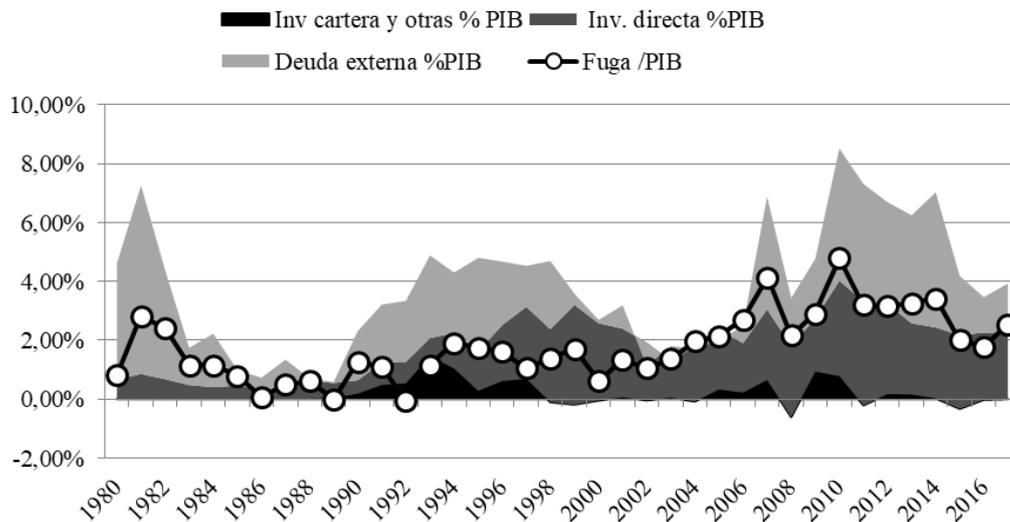
Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI.

Uno de los factores que en esta etapa contribuyó al crecimiento de los activos externos de los residentes de los países de LAC 8 fue la liquidez internacional (Malic y Mareso, 2015; Abeles, et. al. 2013; Ocampo, 2009). La dinámica de la liquidez internacional incide sobre el movimiento internacional de los flujos financieros, afectando la tendencia de los flujos hacia los países no desarrollados (Da Costa Val Munhoz y Libánio, 2013). Esto provoca que en momentos de liquidez internacional los países periféricos reciban

volúmenes de fondos difícilmente manejables, mientras que en épocas adversas, los capitales se retiran repentinamente hacia los países centrales, provocando situaciones de volatilidad y desencadenando crisis, impactando fundamentalmente sobre aquellos países con mayor apertura cambiaria y financiera.

Durante los años de fuerte crecimiento de las economías latinoamericanas, entre 2003 y 2007, previo a la crisis internacional, diversos autores destacan dos cambios sustantivos en las balanzas de pagos de los países de América Latina. Por un lado, una importante acumulación de activos externos, de reservas internacionales y del stock de la riqueza de residentes en el exterior, y, por otro lado, un cambio significativo en la composición de los flujos de ingresos, con una disminución del peso de la deuda externa y un aumento de los flujos de portafolio (Ocampo, 2009). Sin embargo, cabe mencionar que, posteriormente, esta situación se modificó, ya que a partir de 2007 se advierte un fuerte aumento de la deuda externa en estas economías.

**Gráfico 13. Composición de flujos de ingresos financieros y fuga de capitales de LAC 8, en porcentaje de PIB constante (2017), 1980-2017.**

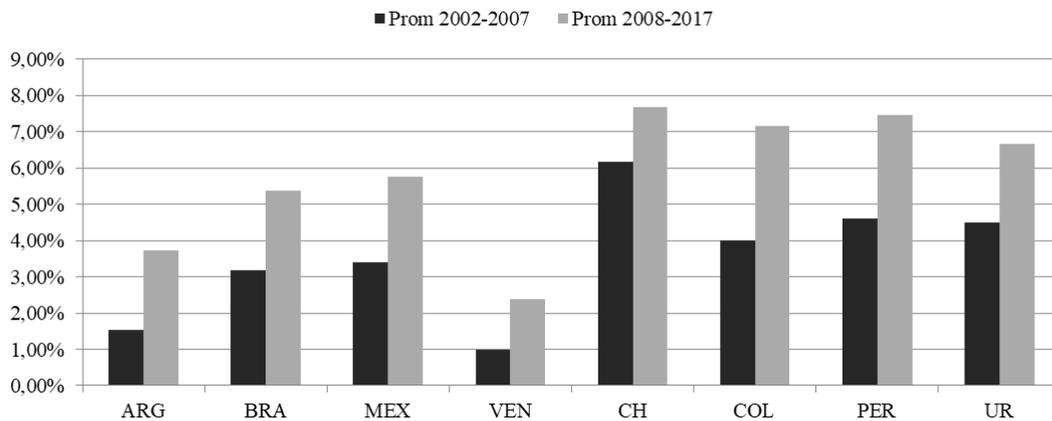


Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI y BM.

En el **Gráfico 13** es posible observar la fuerte reducción de la deuda externa de los países latinoamericanos entre 2002 y 2006, y que, a partir de 2007, los flujos de endeudamiento externo retoman su crecimiento. Entre 2002 y 2007, los stocks de deuda crecieron un 10% en América Latina en conjunto, mientras que, entre 2007 y 2017, se incrementaron en un 141%. Por otro lado, se observa allí con claridad el importante incremento de los flujos financieros del año 2007 en adelante.

En este sentido, un patrón común para todos los países de América Latina es el incremento de los ingresos de flujos financieros con posterioridad a la crisis financiera internacional, tanto en términos nominales como en porcentaje de PIB (como podrá observarse en el **Gráfico 14**).

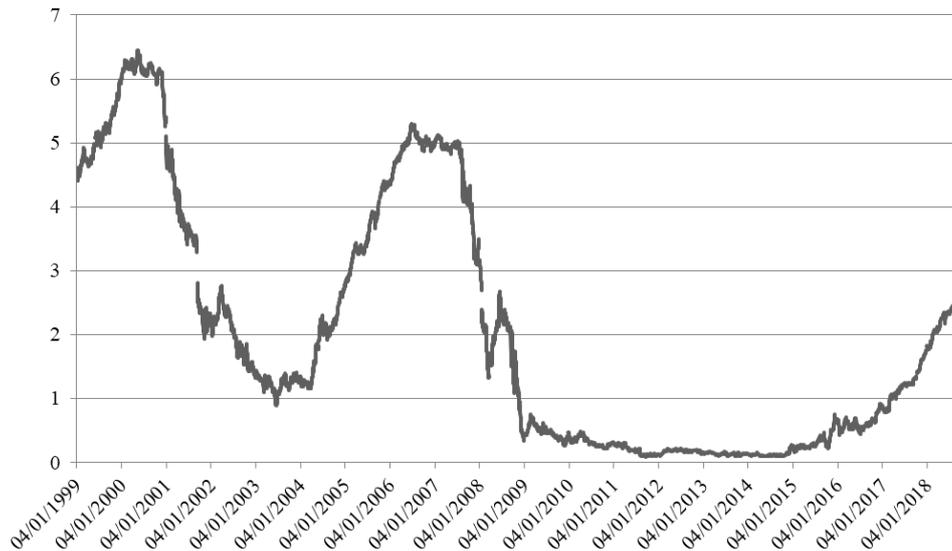
**Gráfico 14. Promedio anual de ingresos financieros, en porcentajes de PIB.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI y BM.

Entre las principales razones que motivaron la aceleración de la entrada de capital hacia las economías de América Latina con posterioridad a la crisis internacional se destacan: (1) la generación de abundante liquidez en el mercado global, debido a la relajación de las políticas monetarias en las economías avanzadas en razón de la política de “expansión cuantitativa” (Fernández, et. al., 2018), en especial de la Reserva Federal (ver **Gráfico 15**); (2) el mejor rendimiento económico de estos países frente a una lenta recuperación de los países desarrollados ante la convulsión internacional, debido a una mejor posición fiscal y de endeudamiento de estas economías en relación con las economías avanzadas y a la rápida recuperación de los precios de las mercancías hasta mayo de 2011 (De Paula y Magalhães Prates, 2015), así como a las políticas contracíclicas que adoptaron algunos de ellos; y (3) la emergencia de la restricción externa motivada, con los matices de cada caso, en el empeoramiento de los términos de intercambio, el aumento de las importaciones industriales y/o la aceleración de la fuga de capitales.

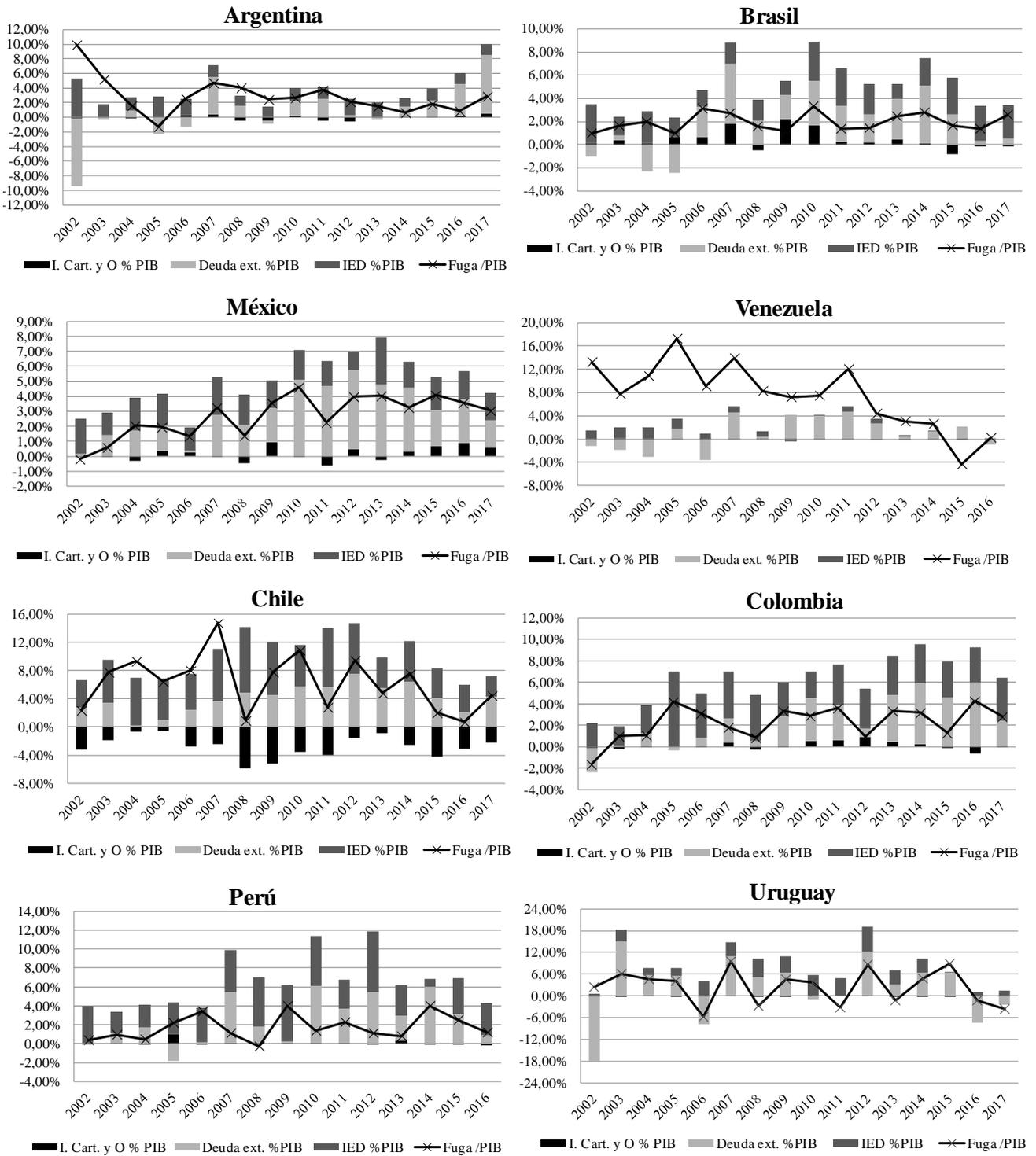
**Gráfico 15. Variación mensual de la Tasa de rendimiento de bonos del Tesoro de los Estados Unidos (1 año) desde enero de 1999 a enero de 2018.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de la Reserva Federal.

La expansión cuantitativa fue, sin duda, uno de los factores que motivaron la entrada de flujos financieros a la región. Se conoce como “expansión cuantitativa” (Quantitative Easing, en inglés) a la política monetaria implementada por algunos Bancos Centrales, para aumentar la oferta monetaria mediante la compra de bonos gubernamentales u otros instrumentos de deuda, lo que aumenta el precio de los activos y disminuye la tasa de interés, aumentando la liquidez (Joyce et. al., 2012). La política de expansión cuantitativa que emergió en los Estados Unidos durante la crisis financiera internacional de 2007-2008 luego fue adoptada por el Banco Central de Inglaterra en 2009 y 2012, y por el Banco Central Europeo desde 2015 (Fernández, et. al., 2018). Esta política incrementó significativamente la liquidez internacional afectando el comportamiento de las finanzas globales y de las economías de los países no desarrollados. Así, Rey (2015) sostiene que un factor determinante del ciclo financiero mundial es la política monetaria de los Estados Unidos, la cual afecta el apalancamiento de los bancos mundiales, los flujos de crédito y el crecimiento del crédito en el sistema financiero internacional.

**Gráfico 16. Composición de los flujos de ingresos financieros y la fuga de capitales de los países de LAC 8, 2002-2017, en porcentaje de PIB.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI y BM.

Luego de la crisis financiera internacional, se advierte un cambio en la composición y en la evolución de los flujos financieros hacia los países en desarrollo (Malic y Mareso, 2015; Jeanne et. al, 2012). Diversos autores destacan un incremento de los flujos financieros líquidos, no vinculados a inversión directa, tales como de cartera y otros, cuyo comportamiento es más volátil que el de la inversión directa (Ocampo, 2009; Baumann y Gallagher, 2012; De Paula y Magalhaes Prates, 2015).

El **Gráfico 16** muestra los flujos financieros que ingresan a cada uno de los países de LAC 8. Los flujos que ingresan por la cuenta financiera se componen de inversiones de cartera, inversiones directas y otras inversiones (todas ellas compuestas por instrumentos de deuda y participaciones de capital), y derivados financieros y *stock options* (opciones de compra de acciones).<sup>21</sup> En este trabajo todos los instrumentos de deuda fueron agrupados bajo la clasificación de deuda externa, ya sean provenientes de inversión de cartera, préstamos intercompañía (inversión directa) o de otras inversiones.

El Gráfico muestra que en algunos países, como Brasil, Chile, Colombia y Perú, la inversión directa tuvo una participación significativa frente a los restantes componentes de ingresos financieros. Aunque, si se compara la composición de los ingresos del período 2002-2007 contra la de 2008-2017, se observa el incremento de las inversiones de no residentes focalizadas en instrumentos de deuda como comportamiento común para los ocho países de América Latina. Se observa, además, que los ingresos financieros fueron superiores a la fuga de capitales en Brasil, Colombia, México, Perú, Uruguay y Chile, mientras que en Argentina la fuga de divisas es similar o supera, en algunos años, los flujos que ingresan por la cuenta financiera y en Venezuela, a lo largo de todo el periodo, la fuga supera ampliamente a los flujos financieros que ingresan, salvo en los dos últimos años. En Argentina y Venezuela, ello podría obedecer a la restricción en el acceso al mercado internacional de crédito en buena parte del período (en Argentina ello se interrumpe desde la asunción del gobierno de Cambiemos y la adopción de un nuevo ciclo de endeudamiento).

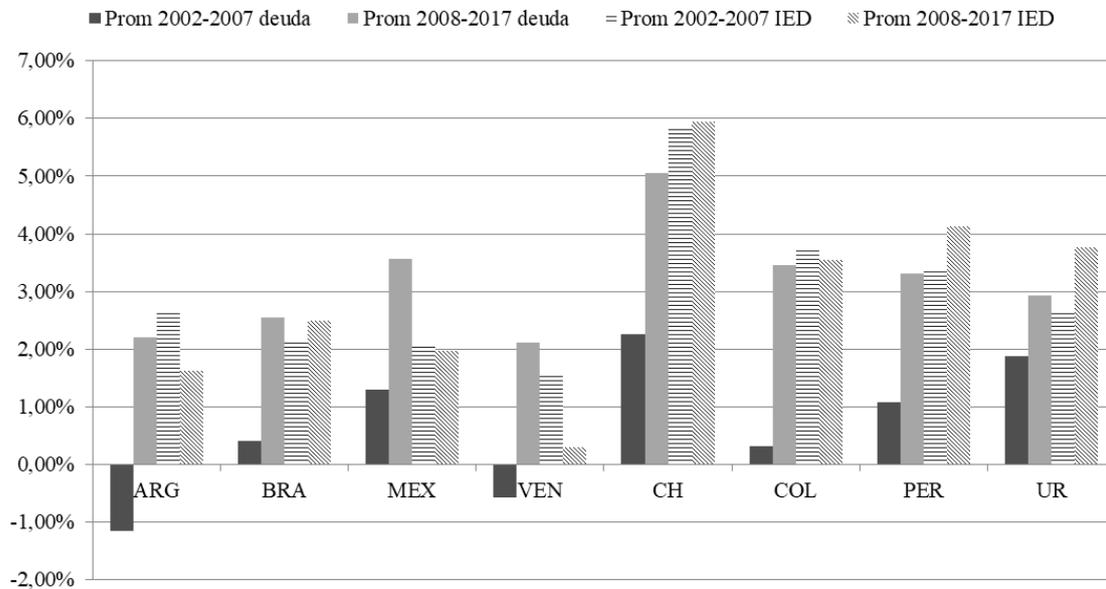
Debido al fuerte incremento de la entrada de fondos a través de instrumentos de deuda, desde la segunda mitad de 2008 hasta 2012, gran parte de los países de América Latina ampliaron e intensificaron las regulaciones para desalentar las entradas de capital, respondiendo a la volatilidad de los flujos financieros que recibían.

---

<sup>21</sup> Consultar capítulo 1. Metodología de la estimación propia, apartado 1.5.1.

El **Gráfico 17** muestra un aumento muy significativo de la participación de la deuda externa a partir de 2008 dentro de los ingresos financieros.

**Gráfico 17. Flujos de deuda externa e inversión directa en porcentaje de PIB.  
 Promedios anuales. 2002-2007 y 2008-2017.**

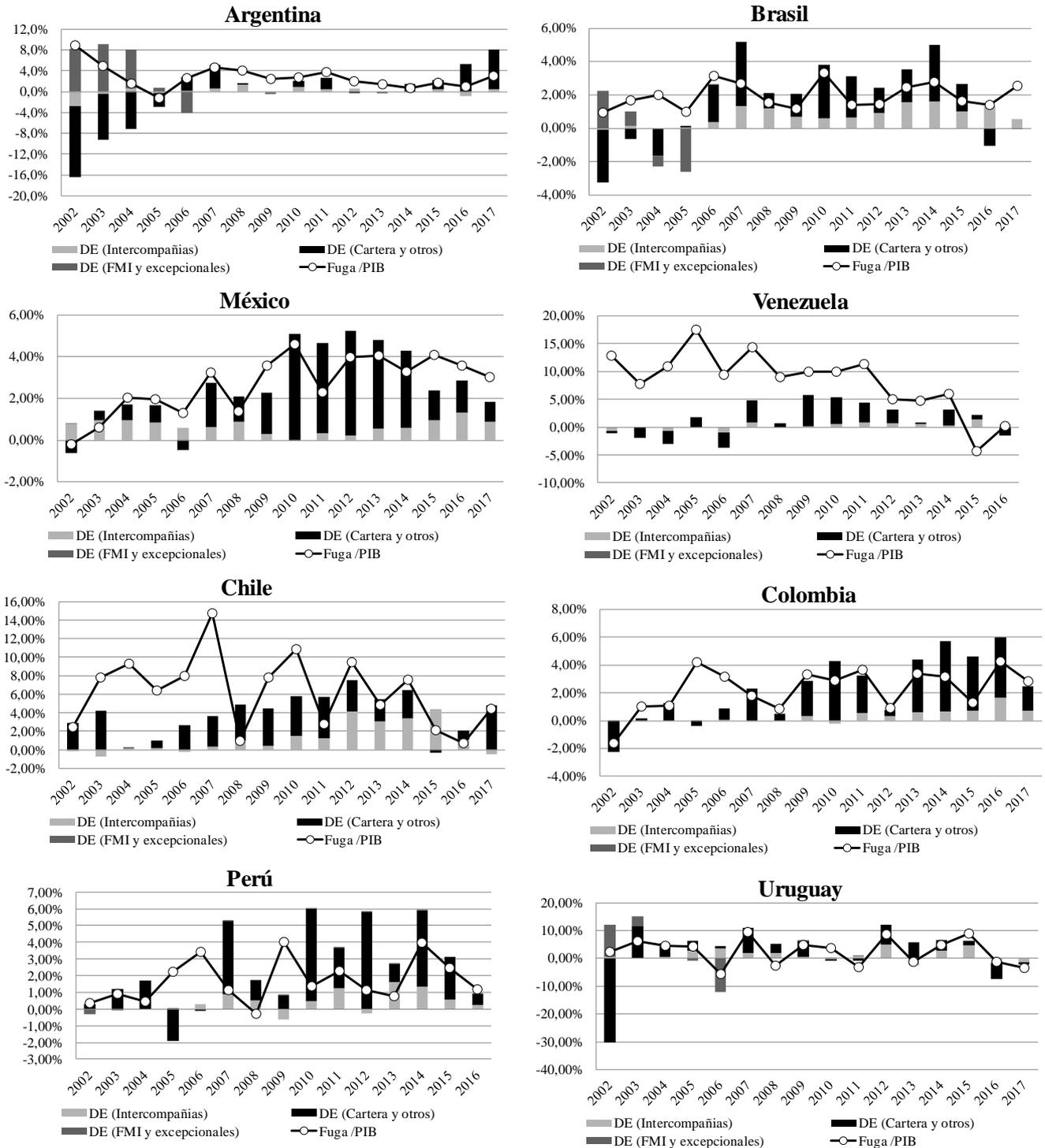


Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI y BM

En contraposición, los flujos de inversión extranjera directa no sufrieron cambios tan significativos en la mayoría de los países (**Gráfico 17**). Los incentivos para el capital se encontraron principalmente en los instrumentos de deuda de corto plazo. Peor aún, Argentina y Venezuela padecieron una disminución del ingreso de inversión directa en relación con su PIB durante el período 2008-2017. Esto podría vincularse a que el sector privado no haya encontrado en estos países incentivos sustanciales para volcarse a la inversión productiva y haya reorientado sus inversiones hacia instrumentos de deuda o hacia otros países, debido a que la estrategia definida por el capital transnacional no tiene a Argentina y Venezuela como plataformas productivas en la región, y a la falta de desarrollo de una política industrial orientada a alterar esa estrategia.

A continuación, se muestran desagregados los componentes de la deuda externa. Se puede observar con claridad en el **Gráfico 18** la preponderancia de los instrumentos de deuda de cartera y otras inversiones, frente al resto de la deuda externa, lo que indica un aumento de los instrumentos de deuda de corto plazo por encima del resto.

**Gráfico 18. Composición de la deuda externa y fuga de capitales LAC 8, en porcentaje de PIB, 2002-2007.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI y BM.

Como se mencionó anteriormente, en este trabajo se agrupó a los ingresos financieros del exterior colocados en distintos instrumentos de deuda bajo la clasificación de deuda externa. La deuda externa representa los pasivos externos que requieren el pago del principal y/o intereses en el futuro, excluyendo las acciones y derivados financieros. Por ello, en el gráfico precedente la deuda se compone de préstamos del FMI o excepcionales, instrumentos de deuda que forman parte de la “inversión de cartera”, instrumentos de deuda que forma parte de “otras inversiones”, instrumentos de deuda que forman parte de “inversión directa”; excluyendo las participaciones de capital y los derivados financieros y *stock options* (opciones de compra de acciones).

## **2.3. Los efectos de la fuga de capitales en América Latina**

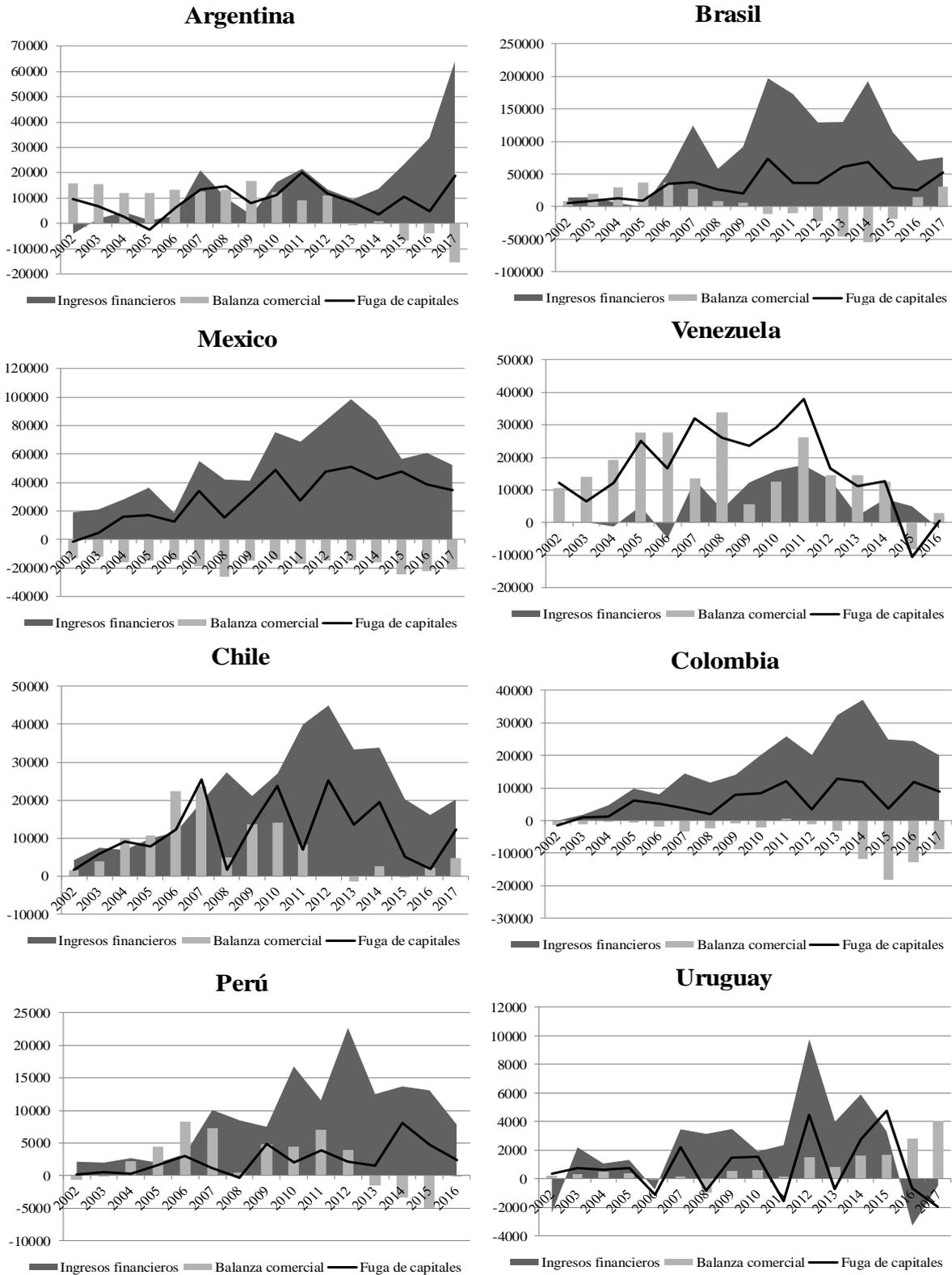
### **2.3.1. Restricción externa**

Un rasgo característico que se desprende del análisis de este trabajo es que la fuga de capitales acompaña el movimiento de los ingresos comerciales y financieros. En otras palabras, la fuga de capitales presenta un comportamiento muy similar a la evolución de los flujos de ingresos de capital y comerciales, dado que se financia en base a estos recursos, que, en definitiva, representan el bien escaso de los países periféricos.

A rasgos generales, en todos los países de LAC 8 se observa que la fuga de divisas presenta una evolución muy similar a los ingresos financieros de no residentes (deuda externa e inversiones), aunque observando con mayor detalle, en algunos países, en determinados periodos, la fuga se nutre de ingresos comerciales, lo que se puede apreciar en el **Gráfico 19**. En el caso de Venezuela, la fuga capitales supera los ingresos financieros, resultando financiada por los saldos positivos de la balanza comercial. Argentina, Brasil y Chile, en menor medida, presentan un comportamiento similar durante los primeros años de términos de intercambio favorables.

En este sentido, del análisis surge que la relación que existe entre la salida de divisas de residentes y los ingresos financieros y comerciales es proporcional a lo largo de todo el período. De esta manera, la fuga de capitales se vuelve un condicionante del desarrollo económico, significando una constante salida de divisas, que consume gran parte de los flujos que se reciben del exterior, ya sean comerciales, en épocas de términos de intercambio favorables, o financieros, cuando cambia dicho escenario.

**Gráfico 19. Fuga de capitales, ingresos financieros y balanza comercial (bienes y servicios) de LAC 8. En millones de dólares corrientes.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI y BM.

Siguiendo con el análisis, la fuga de capitales presiona de manera constante sobre los ingresos comerciales y financieros del balance de pagos, conformándose, no simplemente en una de las variables más perniciosas en momentos de escasez de divisas, sino en uno de los elementos que induce a alcanzar ese estado.

La fuga de divisas constituye, luego de las importaciones, la salida más relevante de divisas de la balanza de pagos de los países latinoamericanos. Representó entre 2002 y 2017 un promedio del 44% de la suma de ingresos financieros y del saldo comercial de la Argentina, un 37% de Brasil, un 93% de México, un 98% de Venezuela, un 50% de Chile, un 64% de Colombia, un 24% de Perú y un 33% Uruguay.

De esta manera, para los países de América Latina, la fuga encarna una de las mayores erogaciones de los recursos disponibles, que provienen de inversiones extranjeras y del superávit del comercio de bienes, empujando a generar estrangulamientos en el sector externo y agotando los fondos que debieran colocarse en inversión productiva, maquinaria e infraestructura, entre otros destinos relevantes.

### **2.3.2. Deuda externa, intereses y rentas de la inversión extranjera**

Por otra parte, como se ha visto, existe una estrecha relación entre el endeudamiento externo y la fuga de capitales en las economías periféricas, debido a que una mayor entrada de flujos financieros por la vía de instrumentos de deuda estimula la fuga de capitales de residentes, a la vez que la fuga de divisas estimula un mayor endeudamiento externo, ya que necesita de los recursos para ser financiada (Ndikumana y Boyce, 2002; Basualdo y Kulfas, 2002; Boyce, 1992; Demir, 2004).

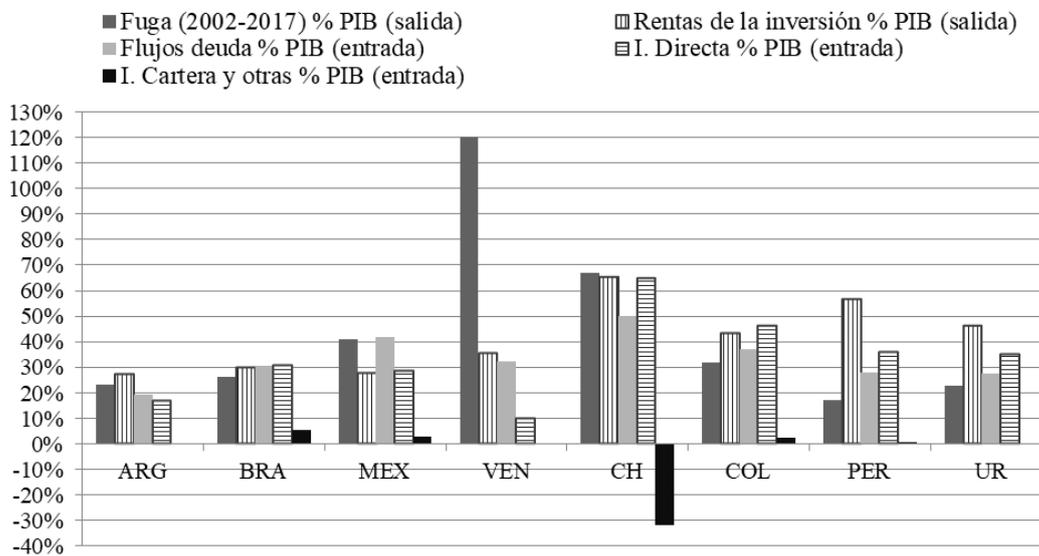
La deuda externa condiciona la independencia política y económica de estos países, además de obstaculizar el desarrollo de sus economías, puesto que demanda sucesivos ingresos de divisas para la devolución de esos préstamos externos y sus intereses. Al mismo tiempo que los flujos de inversión directa extranjerizan las empresas de capitales nacionales, provocando otra serie de dificultades, tales como la importación de servicios de las casas matrices y el pago recurrente por el uso de activos intangibles. Como si fuera poco, ambas fuentes de ingresos financieros (tanto deuda como inversión) involucran la salida periódica de rentas extranjeras (rentas de la inversión) que alcanzan los 1,65 billones de dólares en el periodo 2002-2017, por pago de utilidades, dividendos e intereses, lo que impacta fuertemente sobre las balanzas de pago de estos países.

En este sentido, los sustanciales flujos de fuga de divisas de residentes, que acumularon 1,74 billones entre 2002 y 2017, tuvieron como contracara importantes volúmenes de

endeudamiento externo, de 1,63 billones de dólares, de inversión extranjera directa, de 1,51 billones de dólares, y de inversión de cartera y otras inversiones, de 62.200 millones de dólares, que han sido, en parte, destinados a financiar esas salidas. La salidas totales, entre fuga de capitales y rentas de la inversión, suman alrededor de 3,4 billones de dólares, contra 3,2 billones de entradas de endeudamiento externo e inversión directa, de cartera y otras.

A continuación se expone el **Gráfico 20** que enseña los flujos acumulados entre 2002 y 2017 de las salidas por la vía de fuga de capitales y rentas de la inversión (remisión de utilidades, dividendos e intereses de deuda), contra las entradas financieras de deuda externa (en todas sus formas: instrumentos de deuda de cartera, de inversión directa y de otras inversiones, así como préstamos de organismos internacionales), inversión directa (participaciones de capital), inversión de cartera y otras (participaciones de capital y, *stock options* y derivados financieros). El gráfico se presenta en puntos porcentuales del Producto Bruto Interno de 2017.

**Gráfico 20. Flujos acumulados 2002-2017 de salidas de fuga de capitales, rentas de la inversión e ingresos financieros (Deuda Externa, IED, de cartera y otras) de LAC 8. En porcentaje de PIB de 2017.**

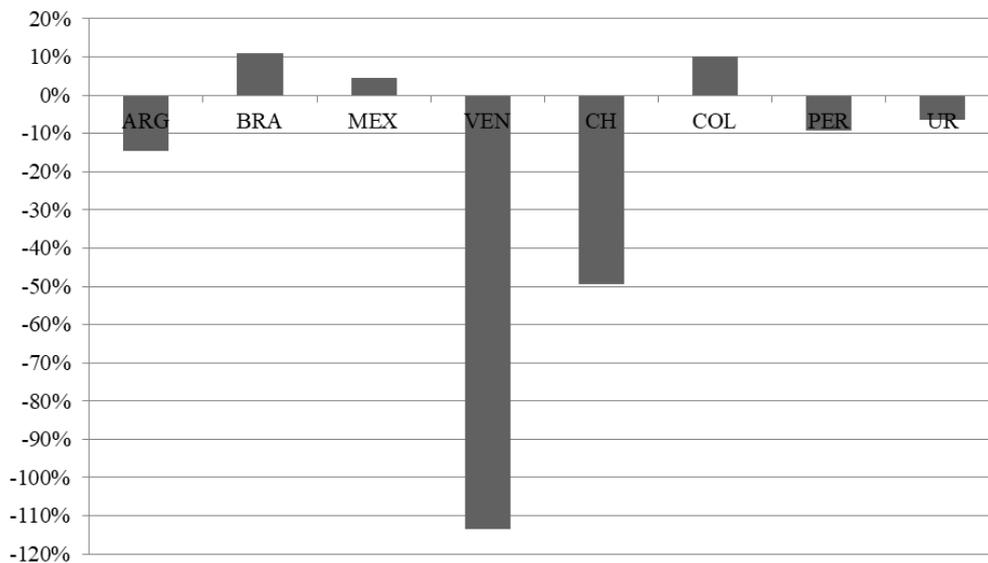


Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Fondo Monetario Internacional.

En el **Gráfico 21** puede observarse que los flujos de ingresos financieros (deuda externa e inversiones extranjeras directas y de cartera) fueron inferiores a los egresos financieros (fuga de capitales y rentas de la inversión) en la mayoría de las economías

latinoamericanas durante el período 2002-2017, con la excepción de Brasil, México y Colombia. Asimismo, los casos en que los saldos de ingresos y egresos financieros fueron positivos arrojan montos poco significativos, de 11 puntos porcentuales (p.p.) del PIB de 2017 en el caso de Brasil, 10 p.p. en el caso de Colombia y 5 p.p. para México. Al mismo tiempo que, como se verá en el **Gráfico 22**, todos los países analizados han aumentado el stock de deuda externa en este periodo.

**Gráfico 21. Saldo de Ingresos Financieros (deuda externa e inversiones extranjeras) y Egresos (fuga de capitales y rentas de la inversión) entre 2002 y 2017, en porcentaje de PIB de 2017, de LAC 8.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Fondo Monetario Internacional.

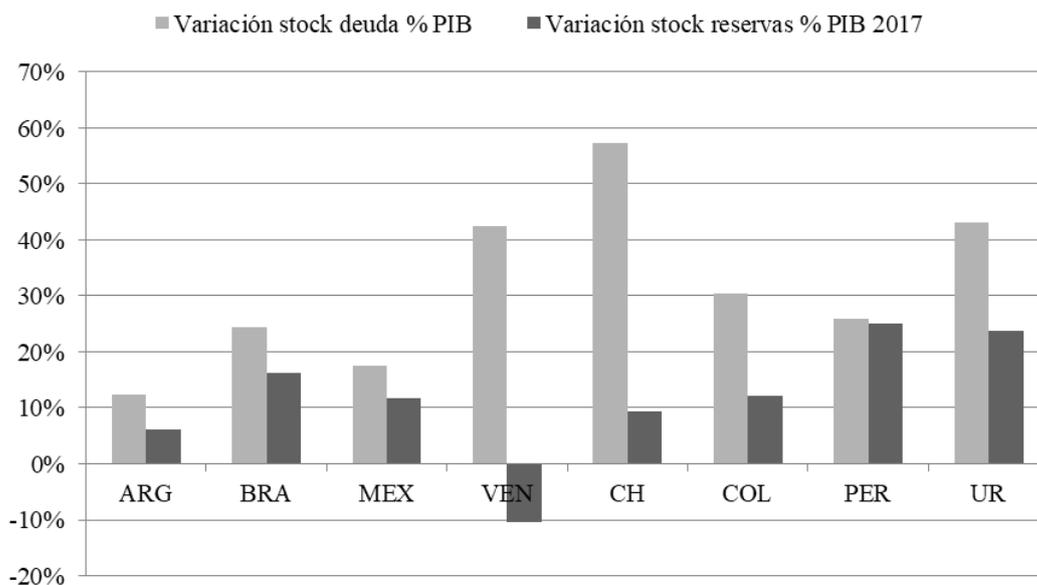
Si a ello se le adiciona el impacto negativo del incremento de los stocks de deuda externa, es posible sostener que los flujos financieros extranjeros que ingresan a las economías latinoamericanas no contribuyen a un mejor desempeño económico de estos países -tal como lo afirma la visión a favor de la libre movilidad del capital-, sino por el contrario, obstaculizan su desarrollo, condicionan su independencia económica y política, a la vez que impactan negativamente en la distribución primaria y secundaria de ingresos, y pueden provocar vulnerabilidad externa y volatilidad, en caso de no tomarse medidas preventivas.

Aunque, podría argumentarse que también crecieron los stocks de las reservas internacionales de estos países. Considerando este aspecto, se observa que si bien todos los países de LAC 8, excepto Venezuela, han incrementado sus reservas

internacionales durante el período 2002-2017, ninguno lo ha hecho por encima de los stocks de deuda.

El **Gráfico 22** muestra que el crecimiento de los stocks de reservas internacionales y la variación de los stocks de deuda de cada país en relación con el PIB, utilizando los datos de stock de deuda externa total que proporciona la CEPAL hasta el año 2017, con excepción de Venezuela que posee datos hasta 2015, y, para las reservas, los datos de FMI. Este análisis demuestra que absolutamente todos los países seleccionados han aumentado el stock de endeudamiento externo a lo largo del período analizado, por encima del incremento de sus reservas internacionales, con excepción de Venezuela que ha disminuido su nivel de reservas.

**Gráfico 22. Variación del stock de deuda externa y de reservas internacionales en porcentaje de PIB de LAC 8, 2002-2017.**

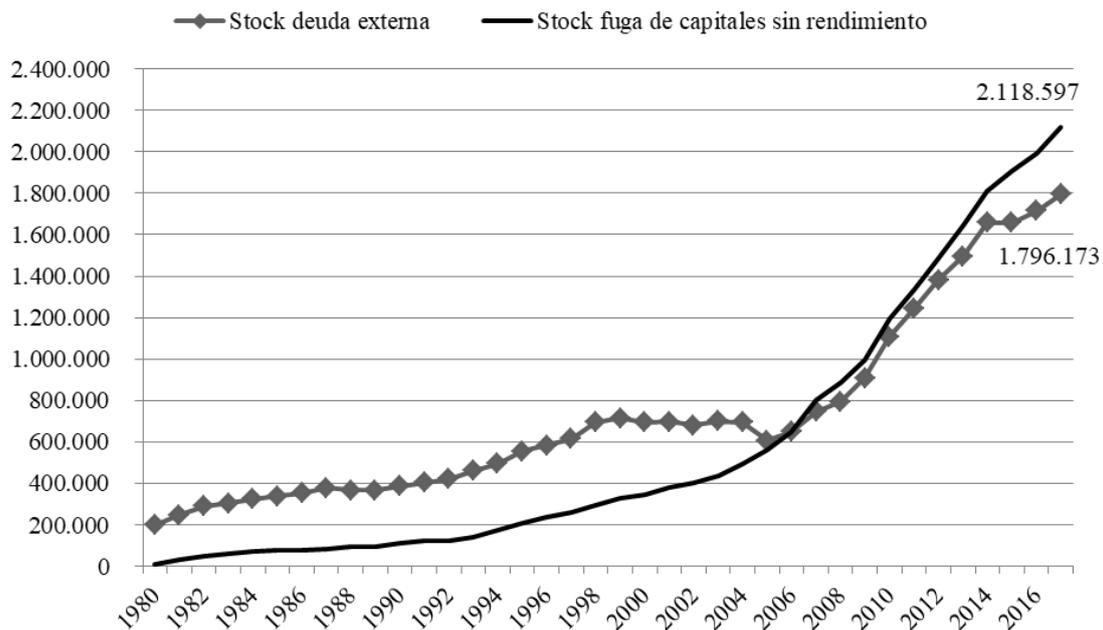


Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de CEPAL y FMI.

Considerando el efecto negativo que la deuda externa provoca en las economías no desarrolladas, se desprende que la mayor integración financiera no refleja impactos positivos sobre el desempeño de estas economías. Más bien, la multiplicación de los flujos financieros de ingresos y egresos deja por resultado un aumento considerable del endeudamiento externo y de la riqueza de sus elites en el exterior, como puede observarse en el **Gráfico 23**. Allí se puede apreciar la evolución del stock de deuda externa agregado de las ocho economías latinoamericanas comparado con el stock acumulado de fuga de capitales de los residentes de aquellos países desde 1980, lo

que enseña un comportamiento similar de ambas variables en el largo plazo. A modo de hipótesis, todo parece indicar que el comportamiento típico de la valorización financiera de la economía argentina entre 1976 y 2001 puede haberse generalizado al conjunto de la región o, al menos, como modo de acumulación de sus sectores dominantes más allá de los contextos macroeconómicos.

**Gráfico 23. Stock de deuda externa y stock de fuga de capitales de 1980-2017 (sin rendimiento) de LAC 8. En millones de dólares corrientes.**



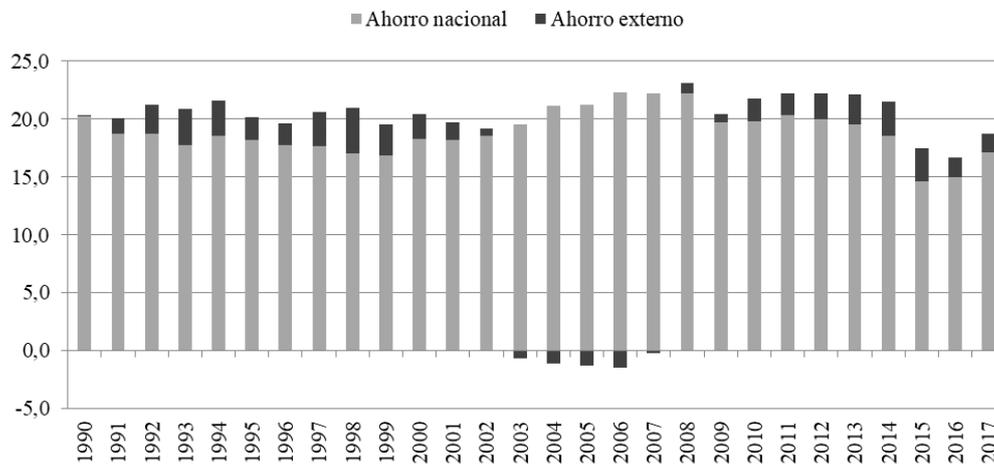
Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de CEPAL y FMI.

### 2.3.3. Inversión Bruta Fija

Otra consecuencia directa de la fuga de capitales es la salida del ahorro nacional, que es uno de los componentes básicos para llevar a cabo una modificación de la estructura productiva: la inversión bruta fija (Manzanelli, 2015). La formación bruta de capital fijo se nutre de dos componentes, ahorro nacional y ahorro externo, y está conformada fundamentalmente por el primero de los dos, representando en promedio el 95% de la formación de capital entre 2002 y 2017 (**Gráfico 24**). En este sentido, la fuga de capitales afecta muy negativamente la conformación de la estructura productiva de América Latina y, por lo tanto, se conforma en uno de los obstáculos del desarrollo económico de estos países. Esto no solamente en el sentido de que potencia la restricción externa típica de las economías latinoamericanas, sino también en la medida

en que al desconectarse el excedente de la inversión, se limita el crecimiento y la productividad, y la posibilidad cierta de diversificar la matriz productiva.

**Gráfico 24. Formación Bruta de Capital desagregada en ahorro nacional y externo. 1990-2017. América Latina (18 países). En porcentaje de PIB.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de CEPAL.

Así, una porción relevante de las divisas generadas por la vía de exportaciones en aquellos países con cuentas corrientes superavitarias -como Venezuela y Argentina, durante la mayor parte del período-, es destinada a satisfacer la demanda de moneda extranjera por parte de los residentes, extrayéndose dicha suma de los excedentes disponibles destinados a importaciones de capital e insumos para la industria (Diamond, 1972). De la misma manera que los flujos financieros que ingresaron a las economías latinoamericanas, provenientes preponderantemente de endeudamiento externo, son dirigidos a financiar la formación de activos externos de los sectores de altos ingresos de América Latina, en lugar de orientarse a la inversión.

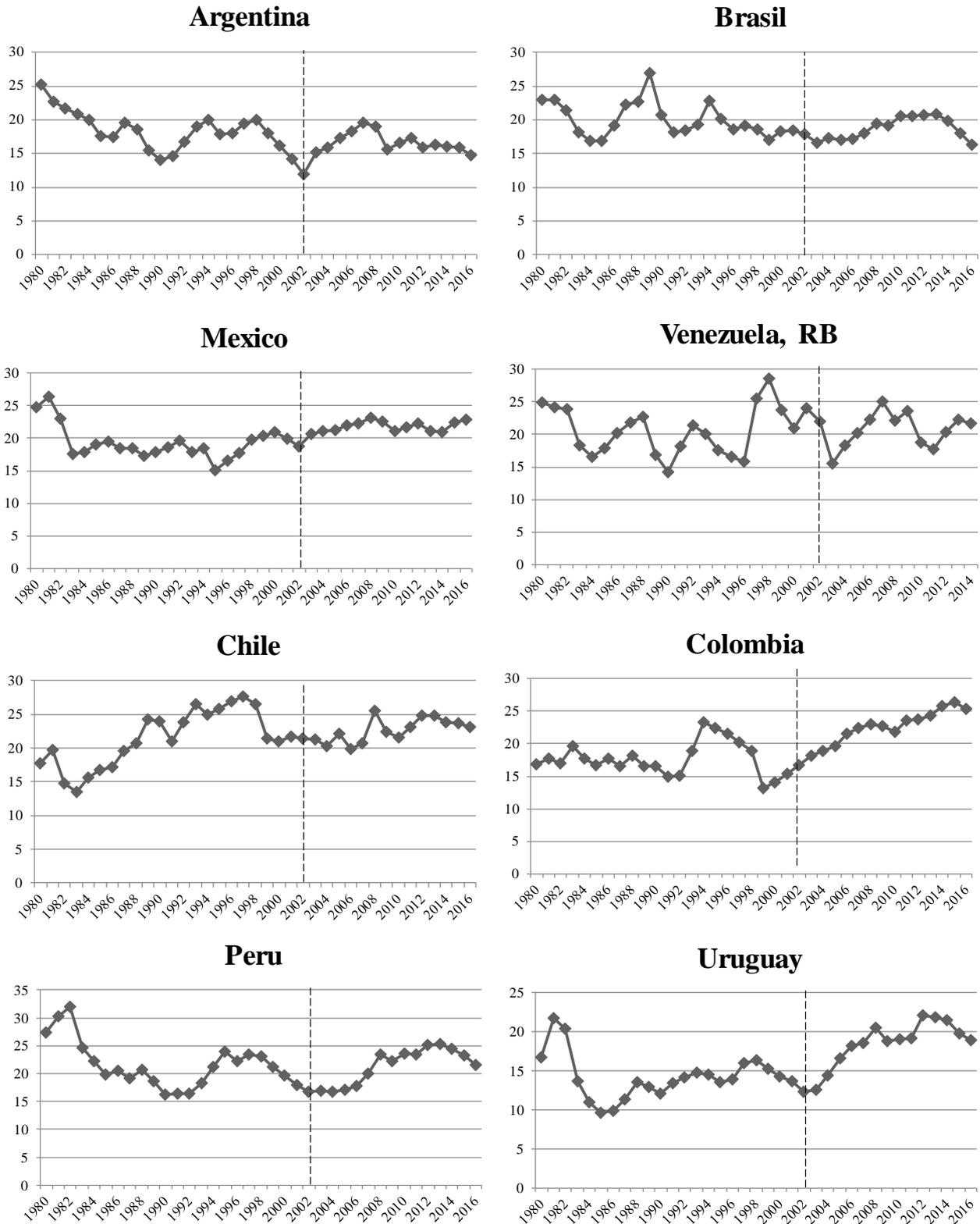
A rasgos generales, analizando América Latina en su conjunto (18 países que contempla la estimación de CEPAL), podrá observarse que la inversión experimenta un fuerte crecimiento desde 2003 hasta el año 2008, en 2009 muestra una fuerte caída, luego retoma su crecimiento levemente hasta 2012 y a partir de allí cae drásticamente. En América Latina en conjunto, la inversión bruta fija sobre el producto en el año 2017 culmina por debajo de lo que exhibía en el año 2002, pasando de 19,2 puntos porcentuales de PIB a 18,7 en 2017 (ver **Gráfico 24**).

El **Gráfico 25** muestra el desempeño de la inversión bruta de capital en porcentaje del PIB entre 1980 y 2017 en forma desagregada en cada uno de los países de América

Latina seleccionados. Allí se puede apreciar que el comportamiento de la inversión en capital fijo no es homogéneo para todos los países. La mayor parte de las economías de LAC 8 experimentaron un crecimiento de su inversión bruta entre 2002 y 2016, con excepción de Argentina y Brasil. En términos generales, todos los países (excepto Venezuela) llegaron a un pico de inversión en el año 2008, cayeron en 2009, y al año siguiente retomaron el crecimiento, para volver a caer a partir de 2013.

Si bien en la mayoría de los casos el porcentaje de inversión bruta no ha terminado por debajo del año 2002, ni la enorme entrada de flujos comerciales originados por el boom de los precios de los *commodities*, ni la tan relevante entrada de flujos financieros en los años posteriores a la crisis internacional –como se ha visto en secciones anteriores– permitió acrecentar notoriamente los niveles de inversión en capital fijo. Más allá de la existencia de otros motivos que impactan sobre la reducción de la inversión -que están fuera del alcance de este trabajo-, el análisis precedente da cuenta de que gran parte de los ingresos comerciales y financieros de este período terminaron escapándose por la “canaleta” de la fuga de capitales, en lugar de destinarse al crecimiento del stock de capital fijo.

**Gráfico 25. Formación Bruta de Capital de LAC 8, 1980-2016. En Porcentaje de PIB.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de BM.

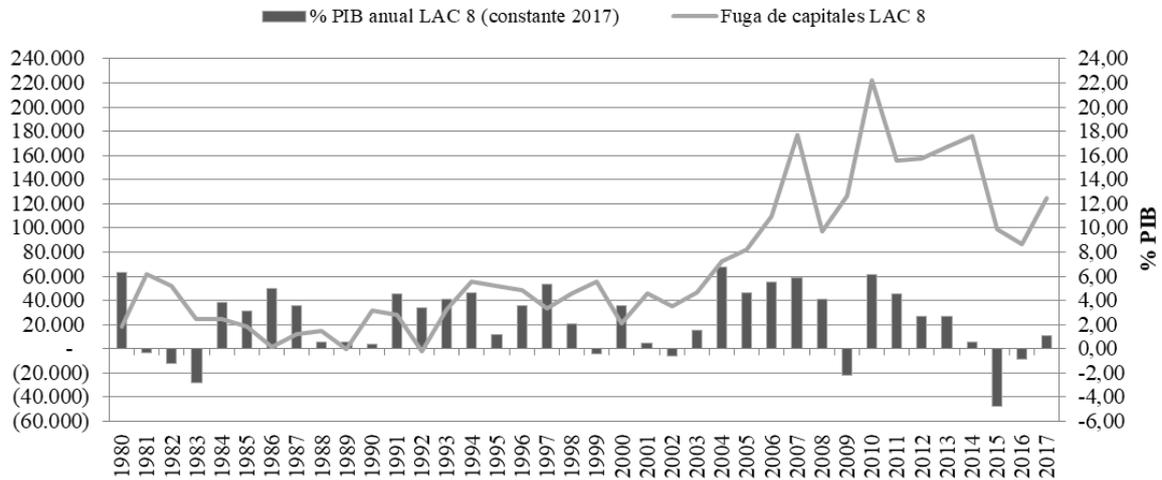
#### 2.3.4. La persistencia del fenómeno

El tan relevante crecimiento económico que experimentó la región latinoamericana desde 2003 hasta 2013 (con una tasa promedio de crecimiento anual de 3,85% para LAC 8) –con una interrupción en el año 2009 debido a los efectos de la crisis mundial-, no obstaculizó la fuga de divisas de los residentes latinoamericanos, por el contrario, como ya se ha analizado previamente, se comprueba una aceleración de los flujos financieros desde la región.

En el **Gráfico 26** se exhibe la evolución de los flujos anuales de capitales de las ocho economías en conjunto en moneda constante, comparada con la evolución de la tasa de crecimiento del producto bruto interno agregado de los ocho países, lo que permite apreciar con claridad la autonomía de ambas variables. O dicho de otro modo: la fuga de capitales se independiza del ciclo económico. Tal como se puede constatar en los años de recesión económica como 2001 y 2002, los flujos de salida se mantuvieron en niveles elevados, cercanos a los de la década de 1990, y en 2009, cuando había causado impacto ya la crisis internacional, la salida de divisas arroja niveles muy relevantes. El mismo comportamiento presenta la fuga de capitales en los años de fuerte crecimiento económico de la región, impulsados por el boom de las *commodities*, así como por otros factores internos, donde muestra un fuerte despegue en los años de aceleración de los ingresos financieros externos (2008-2012).

En este sentido, se comprueba la independencia de la fuga de capitales del ciclo económico en América Latina. Los flujos de riqueza *offshore* de las elites latinoamericanas acompañaron el ciclo de crecimiento, a la par que en épocas de inestabilidad o crisis también registraron niveles elevados. Esto demuestra que la fuga de capitales es un fenómeno estructural, que no está vinculado a la coyuntura económica, ni mucho menos política, sino que se relaciona, en lo esencial, con la estructura económica de estos países, su carácter dependiente, el modo de acumulación de riqueza de las elites latinoamericanas y su relación con el patrón de acumulación dominante a escala local e internacional.

**Gráfico 26. Tasa de crecimiento anual del PIB de LAC 8 constante (dólares, 2017) en porcentaje y fuga de capitales de LAC 8 en millones de dólares constantes de 2017.**



Nota: Los datos de Venezuela en la base de BM llegan hasta el año 2014, por ello fueron reemplazados por estimaciones del FMI (PIB corriente).

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI, BM y OCDE.

En síntesis, el gran excedente generado durante los años de términos de intercambio favorables contribuyó a engrosar los stocks de riqueza financiera *offshore* de las elites latinoamericanas, a la par que la política de “expansión cuantitativa” que invadió con flujos financieros especulativos a las economías de la región en los años posteriores a la crisis internacional les permitió financiar niveles superiores de fuga de divisas a través del endeudamiento externo.

Individualmente cada uno de los países de LAC 8 ha presentado flujos persistentes de salida a lo largo del periodo 2002-2017. Venezuela tuvo un promedio de fuga anual del 8% de su PIB, Chile presentó un promedio anual de 6% de su PIB, Argentina y México, un promedio de 2,7% de su PIB, Uruguay un promedio de 2,5% de su PIB, Colombia un 2,3% de su PIB, Brasil un 1,9% y Perú un 1,7%. Cabe mencionar que en el periodo previo (1980-2001), se registraron flujos de entrada de manera persistente solamente en dos países de manera aislada y en periodos acotados, siendo éstos muy poco significativos, entre 1983 y 1991 en Chile (de 1,8% promedio anual de PIB) y en Perú entre 1990 y 2001 (de 0,7% promedio anual de PIB). Cabe destacar, entonces, que la fuga de capitales en América Latina no es un fenómeno coyuntural, más bien se presenta como un comportamiento crónico y, en efecto, los casos aislados parecerían ser los relativos a las repatriaciones de capitales.

En conclusión, si bien suele sostenerse que América Latina sufre de escasez de capital doméstico para sostener su rumbo de desarrollo, como se ha visto en los apartados anteriores, la región ha contado con ahorro doméstico suficiente para financiar su proceso de desarrollo sin arriesgar su estabilidad macroeconómica y sin requerir cantidades significativas de capital del extranjero (Medina Smith, 2005). El punto crucial, y que suele pasar desapercibido, es que gran parte de dicho ahorro ha sido fugado al exterior.

## **CAPÍTULO 3. LA FUGA DE CAPITALS EN ARGENTINA**

### **3.1. Revisión de estudios en las últimas décadas**

En las últimas décadas, el estudio del fenómeno de la fuga de capitales en Argentina se profundizó con diversos aportes. Como fue mencionado previamente, un trabajo relevante en este sentido fue el de Eduardo Basualdo y Matías Kulfas en el año 2002. A su vez, esta temática fue investigada por la Comisión Especial Investigadora de la Fuga de Divisas en Argentina en el año 2001 de la Cámara de Diputados del Congreso Nacional, que comenzó a funcionar en febrero de 2002, contó con la apoyatura técnica del equipo de investigación del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, coordinado por Eduardo Basualdo, y presentó su informe final en 2003<sup>22</sup>. Esta problemática se mantuvo como una línea de análisis en diversos trabajos del equipo de la FLACSO durante los gobiernos kirchneristas. Asimismo, la fuga de capitales fue objeto de estudio del CEFID-AR<sup>23</sup> en el marco de un programa de trabajo de largo alcance (coordinado por Jorge Gaggero, iniciado en 2006 y hasta finales de 2015, cuando las autoridades del nuevo gobierno nacional decidieron disolver el Centro).

En Argentina, tanto la Comisión Especial de Fuga de Divisas del Congreso de la Nación que investigó la fuga de capitales durante el año 2001, como Basualdo y Kulfas (2002), Kulfas (2007) y Gaggero et. al. (2013) demuestran que existe un piso estructural de salida de divisas independientemente de la estabilidad económica y política del país; aunque, en épocas de crisis, las salidas suelen incrementarse. Kulfas (2007) sostiene que una vez superadas las crisis, los capitales fugados no se repatrian y el stock se mantiene en niveles persistentemente elevados, incluso en fases de relativa prosperidad o estabilización.

Basualdo y Kulfas (2002) calcularon un stock de capitales en el exterior de residentes argentinos de 92.596 millones de dólares, acumulados desde 1970 hasta 1998, realizando sus estimaciones en base al Método Residual de la Balanza de Pagos. Estos autores analizaron la relación estrecha entre el endeudamiento externo y la fuga de capitales durante el patrón de acumulación basado en la “valorización financiera” impuesto por la dictadura militar de 1976. Más adelante se retoman algunos de sus aportes.

---

<sup>22</sup> Véase Fuga de Divisas en la Argentina, 2001. Informe Final. Comisión Especial de la Cámara de Diputados. Con prólogo de Eduardo Di Cola. 1ª ed. Buenos Aires. Siglo XXI Editores Argentina, 2005.

<sup>23</sup> Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina, que era dirigido por Guillermo Wierzba.

El informe presentado en el año 2003 por la Comisión Especial Investigadora de la Fuga de Divisas en Argentina en el año 2001, que contó con la apoyatura técnica del equipo de investigación del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, concluyó en que la fuga de capitales argentina no resultaba totalmente vinculada a escenarios de volatilidad e inestabilidad financiera, sino que existía un comportamiento estructural tendiente a la fuga de divisas, y que esto último se relacionaba directamente con el proceder del gran empresariado local. En el año 2001 se registraron transferencias de divisas al exterior (del Sector Privado No Financiero y sin contemplar las operaciones de comercio exterior) por alrededor de 29.913 millones de dólares, de los cuales 26.128 correspondían a empresas y 3.785, a personas físicas. El 70% de las transferencias realizadas por las empresas correspondió a firmas que integraban la cúpula empresaria (las primeras 200 empresas del país), lo que explicaba no solo el alto grado de correlación entre la fuga de capitales y el capital concentrado sino también el proceso de endeudamiento, ya que estas firmas explicaron buena parte del endeudamiento privado en esta etapa.

Por su parte, Gaggero et. al. (2005) analizan que el aumento de los activos de residentes en el exterior no habría sido resultado de un fenómeno “normal” en una economía en crecimiento y la vinculación virtuosa con el mercado mundial, sino del drenaje de recursos generados localmente que, en el marco de un plan estratégico nacional, hubieran podido utilizarse 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.

A su vez, en Gaggero, Rúa y Gaggero (2013) se estudió el comportamiento de la fuga de capitales en el período 2002-2012 y los efectos que ésta generó en la problemática de la restricción externa, así como su vinculación con la expansión del mundo *offshore*, con la estructura tributaria y económica argentina, y con el comportamiento de los grandes actores económicos. También se analizó la extensión de la práctica del ahorro en dólares y de la utilización de cajas de seguridad, que originalmente quedaba limitado a una minoría de la elite económica y pasó a alcanzar a amplios sectores de la población, impulsado por la dinámica macroeconómica. Además, se estimó un stock de capitales externos de residentes argentinos de 373.912 millones de dólares acumulados entre 1970 y 2012. Dichas estimaciones fueron realizadas tomando como punto de partida las estimaciones de Basualdo y Kulfas (entre 1970 y 1991) y luego mediante el método residual de la balanza de pagos, adicionándole una tasa de rendimiento sobre

el stock de capitales ubicados en el exterior (siguiendo el método de Henry, 2012, mencionado en el Capítulo 1).

El trabajo de Médici y Panigo (2014) analizó la relación entre la formación de activos externos y los términos de intercambio en países con estructuras productivas desequilibradas, comprobando la existencia de una correlación positiva entre el aumento del superávit comercial y la fuga de capitales en Argentina durante el período 2003-2011. En la misma línea, el trabajo de Gaggero et. al. (2013) demostró que durante la década del 2000 el aumento del nivel de fuga de capitales fue financiado con el superávit de la balanza comercial, a diferencia de la década del 90, cuando la fuga de capitales era financiada mediante endeudamiento externo. Por su parte, Médici et. al. (2012) analizan el impacto del aumento de las exportaciones agropecuarias en las tenencias de activos externos argentinos, concluyendo en que el aumento de las ganancias del sector agropecuario podría conllevar a un incremento de la fuga de capitales.

Manzanelli et. al. (2015) estudian la vinculación del fenómeno de la fuga de capitales con la elevada concentración y extranjerización de la cúpula empresaria. Los autores advierten la existencia de una fuerte conexión entre la fuga de capitales y las ganancias no reinvertidas de las grandes empresas. Entre 2008 y 2012, las 500 compañías de mayor tamaño del país no reinvertieron utilidades por casi 88 mil millones de dólares, mientras que la salida de capitales del conjunto de la economía alcanzó, según distintas estimaciones, entre 66 y 98 mil millones de dólares. En definitiva, los autores observan que en dicho período se acentúa la asociación entre la fuga de divisas y la “reticencia inversora”, debido a un significativo aumento de las ganancias no reinvertidas, que tienen su correlato en materia de salida de divisas al exterior.

Durante todo el año 2015, en el Congreso Nacional, se reunió la “Comisión Bicameral Investigadora de Instrumentos Bancarios y Financieros destinados a facilitar la evasión de tributos y la consecuente salida de divisas del país”, con la finalidad investigar las modalidades de la fuga de capitales a través de entidades financieras, analizando si existía un comportamiento sistémico y generalizado similar en los bancos internacionales que operaban en la Argentina. La comisión bicameral concluyó en que existía una conducta sistémica de los grandes bancos para facilitarles a clientes argentinos, como al resto del mundo, mecanismos para eludir el pago de impuestos. Asimismo, se puso de manifiesto que existía una predilección de los sectores empresarios a resguardar su riqueza en el exterior, buscando minimizar el pago de

impuestos y ocultar la titularidad de los fondos a través de la utilización de guardidas fiscales, y que esta conducta resultaba una constante a lo largo de la historia argentina.

En Rúa (2017) se señalaba que la fuga de capitales en Argentina se presenta como un fenómeno estructural, que no se vincula estrictamente con etapas críticas de la economía (donde podría esperarse que los residentes locales busquen refugiarse en el mercado externo), sino que se registran importantes niveles de egreso de moneda extranjera incluso en épocas de estabilidad económica, financiera y política. Además, se destacaba que si bien, generalmente, el debate en torno a la salida de divisas suele enfocarse en el impacto sobre la recaudación tributaria, tiene consecuencias sobre el ahorro y la inversión, en la distribución del ingreso y en las dificultades que los países en desarrollo enfrentan en el sector externo, amenazando la disponibilidad de moneda extranjera para afrontar pagos de deuda externa y de importaciones. Allí se resaltaba, también, la importancia de visualizar la problemática local inserta en un fenómeno más amplio y complejo, que se vincula con las características regionales.

A partir de la asunción del gobierno de Cambiemos en diciembre de 2015, Manzanelli, González y Basualdo (2017) identifican el retorno del régimen de acumulación de valorización financiera, basado en un nuevo ciclo de endeudamiento externo que sostiene la bicicleta financiera y la posterior fuga de capitales al exterior. Desde una perspectiva similar, en Rúa y Zeolla (2018) se advierte que en los últimos años se ha puesto en marcha, en la Argentina, un proceso de creciente desregulación cambiaria que permite una fenomenal salida de divisas, sustentada en base a endeudamiento externo, conformando un circuito de acumulación financiera de corto plazo, que expone a la economía nacional a mayores niveles de volatilidad y vulnerabilidad externa.

### **3.2. Análisis del aspecto histórico del fenómeno**

El proceso de expansión y consolidación del fenómeno de fuga de capitales encuentra su punto de partida con la globalización financiera, cuyo correlato en la Argentina fue la implantación del régimen de acumulación basado en la “valorización financiera” (Basualdo, 2013) por parte de la dictadura militar genocida de 1976. Este patrón de acumulación desplazó un modelo económico sustentado en el desarrollo productivo, para centrar su eje en la especulación financiera, con el objeto de insertarse en el nuevo orden capitalista mundial de modo funcional a la postura hegemónica.

Las estimaciones disponibles relativas a periodos previos a la década de 1970 indican que la fuga de capitales de los residentes argentinos representaba montos poco

significativos. Basualdo (2013) señala un promedio de trasferencias financieras al exterior de 145 millones de dólares anuales entre 1958 y 1962, un promedio anual de entradas de 34 millones entre 1962 y 1966, un promedio anual de entradas de 150 millones entre 1966 y 1969, y un promedio anual de salidas de 26 millones de dólares entre 1969 y 1972. Las estimaciones de FIEL (1989), realizadas en base al método residual de la balanza de pagos, reflejan un promedio anual de salida de 106 millones de dólares entre 1961 y 1969, y un monto total de fuga en esos 9 años de 957 millones de dólares.

Mientras que las estimaciones relativas a la década de 1970 demuestran una aceleración de los flujos. FIEL (1989) estimó un total de salidas por 9.540 millones de dólares entre 1970 y 1979, mientras que Basualdo y Kulfas (2002) calcularon un total de fuga de capitales por el método residual de la balanza de pagos de 10.928 millones de dólares en ese mismo periodo.

A continuación se presenta de forma comparativa el **Cuadro 4** que expone las estimaciones de fuga de capitales mediante el método residual de la balanza de pagos, de FIEL (1989), Basualdo y Kulfas (2002) y una estimación propia que fue realizada tomando las estimaciones de Basualdo y Kulfas (2002) a precios corrientes desde 1970 hasta 1980, y continuando con el criterio de rentabilidad del 70% del capital utilizado por estos autores. Desde 1981 en adelante los valores fueron calculados con datos del FMI, tal como se realizaron las restantes estimaciones de este trabajo. La estimación propia arroja un stock de activos externos de residentes argentinos acumulado desde 1970 hasta 2017 de 350.310 millones de dólares.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> En el Anexo Estadístico “2. Comparación con otras estimaciones” se exponen las estimaciones de Gaggero et. al. (2013) y Henry (2012) comparadas con éstas y con otras variantes del método residual y otras metodologías.

**Cuadro 4. Argentina. Comparación de estimaciones. Stock de fuga de capitales, en millones de dólares corrientes, y flujos anuales de fuga de capitales, en millones de dólares corrientes y constantes. 1961-2017.**

Periodo	Argentina						
	Stock - USD Corriente			Flujos - USD Corriente			Flujos- USD Constante
	FIEL (1989) método residual	Basualdo y Kulfas (2002) método residual	Estimación propia (Basualdo y Kulfas 1970-1980)	FIEL (1989) método residual	Basualdo y Kulfas (2002) método residual	Estimación propia (Basualdo y Kulfas 1970-1980)	Estimación propia (Basualdo y Kulfas 1970-1980)
1961				-171			
1962	81			252			
1963	222			141			
1964	481			259			
1965	428			-53			
1966	739			311			
1967	423			-316			
1968	485			62			
1969	957			472			
1970	1.269	921	921	312	921	921	5.815
1971	1.926	1.339	1.339	657	418	418	2.530
1972	2.928	1.650	1.651	1.002	312	312	1.829
1973	3.196	1.929	1.930	268	279	279	1.540
1974	5.107	2.343	2.343	1.911	413	413	2.053
1975	4.408	3.566	3.566	-699	1.223	1.223	5.570
1976	4.271	5.012	5.012	-137	1.446	1.446	6.228
1977	4.785	6.001	6.001	514	989	989	4.000
1978	7.711	7.779	7.780	2.926	1.779	1.779	6.685
1979	10.497	10.928	10.928	2.786	3.148	3.148	10.632
1980	17.393	15.633	15.634	6.896	4.706	4.706	13.998
1981	25.922	23.424	19.178	8.529	7.790	3.544	9.554
1982	32.435	29.875	21.925	6.513	6.451	2.747	6.977
1983	31.348	32.214	24.267	-1.087	2.339	2.342	5.764
1984	30.063	32.952	26.463	-1.285	738	2.196	5.182
1985	30.691	33.760	28.571	628	808	2.107	4.802
1986	31.016	33.862	29.920	325	102	1.349	3.017
1987		37.659	31.459		3.797	1.540	3.322
1988		35.597	32.535		-2.062	1.076	2.230
1989		43.078	35.294		7.481	2.759	5.456
1990		42.431	36.214		-991	920	1.726
1991		41.241	45.931		-1.190	9.717	17.489
1992		40.210	47.850		-1.031	1.919	3.353
1993		44.860	57.687		4.650	9.837	16.691
1994		51.557	67.573		6.697	9.886	16.349
1995		65.348	85.619		13.791	18.045	29.027
1996		76.330	99.782		10.982	14.163	22.133
1997		89.456	118.475		13.126	18.693	28.546
1998		92.596	127.909		3.140	9.434	14.186
1999			140.099			12.190	17.938
2000			150.295			10.196	14.513
2001			158.883			8.588	11.888
2002			170.658			11.775	16.047
2003			178.824			8.166	10.880
2004			183.676			4.852	6.296
2005			186.118			2.443	3.066
2006			198.980			12.862	15.639
2007			219.799			20.819	24.612
2008			239.322			19.523	22.227
2009			249.365			10.043	11.474
2010			261.623			12.258	13.779
2011			282.635			21.012	22.897
2012			295.733			13.098	13.984
2013			304.933			9.200	9.680
2014			309.152			4.219	4.368
2015			320.908			11.756	12.158
2016			328.182			7.274	7.429
2017			350.310			22.128	22.128

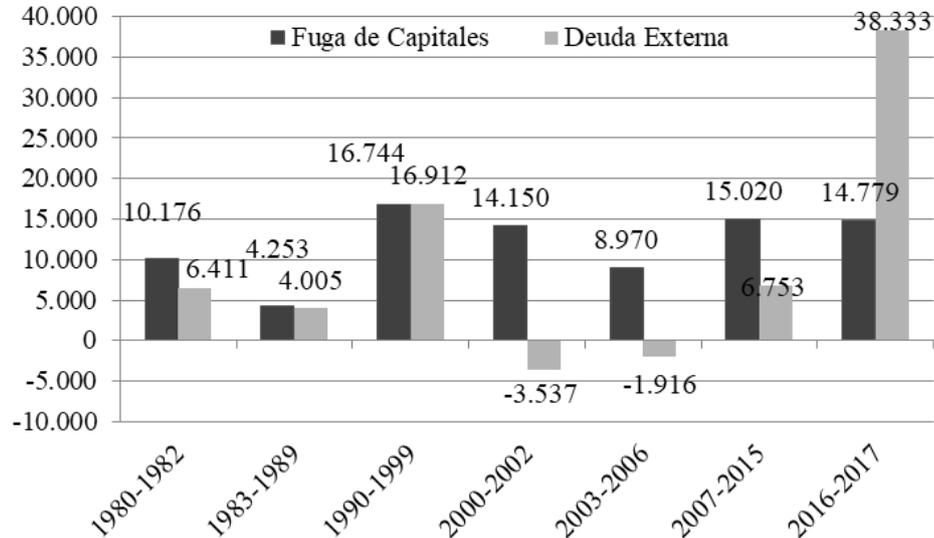
Fuente: Elaboración propia en base a FIEL (1989), Basualdo y Kulfas (2002), FMI y OCDE.

Si bien debe tenerse en cuenta que estas series no son estrictamente comparables, lo cierto es que todo parece indicar que la fuga de capitales es un fenómeno estructural pero que asume una magnitud e importancia muy superior a partir de mediados de los años setenta cuando se pone en marcha el proceso de valorización financiera. A partir de allí parece ponerse de relieve un cambio cualitativo en el esquema de acumulación en la economía argentina, ya que, aun cuando se interrumpe el régimen macroeconómico en 2002, se mantiene –e incluso se eleva- la salida de capitales al exterior. Es decir, la dolarización de los portafolios parece tener un arraigo estructural en la mediana y alta burguesía doméstica tras las modificaciones que acarrió la valorización financiera. Sin embargo, si bien este fenómeno es una constante en el tiempo, a partir de ese momento, es interesante advertir que tiende a adoptar formas diferentes ante los cambios macroeconómicos o del régimen de acumulación.

La deuda externa y la fuga de capitales en Argentina presentaron un vínculo simbiótico en el marco de regímenes de acumulación basados en la valorización financiera, aunque no ocurre lo propio cuando la economía pivotea en torno a la economía real como eje ordenador de los procesos económicos. En el marco de la valorización financiera (sea del período 1976-2001 o del que puso en marcha el gobierno de Cambiemos recientemente) se ha recurrido sucesivamente a instrumentos de deuda y a préstamos del exterior para financiar la salida de divisas. En este sentido, se advierte una fuerte conexión y retroalimentación entre ambas variables. La fuga de capitales impulsa al endeudamiento, puesto que se precisa de los recursos que la financien, a la vez que el acceso al endeudamiento externo es posible en el marco de una política de desregulación financiera y cambiaria que, al mismo tiempo, facilita la posterior fuga de los recursos al exterior.

A continuación se presenta el **Gráfico 27** que muestra la evolución de este vínculo en las distintas etapas históricas de la Argentina, sobre la base de las estimaciones propias expuestas en el **Cuadro 4**, que fueron elaboradas considerando las estimaciones de Basualdo y Kulfas (2002) desde 1970 hasta 1980. El gráfico se expone en precios constantes debido a que el largo periodo temporal que abarca podría afectar la comparación.

**Gráfico 27. Argentina. Promedios anuales de Deuda Externa y Fuga de Capitales desde 1980 hasta 2017. En millones de dólares constantes de 2017.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Basualdo y Kulfas (2002), FMI y OCDE.

Los períodos fueron seleccionados en base a los ciclos políticos que, a su vez, encarnan diversas fases de los patrones de acumulación señalados previamente: entre 1980 y 1982 se desarrollaron los últimos años de dictadura militar; entre 1983 y 1989, el gobierno de Raúl Alfonsín; entre 1990 y 1999 transcurrió el gobierno de Carlos Menem; entre 2000 y 2002 el gobierno de Fernando De la Rúa (diciembre de 1999 a diciembre de 2001), la sucesión de otros tres presidentes en diciembre de 2001 (Adolfo Rodríguez Saá, Ramón Puerta, Eduardo Camaño), y Eduardo Duhalde (enero de 2002 a mayo de 2003); todos ellos fueron colocados juntos por fines prácticos, ya que no indican otra cosa que la traumática salida de la crisis de la convertibilidad y, en términos más generales, el agotamiento de la valorización financiera; entre 2003 y 2015 fueron los gobiernos Kirchneristas de Néstor Kirchner y Cristina Fernández de Kirchner, los que se dividen en dos tramos a los fines de resaltar la aceleración de fuga de divisas desde 2007 (ya analizado en el Capítulo 2). Se trata de un período en el que el régimen de acumulación pasa a sostenerse en la economía real aunque presenta dificultades para diversificar su matriz productiva. Por último, el gobierno de Mauricio Macri que provoca un giro copernicano en la economía argentina al reinstalar a la valorización financiera como eje del proceso de acumulación.

Podrá observarse con claridad que durante el transcurso del patrón de la valorización financiera (en el **Gráfico 27** desde 1980 hasta 2001) la fuga de capitales es

acompañada con promedios anuales muy similares de endeudamiento externo. Tras el agotamiento de dicho régimen de acumulación en el año 2001, se interrumpe el endeudamiento externo y, en consecuencia, también la relación estrecha con la fuga de capitales, dando inicio a un proceso de desendeudamiento durante los gobiernos Kirchneristas, que a fines de 2015, con la asunción de la Alianza Cambiemos, es abandonado, retomando el circuito pernicioso de endeudamiento y fuga. Cabe destacar que la reducción del endeudamiento del periodo 2002-2006, que se observa en el **Gráfico 27**, se debe preponderantemente a la relevante quita de deuda del año 2005, cuya reducción alcanzó los 67.305 millones de dólares, implicando una quita del 46,6% sobre la deuda pública total al 31 de diciembre de 2001, según Manzanelli et. al. (2015).

Basualdo y Kulfas (2002) señalan que el régimen de valorización financiera impulsado por la dictadura cívico-militar interrumpió abruptamente la industrialización basada en sustitución de importaciones. Las variables centrales del modelo económico de Martínez de Hoz fueron la desregulación cambiaria y financiera, junto con altas tasas de interés, en el marco de devaluaciones pre-anunciadas, que permitieron el ingreso de capitales especulativos que buscaban valorizarse internamente y posteriormente fugarse al exterior, dando origen a la llamada “bicicleta financiera”. Este proceso se realizó principalmente a través de la adquisición de deuda externa por parte de las fracciones del capital dominante (los grupos económicos locales y conglomerados extranjeros), que luego valorizaron –debido al diferencial positivo entre la tasa de interés interna y la internacional- y posteriormente fugaron esa renta al exterior. La puesta en marcha de este régimen de valorización financiera consagró el inicio de la fuga de capitales como fenómeno estructural de largo plazo. El promedio anual de fuga de capitales en los últimos 3 años de dictadura militar arroja 10.200 millones de dólares constantes, contra un promedio anual de deuda externa de 6.400 millones de dólares constantes.

Desde 1982 se había desacelerado la dinámica de la fuga de divisas debido al inicio de la crisis de deuda externa de los países latinoamericanos, cuando México declaró la moratoria de la deuda externa a sus acreedores financieros y gran parte de las economías de la región tenían problemas en el sector externo (García y Junco, 1987). De todas formas, Basualdo y Kulfas (2002) destacan una segunda etapa de aceleración de la fuga de capitales tras el fracaso del plan austral, entre 1987 y 1989, lo cual en un contexto de total sequía de dólares, culminó en una hiperinflación. Durante el gobierno de Alfonsín, el promedio anual de fuga de divisas fue de 4.300 millones de dólares constantes contra un promedio de endeudamiento anual de 4.000 millones constantes (de 2017) entre 1983 y 1989.

Durante la década de 1990, se inició una nueva fase de fuga de capitales en simultáneo con una nueva fase de endeudamiento externo, tanto del sector público como del privado, y, a lo largo de esta década, cada dólar de endeudamiento externo tuvo como contrapartida, aproximadamente, otro dólar que se fugaba al exterior (Basualdo y Kulfas, 2002). El promedio anual de fuga de capitales fue de 16.700 millones de dólares contra un promedio anual de deuda externa de 16.900 millones de dólares (constantes de 2017). Aquí se destacan dos periodos. El informe de la Comisión Especial de Fuga de Divisas de la Cámara de Diputados destacó que, durante los primeros años de la década de 1990, los principales grupos económicos locales participaron activamente del proceso de privatizaciones, en conjunto con operadores transnacionales y bancos de inversión. En ese contexto, la fuga de capitales se redujo, e incluso se evidenciaron repatriaciones de capitales. Luego, se produjo una generalizada venta de empresas nacionales a capitales extranjeros y, posteriormente, los empresarios locales fugaron gran parte de los resultados obtenidos por aquellas ventas.

En esta etapa la renta financiera se obtuvo a través del diferencial positivo que existió entre la tasa interna y la internacional, aunque oscilante a lo largo de la década, ya que durante la primera etapa de la convertibilidad se registró una tasa de interés elevada, no obstante descendente, y luego volvió a incrementarse en la crisis del Tequila y más tarde descendió nuevamente hasta la crisis de 2001 (Basualdo, 2013). Ello, en simultáneo a un régimen de tipo de cambio fijo, que suponía total ausencia de fluctuaciones cambiarias, y un notable incremento de la deuda externa que proveyó las divisas necesarias para que pudiera culminar el ciclo de valorización con la fuga de capitales al exterior.

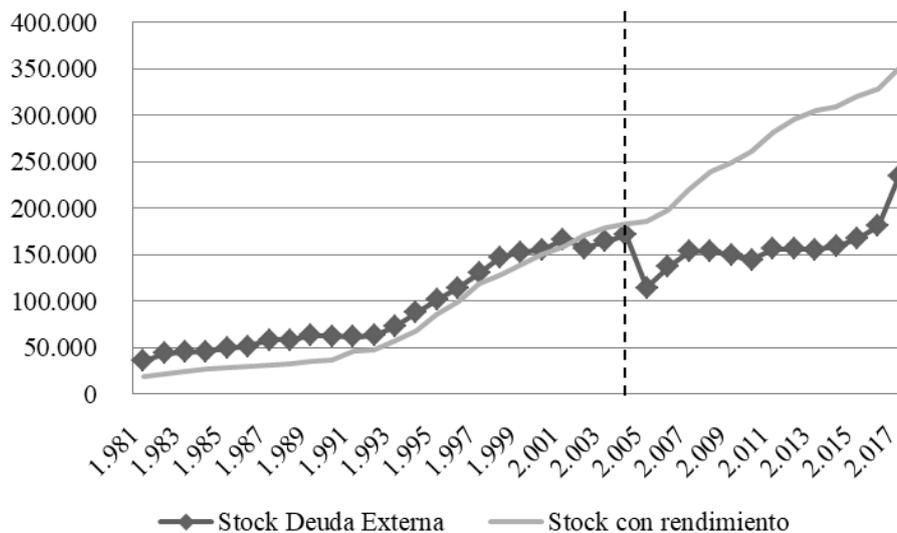
En el período que abarca 2000-2002 los niveles de fuga de divisas fueron elevados, mientras que el endeudamiento se detuvo en 2001 con motivo de la cesación de pagos. Finalmente, en diciembre de 2001, el patrón de acumulación de valorización financiera puede considerarse como definitivamente agotado.

Debajo, el **Gráfico 28** enseña la relación histórica entre endeudamiento y fuga de capitales en Argentina, y la interrupción de ese proceso ante el agotamiento del régimen de acumulación de capital basado en la valorización financiera y la puesta en marcha de un proceso de desendeudamiento, que tiene su mayor expresión con el canje y la notable quita de deuda externa en el año 2005. A simple vista se observa que hasta el año 2001 la deuda acompañaba la evolución ascendente de la fuga de capitales, desde allí hay una desaceleración del endeudamiento externo motivado en la recesión

económica y en el default declarado en enero de 2002. En el año 2005 se llevó a cabo la importante quita de deuda externa, manteniendo bajos niveles de endeudamiento en los años subsiguientes, en el año 2010 se realizó el segundo canje de deuda externa, y los años que siguieron mostraron la continuación de la política de bajo endeudamiento. En el año 2016 y 2017, se ve con claridad el fuerte aumento del endeudamiento, cuya curva se acerca nuevamente a la de fuga de capitales, retomando la relación histórica entre ambas variables.

Cabe mencionar que en el **Gráfico 28** el stock de fuga de capitales fue calculado tomando como inicio los datos de Basualdo y Kulfas (2002) desde 1970 hasta 1980 y contemplando un 70% de rentabilidad sobre el stock de capital externo, mientras que la serie de datos del stock de la deuda externa fue extraída de CEPAL.

**Gráfico 28. Argentina. Stock de deuda externa y fuga de capitales acumulados desde 1980 a 2017 (considerando flujos 1970-1980 de Basualdo y Kulfas, 2002).**  
En millones de dólares corrientes.



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI, CEPAL y Basualdo y Kulfas (2002).

Desde la década de 1970 hasta la actualidad se mantiene la fuga de capitales como constante en el comportamiento de la economía Argentina. A diferencia de lo que sostiene la visión tradicional, acerca de que la fuga de capitales es causada por la incertidumbre política y económica (Schneider, 2003; Cuddington, 1986), se observa que este fenómeno en Argentina se manifiesta a través de niveles muy elevados a lo largo de distintas etapas económicas y políticas, inclusive en épocas de prosperidad y estabilidad económica, y se agudiza en momentos críticos. La historia económica y la

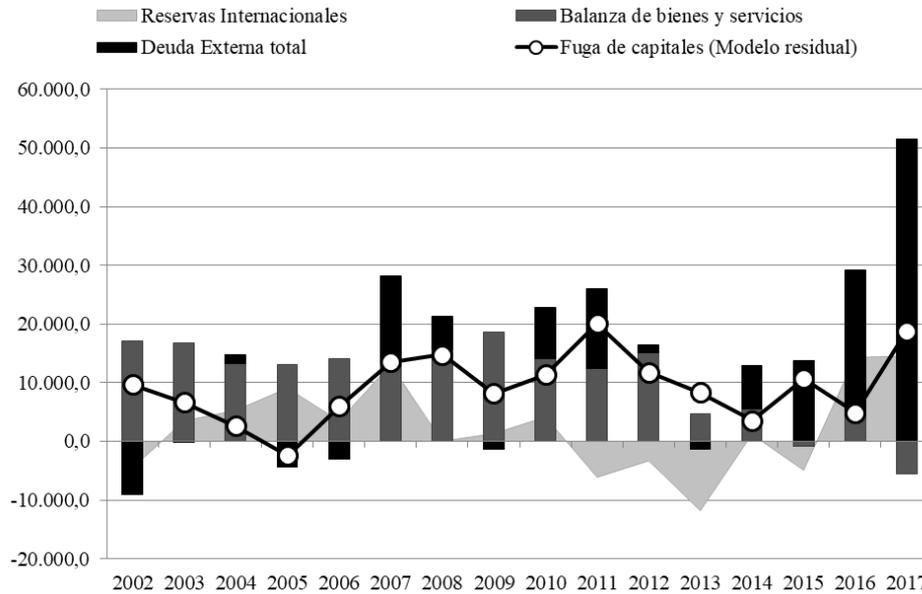
etapa más reciente de la Argentina ponen en evidencia que la salida de divisas en este país resulta ser de carácter estructural y no coyuntural, y que tiene lugar independientemente del signo ideológico de los gobiernos de turno y de las bonanzas o crisis económicas, ya que está asociada fundamentalmente al carácter periférico de nuestro país, al comportamiento de los grupos empresarios y a la expansión vertiginosa del mundo *offshore* y de las finanzas globales. Pero, lo que también se pone de relieve es que tiene especificidades disímiles conforme al régimen de acumulación en el que se inserta.

### **3.3. Fuga de capitales en la post-convertibilidad (2002-2015)**

Este circuito de deuda externa y fuga de divisas -de retroalimentación continua-, solamente fue interrumpido, en gran medida, durante las gestiones kirchneristas (2003-2015). En aquella etapa, si bien la fuga de capitales alcanzó niveles significativos, es posible destacar características distintivas en comparación con otros períodos. Una de ellas es que se produjo un proceso de desendeudamiento externo que detuvo el estrecho vínculo histórico existente entre la deuda externa y la salida de divisas, y que en los últimos años (2016, 2017 y 2018) vuelve a tener protagonismo. Durante las administraciones Kirchneristas, la salida de divisas se financió, preponderantemente, con el saldo positivo de la balanza comercial y con las reservas internacionales acumuladas en los años de superávit. El **Gráfico 29** permite ver que el buen desempeño del comercio exterior permitió financiar la salida de divisas en simultáneo a la ampliación de las reservas internacionales, hasta el año 2010 inclusive. En los años 2011, 2013 y 2015, puntualmente, cuando el saldo positivo de la balanza comercial de bienes y servicios no fue suficiente para financiarla, las reservas internacionales cayeron.

Otra particularidad de esa etapa fue la implementación de restricciones cambiarias frente a una fuerte demanda de divisas para atesoramiento en el año 2011 (21.500 millones de dólares), en un contexto de acercamiento al estrangulamiento externo de la economía y bajo un clima político álgido por las elecciones presidenciales de octubre de ese año, que habrían exacerbado el fenómeno. Si bien la coyuntura política y económica no representa un factor determinante de la presencia de la fuga de capitales en los países latinoamericanos, posiblemente incide sobre la magnitud del fenómeno.

**Gráfico 29. Argentina. Fuga de capitales comparada con Saldo de Balanza Comercial de Bienes y Servicios, variación de Reservas Internacionales y Flujo de Deuda Externa Total, 2002-2017. En millones de dólares corrientes.**



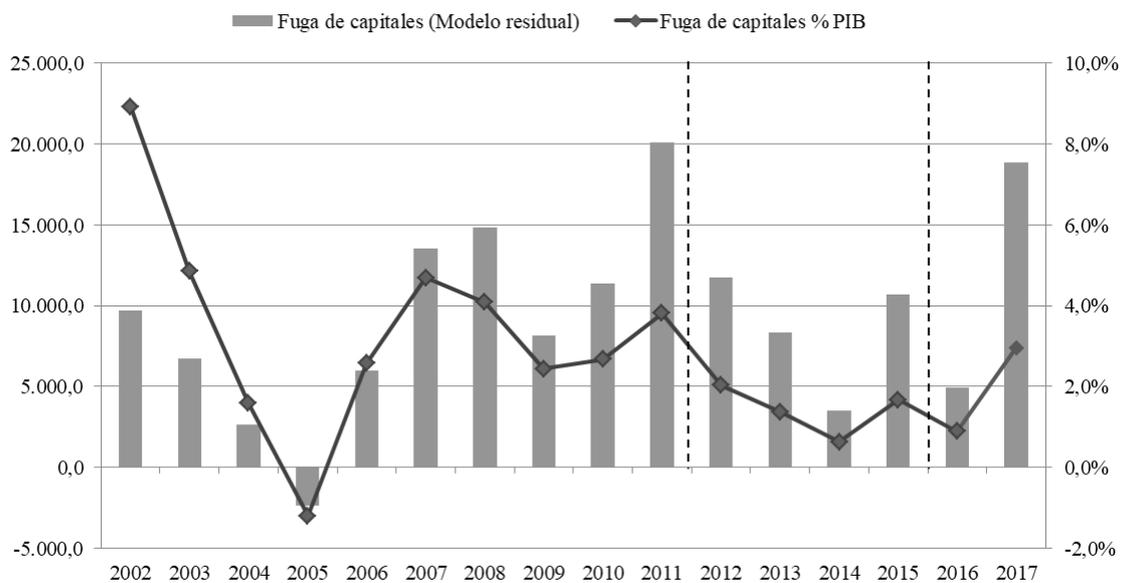
Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

Durante los primeros años del gobierno Kirchnerista, posteriores a la crisis económica, la fuga de capitales se mantuvo en niveles reducidos, en términos nominales, e incluso llegó a haber entrada neta de divisas durante el año 2005, coincidente con el resto de las estimaciones, cuando se realizó el primer canje de la deuda externa. Entre 2002 y 2006 se fugaron en promedio 4.500 millones de dólares por año. En términos relativos al PIB, considerando un producto bruto pequeño con motivo de la reciente crisis económica, la fuga tuvo cierto impacto en 2002 y 2003 (ver **Gráfico 30**).

A partir del año 2007, se observa una clara aceleración de la fuga de capitales motivada por factores internos y externos. La crisis financiera internacional comenzó en julio-agosto de 2007 en los Estados Unidos y, para septiembre de 2008, con la quiebra de Lehman Brothers, la urgente venta de Merrill Lynch al Bank of América y los rescates masivos de entidades financieras, se extendió completamente a nivel global (Gaggero et. al., 2013). En este contexto, el portafolio de los inversores tendió a dolarizarse a escala global, impactando en los países de la región. Como elemento interno, se destaca el conflicto entre el gobierno y el sector agropecuario en el año 2008, desatado a partir de la sanción de un sistema de retenciones móviles a las exportaciones, implementado ante la suba del precio de los *commodities* agrícolas exportables en 2007.

Este conflicto puso en tensión la instalación del nuevo patrón de acumulación (Basualdo, 2011). El enérgico incremento de la fuga de capitales en el año 2008 comenzó a afectar la balanza de pagos, representando en ese año prácticamente la totalidad del saldo positivo del comercio exterior, lo que contribuyó, entre otros factores, a ir conformando un escenario de restricción externa.

**Gráfico 30. Argentina. Fuga de capitales (método residual) en millones de dólares y en porcentaje de PIB. 2002-2017.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

Manzanelli y Basualdo (2017) advierten una diferencia sustancial de la fuga de capitales, en el marco de las administraciones Kirchneristas comparado con el régimen de valorización financiera, que se vincula con que el origen de las ganancias fugadas se desvió del ámbito especulativo (deuda) al productivo (ganancias no reinvertidas de grandes empresas). Destacan, además, que desde 2008 se inicia un periodo de aceleración de la fuga de capitales, al que se suman los giros y utilidades y dividendos al exterior por parte del capital extranjero que afectaron el balance de pagos y contribuyeron significativamente a alcanzar un escenario de restricción externa.

En el año 2011, ante la importante demanda de divisas para atesoramiento por parte del sector privado y el empeoramiento del sector externo, se implementaron una serie de políticas cambiarias tendientes a restringir la compra de moneda extranjera. Con anterioridad a estas medidas, ya regían controles cambiarios y macroprudenciales, tales como un límite a la adquisición de moneda extranjera de 2 millones de dólares

mensuales y requerimientos de encajes de un 30% y por un plazo de permanencia de 365 días para los capitales golondrinas desde el año 2005.

A partir del año 2011 los controles cambiarios se intensificaron. El gobierno Kirchnerista adoptó un paquete de medidas orientadas a controlar el mercado cambiario, llegando hasta prohibir la compra de moneda extranjera para fines no productivos en julio de 2012 y desdoblado el tipo de cambio de acuerdo al destino de la divisa (ahorro, turismo, importaciones, exportaciones, etc.). En el **Gráfico 30** se observa la disminución de los flujos de fuga de capitales en los años de vigencia de las restricciones cambiarias (2012-2015). En el **Cuadro 5** se enumeran algunas de las medidas más relevantes de esa etapa.

**Cuadro 5. Argentina. Política cambiaria y de control de capitales entre 2011 y 2015.**

Fecha	Medida
<b>26 de octubre de 2011</b>	<p>Se dispuso que las divisas provenientes de exportación de empresas productoras de petróleo crudos o de sus derivados, gas natural y gases licuados, y de empresas que tengan por objeto el desarrollo de emprendimientos mineros deben liquidarse en el país.</p> <p>Se implementa el requisito de autorización especial de AFIP para la compra de moneda extranjera sin un fin específico para individuos.</p> <p>Se prorroga la excepción de compra de moneda extranjera solo para aquellos que tengan créditos hipotecarios aprobados.</p>
<b>9 de marzo de 2012</b>	<p>Implementación de autorización informal del BCRA para comprar moneda extranjera por empresas para importaciones y remisión de utilidades. En junio-octubre de 2013 se reforzó el control.</p> <p>Se dispuso que los retiros de moneda extranjera con tarjetas de débito desde cajeros automáticos ubicados en el exterior, debieran ser efectuados con débito a cuentas locales del cliente en moneda extranjera.</p>
<b>26 de abril de 2012</b>	<p>Límite de hasta 15 días para la liquidación de moneda extranjera de exportaciones. Alcanza 800 posiciones arancelarias.</p> <p>Reducción del límite para la compra de moneda extranjera para individuos. Límite anunciado del 25% de los ingresos.</p>
<b>24 de mayo 2012</b>	<p>Se incluye un régimen especial para compra de moneda extranjera de agencias de turismo, que hasta el momento tenían libre acceso a la moneda extranjera al tipo de cambio oficial.</p>
<b>15 de junio 2012</b>	<p>Se elimina la opción “ahorro” dentro de las posibilidades de compra de moneda extranjera mediante el sistema web de la AFIP. Solo queda la opción “turismo”.</p>
<b>5 de julio de 2012</b>	<p>Se comunica la suspensión de la compra de activos externos sin aplicación a un destino específico, prohibiendo la compra de moneda extranjera para atesoramiento.</p>
<b>9 de agosto de 2012</b>	<p>Se suspendió la adquisición de dólares para el caso de viajes a países limítrofes y a naciones de la Eurozona, y dispuso la venta de la moneda del país de destino.</p>

<b>Fecha</b>	<b>Medida</b>
<b>15 de agosto 2012</b>	Límite para las operaciones de turismo, con plazo de 7 días de anticipación al viaje. Para países limítrofes solo se vende moneda local de destino.
<b>31 de agosto 2012</b>	Retención del 15% al valor de la moneda extranjera para pagos con tarjeta de débito o crédito en el exterior. Hasta el momento no tenía ningún cargo extra.
<b>1 de noviembre de 2012</b>	Prohibición de compra de moneda extranjera para operaciones inmobiliarias con crédito hipotecario aprobado.
<b>18 de marzo 2013</b>	Aumenta la retención impositiva para comprar moneda extranjera por viajes del 15% al 20%. Se extiende la medida a paquetes de viajes, pasajes y otros servicios.
<b>23 de mayo de 2013</b>	Límite a la extracción de moneda extranjera en países limítrofes hasta USD 50 mensuales por entidad, USD 800 mensuales y por entidad para el resto del mundo.
<b>Junio-octubre 2013</b>	<p>Refuerzo de autorización informal del BCRA para adquisición de moneda extranjera por empresas para importaciones y remisión de utilidades.</p> <p>Prohibición a bancos a dar préstamos en moneda local a empresas exportadoras. Deben tomar deuda en el exterior como mecanismo para aumentar la oferta de divisas.</p> <p>Aumenta la retención impositiva para comprar moneda extranjera para viajes del 20% al 35%.</p>
<b>5 de septiembre de 2014</b>	<p>Se autoriza la compra de moneda extranjera para atesoramiento con una percepción del 20% que luego podrá ser deducida del impuesto a las ganancias y bienes personales mediante formulario por página web de la AFIP. Los montos máximos no fueron informados.</p> <p>Se habilita la compra de moneda extranjera con una fórmula de hasta el 22% de los ingresos, con un límite de USD 2.000 por mes por contribuyente.</p>
<b>27 octubre de 2015</b>	<p>Mayor restricción de cupos a importadores y agencias de viaje para la compra de moneda extranjera.</p> <p>Suspensión de operaciones de dólar futuro en ROFEX.</p>

Fuente: Elaboración propia sobre la base de FMI (2016) y BCRA.

De aquella experiencia se desprende que los controles cambiarios adoptados fueron efectivos a los fines de limitar la fuga de capitales, aunque no fueron capaces de frenarla, ya que se fugaron por diversos mecanismos alternativos. En comparación con otros países de la región analizados, que mostraron niveles muy elevados de salida de divisas durante esos años -con excepción de Chile y Venezuela-, en Argentina entre 2012 y 2014, la desaceleración de la salida de divisas fue contundente. Ello se observa tanto en la estimación del modelo residual como en la estimación de la FAE del Balance Cambiario. Pero uno de los efectos negativos de las medidas implementadas a partir del 2012 fue el surgimiento de una brecha significativa entre el tipo de cambio oficial y

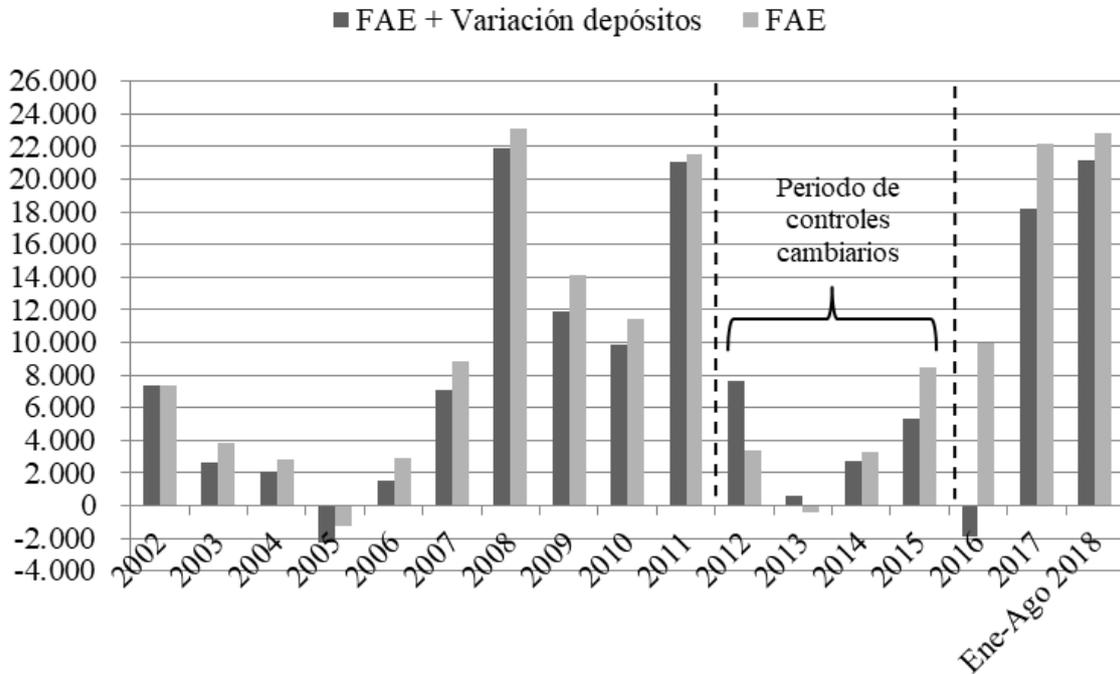
un tipo de cambio del mercado de dólar ilegal, que se acrecentaba a medida que los controles se hacían más rigurosos.

Otra consecuencia a partir de los controles implementados fue la expansión de la utilización del dólar contado con liquidación, operaciones de compra de bonos o acciones en pesos argentinos que cotizan en la Bolsa de Nueva York, para su posterior liquidación en dólares en el mercado local o en el exterior, sin pasar por el MULC. Estas operaciones se realizaban con la intención de poder obtener divisas de una manera lícita eludiendo los controles cambiarios. Gaggero et. al. (2013) explica que el “contado con liqui” (contado con liquidación) se utilizaba como método de obtención de divisas y el posicionamiento de su tipo de cambio implícito funcionaba como referencia de valor para el mercado de dólar paralelo. Barrera y Bona (2017) señalan un notable incremento de las operaciones de contado con liquidación luego de implementadas las restricciones cambiarias, y que esta operatoria evidenció un “efecto espejo”, es decir, un comportamiento opuesto en comparación con la principal modalidad de la fuga de capitales, que era la compra de moneda extranjera. Desde el año 2012, el contado con liquidación se volvió una de las principales herramientas utilizadas para la dolarización de la cartera de inversiones. Otras técnicas utilizadas fueron el “dólar cable”, que consiste en el traslado y repatriación de la moneda extranjera a cambio de una comisión por brindar este tipo de servicio; la modalidad de “*matching*” por parte de entidades financieras y casas de cambio, que se refiere a un mecanismo de compensación entre las entradas y las salidas; la manipulación de precios de transferencia de las operaciones de entidades vinculadas; la triangulación mediante un *trader* o un intermediario ubicado en una guarida fiscal; la sobrefacturación de importaciones y subfacturación de exportaciones; la constitución de sociedades, *trusts*, fundaciones, fondos de inversión en el exterior; y la simulación de operaciones en el exterior con el objetivo de transferir dinero arbitrariamente hacia guaridas fiscales, entre muchas otras (Rúa, 2014). En este sentido, frente a la imposibilidad de acceder a la adquisición de moneda extranjera a través del mercado único y libre de cambios, se puede advertir la activación de otras modalidades de fuga de capitales, que en ciertos casos transgredieron las normas vigentes, y por tanto pueden considerarse como fuga de capitales ilícita. Podría deberse a este motivo que la composición de la fuga de capitales del año 2013 muestre un monto de 3.074 millones de dólares de errores y omisiones, el más significativo de toda la serie. Solamente en otros dos periodos hay montos de similar magnitud, 2.810 millones de dólares en 2001 y 2.674 millones de dólares en 1995, dos momentos críticos para la economía argentina.

A modo de comparación, es posible contrastar la estimación del modelo residual que utiliza datos de la balanza de pagos con la estimación del Balance cambiario que registra las compras de moneda extranjera para atesoramiento y transferencia al exterior en el mercado único y libre de cambios. Como se señaló oportunamente en el apartado de “Metodología utilizada”, para analizar la salida de divisas netas por compra y transferencias es necesario contemplar las variaciones de los depósitos del sector privado. Es decir, a la compra neta de moneda extranjera del sector privado se le deberá restar la porción destinada a permanecer en depósitos en entidades financieras. En el año 2002 no se realiza este último cálculo debido a que la pesificación de los depósitos bancarios que se produjo a principios de ese año distorsiona la estimación.

Como se observa en el **Gráfico 31** la evolución de la fuga de capitales estimada a través del Balance Cambiario y la compra de moneda extranjera del sector privado (FAE del SPNF) muestran un comportamiento muy similar, con excepción del año 2016, ya que en la estimación de fuga de capitales (FAE neta de variación de depósitos) se observa una entrada neta de divisas, que se relaciona con el depósito de moneda extranjera en cuentas bancarias de aquellos que se habían acogido al régimen de blanqueo fiscal. El mismo efecto se aprecia en la balanza de pagos y en la Posición de Inversión Internacional, lo que se analizará en el Capítulo 3, apartado 5. Según INDEC (2017), debido al sinceramiento fiscal, el sector privado no financiero (“otros sectores”) en el cuarto trimestre de 2016 realizó una desacumulación de activos externos, principalmente moneda extranjera que se depositó en sociedades financieras locales generando un aumento de los activos externos en ellas.

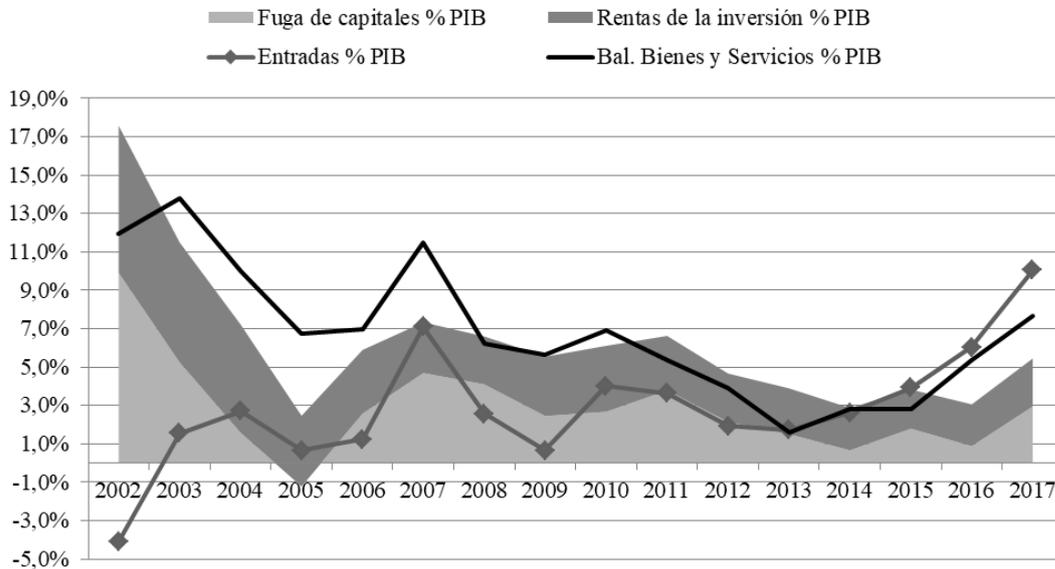
**Gráfico 31. Argentina. Formación neta de activos externos y fuga de capitales (FAE neta de variación de depósitos) del Sector Privado No Financiero y 2002 - agosto 2018. En millones de dólares corrientes.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del BCRA.

Por último, cabe destacar la importancia de los flujos de rentas de la inversión durante todo el periodo analizado, que se originan en intereses de deuda y remisión de utilidades y dividendos de empresas a sus controlantes del exterior, y que alcanzan un promedio anual de 3,43% del PIB entre 2002 y 2017 (**Gráfico 32**). En el periodo 2002-2015 suman un total de 146.983 millones de dólares de salidas por estos conceptos, con un promedio anual de alrededor de 10.500 millones de dólares. Mientras que en el periodo 2016-2017 28.046 millones de dólares, con un promedio anual de 14.023 millones de dólares. En el Gráfico a continuación se muestra la evolución de la fuga de capitales, los flujos financieros que ingresan, los flujos comerciales del saldo positivo de bienes y servicios y las salidas por rentas de la inversión en términos relativos al producto anual.

**Gráfico 32. Argentina. Fuga de capitales (método residual), rentas de la inversión (salidas), flujos de ingresos financieros (deuda e inversiones) y flujos comerciales en porcentaje de PIB, 2002-2017.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI y BM.

### 3.4. Fuga de capitales en el etapa reciente (2016-2017)

Desde la asunción de la Alianza de gobierno Cambiemos, en diciembre de 2015, el eje productivo sostenido en la economía real se ha reemplazado por uno basado en la especulación financiera y las actividades primarias (centralmente agropecuaria, minería y energía), retomando el modelo de valorización financiera que había sido interrumpido durante el ciclo Kirchnerista. El gobierno de Mauricio Macri instauró una política de liberalización del mercado cambiario y desregulación del sistema financiero, con la consecuente eliminación de las medidas de control de cambios y las restricciones a la entrada y salida de capitales especulativos. Entre ellas se destacan la eliminación de los límites cuantitativos para la adquisición de moneda extranjera para atesoramiento, la supresión de los encajes y plazos mínimos de permanencia para evitar las salidas bruscas de capitales especulativos, y la eliminación de la obligatoriedad de liquidar divisas por parte de los exportadores (ver **Cuadro 6**).

**Cuadro 6. Argentina. Política cambiaria y de control de capitales desde dic. 2015.**

Fecha	Medida
<b>16 de diciembre 2015</b>	<p>Se eliminan todos los requisitos administrativos a la compra de moneda extranjera por individuos para un fin no especificado (FAE). Los requisitos son los previos a octubre de 2011. Se mantiene el tope de hasta USD 2 millones por mes por persona.</p> <p>Se elimina la percepción del 20% de impuesto a las ganancias y bienes personales a la compra de moneda extranjera sin un fin específico por individuos.</p> <p>Se elimina trámite web y retención de ganancias del 35% para la compra de moneda extranjera por turismo.</p> <p>Se elimina el requisito de encajes no remunerados del 30% y se redujo el plazo mínimo de permanencia de 365 días a 120 días, implementados en 2005.</p>
<b>11 de enero 2016</b>	Eliminación de los límites para extraer moneda extranjera en cajeros del exterior.
<b>5 de mayo 2016</b>	<p>Se eleva el tope a la compra de moneda extranjera para un fin no especificado (FAE) de USD 2 millones a USD 5 millones.</p> <p>Se elimina la declaración jurada de percepción de divisas de exportadores.</p>
<b>11 de mayo 2016</b>	Amplían a 365 días el ingreso de moneda extranjera para 97 nomenclaturas exportaciones, incluyendo granos y cereales.
<b>17 de junio 2016</b>	Trámite exprés para la devolución de la percepción de impuesto a las ganancias y bienes personales para aquellos que compraron moneda extranjera para atesoramiento.
<b>8 de agosto 2016</b>	Se elimina el techo máximo para la compra de moneda extranjera para cualquier fin.
<b>30 de agosto 2016</b>	Amplían a 1825 días corridos (5 años) el ingreso de moneda extranjera de exportaciones.
<b>30 de diciembre de 2016</b>	Se elimina el tope para la compra o venta de moneda extranjera en efectivo (que era de u\$s 2500 mensuales para residentes y de u\$s 10.000 para no residentes).
<b>13 de enero de 2017</b>	Se elimina el requisito de plazo mínimo de permanencia de 120 días para capitales golondrinas.
<b>21 de enero de 2017</b>	Amplían a 3650 días corridos (10 años) el ingreso de moneda extranjera de exportaciones de granos y sus derivados.
<b>2 de noviembre de 2017</b>	Se elimina la obligación de liquidar las divisas de exportaciones en el mercado único y libre de cambios.

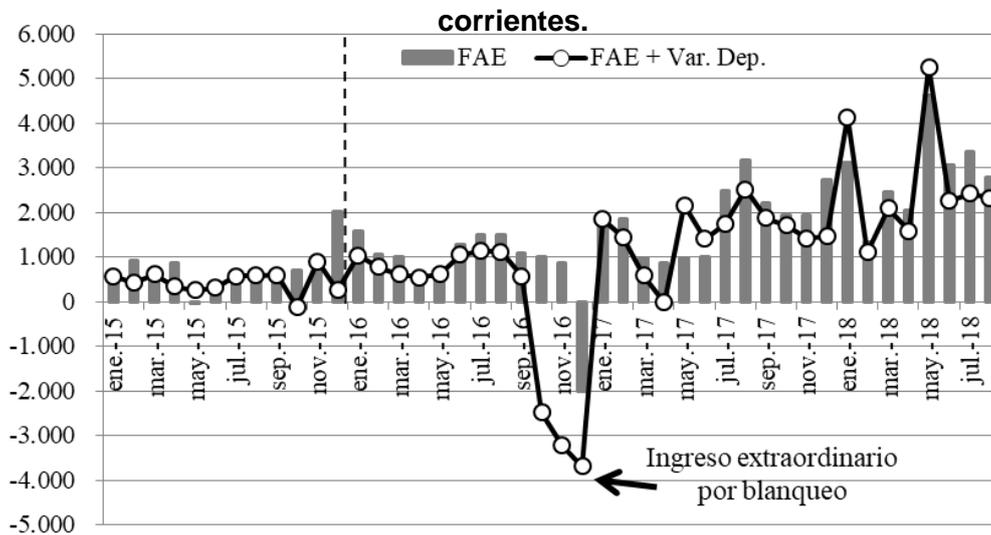
Fuente: Elaboración propia en base a información de Rúa y Zeolla (2017) y BCRA.

Esa política cambiaria fue combinada con altas tasas de interés con respecto a la variación del tipo de cambio, lo que permitió la entrada de capitales especulativos que se valorizaron internamente y luego se fugaron al exterior (el denominado “*carry trade*”), obteniendo una rentabilidad en dólares elevada. Ello proporcionó importantes flujos de moneda extranjera que ingresaron facilitando los recursos para financiar la compra de moneda extranjera de residentes. De esta manera, los volúmenes de operaciones de compra y venta de moneda extranjera para atesoramiento y transferencias al exterior transadas en el mercado de cambios crecieron considerablemente respecto del último año del gobierno anterior. Según el Balance Cambiario del BCRA, entre diciembre 2015

y agosto de 2018, las compras (netas de ventas) de moneda extranjera para atesoramiento y transferencias al exterior del sector privado (lo que se conoce como formación neta de activos externos del sector privado no financiero, “FAE del SPNF”) acumularon 56.940 millones de dólares (ver **Gráfico 33**).

Cabe aclarar que la importante entrada de capitales, que se observa en el Gráfico, registrada en diciembre de 2016 en el mercado único y libre de cambios está vinculada directamente con el régimen de blanqueo de capitales (Ley 27.260, “Régimen de sinceramiento fiscal”) que, como fue mencionado, implicó cierta repatriación de fondos. En el caso de la FAE del SPNF, en el mes de diciembre de 2016, el pago del impuesto especial que estableció dicha legislación generó ingresos por 4.092 millones de dólares destinados al pago de dichas deudas impositivas, lo que resultó en una entrada neta de moneda extranjera de 2.015 millones de dólares en ese mes. En este sentido, de no haber sido por el ingreso extraordinario del blanqueo, la compra neta de moneda extranjera de todo el año 2016 habría sido de alrededor de 14.000 millones de dólares, en lugar de los 9.951 alcanzados. En el año 2017 la compra de moneda extranjera duplicó los niveles del año anterior, pasando a ser de 22.148 millones de dólares.

**Gráfico 33. Argentina. FAE del SPNF y Fuga de capitales (FAE neta de variación de depósitos). Enero de 2015 – Agosto de 2018. En millones de dólares**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del BCRA.

En el año 2018, la fuga de capitales se aceleró drásticamente en el marco de una corrida cambiaria, arrojando una suma de 22.817 millones de dólares, solamente durante los primeros 8 meses de 2018. Esto significa que prácticamente duplicó el volumen de

salida de 2017, triplicó el de 2016, y quintuplicó el de 2015, cuando aún estaban vigentes los controles cambiarios (Ver **Gráfico 33**).

Esta constante y creciente demanda de moneda extranjera del sector privado presiona sobre los problemas existentes en el sector externo debido a la escasez de divisas (Gaggero, Rúa y Gaggero, 2013). Hoy queda más claro que la fuga de capitales constituye uno de los factores que afecta más significativamente a la restricción externa, y que se ha convertido en un problema de gravedad que alarma sobre la falta de sustentabilidad del actual modelo económico.

Para analizar la “fuga de capitales”, es decir, la salida neta de divisas por compra y transferencias es necesario contemplar las variaciones de los depósitos del sector privado. Las salidas netas según el Balance Cambiario arrojaron 37.500 millones de dólares entre enero de 2016 y agosto de 2018 (ver **Gráfico 33**), resultando alrededor de 17.400 millones de dólares depositados en entidades financieras.

Como ya se ha mencionado, en julio de 2016 fue promulgada la Ley N° 27.260 que incluyó un “Régimen de Sinceramiento Fiscal”, el cual dispuso un régimen de exteriorización voluntaria de la tenencia no declarada de bienes en el país y en el exterior. Uno de los aspectos más controvertidos de la norma fue que pudieron acogerse al régimen de blanqueo fiscal quienes poseían procesos administrativos o judiciales en trámite. Es decir, no sólo condonaba multas, sanciones e infracciones formales, sino que también quienes cumplieron con el régimen obtuvieron la extinción de la acción penal (salvo cuando hubiera sentencia firme). Solamente quedaron excluidas del régimen las personas con procesamiento por lavado de activos, financiación del terrorismo, fraude contra la administración pública, entre otros, pero no quedaron excluidos aquellos con procesamiento por delitos tributarios.<sup>25</sup> Otro aspecto negativo de la norma fue que los contribuyentes que se acogieron al régimen no estaban obligados a ingresar a la Argentina la moneda extranjera que poseían en el exterior y que era objeto del blanqueo. Si bien, en total, el régimen de Sinceramiento fiscal alcanzó un

---

<sup>25</sup> El artículo 52 de la norma dispuso que los contribuyentes pueden acogerse por las “obligaciones vencidas” o las “infracciones cometidas”. El artículo 53 agregó al anterior que también se encontraban incluidas “...las obligaciones que se encuentren en curso de discusión administrativa o sean objeto de un procedimiento administrativo o judicial...”.

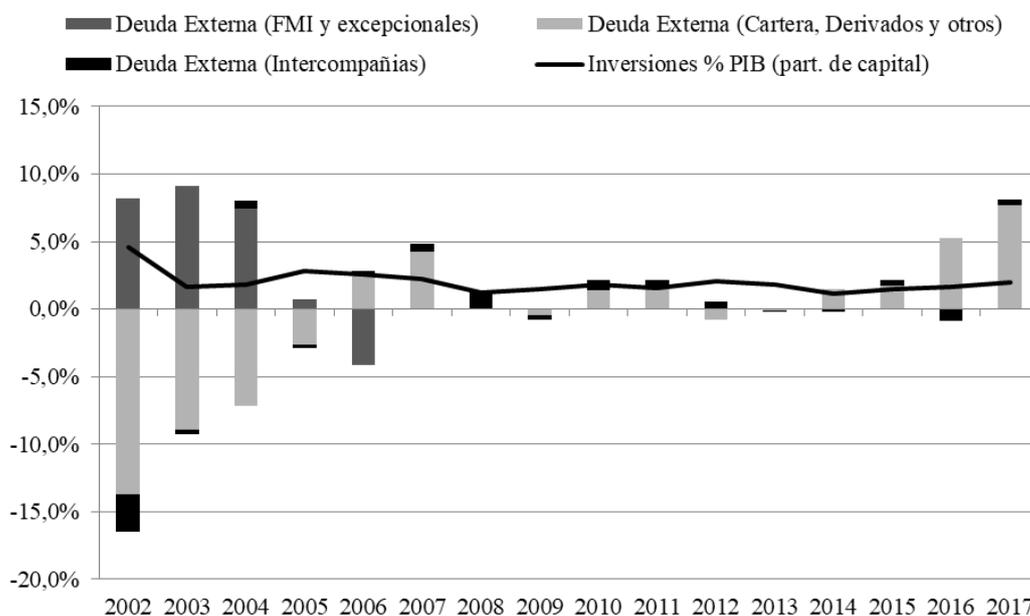
El artículo 54 determinó “El acogimiento al presente régimen producirá la suspensión de las acciones penales tributarias y aduaneras en curso... (...) La cancelación total de la deuda en las condiciones previstas en el presente régimen (...) producirá la extinción de la acción penal, en la medida que no exista sentencia firme (...)”.

El artículo 59 estableció que “Cuando se trate de deudas en ejecución judicial, acreditada en autos la adhesión al régimen, firme la resolución judicial que tenga por formalizado el allanamiento a la pretensión fiscal y una vez regularizada en su totalidad la deuda (...), la Administración Federal de Ingresos Públicos podrá solicitar al juez el archivo de las actuaciones. (...)”

monto de alrededor de 116.800 millones de dólares, de acuerdo a lo comunicado por las autoridades oficiales, ingresaron en depósitos de entidades financieras solamente un aproximado de 7.500 millones de dólares.

En ese contexto de falta de generación de divisas genuinas por la vía de exportaciones, la fuga de capitales se sostuvo mediante un elevado nivel de endeudamiento externo. Durante estos últimos años, las entradas de inversión extranjera directa no fueron significativas. La mayor parte de las entradas de divisas resultaron ser capitales especulativos que ingresaron mediante instrumentos de deuda en busca de rentabilidad de corto plazo y de las garantías que permitieran su rápida salida. En el **Gráfico 34** se puede apreciar la relevancia de los instrumentos de deuda de portafolio en 2016 y 2017, por encima de las participaciones de capital (de los rubros inversión directa e inversión de cartera).

**Gráfico 34. Argentina. Composición de los flujos de Deuda Externa, comparado con Inversiones en participaciones de capital (directa + cartera). 2002-2017. En % PIB.**

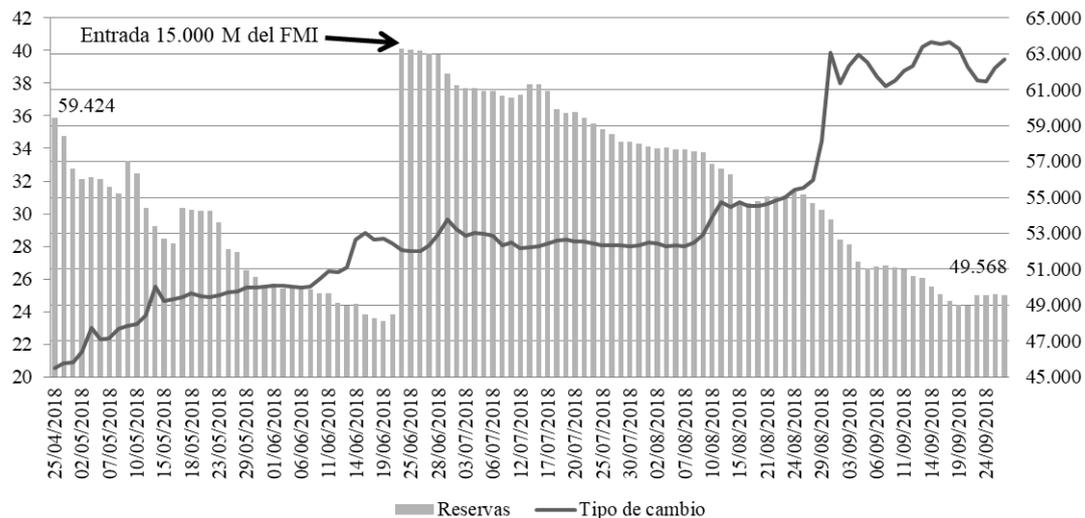


Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

Ante cambios en el contexto internacional y señales de agotamiento del actual modelo económico (al menos de la burbuja financiera sostenida en las Letras del Banco Central, “LEBAC”), estos flujos especulativos se retiraron, sumiendo a la economía argentina en un clima de incertidumbre y volatilidad, desencadenando una crisis cambiaria que registró entre abril y septiembre de 2018 una devaluación del 110%, acompañada por

una importante caída de reservas internacionales que rondaron los 27.000 millones de dólares en ese mismo periodo (ver **Gráfico 35**).

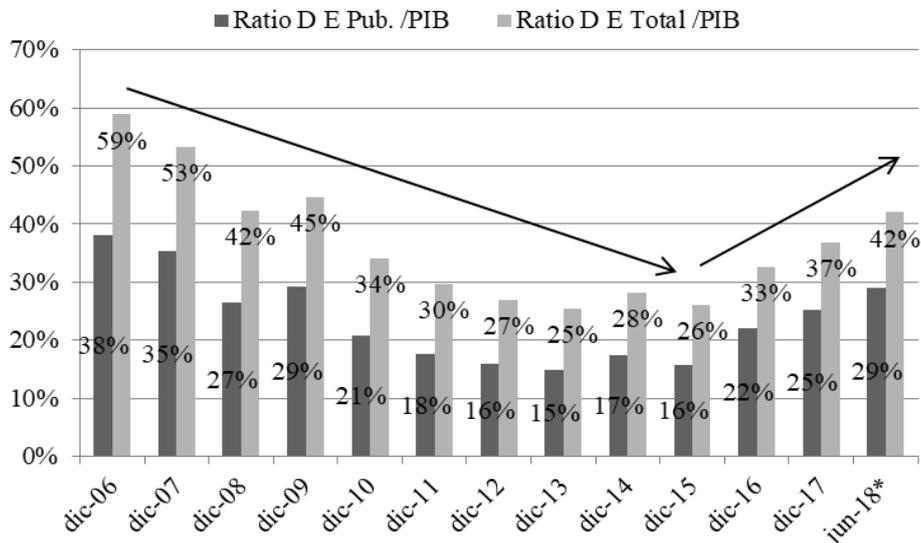
**Gráfico 35. Argentina. Evolución de las Reservas Internacionales (eje derecho, en millones de dólares corrientes) y Tipo de Cambio nominal (eje izquierdo, en pesos). Abril a septiembre 2018. En millones de dólares corrientes.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de BCRA y Banco Nación.

En este marco, en el mes de junio de 2018, se llevó adelante un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, que otorgó un préstamo de 50.000 millones de dólares, que en octubre de 2018 fue incrementado a 56.300 millones de dólares, a cambio de un programa de ajuste fiscal y monetario, a pesar de que el principal problema de la economía argentina no tenga que ver con las cuentas públicas sino con las externas. En rigor, se trata de la adopción de un enfoque ortodoxo en el que el principal problema reside en el fenómeno monetario y/o en las fuentes de creación de exceso de moneda (el déficit fiscal). Ello desatiende los problemas estructurales que tiene la economía argentina que tienden a generar problemas en la balanza de pagos. Ahora bien, este préstamo se adiciona al endeudamiento externo ya acumulado desde los inicios de la gestión de Cambiemos, lo que resultó en un acelerado endeudamiento (ver **Gráfico 36**). Tal es así, que Argentina representa el país con mayor deuda pública en moneda extranjera entre los países emergentes (ODE - UMET, 2018).

**Gráfico 36. Argentina. Deuda externa Pública y Deuda Externa Total, 2006 - Junio 2018. En porcentajes de PIB.**



Nota: \* Indica que los datos son provisionarios.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del INDEC.

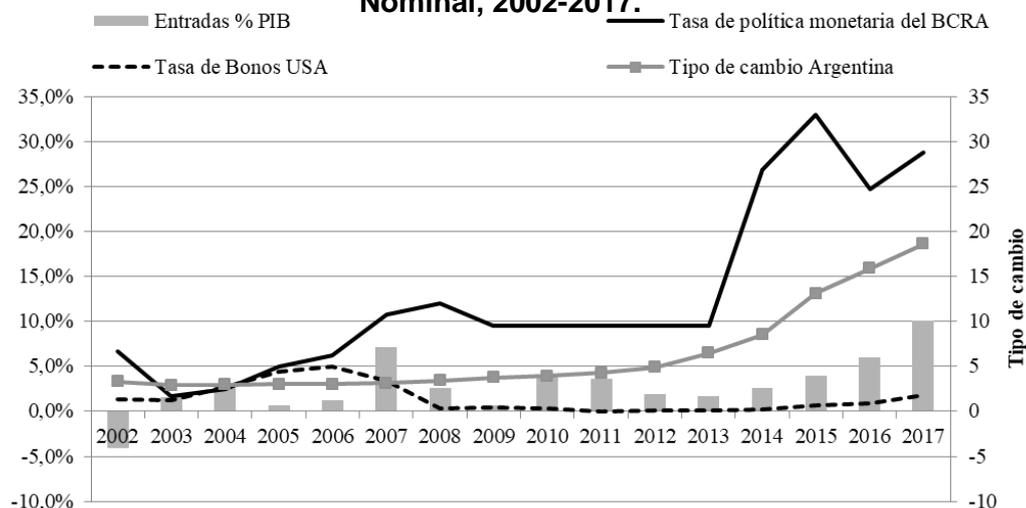
Así, la experiencia reciente de la Argentina demuestra que este circuito de fuga de capitales basado en endeudamiento externo combinado con la desregulación de la cuenta financiera no garantiza la entrada neta de divisas, ni mucho menos la permanencia de aquellos flujos que ingresan. Por el contrario, refleja en un modo de acumulación financiera de corto plazo, que expone a la economía nacional a una mayor vulnerabilidad externa. Este programa económico aceleró fuertemente la fuga de divisas, alcanzando niveles récords históricos, y expuso a la economía argentina a niveles extremos de inestabilidad.

Cabe mencionar que el patrón de acumulación de valorización financiera, retomado a partir de la asunción del gobierno de Cambiemos en diciembre de 2015, presenta ciertas diferencias con el régimen del periodo 1976-2001; por un lado, en cuanto al ciclo de endeudamiento y, por otro, en relación con el régimen cambiario. En el modelo actual, el endeudamiento externo, que sostiene la bicicleta financiera y la posterior fuga de capitales al exterior, es fundamentalmente del sector público, y el sector privado ha aprovechado los rendimientos que generan los instrumentos financieros locales (como LEBAC o LETES) debido a las altas tasas de interés que proveen y cierta estabilidad del tipo de cambio nominal, aunque en presencia de un régimen cambiario flexible o libre, en el cual existe riesgo de devaluación. Mientras que el régimen de la dictadura militar se basó en un ciclo de endeudamiento, por un lado, del sector público que

garantizó las divisas para el sector privado y, por otro, del sector privado (de las grandes empresas privadas) con el exterior, que aprovechando los diferenciales de tasas de interés entre las internas y las internacionales valorizó los capitales internamente, con un tipo de cambio que estaba pautado anticipadamente, y luego los fugó al exterior. En el caso de la década de 1990, tanto la expansión del endeudamiento externo del sector público como la del privado sostuvieron el cuantioso volumen de fuga de capitales, con un diferencial de tasas positivo, aunque variable a lo largo de la década, y con un tipo de cambio fijo, que garantizaba total ausencia de alteraciones cambiarias.

El **Gráfico 37** muestra el aumento de la tasa de interés interna, comparada con la internacional, y los importantes flujos financieros que ingresaron a la economía argentina durante los últimos años. Si bien se observa un aumento del tipo de cambio nominal, durante ciertos lapsos de tiempo éste se mantuvo estable, garantizando rentabilidad al capital especulativo, en un contexto de libre acceso al mercado de cambio de la moneda extranjera.

**Gráfico 37. Argentina. Ingresos financieros en porcentaje de PIB, Tasa de Política Monetaria y Tasa de Bonos de USA, en porcentajes, y Tipo de cambio Nominal, 2002-2017.**

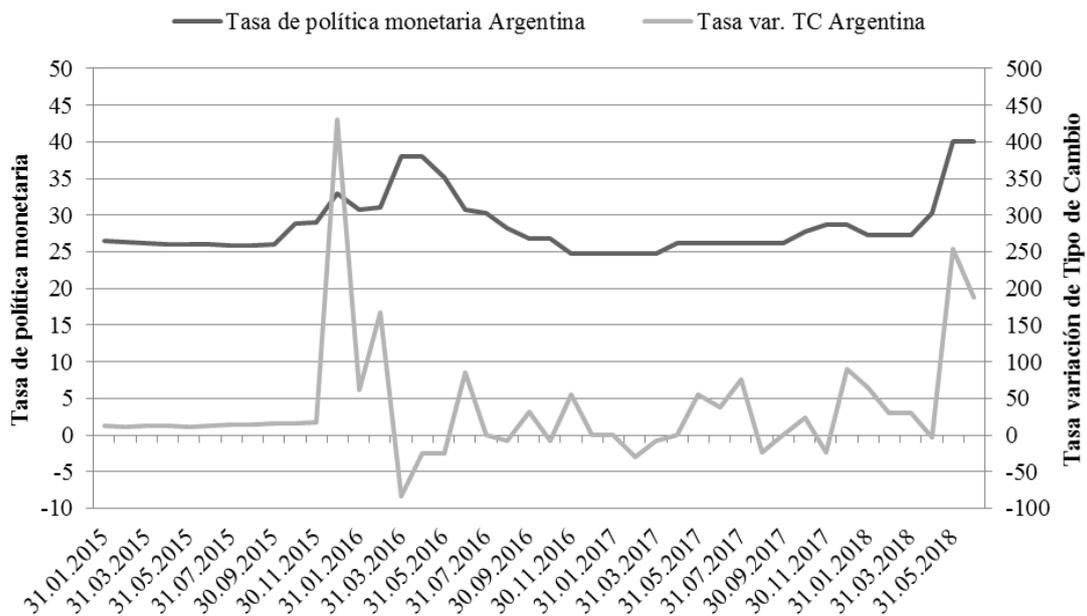


Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de Reserva Federal, BCRA, BIS y FMI.

A continuación se presenta el **Gráfico 38** que compara mensualmente la variación del tipo de cambio y la evolución de la tasa de interés entre enero de 2015 y junio de 2018, a los fines de poder observar con mayor detalle aquellos periodos en los que el tipo de cambio se mantuvo estable y también ciertas etapas en las que el tipo de cambio disminuyó, apreciándose la moneda nacional y favoreciendo a las inversiones colocadas en instrumentos en pesos, en ambos casos garantizando la rentabilidad característica

de este régimen de acumulación. Aunque, en este punto se ve nítidamente una de las diferencias ya mencionadas entre el actual régimen económico y el de 1976-2001, que tiene que ver con que en el primero existe riesgo cambiario, debido al tipo de cambio flexible. En diciembre de 2015 hubo una devaluación relevante que llevó al tipo de cambio desde \$9,76 a \$13,04, pero ésta era una devaluación esperada por el mercado. Entre enero de 2016 (\$13,04) y fines de abril de 2018 (\$20,54) el tipo de cambio aumentó un 58%, y los primeros días del mes de mayo el tipo de cambio comenzó a crecer fuertemente desatando una corrida cambiaria que llegó a \$41,25 a fines de septiembre de 2018, devaluándose el peso argentino otro 100% en solamente 5 meses. Estas devaluaciones provocaron que gran parte de las inversiones colocadas en pesos en el año 2018 no obtuvieran rentabilidad.

**Gráfico 38. Argentina. Tasa de política monetaria y variación mensual anualizada del tipo de cambio nominal en porcentaje, enero de 2015 a junio de 2018.**

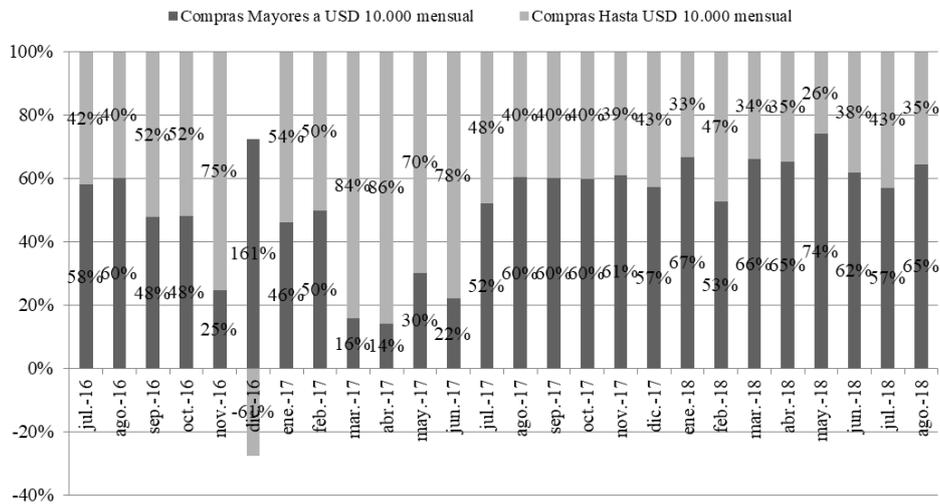


Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de BIS y FMI.

La predilección de los sectores empresarios de resguardar su riqueza en el exterior es un aspecto ya destacado en otras oportunidades por la Comisión Especial Investigadora de la Cámara de Diputados, del año 2002, y la Comisión Especial Bicameral Investigadora e Instrumentos Bancarios y Financieros del Congreso de la Nación, del año 2015. Este rasgo de los sectores empresarios de la Argentina se encuentra intrínsecamente relacionado con las características de una economía periférica, asumiendo especial relevancia desde la instauración de la lógica financiera de acumulación desde mediados de los años setenta. En ese marco, por un lado se vuelve

imprescindible la administración del mercado cambiario de modo de optimizar las divisas disponibles y la imposición de controles de capitales efectivos que velen por mantener el normal funcionamiento de la economía en contextos internacionales adversos. Por el otro, también es necesario la necesidad de fomentar la inversión en sectores estratégicos de la economía real, de modo tal de disminuir la relevancia del problema y tender a promover un cambio en la mencionada lógica de acumulación del gran empresariado local y su tendencia a la dolarización de carteras.

**Gráfico 39. Argentina. Formación neta de activos externos del Sector Privado No Financiero desde julio de 2016 a agosto de 2018, compras netas mayores y menores a 10.000 dólares mensuales. En porcentajes.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del BCRA.

En esta última etapa, se advierte nuevamente que son los grandes actores económicos, grandes empresas y personas físicas de alto patrimonio, los principales beneficiados por la política de desregulación cambiaria y financiera que los habilita al acceso irrestricto de moneda extranjera. En promedio, entre abril y agosto de 2018, el 65% de las compras netas de moneda extranjera en billetes y para transferencias al exterior fueron clientes que realizaron adquisiciones superiores a 10.000 dólares mensuales (ver **Gráfico 39**) y el 26% del total fueron clientes que adquirieron más de 2 millones de dólares por mes.

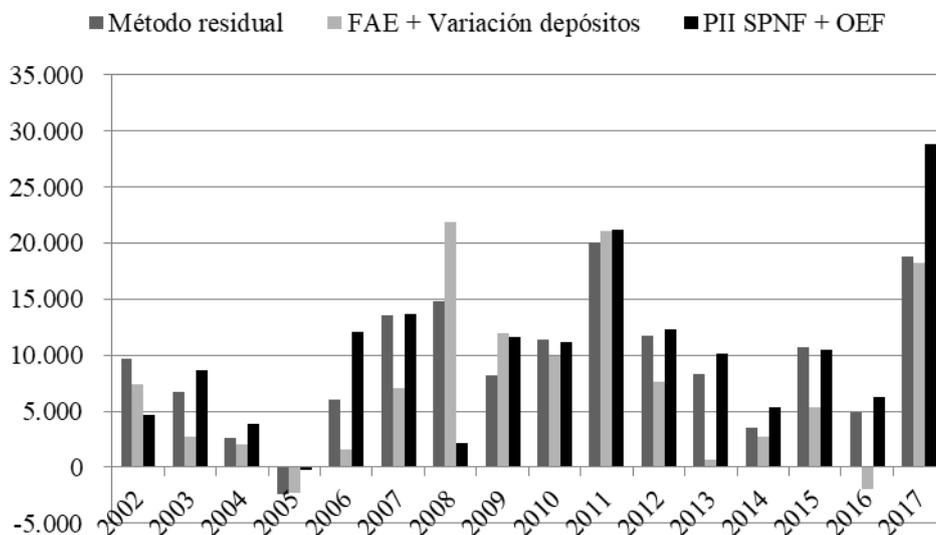
### 3.5. Comparación de estimaciones de fuga de capitales en Argentina (2002-2017)

Si se comparan las diversas metodologías de estimación de la fuga de capitales, mediante la utilización de estadísticas oficiales, se observa que todas ellas tienen un

comportamiento y evolución muy similar (**Cuadro 7**). Se observa que en el año 2005 todas las estimaciones muestran una entrada de divisas, año del primer canje y quita de la deuda externa. Por otro lado, en el año 2008, la estimación oficial de la PII muestra una salida de 2.181 millones de dólares, muy poco significativa en comparación con las restantes estimaciones, lo que podría indicar una subestimación por parte de la estimación oficial.

Asimismo, en los años que estuvieron en vigencia las restricciones a la compra de moneda extranjera, 2012, 2013, 2014 y 2015, todas las estimaciones muestran una clara reducción de los flujos en comparación con el año 2011, aunque las estimaciones con el método del balance cambiario del BCRA, que contienen las salidas estrictamente registradas por el mercado único y libre de cambios, son visiblemente inferiores a las de las otras dos estimaciones (PII y Método Residual) que contemplan flujos no registrados. Lo que podría indicar que en dichos años la fuga de capital ilícita (o no registrada) fue posiblemente superior a la de años anteriores y posteriores, sobre todo en el año 2013. Ese año la estimación del método residual de la balanza de pagos muestra un monto relativamente importante de flujos financieros de salida que están originados en “errores y omisiones”. Ya se ha mencionado en el Capítulo dedicado a metodología que los montos persistentes de errores y omisiones relevantes son considerados fuga de capitales ilícita, siendo que incluso diversos autores basan sus estimaciones estrictamente en dichos flujos.

**Gráfico 40. Argentina. Comparación de estimaciones del Método Residual sin rendimiento, FAE del BCRA neta de variación de depósitos y PII de INDEC, 2002-2017. En millones de dólares corrientes.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del BCRA, FMI e INDEC.

En el año 2017 la estimación oficial de la PII indica una salida muy pronunciada de 28.803 millones de dólares, superior a las que arrojan las restantes estimaciones.

Cabe mencionar que el blanqueo fiscal que comenzó en 2016, finalizó en 2017 con una declaración voluntaria por un total de 116.800 millones de dólares de acuerdo a lo comunicado por las autoridades oficiales<sup>26</sup>, de los cuales 93.300 millones de dólares fueron declarados como bienes en el exterior. Del total de inversiones exteriorizadas de 55.900 millones de dólares, 55.000 se encontraban en el exterior; de las 33.600 millones de dólares de cuentas bancarias 25.900 millones se encontraban colocados en el exterior; de los inmuebles exteriorizados por 20.500 millones de dólares, 10.000 millones se encontraban en el exterior; y 6.800 millones correspondían a otras inversiones.

Sin embargo, las estadísticas de activos externos de la Posición de Inversión Internacional no reflejaron totalmente la cuantificación de bienes no declarados en el año anterior. Si bien, el monto de activos externos del sector privado en el año 2017 mostró un incremento significativo, aún podría estar significativamente subestimado (que alcanzó los 271.399 millones de dólares).

**Cuadro 7. Argentina. Comparación de estimaciones del Método Residual con y sin rendimiento, FAE del BCRA, FAE neta de variación de depósitos y PII de INDEC, 2002-2017. En millones de dólares corrientes.**

Periodo	Método residual	Método Residual (r 40%)	Método Residual (r 70%)	Método Residual (r 90% - c10%)	FAE	FAE + Variación depósitos	PII SPNF + OEF
2002	9.682	10.459	11.200	11.213	7.394	7.394	4.694
2003	6.696	7.255	7.784	7.764	3.808	2.678	8.604
2004	2.609	3.475	4.291	4.953	2.837	2.091	3.879
2005	-2.398	-524	1.251	3.332	-1.206	-2.248	-249
2006	5.992	8.605	11.149	13.655	2.939	1.549	12.040
2007	13.504	16.287	19.050	21.455	8.872	7.050	13.722
2008	14.838	16.650	18.459	19.437	23.098	21.879	2.181
2009	8.165	8.907	9.643	9.738	14.123	11.912	11.628
2010	11.354	11.715	12.072	11.388	11.410	9.867	11.188
2011	20.083	20.461	20.829	19.318	21.504	21.054	21.189
2012	11.739	12.307	12.850	12.330	3.404	7.629	12.289
2013	8.353	8.711	9.051	8.606	-397	640	10.186
2014	3.516	3.816	4.099	4.054	3.248	2.703	5.314
2015	10.708	11.156	11.579	10.997	8.520	5.358	10.448
2016	4.902	5.926	6.887	7.439	9.951	-1.891	6.293
2017	18.833	20.300	21.679	21.477	22.148	18.184	28.803
Ene-Ago 2018					22.817	21.206	
<b>Total 2002-2017</b>	<b>148.578</b>	<b>165.508</b>	<b>181.872</b>	<b>187.156</b>	<b>141.652</b>	<b>115.848</b>	<b>162.210</b>
Prom 2002-2006	4.516	5.854	7.135	8.183	3.154	2.293	5.794
Prom 2007-2015	11.362	12.223	13.070	13.036	10.420	9.788	10.905
Prom 2016-2017	11.868	13.113	14.283	14.458	16.049	8.146	17.548

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del BCRA, FMI e INDEC.

<sup>26</sup> Comunicado en Conferencia de Prensa el día 04/04/2017 por el Ministro de Hacienda, Nicolás Dujovne, y el titular de la Administración Federal de Ingresos Públicos, Alberto Abad.

A continuación, se expone el **Cuadro 8** que enseña un desagregado de la composición de la fuga de capitales de Argentina, de acuerdo a las diversas estimaciones realizadas. En Anexo se presenta un desagregado completo con el detalle de cada estimación.

Se verá que en todas ellas predomina la tenencia de activos líquidos, por encima de las restantes opciones. En el caso de la FAE prevalece la compra de billetes (efectivo), por encima de los restantes elementos. A su vez, los activos de mayor liquidez en conjunto, billetes sumados a otras inversiones (acciones, títulos públicos, obligaciones negociables, etcétera), prácticamente reflejan la totalidad de los activos externos de residentes locales, resultando insignificante la compra de moneda extranjera para inversión directa (participaciones accionarias superiores a 10% e inversiones inmobiliarias). En los casos de la PII y del Método Residual, la inversión directa tiene una participación más relevante, aunque, de todas formas, muy inferior a la de otros activos u otra inversión, que incluye los componentes más líquidos que no se incluyen en inversión de cartera (monedas y depósitos, otras participaciones de capital y otros títulos que no se incluyen en inversión de cartera). La cuenta “inversión de cartera” también tiene un peso relativamente inferior que el de “otra inversión”.

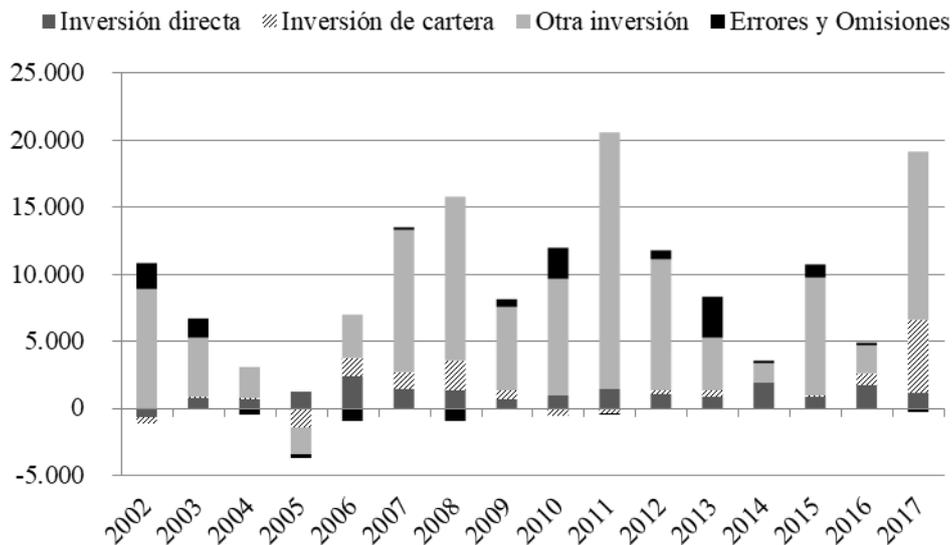
**Cuadro 8. Argentina. Comparación de estimaciones de FAE del BCRA, PII de INDEC y Método Residual, 2002-2017. En millones de dólares corrientes.**

Periodo	FAE - Método Balance Cambiario BCRA (SPNF)				PII - INDEC (SPNF)			Método Residual (Balanza de Pagos)			
	Inversión directa	Otra inversión	Fines normativamente preestablecidos	Billetes	Inversión directa	Inversión de cartera	Otros activos	Inversión directa	Inversión de cartera	Otra inversión	Errores y Omisiones
2002	129	535	0	6.730	-488		8.216	-627	-477	8.896	1.890
2003	61	1.156	356	2.235	705		8.137	774	95	4.400	1.428
2004	51	1.616	434	736	694		3.818	676	77	2.347	-491
2005	62	-399	-242	-627	1.565		-1.917	1.311	-1.368	-2.005	-336
2006	51	507	1.246	1.136	2.832		8.985	2.439	1.261	3.241	-948
2007	303	1.263	988	6.318	1.615	1.316	9.492	1.504	1.174	10.557	269
2008	94	9.323	-73	13.754	1.256	-10.622	11.690	1.391	2.156	12.241	-949
2009	78	3.590	-404	10.860	671	5.037	7.477	712	646	6.179	628
2010	144	2.409	28	8.828	996	2.857	7.756	965	-586	8.717	2.258
2011	57	3.995	-1.150	18.602	1.575	-55	19.808	1.488	-392	19.013	-26
2012	5	-522	-536	4.457	945	1.303	9.577	1.055	265	9.722	697
2013	0	-280	122	-239	1.576	6.280	2.582	890	497	3.893	3.074
2014	-2	-183	638	2.794	1.740	2.182	1.427	1.921	-25	1.422	199
2015	2	288	632	7.597	1.699	-501	8.660	875	93	8.814	927
2016	78	-1.850	-603	12.326	1.881	2.847	-1.333	1.787	798	2.157	161
2017	280	4.110	0	17.757	1.189	13.829	14.548	1.168	5.401	12.523	-259

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del BCRA, FMI e INDEC.

En el **Gráfico 41**, a continuación, podrá observarse la preponderancia de “Otra inversión” en la estimación del Método Residual frente al resto de los componentes. Lo mismo sucede con las estimaciones de FAE del BCRA y con las estimaciones de la PII de INDEC.

**Gráfico 41. Argentina. Composición de la fuga de capitales (estimada mediante Método Residual), 2002-2017. En millones de dólares corrientes.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI.

Basualdo (2017) explica que el patrón de acumulación de valorización financiera impuesto por la dictadura militar produjo, entre otros resultados, un fenómeno estructural de largo plazo, la dolarización del comportamiento social y, específicamente, de la mediana y alta burguesía. Por su parte, en Gaggero et. al. (2013) se analiza que la dinámica macroeconómica favoreció la expansión de la práctica de la dolarización del ahorro hacia amplios sectores de la población durante las décadas de 1980 y 1990. El ahorro en dólares por parte de las clases medias y altas se habría expandido fuertemente a partir de la década de 1970, cuando la dictadura militar (1976-83) eliminó las regulaciones y habilitó la compra de divisas como inversión. Luego, las importantes crisis económicas de 1975-1976, 1981-1982, 1989-1990 y 2001-2002, acompañadas de devaluaciones de la moneda nacional y procesos inflacionarios muy relevantes, en ciertos casos, acompañados por crisis financieras, el canje compulsivo de los depósitos y la cesación de pagos, moldearon el comportamiento de los sectores medios, que tendió a ahorrar en dólares y por fuera del sistema financiero debido a la pérdida de confianza de la población en los bancos.

## CAPÍTULO 4. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA FUGA DE CAPITALES DE AMÉRICA LATINA<sup>27</sup>

En este capítulo se analizará de manera desagregada la fuga de capitales de los países de América Latina, estimada mediante el método residual de la balanza de pagos, con el objetivo de estudiar las particularidades que cada uno de ellos presenta, y así estilizar los análisis de las ocho economías de América Latina seleccionadas.

Se presenta el **Cuadro 9** con los montos acumulados desagregados por país de fuga de capitales entre 1980 y 2017, y entre 2002 y 2017, y su impacto en términos del producto bruto interno de estas ocho economías. Como se mencionó en el Capítulo 2, los países con mayor salida de capitales en los últimos 16 años fueron, en orden, Brasil, México, Venezuela, Chile y Argentina, en términos nominales. En términos relativos al PIB, todos los países seleccionados muestran un importante impacto en relación con el producto de sus economías.<sup>28</sup>

**Cuadro 9. Fuga de capitales de LAC 8 acumulada en 1980-2017 y 2002-2017, y su peso en relación con el PIB 2017 y el PIB-PPP 2017.**

Países	(1) Fuga 1980-2017	(1) /PIB 2017	(1)/PIB PPP 2017	(2) Fuga 2002-2017	(2) /PIB 2017	(2) /PIB PPP 2017	(1) / (2)
<b>Argentina</b>	238.623	37%	26%	148.577	23%	16%	62%
<b>Brasil</b>	608.458	30%	19%	536.692	26%	17%	88%
<b>México</b>	543.157	47%	22%	470.365	41%	19%	87%
<b>Chile</b>	220.780	80%	49%	186.018	67%	41%	84%
<b>Venezuela</b>	328.977	139%	76%	252.241	107%	58%	77%
<b>Colombia</b>	119.778	39%	17%	98.576	32%	14%	82%
<b>Peru</b>	36.555	19%	9%	35.932	19%	9%	98%
<b>Uruguay</b>	22.269	40%	28%	12.761	23%	16%	57%
<b>Total</b>	<b>2.118.597</b>	<b>43%</b>	<b>24%</b>	<b>1.741.162</b>	<b>35%</b>	<b>20%</b>	<b>82%</b>

Nota: En el caso de Venezuela y Perú se ha tomado el PIB de 2016, ya que las estimaciones de fuga de capitales son hasta 2016.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI y BM.

En primer lugar, se analizarán los cinco países más relevantes en términos del impacto de la fuga de capitales en la región, en razón de la magnitud de la salida de divisas registrada. Se presentan los casos de Brasil, México, Venezuela y Chile, dado que para la Argentina se realizó un capítulo aparte.

<sup>27</sup> En todas las estimaciones que incluyen a Venezuela y a Perú, los datos de estos países alcanzan hasta el año 2016 inclusive, por falta de disponibilidad de datos de 2017.

<sup>28</sup> En Anexo se compara con las estimaciones de James Henry (2012) de América Latina.

#### 4.1. LAC 5: Los cinco países con mayor nivel de fuga de capitales

Entre los países analizados, los cinco que experimentaron la mayor fuga de capitales, en términos nominales, en los últimos 16 años fueron, en orden, Brasil, México, Venezuela, Chile y Argentina, que fueron también los que registran la mayor riqueza *offshore* acumulada en los últimos 38 años (1980-2017). Tanto los flujos acumulados de 2002-2017 como los de 1980-2017 de LAC 5 representan el 92% sobre los flujos acumulados de LAC 8 en esos mismos periodos. Entre los 5 países acumularon un stock de riqueza *offshore* entre 1980 y 2017 de 1,94 billones de dólares y entre 2002 y 2017 acumularon 1,59 billones de dólares.

**Cuadro 10. Estimaciones de fuga de capitales de LAC 5 acumulada en 1980-2017. En millones de dólares corrientes.**

LAC 5	Fuga de capitales 1980-2017				
	sin rend.	40% r	70% r	90% r - 10% c	Stock PII
<b>Argentina</b>	238.624	268.733	297.052	311.197	271.399
<b>Brasil</b>	608.458	645.371	679.872	668.708	486.004
<b>Mexico</b>	543.157	598.964	659.991	703.050	427.869
<b>Chile</b>	220.780	236.526	247.109	234.836	319.369
<b>Venezuela</b>	328.977	368.837	410.315	442.434	197.453
<b>Total</b>	<b>1.939.996</b>	<b>2.118.431</b>	<b>2.294.339</b>	<b>2.360.225</b>	<b>1.702.094</b>

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI, Basualdo y Kulfas (2002), Gaggero et. al. (2013) e INDEC.

**Cuadro 11. Fuga de capitales de LAC 5 en 2002-2017. En millones de dólares corrientes.**

LAC 5	Flujos acumulados			Flujos anuales promedio		
	2002-2017	2002-2006	2007-2017	2002-2017	2002-2006	2007-2017
<b>Argentina</b>	148.577	22.581	125.996	9.286	4.516	11.454
<b>Brasil</b>	536.692	71.275	465.417	33.543	14.255	42.311
<b>Mexico</b>	470.365	49.410	420.955	29.398	9.882	38.269
<b>Chile</b>	186.018	37.129	148.889	11.626	7.426	13.535
<b>Venezuela</b>	252.241	72.844	179.398	16.816	14.569	17.940
<b>Total</b>	<b>1.593.893</b>	<b>253.238</b>	<b>1.340.655</b>	<b>100.669</b>	<b>50.648</b>	<b>123.509</b>

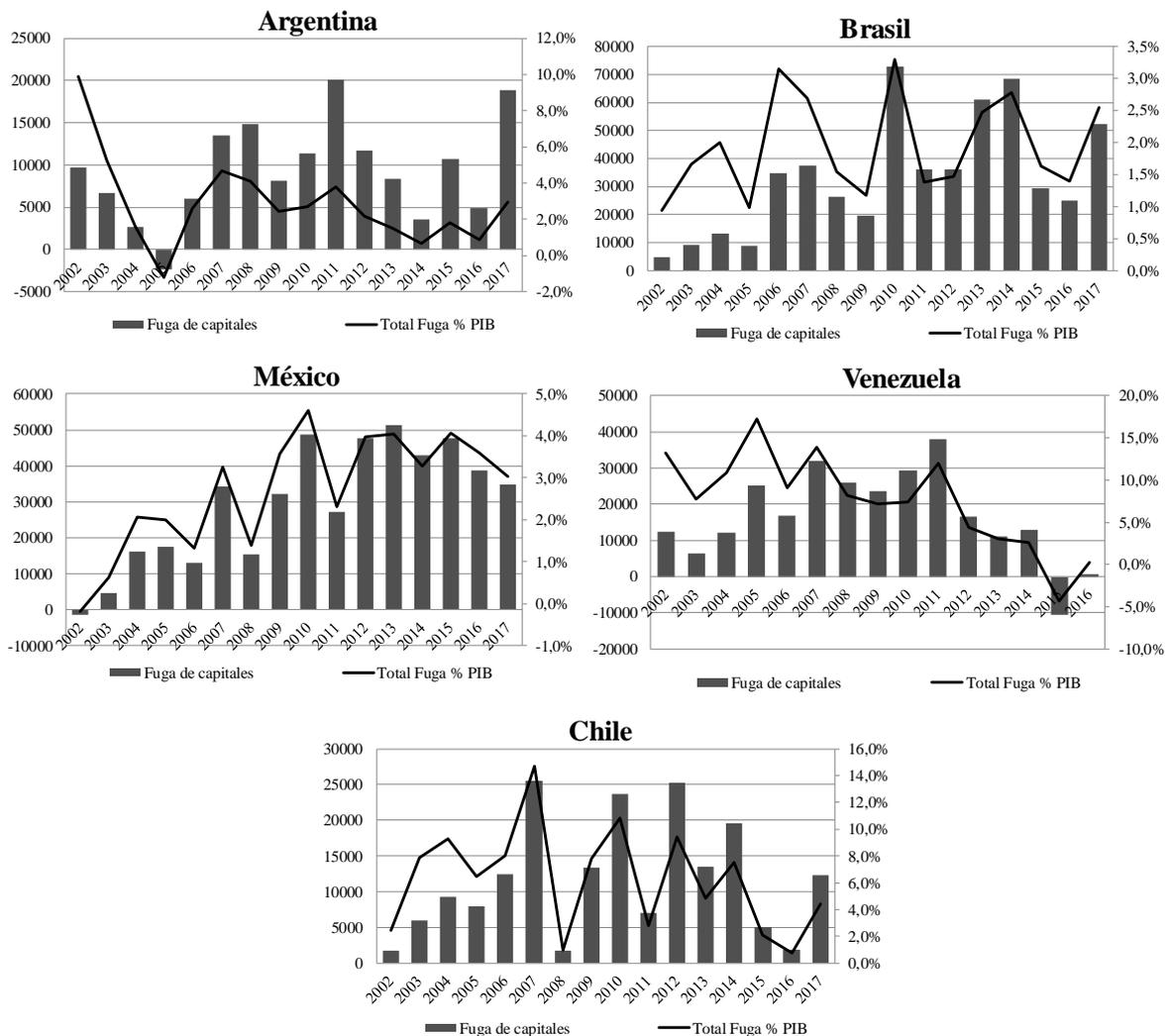
Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de FMI.

A continuación, se presenta el **Gráfico 42** con la evolución del flujo anual de fuga de cada una de las economías seleccionadas en valores nominales y en términos de PIB. Allí se observa que los volúmenes de salida de divisas a lo largo del período analizado en relación con el producto bruto interno, van *in crescendo* en Brasil y México, en

Venezuela las estimaciones muestran una caída desde 2012 y, en Chile y Argentina no hay un comportamiento definido. Si se realiza la comparación de estos flujos en dólares constantes, se observa la misma tendencia.

Se advierte un comportamiento similar de la fuga de capitales en determinados periodos aunque no pudo verificarse un comportamiento homogéneo. En todos los casos, en el año 2007 hubo un pico de salida relevante, que posiblemente esté vinculado con la crisis internacional y con la relevante entrada de flujos financieros del exterior; y un segundo pico relevante se advierte en 2010 en Brasil, México y Chile, y en los casos de Argentina y Venezuela sucedió en 2011. A partir de allí hay comportamientos bastante disímiles entre los países, los que serán analizados en profundidad en los próximos apartados.

**Gráfico 42. LAC 5. Fuga de capitales, 2002-2017, en millones de dólares corrientes y en Porcentaje de PIB.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI y BM.

#### 4.1.1. Brasil

Brasil es el país que registra mayores flujos financieros en la región, debido a que posee los niveles de salida más elevados en términos nominales, a la vez que receipta los mayores volúmenes de divisas del exterior. En el periodo 2002-2017 registró una fuga de capitales de 536.700 millones de dólares y entradas financieras por inversión directa, inversión de cartera y endeudamiento externo por 1,38 billones de dólares. La fuga de capitales de Brasil de estos últimos 16 años representó el 88% de las salidas acumuladas entre 1980 y 2017. Los flujos de fuga de capitales representaron un promedio anual de 2% del producto bruto interno de este país entre 2002 y 2017.

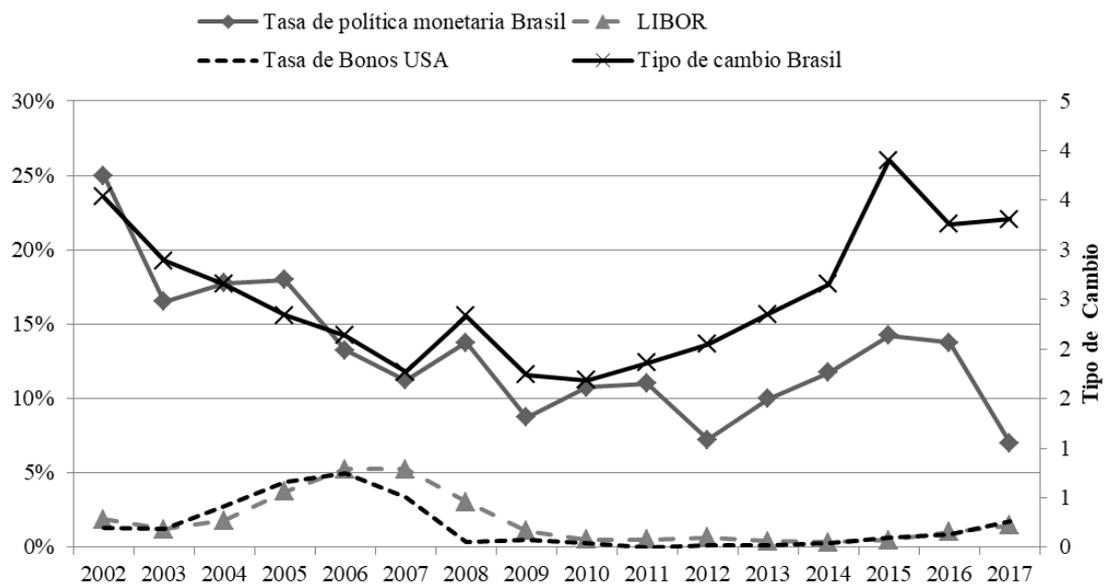
En cuanto al comportamiento de los flujos financieros en Brasil, Biancareli (2011) señala que este país fue uno de los destinos más importantes de las entradas de capital de las últimas décadas. Esto respondió a una combinación de factores. Por un lado, debido a la política de expansión cuantitativa adoptada por la Reserva Federal y las bajas tasas de interés de los países avanzados, en conexión con la elevadas tasas de interés internas (ver **Gráfico 43**) y la existencia de un sofisticado y profundo mercado de derivados de divisas, que se encontraba totalmente abierto a la participación de los inversionistas extranjeros y que dio lugar a la especulación sobre el tipo de cambio (De Paula y Magalhães Prates, 2015). Por otro, el crecimiento económico liderado por el dinamismo del mercado interno en un contexto internacional de bajo crecimiento, así como los importantes eventos deportivos (el Mundial de Fútbol en 2014 y los Juegos Olímpicos de 2016) y las grandes reservas de petróleo recientemente descubiertas que habrían atraído inversiones en el sector de infraestructura (Biancareli, 2011).

En este sentido, con motivo del importante ingreso de capitales, Brasil registró una tendencia hacia la apreciación de su moneda, frente a lo cual el gobierno dispuso una serie de regulaciones de la cuenta de capital, desde fines de 2009, con el objetivo de frenar dicha apreciación. Las autoridades brasileras buscaron limitar la entrada de divisas y desregular la salida, liberalizando los controles a la adquisición de moneda extranjera, estableciendo impuestos para las entradas de capitales y modificando la tasa de interés de acuerdo a las necesidades cambiarias, con el propósito de reducir los enormes ingresos que provocaban una sobrevaluación de su moneda doméstica (Gaggero et. al, 2013). En el **Gráfico 43** se puede observar la fuerte caída del tipo de cambio nominal hasta el año 2010 -lo que implica una importante apreciación nominal de la moneda local (Real)-, cuya evolución fue muy similar a la de la tasa de política

monetaria del Banco Central, que a pesar de que se fue reduciendo, el diferencial de tasas continuó siendo relevante en comparación con el de otros países emergentes.

Ese contexto de altas tasas de interés domésticas, conjugado con el libre acceso al mercado cambiario, permitió la obtención de rendimientos para el capital extranjero en aquellos periodos en que el tipo de cambio se mantuvo estable o en los que la moneda doméstica se apreció y las fluctuaciones cambiarias favorecieron a los inversores que se habían colocado en instrumentos en moneda nacional (ver Gráfico 44). A partir del año 2010 puede apreciarse el importante aumento que experimenta el tipo de cambio nominal y, por tanto, la depreciación de la moneda doméstica.

**Gráfico 43. Brasil. Tipo de Cambio Nominal, Tasa de interés de política monetaria del Banco Central, tasa LIBOR 6 meses y rendimiento de Bonos del Tesoro de EEUU - 1 año, en porcentajes, 2002-2017.**

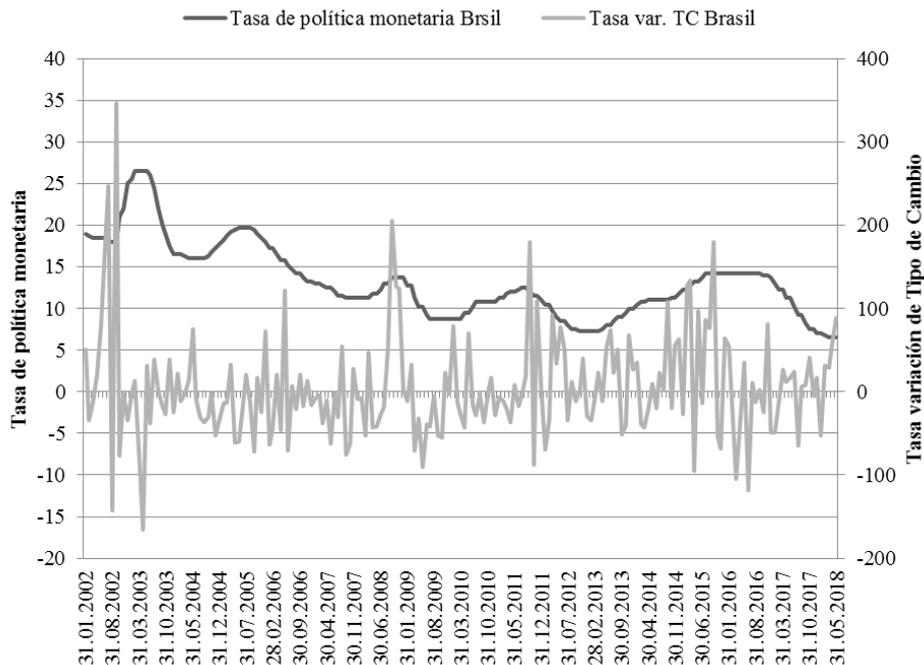


Fuente: Elaboración propia en base a información de BIS, Reserva Federal y FMI.

El diferencial existente entre las tasas de interés interna y externa, junto con una moneda doméstica apreciada, fueron algunos de los factores que motivaron la cuantiosa entrada de capitales, especialmente de cartera. Desde el año 2003 los inversores extranjeros se convirtieron en el grupo de inversión más importante en el mercado de futuros de divisas durante periodos de baja aversión al riesgo, fomentando con ello una

tendencia de apreciación real a través del “*carry trade*”<sup>29</sup> en derivados<sup>30</sup> (De Paula y Magalhães Prates, 2015). Las altas tasas de interés y la tasa de cambio apreciada, resultante de estos flujos de capital, producen efectos perniciosos en la deuda pública y en la velocidad de la actividad productiva (Da Costa Val Munhoz y Libânio, 2013).

**Gráfico 44. Brasil. Tasa de política monetaria y variación mensual anualizada del tipo de cambio nominal en porcentaje, 2002-2017.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de BIS y FMI.

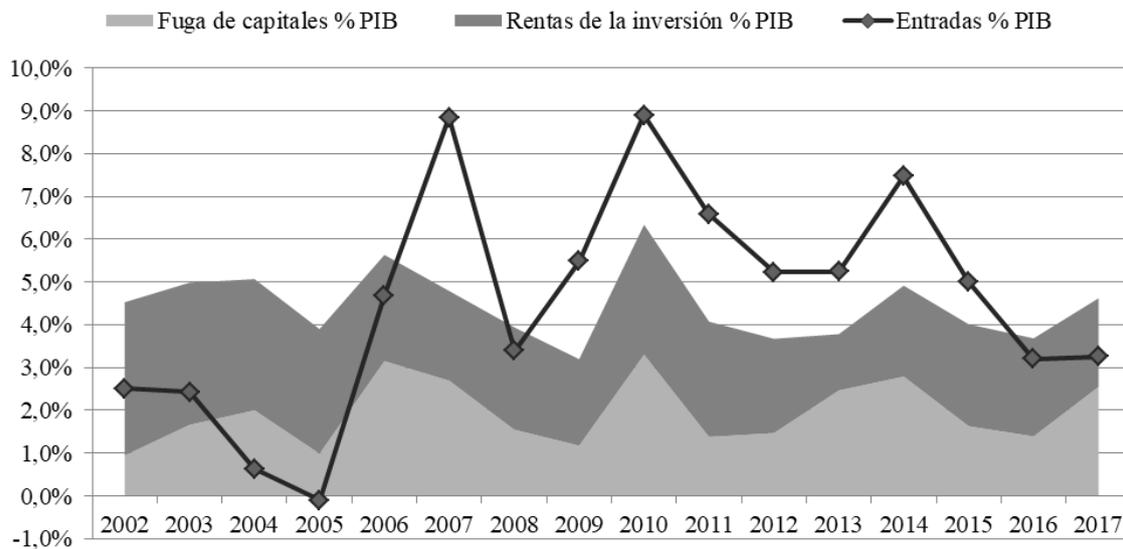
El **Gráfico 45** aporta evidencias respecto de los flujos de entrada y de salida en valores positivos para poder realizar la comparación de un modo más sencillo. Se puede observar que los ingresos superaron a los flujos de salida desde el año 2006 hasta el 2017 y en promedio fueron 184% superiores a los egresos (equivalen a casi 3 veces las salidas). Cabe mencionar que en el 2005 Brasil procedió a cancelar su deuda con el Fondo Monetario Internacional y, es por ello que, durante ese año, los flujos financieros de entrada se vieron reducidos en gran medida y los de salida quedaron por encima de los ingresos. Los flujos de ingresos representaron en promedio en el período 2002-2017 4,6 puntos porcentuales del PIB, y los años con picos de ingresos más pronunciados fueron 2007, 2010 y 2014, donde los mayores ingresos se debieron a importantes

<sup>29</sup> *Carry trade*, lo que en castellano es conocido como bicicleta financiera, hace referencia a la venta de la moneda extranjera en el mercado cambiario y realizar una inversión en moneda doméstica para luego obtener en el corto plazo un beneficio en moneda extranjera.

<sup>30</sup> Los derivados son instrumentos cuya cotización se basa en el precio de otro activo.

niveles de endeudamiento externo (como se verá en el **Gráfico 46**). Nótese que los picos de ingresos coinciden con los picos de fuga más relevantes.

**Gráfico 45. Brasil. Ingresos financieros, fuga de capitales y salidas por rentas de la inversión extranjera, 2002-2017. En porcentaje de PIB.**

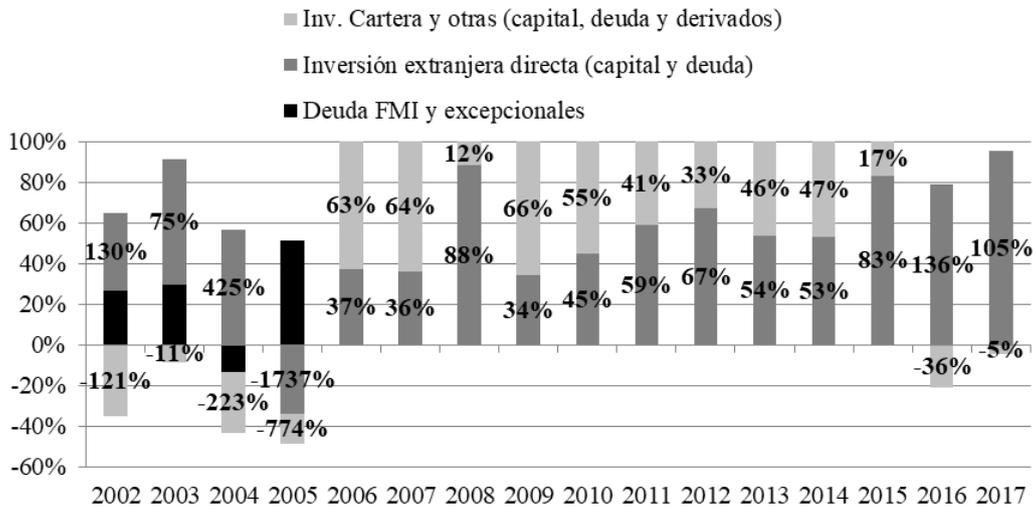


Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI y BM.

Observando la composición de los ingresos (**Gráfico 46**) se advierte que la inversión extranjera directa compuesta por préstamos intercompañía y participaciones de capital es muy relevante a lo largo de todo el período y que, a partir del año 2011, se profundizan las entradas de inversión directa, predominando dentro de la balanza de pagos. Según CEPAL (2016), Brasil fue el principal receptor de IED en la región en 2015, concentrando un 42% del total, y se observa una continuidad de esta tendencia en 2016 y 2017. Aunque es importante mencionar que gran parte de esas entradas de inversión directa se deben a préstamos intercompañías, promediando entre 2006 y 2017 un 30% sobre el total de inversión directa.

Por otra parte, el **Gráfico 46** denota que los flujos de inversiones de cartera, ya sean instrumentos de deuda o participaciones de capital, fueron dominantes en la balanza de pagos entre 2006 y 2010, excepto en el año 2008, y mantuvieron una participación relevante hasta el año 2014.

**Gráfico 46. Brasil. Composición de los ingresos financieros 2002-2017, en porcentaje.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

El caso de Brasil es un claro ejemplo del efecto desestabilizador que puede causar la entrada irrestricta de inversiones de corto plazo atraídas por altas tasas de interés, lo que se conoce como “*carry trade*”. Entre 2006 y 2010 fundamentalmente las inversiones especulativas de corto plazo predominaron entre las fuentes de ingresos de la balanza de pagos e inflaron artificialmente el valor del Real, provocando volatilidad financiera e inestabilidad cambiaria en un contexto de incertidumbre económica mundial (ver **Gráfico 46**). La balanza de pagos brasilera tuvo una participación muy relevante de flujos financieros altamente especulativos y la volatilidad de estos instrumentos está directamente relacionada con la vulnerabilidad externa del país (Da Costa Val Munhoz y Libánio, 2013). Dado que la economía brasilera es totalmente dependiente del ingreso de los flujos financieros para el pago de su deuda externa, resulta vulnerable antes cambios en los factores internacionales. En este sentido, cabe considerar que la mayor parte de las entradas consistió en importantes volúmenes de endeudamiento externo, fundamentalmente entre 2006 y 2015, que promediaron 54% sobre el total de ingresos.

Como se mencionó anteriormente, a partir del año 2009, las autoridades de Brasil pusieron en marcha una serie de regulaciones de la cuenta capital que tuvieron resultados positivos. Entre ellos, disminuyeron las inversiones de corto plazo dentro de la composición de los flujos de capital y aumentaron las de largo plazo, redujeron el nivel y la volatilidad del tipo de cambio, disminuyeron el precio de los activos y aumentaron la

autonomía de la política monetaria de Brasil (Baumann y Gallagher, 2012). De Paula y Magalhaes Prates (2015) sostienen que, cuando el gobierno brasilero implementó simultáneamente tres tipos de controles -control de capitales, controles financieros y controles para derivados del mercado de divisas-, aumentó la eficacia de las políticas destinadas a proteger su moneda de las presiones al alza. A partir del 2011 se advierte una reversión de los flujos financieros cuyo impacto hubiera sido posiblemente superior de no haber regido dichas regulaciones. Las medidas más relevantes en materia de control de capitales fueron las que se sintetizan en el **Cuadro 12**.

**Cuadro 12. Brasil. Medidas de política cambiaria 2009-2012.**

Fecha	Medida
<b>19 de octubre de 2009</b>	Se dispone un impuesto sobre las compras de acciones y bonos por parte de extranjeros, "Impuesto a las Operaciones Financieras" (IOF), con una alícuota del 2%.
<b>19 de noviembre de 2009</b>	Se establece un impuesto a los American Depositary Receipts (ADRs) del 1,5%.
<b>4 de octubre de 2010</b>	Aumenta la alícuota del IOF al 4% para bonos y acciones.
<b>18 de octubre de 2010</b>	Aumenta la alícuota del IOF al 6% para bonos y derivados.
<b>15 de diciembre de 2010</b>	Se reducen impuestos para bonos de largo plazo y acciones.
<b>6 de enero de 2011</b>	Se dispone el requisito de encaje del 60% para posiciones en dólares.
<b>29 de marzo de 2011</b>	Aumenta la alícuota del IOF al 6% para bonos con madurez hasta de 1 año.
<b>6 de abril de 2011</b>	Se modifica el IOF para cubrir bonos con madurez hasta de 2 años.
<b>27 de julio de 2011</b>	Se establece un impuesto a los derivados del 1% al 25%.
<b>1 de diciembre de 2011</b>	Se elimina el IOF del 2% para acciones y ciertos debentures.
<b>1 de marzo de 2012</b>	Se extiende el IOF para bonos con madurez hasta 3 años.
<b>12 de marzo de 2012</b>	Se extiende el IOF para bonos con madurez hasta 5 años.

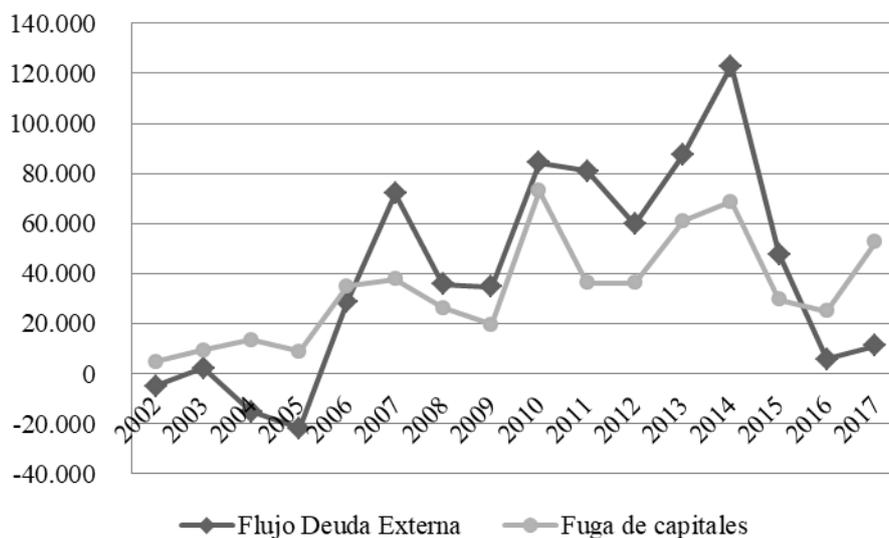
Fuente: Elaboración propia en base a información de Baumann y Gallagher (2012).

En mayo del 2013, cuando la Fed indicó que hacia finales de ese año podría reducir su política de expansión cuantitativa, a nivel mundial los inversionistas efectuaron un ajuste de cartera que provocó una reversión de los flujos momentánea pero significativa, que tendió hacia la fuga de los capitales "hacia la calidad", lo cual presionó a la depreciación de la moneda Brasilera. A fin de mitigar la depreciación de la moneda, en junio y julio, el gobierno retiró gran parte de las regulaciones de control de capitales (De Paula y Magalhães Prates, 2015).

Más allá de los excesivos volúmenes de ingresos que registró este país a través de la cuenta financiera durante el período de análisis, no se puede perder de vista que los montos de salidas alcanzan valores muy significativos. La fuga de capitales se manifestó

de manera persistente (ver el **Gráfico 47**), representando anualmente un 2% del PIB en promedio, y alcanzó niveles muy relevantes, en términos absolutos, tanto para el país como para la región, dada la dimensión de la economía brasilera. Como se puede observar en el **Gráfico 47**, la evolución de la fuga de divisas de residentes locales está acompañada por una evolución muy similar del endeudamiento externo, lo que significa que gran parte de los instrumentos de deuda y préstamos del exterior se destinan a financiar la fuga de divisas de residentes locales.

**Gráfico 47. Brasil. Flujos de endeudamiento externo y Fuga de capitales, 2002-2017. En millones de dólares corrientes**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

Los flujos de deuda externa acumulados entre 2002 y 2017 representan un cúmulo de 568.800 contra 536.700 millones de dólares de fuga de capitales. El mismo comportamiento se advierte al analizar la evolución del periodo 1980-2017, ya que el crecimiento de la fuga empieza a acelerarse en 2006 al igual que el stock de deuda externa (**Gráfico 48**).

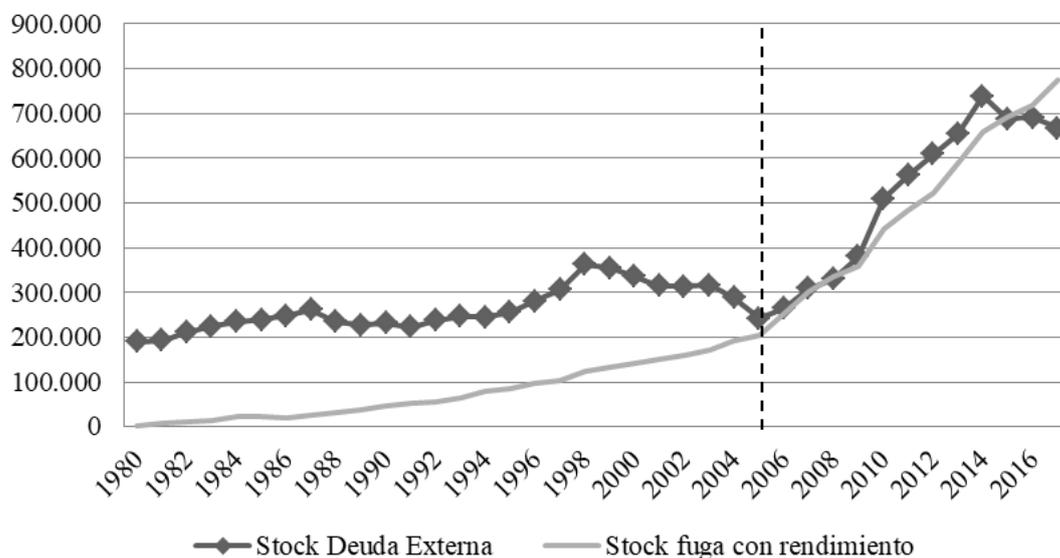
La suma de los flujos financieros estimados mediante el método residual entre 1980 y 2017 alcanza, sin contemplar el rendimiento que generan en el exterior, 608.500 millones de dólares y, con un rendimiento calculado sobre el 40% del stock, 645.400 millones de dólares.

El promedio de salida anual de Brasil de los últimos 16 años (2002-2017) fue de 33.500 millones de dólares, aunque desde 2006 se observa una mayor aceleración del ritmo de

las salidas, así como también de las entradas. En promedio, desde el 2006 hasta el 2017 los flujos anuales de salida representaron 41.700 millones de dólares y los de entrada, 112.500 millones de dólares.

Puede observarse en el **Gráfico 48** que desde el año 2006 la pendiente de la curva se acelera fuertemente. El grueso de las salidas (82% sobre el stock 1980-2017) se da en el periodo 2006-2017, que suma alrededor de 500.353 millones de dólares.

**Gráfico 48. Brasil. Stock de deuda externa y stock de fuga de capitales 1980-2017 (con de rendimiento sobre el 40% del capital offshore) acumulado en 1980-2017, en millones de dólares constantes de 2017.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

A modo de comparación, otras estimaciones como las de Kar (2014) de Global Financial Integrity confirman la importancia de la magnitud de los flujos financieros de Brasil. En dicho trabajo se estimó un stock de flujos financieros solamente “ilícitos”, es decir, provenientes de manipulación de precios y de salidas no registradas, de 401.600 millones de dólares, acumulados entre 1960 y 2012. Al mismo tiempo que otras estimaciones conservadoras como la de la Posición de Inversión Internacional arrojan un total de activos externos originados en Brasil de residentes (excluyendo a las reservas internacionales y los del sector público y Banco Central) de 486.000 millones de dólares.

En efecto, lo que ocurrió en la economía argentina entre 1976 y 2001 -y que parece renovarse en la actualidad bajo el gobierno de Cambiemos- se constata en la economía

brasileira en forma posterior, al menos desde el punto de vista de la correlación entre la fuga de capitales y el proceso de endeudamiento, aunque, como ya se ha mencionado, con ciertas diferencias en relación con el régimen de tipo de cambio (flexible o fijo) y con el tipo de endeudamiento (público o privado).

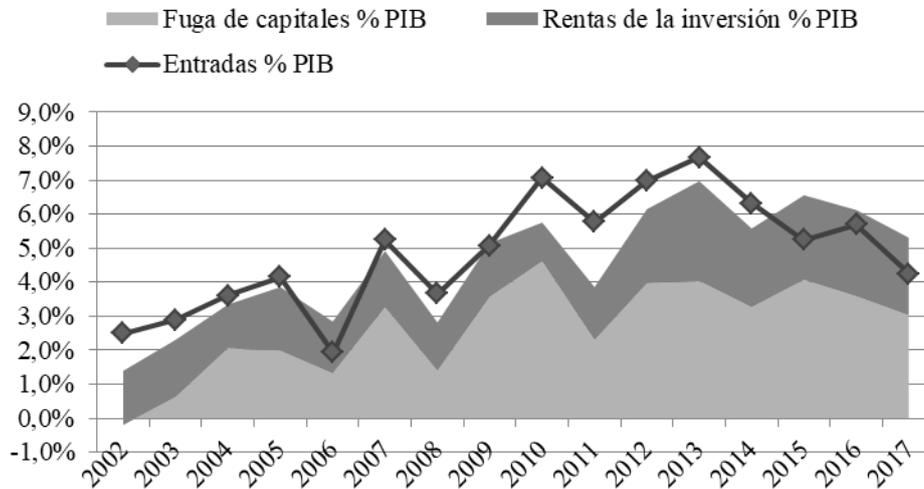
#### **4.1.2. México**

México es el segundo país de América Latina con mayor volumen de fuga de capitales, registrando entre 2002 y 2017 un cúmulo de 470.365 millones de dólares. La fuga de divisas mexicana entre 2002 y 2017 registra un promedio anual de 29.400 millones de dólares, y muestra una aceleración desde el año 2004, donde el promedio anual de salida pasa a ser de 33.400 millones de dólares.

La mayor parte de las salidas de flujos financieros tuvieron lugar en los últimos 14 años. Sobre un acumulado de flujos -sin rendimiento- entre 1980 y 2017 de 543.157 millones de dólares, las salidas desde el 2004 acumulan 467.304, es decir, esos 14 años representan el 86% del total acumulado. Los flujos acumulados entre 1980 y 2017 con un rendimiento sobre el 40% del stock arrojan 598.964 millones de dólares. Mientras que las cifras oficiales de la Posición de Inversión Internacional estiman el stock de activos externos de residentes (excluyendo a Banco Central y Gobierno) en 427.869 millones de dólares.

Este país también fue receptor de gran cantidad de flujos de divisas, de alrededor de 844.000 millones de dólares. Dichos ingresos financieros, por endeudamiento, inversión de portafolio e inversión directa, fueron a lo largo del periodo un 80% superior, en términos absolutos, a la fuga de capitales de residentes (ver **Gráfico 49**).

**Gráfico 49. México. Ingresos financieros, fuga de Capitales y salidas por rentas de la inversión extranjera, 2002-2017. En porcentaje de PIB.**

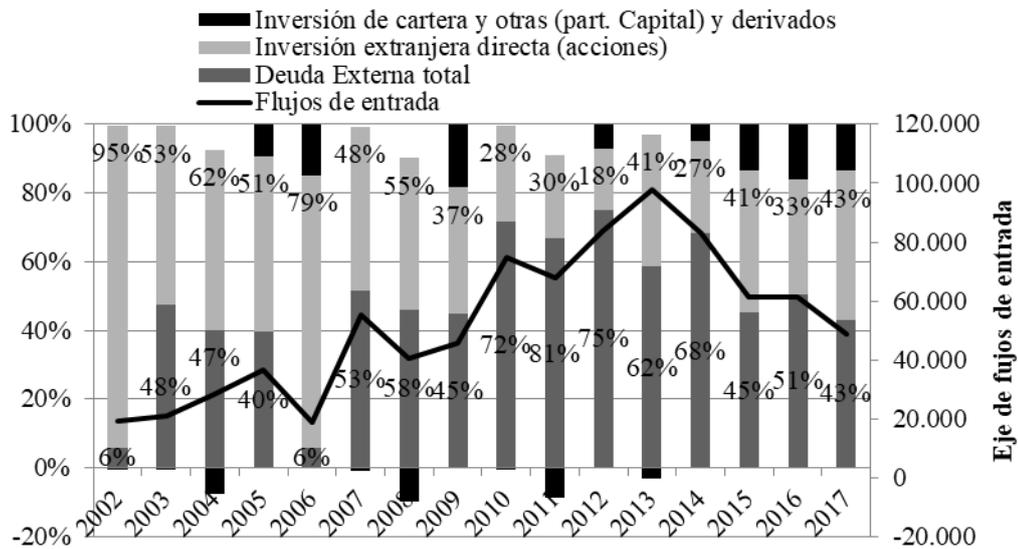


Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI y BM.

El contexto internacional habría impactado sobre la fuga de capitales mexicana, dado que se aceleró crecientemente desde 2007. Entre los principales factores, como se analizó en el Capítulo 2, se encuentra la mayor entrada de flujos financieros en los países de América Latina a partir de la política de expansión cuantitativa que adoptaron los Estados Unidos y Europa luego de la crisis financiera internacional. Se puede observar que tanto la fuga de capitales, como las salidas por rentas de inversión y los ingresos de la cuenta financiera tienen una evolución muy similar y con una tendencia a acelerarse desde el año 2007.

Cabe resaltar que, la mayor parte de estos ingresos financieros, entre 2002 y 2017, estuvieron originados en instrumentos de deuda, un 50% en promedio, y otra porción relevante fue destinada a inversión directa en el país, un 46% en promedio (ver **Gráfico 50**). Entre 2010 y 2014 se observa que el ingreso de fondos mediante endeudamiento externo es predominante, con una participación promedio del 71% sobre el total de entradas, y esto coincide con el período de mayores entradas en términos absolutos y relativos al PIB.

**Gráfico 50. México. Composición de los ingresos financieros en porcentaje y flujos de entrada totales en millones de dólares, 2002-2017.**

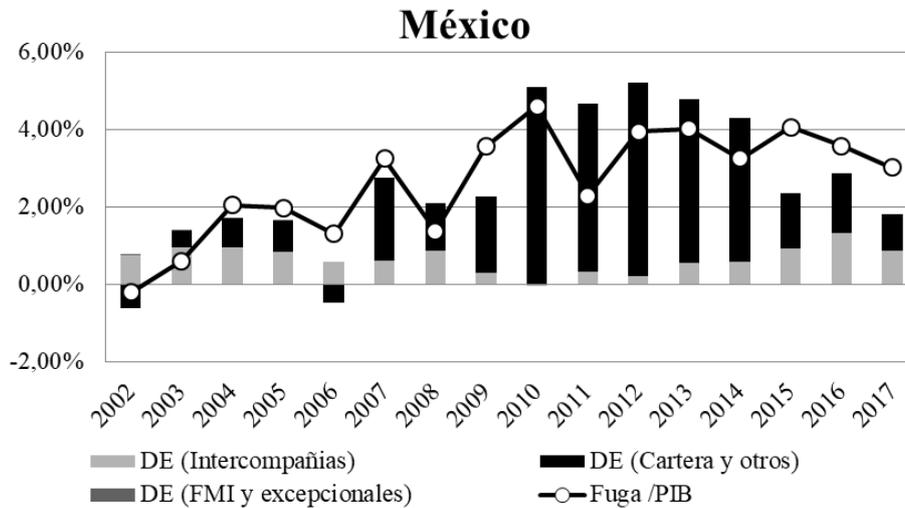


Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

Cuando se analiza la composición de la deuda externa, se observa que la mayor parte está conformada por instrumentos líquidos y, por tanto, mucho más volátiles que la inversión directa, tal como sucedía en el caso de Brasil (ver **Gráfico 50**). Estos relevantes flujos financieros que se colocaron en instrumentos especulativos sustentaron, en mayor medida, la fuga de capitales de los residentes mexicanos.

Como podrá observarse en el **Gráfico 51**, en el caso de México, los flujos de fuga de capitales también muestran un comportamiento similar al de los flujos de endeudamiento externo, lo que indicaría que la mayor parte de los flujos de endeudamiento se destinan a financiar las salidas de divisas de residentes, con excepción del año 2011, donde la fuga de capitales no acompañó dicha evolución. Los flujos de deuda acumulan 483.800 millones de dólares entre 2002 y 2017, contra un acumulado de fuga de capitales en ese mismo periodo de 470.400.

**Gráfico 51. México. Composición de la deuda externa y fuga de capitales en porcentaje de PIB, 2002-2017.**



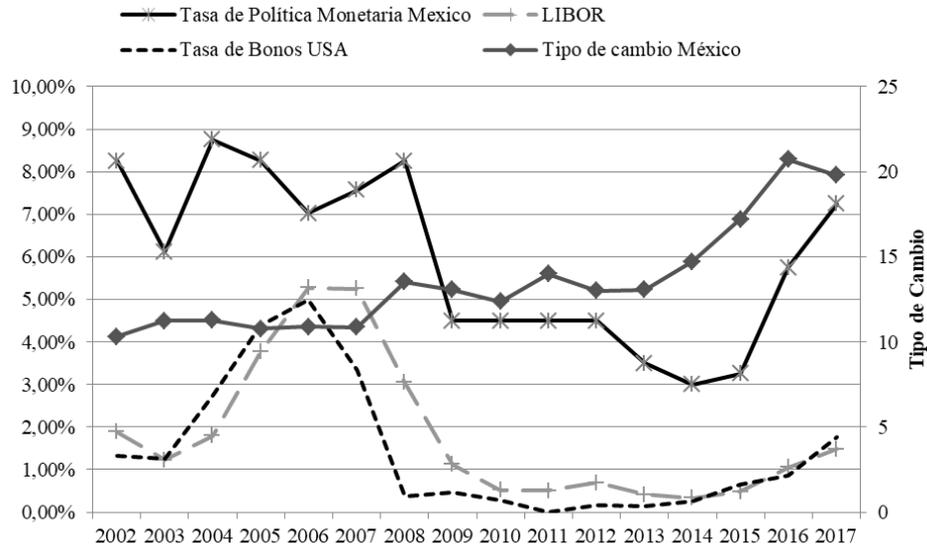
Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI y BM.

En el **Gráfico 52** se puede observar el diferencial de tasas que existió a lo largo de todo el período analizado, ya que la tasa de política monetaria del Banco Central mexicano siguió, a grandes rasgos, la evolución de la tasa internacional pero manteniendo una diferencia de entre 2 y 7 puntos porcentuales.

Los niveles más elevados que mantuvo la tasa de interés mexicana a lo largo del periodo analizado (2002-2017) tuvieron lugar entre 2003 y principios de 2009. Desde 2003 fue creciendo hasta alcanzar en 2004 un valor de 8,75%, en junio de 2005 alcanzó un máximo de 9,75%, y luego fue descendiendo, hasta retomar el crecimiento a partir de 2007, alcanzando el máximo valor de 8,25% en agosto de 2008. Luego descendió de significativamente y se mantuvo en 4,5% desde fines de 2009 hasta principios 2013, donde fue descendiendo hasta 3% en diciembre de 2015. A partir de allí, retoma el crecimiento, alcanzando el máximo valor en diciembre de 2017 con 7,25%.

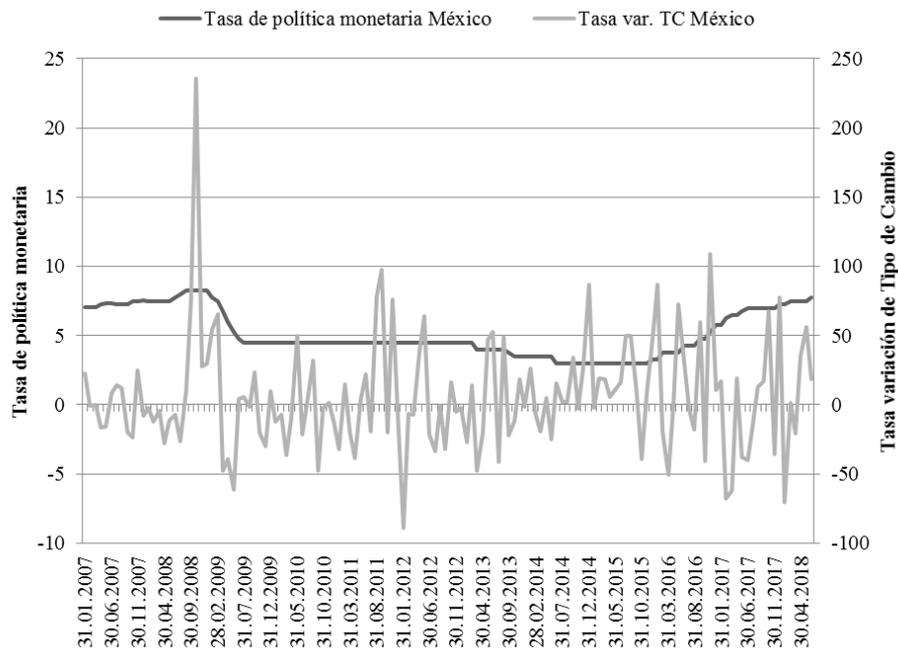
Por su parte, el tipo de cambio nominal se mantuvo relativamente estable entre 2002 y 2007, y entre 2008 y 2014. A pesar de las constantes fluctuaciones, los aumentos y disminuciones del tipo de cambio que se observan en el **Gráfico 53**, éste se mantuvo constante en el mediano plazo, en determinados lapsos de tiempo, lo que garantizó allí cierta rentabilidad al capital extranjero.

**Gráfico 52. México. Tasa de Política Monetaria del Banco Central, LIBOR 6 meses y rendimiento de Bonos del Tesoro de EEUU - 1 año, en porcentajes, y Tipo de Cambio Nominal, 2002-2017.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de BIS, Reserva Federal y FMI.

**Gráfico 53. México. Tasa de política monetaria y variación mensual anualizada del tipo de cambio nominal en porcentaje, 2007-2017.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de BIS y FMI.

En cuanto a la inversión extranjera directa (IED), el sector manufacturero, esencialmente la industria automotriz, junto con las telecomunicaciones constituyen los sectores que

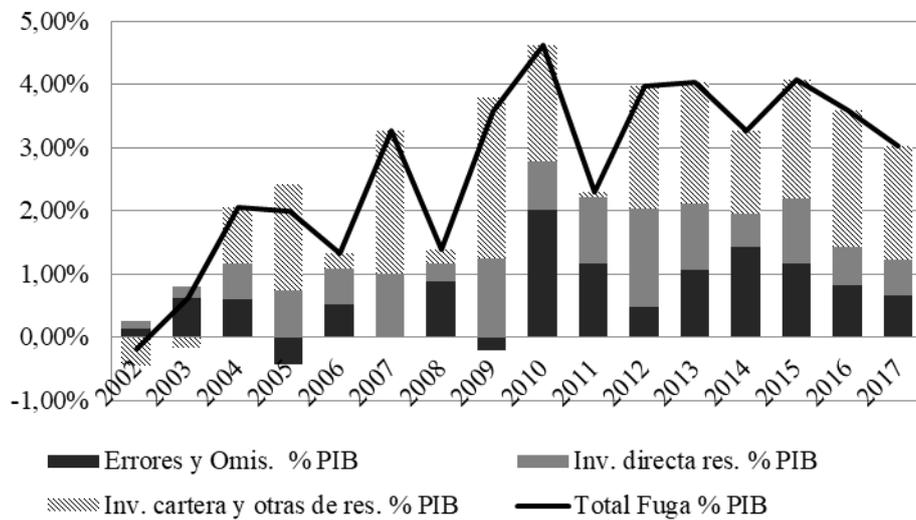
reciben las mayores inversiones en México y su principal inversionista es Estados Unidos (CEPAL, 2016). Cabe mencionar que si bien la inversión extranjera tiene un impacto positivo sobre el crecimiento económico mexicano, éste resulta menor que el que hubiese generado la inversión doméstica, debido a que la IED se concentra en industrias de bajo valor agregado, como la industria de la maquila (Oladipo y Vásquez Galán, 2009). La crisis internacional también habría tenido repercusiones en los flujos de IED de México, debido a su posición importadora de materias primas y por su alto grado de exposición a la dinámica de las economías avanzadas, además de la lenta recuperación de los Estados Unidos, uno de sus principales socios comerciales (Toro Córdoba et. al., 2013).

Por otra parte, Kar (2012) destaca que existe una relación estrecha entre los flujos financieros ilícitos y la economía informal mexicana, vinculada a las relaciones comerciales con los Estados Unidos y a la falta de transparencia de los sistemas financieros de ambos países. La liberalización comercial de México tras el Tratado de Libre Comercio de América del Norte impulsó mayores flujos financieros ilícitos a través de la manipulación comercial (facturación fraudulenta). Además, el autor señala que la combinación de la inestabilidad de la evolución macroeconómica con la debilidad de la gobernanza en general y factores estructurales, como la liberalización del comercio, contribuyó a generar un proceso complejo que impulsó el crecimiento de los flujos ilícitos desde México. Este autor estima los flujos financieros ilícitos desde México, es decir, las salidas no registradas, durante el periodo 1970-2010, en 872.000 millones de dólares. Esta estimación se conforma de errores y omisiones de la Balanza de Pagos y de manipulación de precios.

Cuando se observa la composición de la fuga de capitales en la estimación propia, se destaca la elevada importancia del rubro errores y omisiones, a comparación con otros países de América Latina, siendo que para México rondan en promedio un 24% sobre el total de fuga de capitales en el periodo 2002-2017 (ver **Gráfico 54**). La elevada suma de errores y omisiones podría estar indicando la existencia de un peso más relevante de flujos financieros ilícitos, que puede provenir del tráfico de drogas y/o de la manipulación comercial en razón del libre comercio con los Estados Unidos y Canadá, que deja espacios para la evasión y elusión fiscal internacional. Cabe mencionar que todas las estadísticas disponibles dejan de lado la porción de flujos financieros vinculados al narcotráfico, por lo que muy probablemente la fuga de capitales mexicana esté subvaluada.

Es importante destacar que la metodología propia podría estar subvaluando en gran medida los flujos financieros ilícitos por la vía de precios de transferencias. Kar y Spanjers (2015), de Global Financial Integrity, estiman flujos financieros ilícitos desde México en promedio de alrededor de 52.844 millones de dólares anuales entre 2004 y 2013, frente a 30.330 millones de dólares anuales que arrojan las estimaciones propias en ese mismo periodo, y considerando que la estimación de Global Financial Integrity no contempla la porción lícita (registrada) de la fuga de capitales de residentes mexicanos.<sup>31</sup>

**Gráfico 54. México. Composición de la fuga de capitales de México, desagregado por concepto en porcentaje de PIB. 2002-2017**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI y BM.

#### 4.1.3. Chile

En el caso chileno, en 1998 se produjo el desmantelamiento total del régimen de control de capitales que se había impuesto en años previos, optando por un modelo de liberalización del mercado, con la única exigencia de registrar las operaciones con el exterior (Vega Heredia, 2013).

La fuga de capitales en Chile en el periodo 2002-2017 alcanzó niveles muy relevantes en términos nominales y aún más importantes, en comparación con el resto de los países de América Latina, teniendo en cuenta su relación con el Producto Bruto Interno. Este país acumuló un total de fuga de capitales entre 2002 y 2017 de 186.018 millones

<sup>31</sup> Ver Anexo Estadístico. 4. Comparación con estimaciones de América Latina.

de dólares, que sobre un total de activos externos acumulados entre 1980 y 2017 de 220.780 representan el 84% del total.

Entre 2009 y 2012, Chile volvió a intervenir en el mercado cambiario, aunque dichas medidas no tuvieron un impacto tan significativo sobre los flujos financieros como en otros países. Si bien lograron reducir el tipo de cambio, no impactaron sobre la volatilidad, la cantidad de divisas que ingresaban, la composición de las entradas, ni en la capacidad de Chile para aplicar una política monetaria independiente (Baumann y Gallagher, 2012). Las autoridades chilenas implementaron medidas concentradas especialmente en los fondos de pensión y en las compañías de seguros (Fernández, et. al. 2018). Algunas de las medidas cambiarias más relevantes se señalan en el **Cuadro 13**. Además, otra de las razones por la cual los flujos financieros se incrementaron en Chile a partir del año 2009 tuvo que ver con las regulaciones a los capitales adoptadas por Brasil, que provocaron un aumento de los flujos en el mercado chileno (Baumann y Gallagher, 2012).

**Cuadro 13. Chile. Medidas de política cambiaria 2010-2011.**

Fecha	Medida
<b>4 de noviembre de 2010</b>	Aumento de los límites de inversiones de no residentes en fondos de pensión desde 60% a 80%
<b>3 de enero de 2011</b>	Programa de intervención: compras de 50 millones de dólares por día
<b>8 de febrero de 2011</b>	Continúa la política de intervención con compras diarias de dólares
<b>8 de marzo de 2011</b>	Continúa la política de intervención con compras diarias de dólares
<b>8 de abril de 2011</b>	Continúa la política de intervención con compras diarias de dólares
<b>7 de octubre de 2011</b>	Continúa la política de intervención con compras diarias de dólares
<b>8 de noviembre de 2011</b>	Continúa la política de intervención con compras diarias de dólares
<b>9 de diciembre de 2011</b>	Finalización del programa de intervención cambiaria

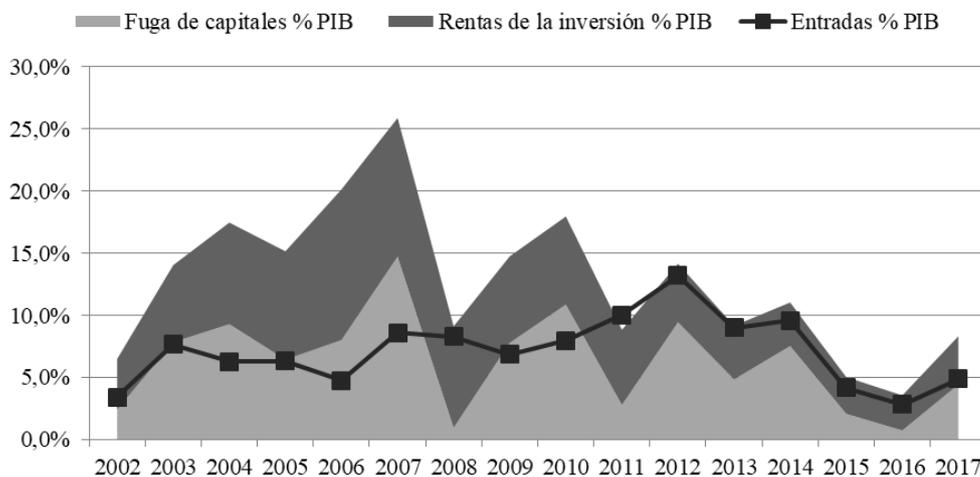
Fuente: Elaboración propia en base a información de Baumann y Gallagher (2012).

Durante este período se registraron importantes volúmenes de entrada y una gran volatilidad de los flujos de capital internacionales. Según Rosas Rojas (2015) la intervención cambiaria en Chile se basó en la acumulación de activos externos y, como contrapartida, en una emisión de bonos de esterilización monetaria de igual magnitud. La acumulación de reservas internacionales que realizan los países latinoamericanos suele tener el propósito de servir como respaldo para hacer frente a los posibles paros súbitos (*sudden stops*) y a las reversiones abruptas de los inlujos de capital en el largo plazo. Por ese motivo, los bonos de esterilización monetaria se han convertido en el principal instrumento que ha utilizado el Banco Central de Chile para hacer frente a las turbulencias financieras internacionales, así como los de Brasil, Colombia y México. Este

mecanismo, en el largo plazo, genera la acumulación de un importante endeudamiento externo público de las economías latinoamericanas y las grandes colocaciones de bonos provocan que las autoridades monetarias enfrenten pérdidas financieras significativas.

En el **Gráfico 55** se observa una gran afluencia de flujos financieros en este periodo. De todas maneras, las entradas de la cuenta financiera nunca superaron las salidas por fuga de capitales y por rentas de la inversión extranjera, que mostraron niveles muy relevantes a lo largo de todo el período.

**Gráfico 55. Chile. Ingresos financieros, fuga de Capitales y salidas por rentas de la inversión extranjera, 2002-2017. En porcentaje de PIB.**



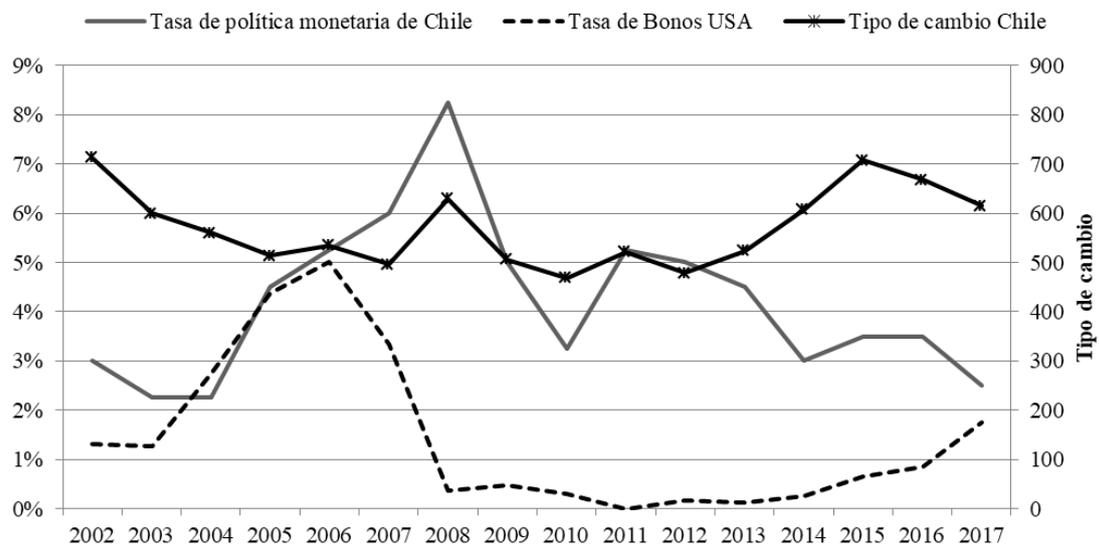
Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI y BM.

Analizando la tasa de interés de referencia del Banco Central chileno (**Gráfico 56**), se observa que a partir de 2007 la tasa interna comenzó a despegarse de la tasa internacional y desde allí en adelante mantuvo un diferencial positivo de entre 2,7 y 7,9 puntos porcentuales, hasta el año 2017 que volvió a acercarse a la internacional. Mientras que el tipo de cambio nominal del peso chileno se conservó relativamente constante desde ese momento hasta el año 2013, garantizando un buen rendimiento para las operaciones de “*carry trade*” de capitales extranjeros (ver **Gráfico 57**). A pesar de ello, como puede observarse en el Gráfico, el movimiento del tipo de cambio también pudo haber provocado pérdidas en los periodos de devaluación de la moneda nacional.

Tal como se analizó en el caso de Brasil y México, el diferencial positivo de la tasa de interés con respecto a la tasa internacional, durante periodos de tipo de cambio estable, representó uno de los estímulos para incentivar la entrada de capitales, en un contexto

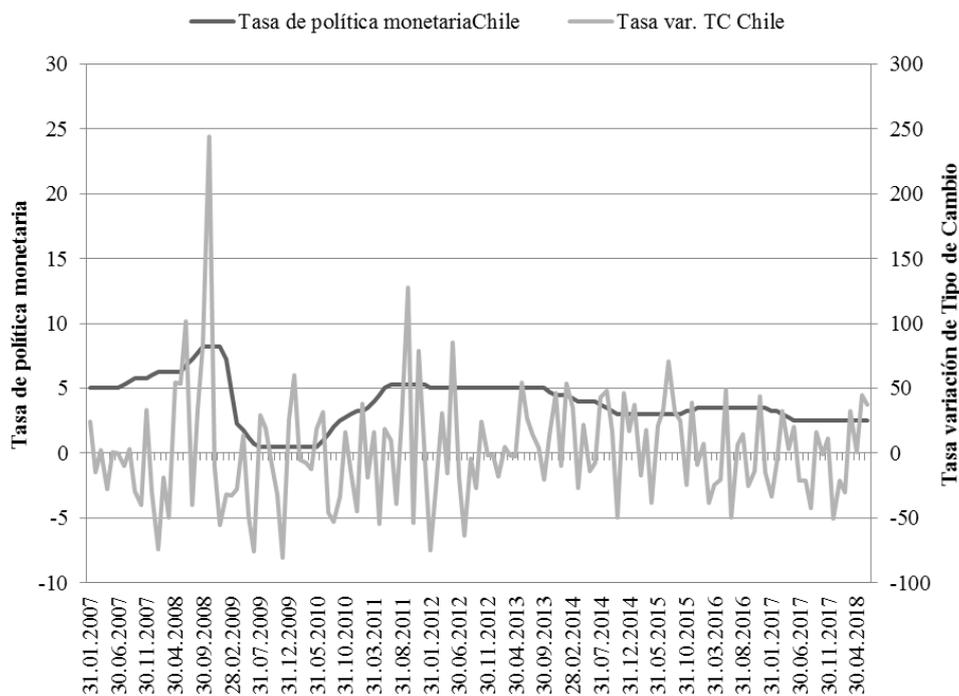
de expansión de la liquidez internacional, debido a las políticas adoptadas por los países centrales en el contexto de la crisis internacional, lo que condujo a una importante entrada de flujos financieros en los países emergentes.

**Gráfico 56. Chile. Tasa de política monetaria y de rendimiento de Bonos del Tesoro de EEUU – 1 año, en porcentajes, y Tipo de Cambio Nominal, 2002-2017.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de BIS, Reserva Federal y FMI.

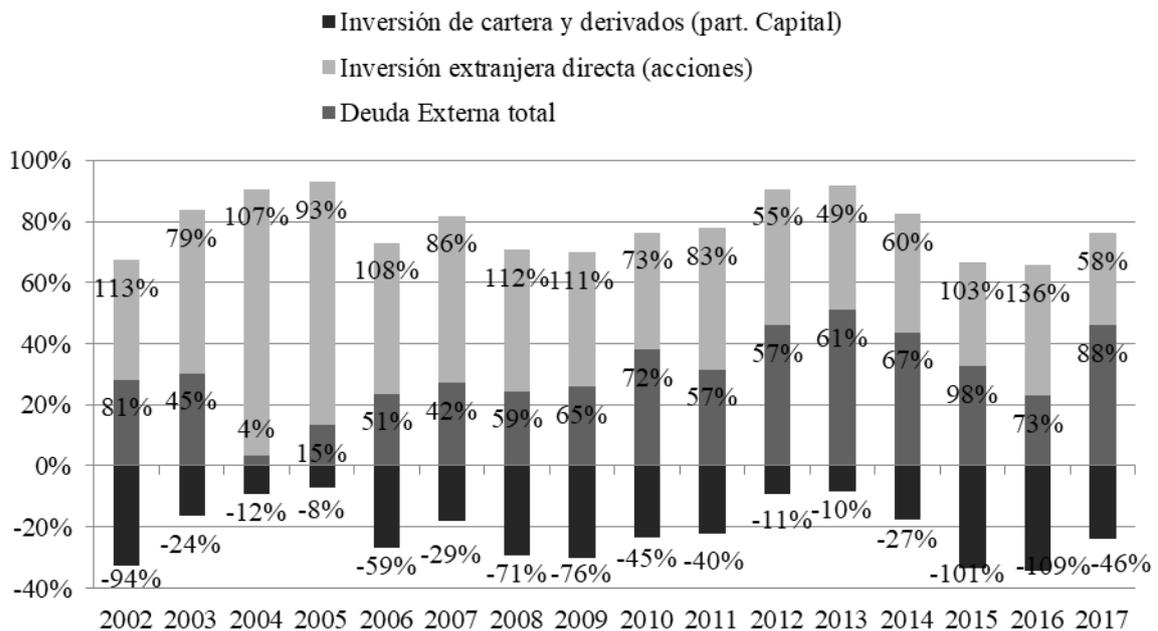
**Gráfico 57. Chile. Tasa de política monetaria y variación mensual anualizada del tipo de cambio nominal en porcentaje, 2007-2017.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de BIS y FMI.

Por otra parte, durante todo el período analizado se destaca una particularidad de los flujos financieros que ingresaron a Chile, en comparación con el resto de los países de América Latina: una mayor participación de la inversión directa por encima de los flujos de deuda externa e inversión de cartera (ver **Gráfico 58**), algo similar a lo que sucede en Colombia, pero en el caso de Chile se observa además una participación negativa relevante por parte de los derivados financieros y *stock options* (opciones de compra de acciones), con un promedio de salidas de 6.500 millones de dólares anuales entre 2002 y 2017 en concepto de derivados financieros y *stock options*. Respecto de los últimos años, según CEPAL (2016), el descenso del precio de los minerales afectó negativamente las entradas de IED en Chile, que disminuyeron un 8% en 2015. Aunque su participación sobre el total de los flujos de ingresos es muy relevante, lo que da cuenta que los flujos de inversión directa son menos volátiles ante cambios en el contexto internacional.

**Gráfico 58. Chile. Composición de los ingresos financieros 2002-2017, en porcentajes.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

#### 4.1.4. Venezuela

La fuga de capitales en Venezuela fue muy relevante en términos nominales para la región, aunque, en rigor, el impacto fue más significativo en relación con su Producto

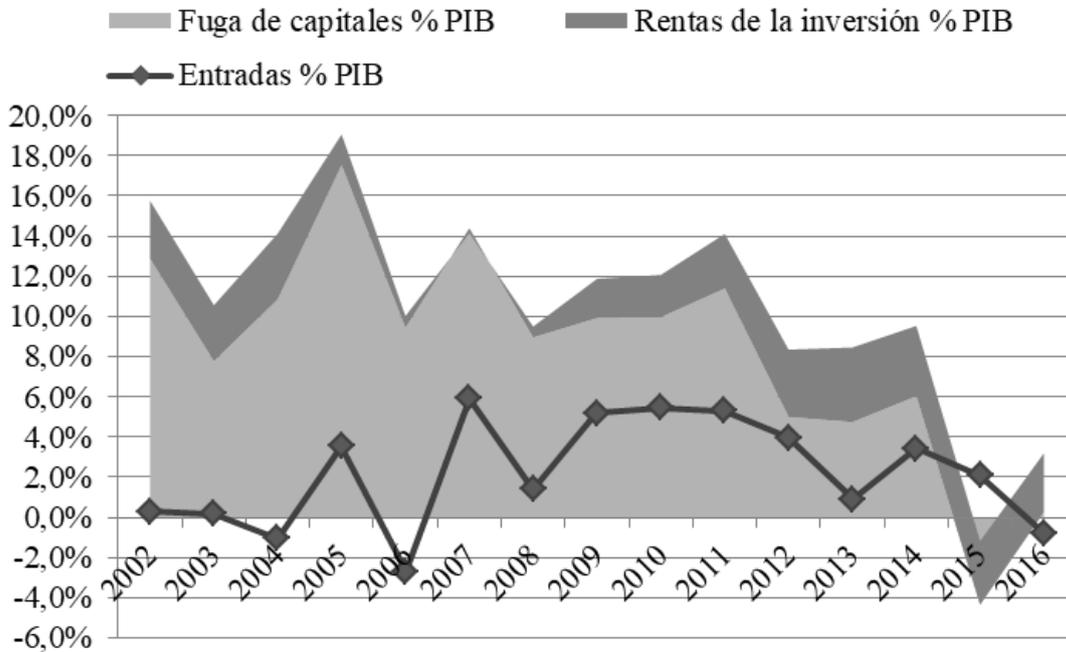
Bruto Interno. La fuga de capitales se aceleró desde el año 2002 hasta el 2012 y, a partir de allí, comenzó a desacelerarse. Entre 2002 y 2016 las salidas de divisas por fuga de capitales acumularon un total de 252.241 millones de dólares, que representan el 107% del producto bruto interno generado en un año (2016). De ello se desprende que el impacto económico es muy relevante, en comparación con los restantes países de la región. En efecto, durante los últimos quince años Venezuela ha dejado de aprovechar en términos de inversión doméstica una suma equivalente al ingreso generado en un año completo por este país.

En comparación con la riqueza *offshore* acumulada entre 1980 y 2016 (sin contemplar rendimientos), de 328.977 millones de dólares, los flujos acumulados entre 2002 y 2016 representaron el 77% sobre el total. Considerando la hipótesis de que el 40% del stock acumulado en el exterior brinda rentabilidad, el acumulado entre 1980 y 2016 suma 368.837 millones de dólares.

A modo de comparación, Reinhart y Santos (2015) estiman flujos anuales de fuga de capitales que representan en promedio un 4,7% del PIB entre 1983 y 2013, ello sumado a una sobrefacturación de importaciones que equivale a 2,3% del PIB en promedio en ese mismo periodo (en dólares constantes de 2013). Las estimaciones propias arrojan un promedio de fuga de capitales del 5,8% del PIB entre 1980 y 2016 estimado mediante el método residual de la balanza de pagos (en dólares corrientes).

Durante el periodo 2002-2016, los niveles de fuga de capitales superan ampliamente los volúmenes de entradas por inversión directa, de cartera y endeudamiento del exterior. El **Gráfico 59** muestra que la fuga de capitales supera con creces a los flujos financieros que ingresan a la economía venezolana, a diferencia de lo que sucede en la mayor parte de los países de la región. Además, un comportamiento anómalo que muestra Venezuela frente al resto de los países de la región es que la fuga de capitales fue reduciéndose a lo largo del período, lo que podría estar relacionado con la implementación de controles y restricciones cambiarias, que se describen más adelante.

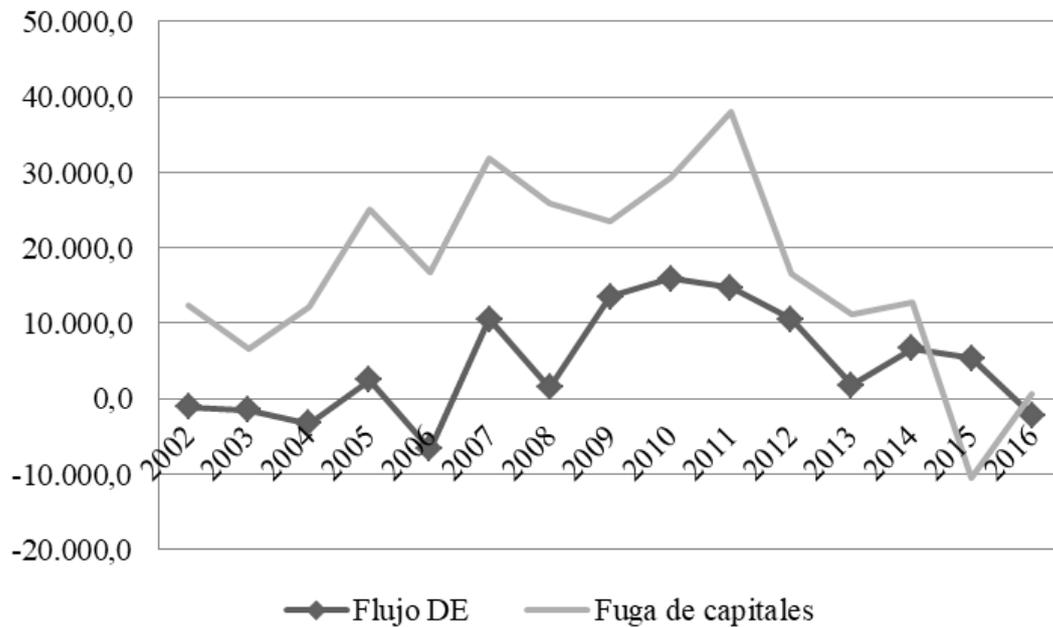
**Gráfico 59. Venezuela. Ingresos financieros, fuga de capitales y salidas por rentas de la inversión extranjera, 2002-2016. En porcentaje de PIB.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

La fuga de capitales en Venezuela es un fenómeno de largo plazo. Medina Smith (2005) señala que existe una tendencia sistemática de Venezuela a exportar capital durante la segunda parte del siglo XX, los activos externos privados de los residentes venezolanos por lo general no se han repatriado, lo que indica que la fuga de capitales es un fenómeno más crónico que un simple acontecimiento episódico y aislado. De sus estimaciones se desprende que la fuga de capitales es persistente desde 1950, con muy pocos periodos de entradas de capitales, aunque presenta una fuerte aceleración desde la década de 1970.

**Gráfico 60. Venezuela. Flujos de deuda externa comparado con fuga de capitales, 2002-2016. En millones de dólares corrientes.**



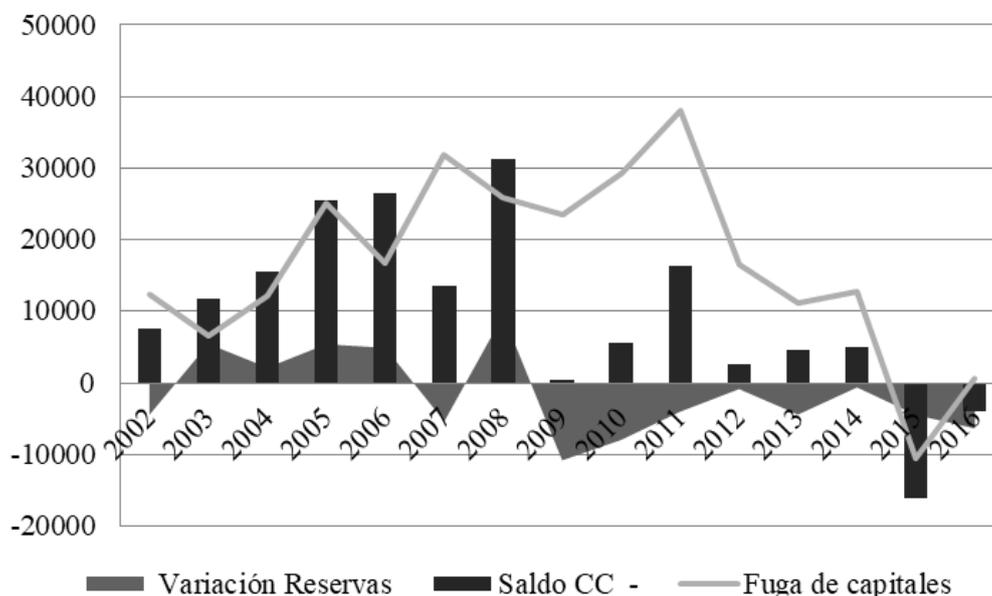
Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

La fuga de capitales de los residentes venezolanos, además de provocar una pérdida de ahorro doméstico significativa, dado que ese cúmulo de activos *offshore* podría volcarse a la inversión interna, provoca un impacto en el stock de endeudamiento externo. Como puede observarse en el **Gráfico 60**, la evolución de la fuga es similar al comportamiento de los flujos de deuda externa, aunque se advierte que la fuga es muy superior a los montos de deuda registrados, lo que indica que fue financiada con otros recursos, preponderantemente con flujos de la cuenta corriente y reservas internacionales (como se verá en el **Gráfico 61**).

En cierto sentido, los casos de Venezuela y Argentina presentan algunas similitudes entre ellos y diferencias con Brasil, México y Chile. Una de ellas -la principal- es que el modo de financiamiento de la fuga de capitales durante el periodo 2002-2015 fue, en lo fundamental, a través del saldo superavitario de la balanza comercial de bienes, las reservas internacionales acumuladas y, en menor medida, el endeudamiento externo. Es decir, no fue la deuda externa el mecanismo principal que financió el proceso de fuga de capitales. Otro aspecto es que ambos países son acreedores netos en relación con el resto del mundo, es decir que los residentes venezolanos, así como los argentinos, poseen mayor cantidad de activos externos que lo invertido por los extranjeros en sus economías domésticas, lo que surge de la Posición Neta de Inversión Internacional.

Además, este punto da cuenta de que ambos países generan excedente suficiente para propiciar el desarrollo, pero en su lugar lo vuelcan a las economías del exterior (Medina Smith, 2005). Se trata de dos economías que impulsaron (aun con insuficiencias evidentes y diferencias entre ellas) un régimen de acumulación distinto a la valorización financiera. De allí que la deuda externa no haya sido la variable central que jerarquizó el proceso de acumulación.

**Gráfico 61. Venezuela. Variación de reservas internacionales, fuga de capitales y saldo de la cuenta corriente, 2002-2016. En millones de dólares corrientes.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

En el caso de Venezuela no puede dejar de mencionarse que durante las últimas décadas este país experimentó cambios muy relevantes en materia económica, política, social y cultural, a partir de la política de Hugo Rafael Chávez Frías (desde febrero de 1999 hasta marzo de 2013) y Nicolás Maduro Moros (desde abril de 2013 hasta la actualidad). En este sentido, la política de control de capitales y cambiaria adoptada por el gobierno estuvo alineada con los objetivos de izquierda (o revolucionarios) de política pública, que perseguía el objetivo de restringir la fuga de divisas y administrar la moneda extranjera disponible para orientarla al desarrollo nacional.<sup>32</sup> Así fue que, desde el año 2003, en Venezuela se afianzaron los controles del mercado cambiario y se estableció

<sup>32</sup> Además, otro hecho relevante a considerar es que el 11 de abril de 2002 este país sufrió un golpe de Estado contra el presidente Hugo Chávez quien, fue derrocado por Pedro Carmona Estanga, y a los dos días retomó su mandato constitucional.

una serie de regulaciones en la materia. A través del Decreto N° 2278<sup>33</sup> del 21 de enero de 2003 y el Convenio Cambiario N° 1<sup>34</sup> del 5 de febrero de 2003, se establecieron limitaciones a la libre convertibilidad de la moneda nacional y a la transferencia de fondos del país al exterior (Trías Ramos, 2014). Dichas regulaciones, además de restringir el libre acceso a las divisas en el mercado formal, desalentaron el ingreso de capitales con el objetivo de constituir colocaciones en los mercados de deuda y de acciones en moneda local (Malic y Mareso, 2015).

Durante el período estudiado, los ingresos de capital a Venezuela se originaron preponderantemente en préstamos que tomó el Gobierno Central y PDVSA y que, en buena medida, se vinculaban a factores de índole geopolítica, como los obtenidos desde China y Rusia. Por ejemplo, en julio de 2014, se anunciaron inversiones chinas por unos 20.000 millones de dólares, con el apoyo del banco de exportación-importación de China y el Banco Chino de Desarrollo (CEPAL, 2016). Por otro lado, las inversiones de cartera entrantes, resultaron estar vinculadas a los mecanismos legales de obtención de divisas por parte de los residentes (Malic y Mareso 2015).

El Convenio Cambiario N° 1 del 5 de febrero de 2003 dispuso la centralización de la compra y venta de divisas en manos del Banco Central de Venezuela, y la coordinación, administración, control y establecimiento de requisitos, procedimientos y restricciones cambiarias, en CADIVI (Comisión de Administración de Divisas). El Decreto N° 2302 del 5 de febrero de 2003 estableció la creación del CADIVI, organismo responsable de administrar, coordinar y controlar la ejecución de la política cambiaria del Estado venezolano. En la actualidad existe otro ente regulador llamado CENCOEX (Centro Nacional de Comercio Exterior) creado por el Decreto N° 601 del 29 de noviembre de 2013 y cuya actividad está regulada actualmente por el Decreto N° 2167 del 29 de diciembre de 2015,<sup>35</sup> que dispuso que el Ejecutivo Nacional determinará al CENCOEX las prioridades que debe atender en la asignación de divisas, a los fines de asegurar el desarrollo humano integral y una existencia digna para la colectividad. También se implementaron límites de compra para los viajes al exterior de acuerdo al país de destino y a la duración de viaje (Recchimurzo, 2016). A continuación, se expone un cuadro con algunas de las medidas de política cambiaria más relevantes:

---

<sup>33</sup> Decreto N° 2278 del 21 de enero de 2003. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/c6/decreto2278.pdf>

<sup>34</sup> Convenio Cambiario N° 1 del 5 de febrero de 2003. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio1.asp>

<sup>35</sup> Decreto N° 2167 del 29 de diciembre de 2015. Disponible en: <http://www.cencoex.gob.ve/marco-juridico/normativa-cambiaria/leyes>

**Cuadro 14. Venezuela. Medidas de política cambiaria 2003-2015.**

Fecha	Medida
<b>febrero de 2003</b>	Banco Central de Venezuela (BCV) centraliza la compra y venta de divisas. Se crea el CADIVI (Comisión de Administración de Divisas), organismo encargado de la administración y control cambiario. El tipo de cambio oficial se fijó en 1.600 bolívares por dólar.
<b>febrero de 2004</b>	Se produce la primera devaluación y se establece nuevo tipo de cambio de 1.920 bolívares por dólar.
<b>marzo de 2005</b>	Se produce la segunda devaluación y se establece nuevo tipo de cambio de 2.150 bolívares por dólar.
<b>enero de 2008</b>	Se redenomina el bolívar eliminando tres ceros a la moneda y creando una nueva unidad monetaria denominada "Bolívar Fuerte".
<b>enero de 2010</b>	Se produce la tercera devaluación y se establece un tipo de cambio desdoblado, un tipo de cambio de 2,60 bolívares por dólar para bienes prioritarios, determinados bienes básicos de salud y alimentación, y otro tipo de cambio de 4,30 bolívares por dólar para el resto de las actividades.
<b>junio de 2010</b>	Se crea el SITME (Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera) , un sistema que permite efectuar operaciones de compra y venta de títulos valores en moneda extranjera, con una tipo de cambios de 5,30 bolívares por dólar para las personas físicas que deseen acceder a las divisas en concepto de remesas a familiares en el exterior, viajes al extranjero, gastos por educación, etc.
<b>diciembre de 2010</b>	Se elimina el sistema de tipo de cambio desdoblado y se unifica en 4,30 bolívares por dólar.
<b>febrero de 2013</b>	Se produce la cuarta devaluación y se establece un nuevo tipo de cambio de 6,30 bolívares por dólar. Además, se elimina el SITME.
<b>marzo de 2013</b>	Se crea el SICAD (Sistema Complementario para la Adquisición de Divisas), un sistema de subastas especiales de divisas para las operaciones de compra y venta, en moneda nacional, de títulos valores denominados en moneda extranjera, emitidos por la República de Venezuela, administrado por el BCV, con el objeto de obtener los saldos de moneda extranjera por la venta de los títulos en los mercados internacionales.
<b>noviembre de 2013</b>	Se crea el ente regulador CENCOEX (Centro Nacional de Comercio Exterior) y el Ejecutivo Nacional determina al CENCOEX las prioridades a las cuales debe atender la asignación de divisas.
<b>enero de 2014</b>	Se crea SICAD II, un sistema de compra y venta, en moneda nacional, de divisas en efectivo así como de títulos valores denominados en moneda extranjera, mediante el cual se permite acceder a las divisas a un tipo de cambio de alrededor de 50 bolívares por dólar.
<b>febrero de 2015</b>	Se crea el SIMADI (Sistema Marginal de Divisas), similar al SICAD II, pero se diferenciaba en que su cotización era cercana a la del dólar paralelo (170, 04 bolívares por dólar).
<b>marzo de 2016</b>	Se crean dos mecanismos cambiarios: el DIPRO (Sistema de Divisas de tipo de cambio protegido) para alimentos y salud, para pagos de deuda pública, para operaciones con otros Bancos Centrales, para la conversión de pensiones y jubilaciones, entre otras, y para otras actividades se establece el DICOM (Sistema de Divisas de tipo de cambio complementario flotante de mercado).

Fuente: Elaboración propia en base a BCV, CADIVI, CENCOEX y a la bibliografía analizada.

Desde el gobierno venezolano se sostuvo que la política de control cambiario y la creación de CADIVI era necesaria debido a que sectores políticos y económicos impedían la realización de los planes de recuperación trazados por el Gobierno Nacional, así como también con motivo de la importante fuga de capitales, la especulación, la evasión fiscal y un paro con sabotaje a la industria petrolera, que es la principal fuente de divisas del país.

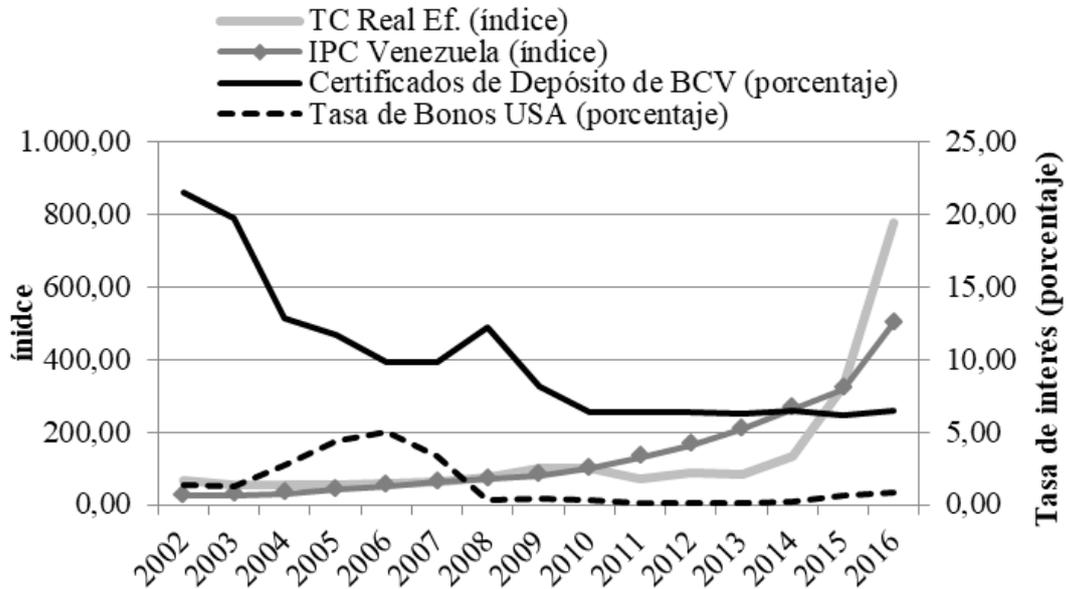
En similitud con la Argentina, las políticas cambiarias venezolanas también tuvieron algunos efectos negativos, tales como el surgimiento de un tipo de cambio paralelo (ilegal) del dólar y la ampliación de las maniobras ilegales para la obtención de moneda extranjera, aunque en el caso de Venezuela el alcance de estos problemas fue muy superior y, como tal, no comparable con el caso argentino.

El tipo de cambio del mercado paralelo venezolano, en septiembre de 2014, superó la barrera de los 100 bolívares, además de la aparición de “raspacupos y empresas maletín”, que fue la denominación que se le dio a las empresas que obtuvieron el cupo de divisas establecido de manera fraudulenta, así como problemas con las importaciones de productos básicos (Trías Ramos, 2014).

Romero y Fajardo Ortiz (2016) explican que el aumento de la diferencia cambiaria entre el tipo de cambio paralelo y el oficial provocó distorsiones en el funcionamiento de la economía nacional y fue uno de los motivos principales por los cuales se procedió a la unificación del tipo de cambio. Según estos autores, hacia finales del año 2006, la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo superó el 50%, y pasó a 110% en el período que va entre 01/2008 y 12/2009. Por ello, las autoridades gubernamentales en el año 2010 emprendieron una serie de acciones para reducir el diferencial, tales como la clausura de instituciones financieras que operaban como intermediarios del mercado paralelo, una reforma de la ley contra los ilícitos cambiarios y la creación de un sistema complementario de asignación de divisas. Entre los efectos perniciosos provocados por la implementación de las restricciones cambiarias destacan el surgimiento del mercado paralelo, la sobrefacturación de bienes importados y la subfacturación de bienes exportados, contrabando y fuga de divisas, entre otros.

En el **Gráfico 62** se puede observar que el índice de inflación de Venezuela experimentó un aumento a lo largo del período, en el marco de las corridas cambiarias que atravesó la economía. Esto tuvo efectos sobre el tipo de cambio real, el cual registró una evolución similar, lo que denota una apreciación real de la moneda fundamentalmente desde el año 2014.

**Gráfico 62. Venezuela. Evolución del Tipo de Cambio real efectivo (índice 2010=100), IPC de Venezuela (índice 2010=100), Tasa de interés de política monetaria del BCV y Tasa de Bonos del tesoro de los Estados Unidos en porcentaje, 2002-2016.**



Fuente: Elaboración propia en base a información Reserva Federal, de BIS, FMI y BCV.

Recchimurzo (2016) explica que el tipo de cambio del dólar paralelo utilizaba como referencia al tipo de cambio implícito que surgía de la compra de las acciones de la Compañía Anónima Nacional Teléfonos de Venezuela (CANTV) en bolívares y el precio que se obtenía por la venta de esas acciones que cotizaban en la Bolsa de Nueva York, como ADR (por sus siglas en inglés, American Depositary Receipt). A partir de la nacionalización de la empresa CANTV, el mecanismo cambió, pasando a tomar como referencia el valor que surgía del intercambio de los bonos soberanos venezolanos líquidos, con vencimientos cercanos a la fecha denominados en bolívares, por bonos soberanos denominados en dólares en mercados internacionales, lo que fue conocido como “dólar permuta”. Asimismo, otro mecanismo similar fue la negociación de los títulos valores TICC (Títulos de Interés y Capital Cubierto) en las bolsas locales en bolívares al tipo de cambio oficial, con autorización del BCV, con contrapartes extranjeras que ofrecían un precio de descuento en dólares mayor al descuento al cual era negociado en bolívares. A partir del año 2010, cuando se prohibieron las operaciones de permuta por parte de la Comisión Nacional de Valores, la cantidad de transacciones en el mercado de dólar paralelo creció y cobró mayor importancia.

Abadí y Raguá (2016) señalan que otra medida relevante fue la reforma de la Ley del Banco Central en el año 2005, que anteriormente establecía que las divisas provenientes de hidrocarburos de PDVSA, que no se destinaran a pagos de proveedores o inversiones en el extranjero, debían venderse al BCV. A partir de ese momento, las divisas que no eran utilizadas por PDVSA debieron ser transferidas al Fondo de Desarrollo Nacional (Fonden) destinado a inversiones para el desarrollo nacional. Los autores muestran que antes de la aplicación de estas medidas, en el año 2002, las divisas que disponía el BCV eran destinadas un 77% al sector privado, mientras que en 2015 ese porcentaje se redujo a 24%, considerando que cerca del 95% de las divisas que ingresan a Venezuela están originadas en exportaciones petroleras.

#### **4.2. LAC 3: Particularidades de los tres países con menor nivel de fuga**

Como ya se mencionó, los tres países que se abordan en este apartado, Colombia, Perú y Uruguay, no tienen niveles de fuga tan significativos en términos nominales, por lo que su impacto sobre la región es de menor importancia. En conjunto, la riqueza *offshore* acumulada entre 1980 y 2017 en estos tres países suma 178.601 (**Cuadro 15**), que representa un 8,4% sobre el total de LAC 8. Aunque, si se analizan sus casos individualmente, se observa que la fuga de capitales en términos relativos al producto bruto de estas economías tiene un peso relevante: para Colombia la riqueza *offshore* acumulada entre 1980 y 2017 implica un 39% del PIB de 2017; para Uruguay significa un 40% del PIB de 2017; y para Perú, los activos externos acumulados entre 1980 y 2016 representan un 17% del PIB de 2016.

En el **Cuadro 15** se observan las estimaciones para estos tres países realizadas a partir de los distintos criterios abordados en apartados precedentes. En el **Cuadro 16** se muestran los flujos acumulados en 2002-2017, 2002-2006 y 2007-2017 y sus promedios anuales. Se apreciará que en términos nominales el período en que más se acelera la fuga de capitales es 2007-2017.

**Cuadro 15. Estimaciones de fuga de capitales de LAC 3 acumulada en 1980-2017.  
 En millones de dólares corrientes.**

LAC 3	Fuga de capitales 1980-2017				
	sin rend.	40% r	70% r	90% r -	Stock PII
<b>Colombia</b>	119.778	127.941	135.643	134.590	116.810
<b>Perú</b>	36.555	39.920	42.468	40.365	53.921
<b>Uruguay</b>	22.269	26.586	31.094	35.508	40.457
<b>Total</b>	<b>178.601</b>	<b>194.447</b>	<b>209.205</b>	<b>210.463</b>	<b>211.188</b>

Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

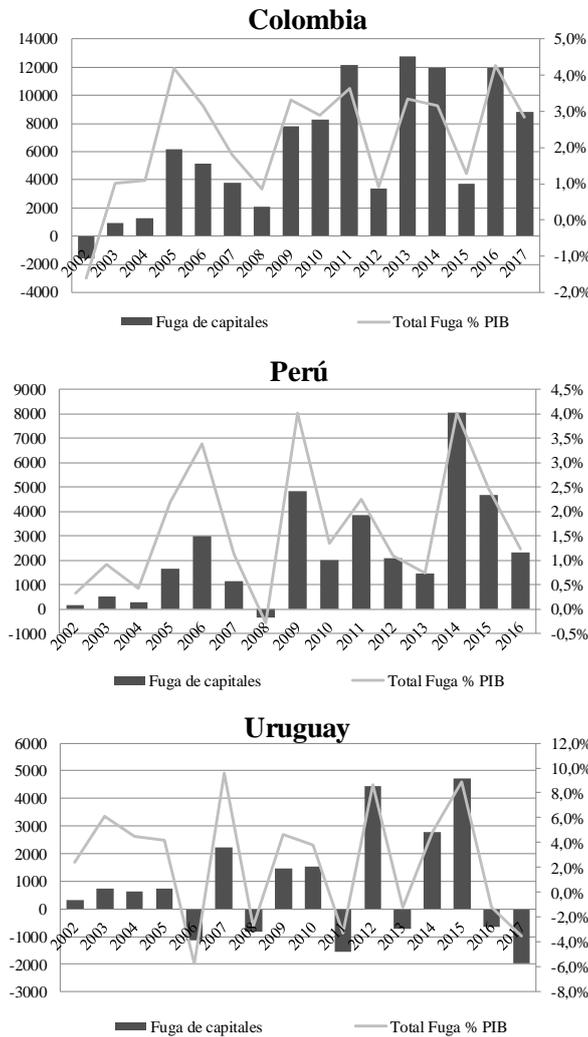
**Cuadro 16. Fuga de capitales de LAC 3 en 2002-2017. En millones de dólares corrientes.**

LAC 3	Flujos acumulados			Flujos anuales promedio		
	2002-2017	2002-2006	2007-2017	2002-2017	2002-2006	2007-2017
<b>Colombia</b>	98.576	11.917	86.659	6.161	2.383	7.878
<b>Perú</b>	35.932	5.676	30.256	2.395	1.135	3.026
<b>Uruguay</b>	12.761	1.286	11.475	798	257	1.043
<b>Total</b>	<b>147.270</b>	<b>18.879</b>	<b>128.391</b>	<b>9.354</b>	<b>3.776</b>	<b>11.947</b>

Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

Asimismo, en el **Gráfico 63** podrá observarse que el comportamiento de la fuga de capitales de los tres países presenta una tendencia creciente a lo largo del periodo, aunque cada uno de ellos tiene características particulares: Colombia presenta niveles de fuga de capitales relevantes de forma constante; en el caso de Perú los niveles de salida son menos significativos; y Uruguay muestra una evolución oscilante, con entradas y salidas de activos externos de residentes, lo cual podría tener que ver con la característica de opacidad financiera que presenta este último país.

**Gráfico 63. LAC 3. Fuga de capitales, 2002-2017, en millones de dólares corrientes y en Porcentaje de PIB.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

#### 4.2.1. Colombia

Colombia tuvo un comportamiento similar al Chile, donde los altos niveles de inversión directa cumplieron un papel relevante entre los ingresos financieros, y junto con los flujos de endeudamiento externo financiaron las salidas de divisas. En el periodo 2002-2017 la fuga de capitales alcanzó alrededor de 98.576 millones de dólares y se observó una aceleración de las salidas desde el año 2005, donde los flujos alcanzaron (entre 2005 y 2017) un total de 97.900 millones, que representan el 82% sobre el total de flujos acumulados entre 1980-2017 de alrededor de 119.778 millones, sin contemplar el rendimiento de dicho capital en el exterior. Tomando como hipótesis que el 40% de los

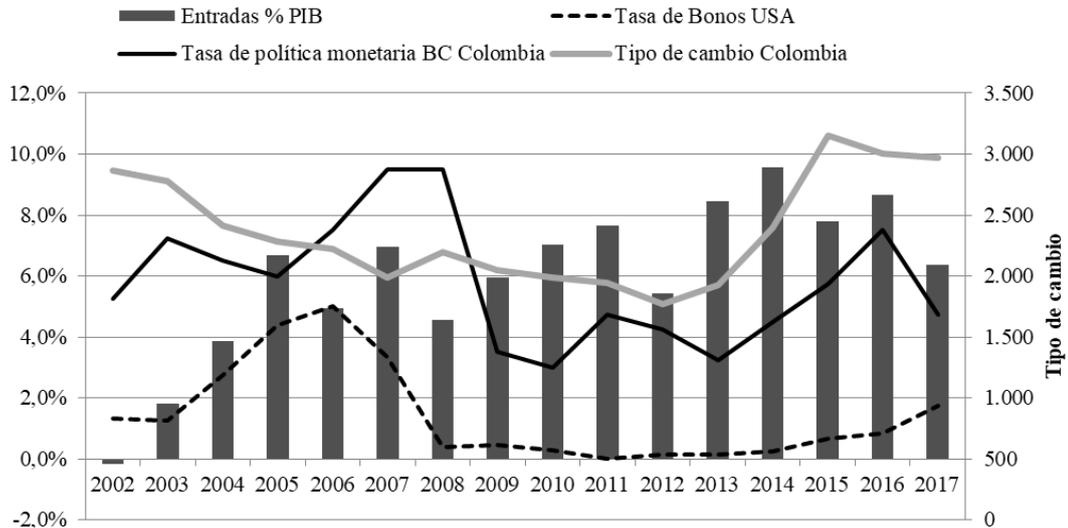
capitales genera rentabilidad, el total de activos externos de residentes (acumulado entre 1980 y 2017) arroja 127.941 millones de dólares. La estimación de la Posición de Inversión Internacional de los activos externos es cercana a la del método residual; arroja un total de 116.810 millones de dólares del sector privado en el exterior (excluyendo a Banco Central y Gobierno General).

Cabe mencionar que todas las estadísticas disponibles dejan de lado la porción de flujos financieros vinculados al narcotráfico, por lo que muy probablemente la fuga de capitales colombiana esté subvaluada.

Por otra parte, este país contó con ingresos financieros por 264.300 millones destinados a inversión directa, de portafolio e instrumentos de deuda entre 2002-2017. Algunos autores entienden que la mayor entrada de flujos financieros en Colombia se debe a la apertura financiera de este país. Tal como explican Gómez-González et. al. (2012), a partir del año 1991, la economía colombiana fortaleció su integración con el mercado internacional, año en que inició el proceso de apertura económica y financiera. Sostienen que, en la década del 2000, Colombia experimentó entradas de capital que facilitaron la financiación del déficit de la cuenta corriente y la acumulación de reservas internacionales. A su vez, señalan que si bien las entradas de capital externo a la economía colombiana se originan principalmente en los flujos de IED, en los últimos dos años ha aumentado la importancia relativa del endeudamiento externo y de las inversiones extranjeras de portafolio. Los diferenciales de rentabilidad y la menor aversión al riesgo, según los autores, incentivaron la inversión de portafolio y desestimularon el endeudamiento interno en favor del externo. En ese sentido, en el **Gráfico 64** puede apreciarse que el diferencial de tasas entre la interna y la internacional se mantuvo a lo largo de todo el periodo estudiado, lo cual combinado con la caída del tipo de cambio nominal en el mediano plazo hasta el año 2012 –que implica la apreciación de la moneda nacional- significó rendimientos al capital extranjero. A partir de ese momento, el tipo de cambio nominal aumentó, depreciándose la moneda doméstica.

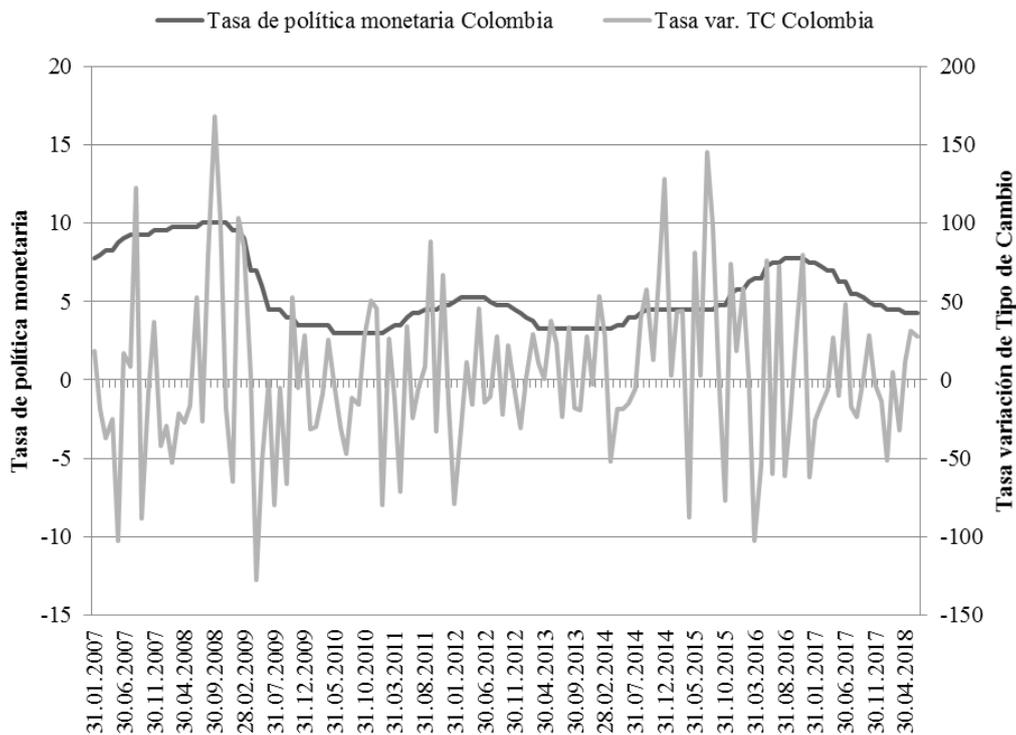
Dicho escenario de diferencial de tasas conjugado con el libre acceso al mercado cambiario, en momentos de estabilidad cambiaria o apreciación de la moneda nacional, permitió la obtención de rendimientos para el capital extranjero colocado en instrumentos en moneda doméstica (ver **Gráfico 65**). Aunque, las constantes fluctuaciones del tipo de cambio nominal también podrían provocar pérdidas en épocas de devaluación.

**Gráfico 64. Colombia. Ingresos Financieros en porcentaje de PIB, Tasa de Bono del Tesoro de EEUU 1 año y de Política Monetaria de Banco Central de Colombia, en porcentajes, y Tipo de cambio nominal, 2002-2017.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de BIS, Reserva Federal y FMI.

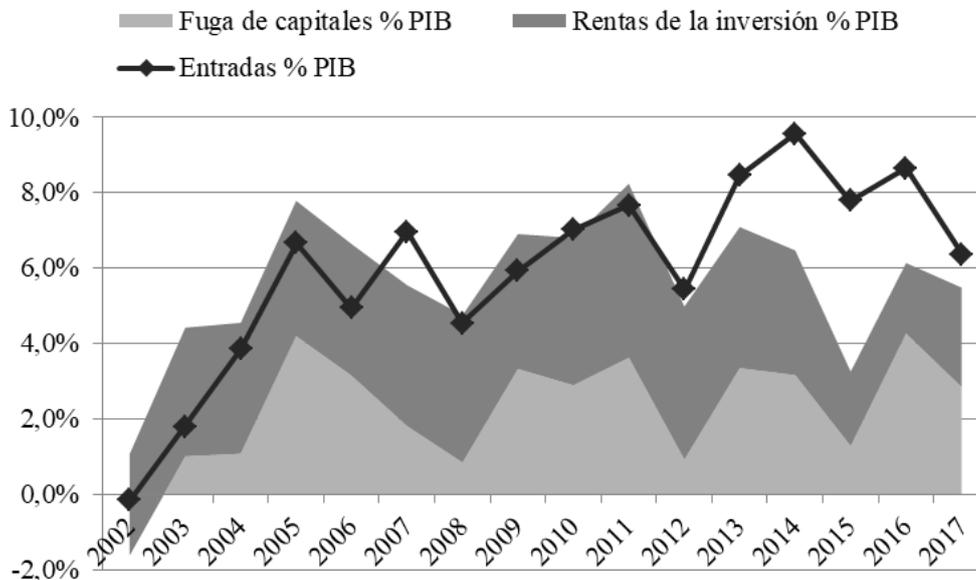
**Gráfico 65. Colombia. Tasa de política monetaria y variación mensual anualizada del tipo de cambio nominal en porcentaje, 2007-2017.**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de BIS y FMI.

Otros autores, como Hamann, Mejía y Rodríguez (2013) señalan que, entre 2001 y hasta 2007, la tendencia creciente de los flujos financieros que ingresan a la economía colombiana (como porcentaje del producto interno bruto) está vinculada con las mayores tasas de crecimiento de la actividad económica en décadas. En el **Gráfico 66** se puede observar que los ingresos financieros tuvieron niveles muy elevados y alcanzaron los 9,6% del PIB en 2014.

**Gráfico 66. Colombia. Fuga de capitales, rentas de la inversión (salidas) y entradas financieras 2002-2017, en porcentaje de PIB.**



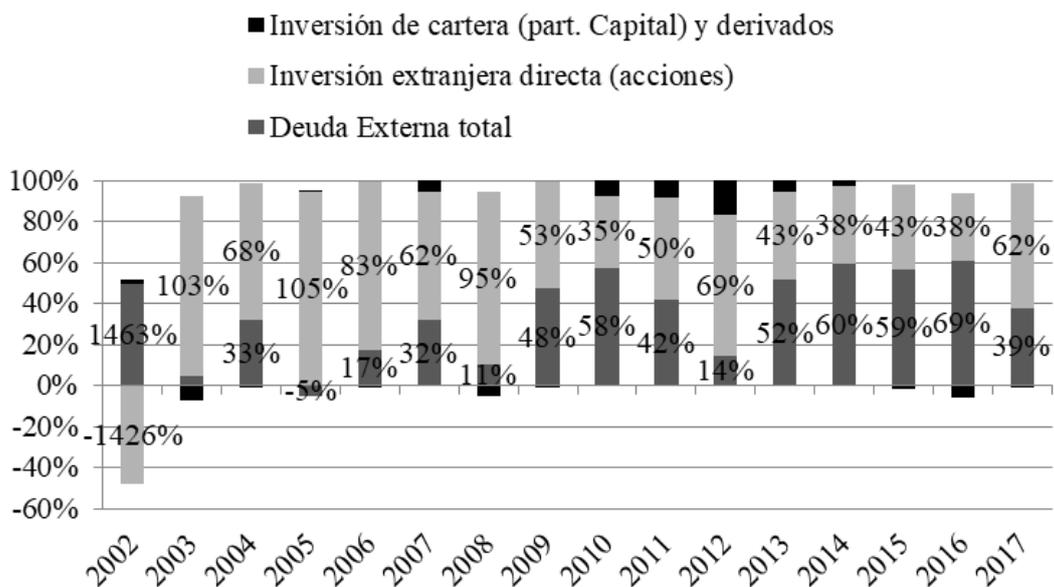
Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

Al analizar la composición de los ingresos financieros (**Gráfico 67**), se observa la preponderancia de la inversión extranjera directa por encima del endeudamiento en el periodo 2003-2009 y 2011-2012, mientras que en el año 2010 y desde el 2013 en adelante aumentó la importancia relativa de los flujos de la deuda externa, llegando a superar a los de inversión directa. Nótese que los picos 2010, 2013 y 2015 mostraron niveles de ingreso muy elevados (**Gráfico 66**) y la mayor parte se originó a endeudamiento. En términos generales, a lo largo de todo el período, la cuenta financiera de la balanza de pagos de Colombia muestra que las entradas de capital extranjero se originaron, en orden de importancia, en flujos de inversión directa, en títulos de deuda externa de portafolio, y en participaciones de capital de portafolio.

Garavito et. al. (2013) señalan que la IED en Colombia, durante los primeros años de la década del 2000 se vio afectada por el debilitamiento coyuntural de la economía

mundial. Desde el 2004 hasta el 2007, se recuperó la tendencia creciente de los capitales, alcanzando su máximo histórico en este último año. Esta reactivación estuvo asociada al mejor comportamiento bursátil y las mayores utilidades de las firmas, además de que los bajos intereses y la liquidez en el mercado financiero internacional facilitaron la financiación de estas inversiones con efectivo y deuda. Entre 2008 y 2009, la IED se vio afectada por la crisis financiera internacional. En relación con el período más cercano, el descenso del precio de los minerales afectó negativamente las entradas de IED a Colombia, que disminuyó un 26% en 2015 (CEPAL, 2016). No obstante, Colombia mostró particular dinamismo en otras actividades económicas, como el sector servicios, que alcanzó el 49% de la IED en 2015.

**Gráfico 67. Colombia. Composición de los ingresos financieros 2002-2017, en porcentaje.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI y BM.

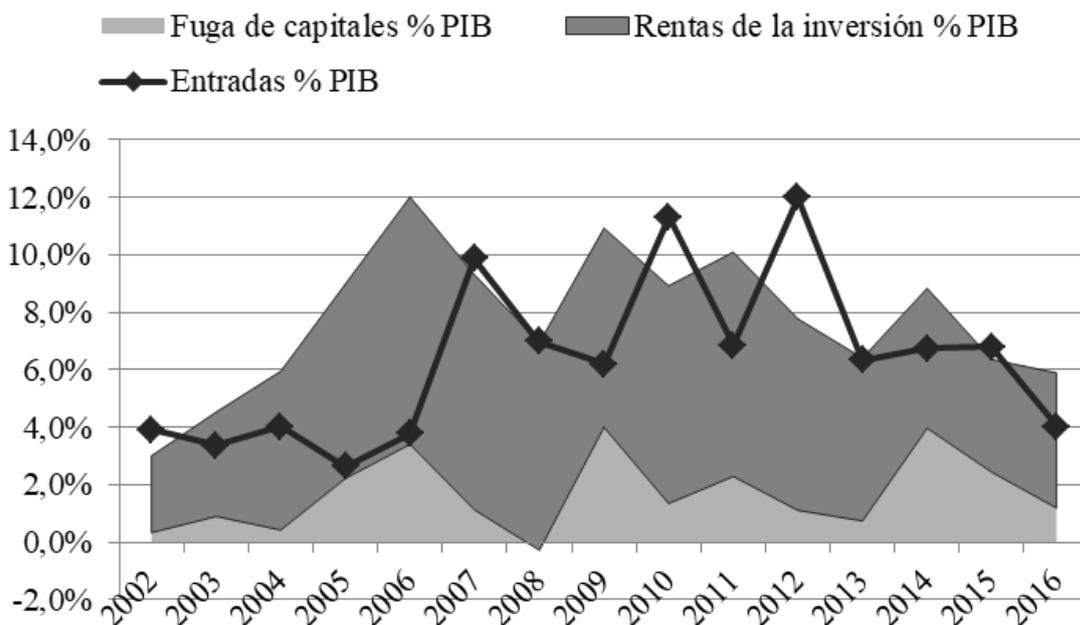
En cuanto a la política cambiaria, Gómez-González et. al. (2012) destaca que tras los sucesos de la crisis financiera internacional, el Banco de la República de Colombia y el Gobierno Nacional introdujeron varias reformas para proteger la estabilidad del sistema. En este sentido, la regulación cambiaria se orientó a limitar el riesgo cambiario que pueden asumir los intermediarios financieros ante movimientos súbitos de los flujos de capital, imponiendo depósitos en momentos de fuerte entrada de capitales, para desestimular el ingreso de flujos de corto plazo que generen mayor volatilidad en los mercados financieros, y determinando límites a la posición en derivados que pueden manejar los establecimientos de crédito para evitar el sobre-apalancamiento y la

excesiva toma de riesgos. Además, la Superintendencia Financiera de Colombia diseñó un nuevo sistema de administración del riesgo para ser implementado por las entidades financieras, que considera los factores del ciclo económico, para que reconozcan de forma más adecuada los riesgos y mantengan un nivel adecuado de provisiones y de capital.

#### 4.2.2. Perú

La fuga de capitales en Perú fue muy poco significativa en comparación con el resto de los países de América Latina, tanto en valores absolutos como en relación con su producto bruto interno. Alcanzó un total de 35.900 millones de dólares en el período que va desde 2002 a 2016, y en relación con su PIB alcanzó un promedio de un 1,7% anual. Aunque es de destacar que el stock de riqueza *offshore* de Perú es prácticamente equivalente al total de fondos que se fugaron en este último período, ya que suma alrededor de 36.500 millones desde 1980 a 2016. Un monto cercano, aunque inferior al que suma el stock de activos externos que estima la posición de inversión internacional para el sector privado (excluyendo Banco Central y Gobierno) de 53.921 millones de dólares. Esto da cuenta de que la mayor parte de la fuga de capitales ha sucedido en los últimos 15 años (2002-2016), lo que indica una clara aceleración de los flujos de inversiones y atesoramiento de residentes en el exterior.

**Gráfico 68. Perú. Fuga de capitales, rentas de la inversión (salidas) y flujos de ingresos financieros (deuda e inversiones) en porcentaje de PIB, 2002-2016.**



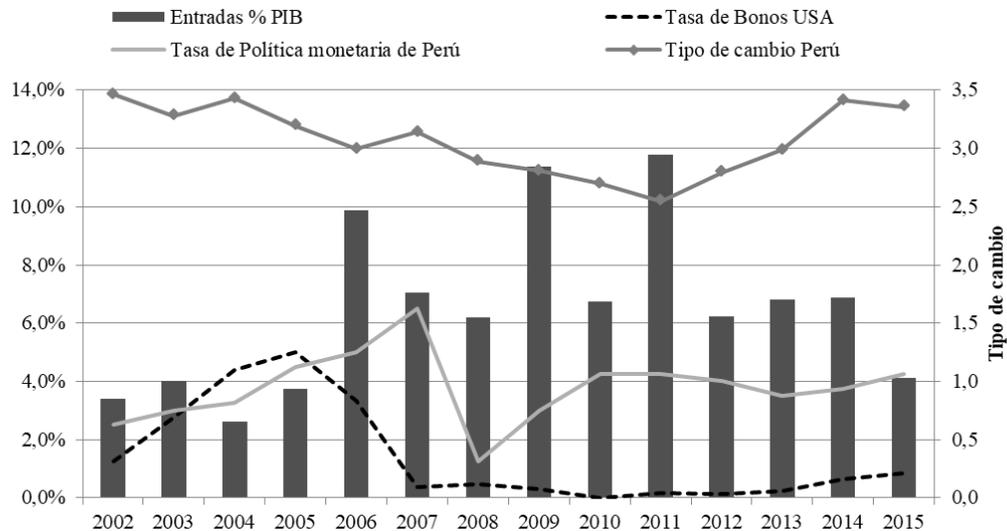
Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI y BM.

Este incremento en la fuga de capitales desde el año 2005 fue acompañado por un incremento de los ingresos de los flujos financieros desde el año 2007 (**Gráfico 68**). Cabe señalar la importancia de los flujos de salida de rentas de la inversión, que superan incluso a los de fuga de capitales, representando un promedio anual del 6% del PIB entre 2002 y 2016.

Ciertos autores señalan al diferencial de tasas de Perú respecto de las internacionales como uno de los principales factores que atrajeron las entradas de inversión extranjera (Bustamante, 2014). Comienza a registrarse un diferencial positivo entre la tasa interna y la internacional a partir del año 2007, que fue entre 1,5 y 6 puntos porcentuales a lo largo de todo el periodo. Ello, combinado con un tipo de cambio descendente hasta el año 2012 y relativamente estable en el corto plazo, que permitía la obtención de rendimientos, atrajo inversores de capital extranjero (**Gráfico 69**).

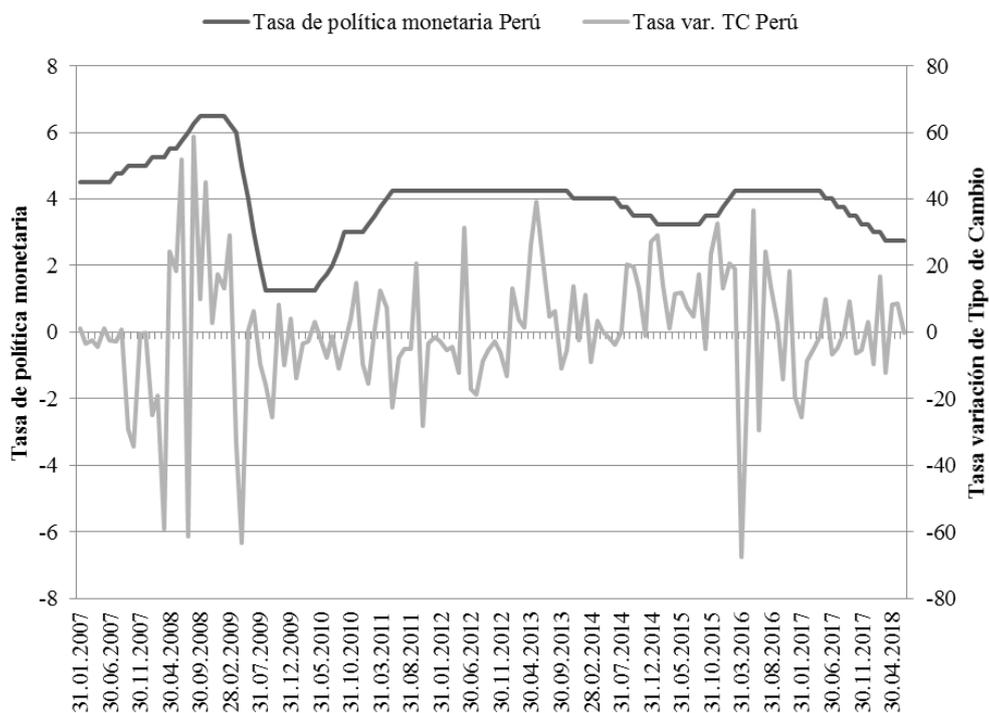
El **Gráfico 70** enseña la evolución mensual del tipo de cambio, mostrando la relativa estabilidad del tipo de cambio nominal, con bajas tasas de variación. Otro factor que estaría contribuyendo a la afluencia de capitales internacionales es la escasa regulación del mercado cambiario y de controles capitales vigentes en este país. A partir del año 2008, Perú adoptó una política de regulación macroprudencial, con el objetivo desalentar las afluencias de capital (Fernandez et. al., 2018). Se establecieron encajes para los tenedores de deuda en moneda extranjera cuya tasa fue variando entre 2006 y 2010, con el objetivo de moderar los impactos de las entradas de capitales y acumular reservas internacionales de manera preventiva (Pardee Center Task Force, 2012; Hoggarth y Sterne, 2002). Por otra parte, el Banco Central ha intervenido en el mercado cambiario con la finalidad de reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal, principalmente a través de compra y ventas directas de dólares a bancos comerciales en el mercado spot, al tipo de cambio vigente (Rossini, Quispe y Rodríguez, 2013).

**Gráfico 69. Perú. Ingresos financieros en porcentaje de PIB, Tasa del Banco Central de Perú y rendimiento de Bonos del Tesoro de los Estados Unidos 1 año, en porcentajes, y tipo de cambio nominal, 2003-2016.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de BIS, Reserva Federal y FMI.

**Gráfico 70. Perú. Tasa de política monetaria y variación mensual anualizada del tipo de cambio nominal en porcentaje, 2007-2017.**

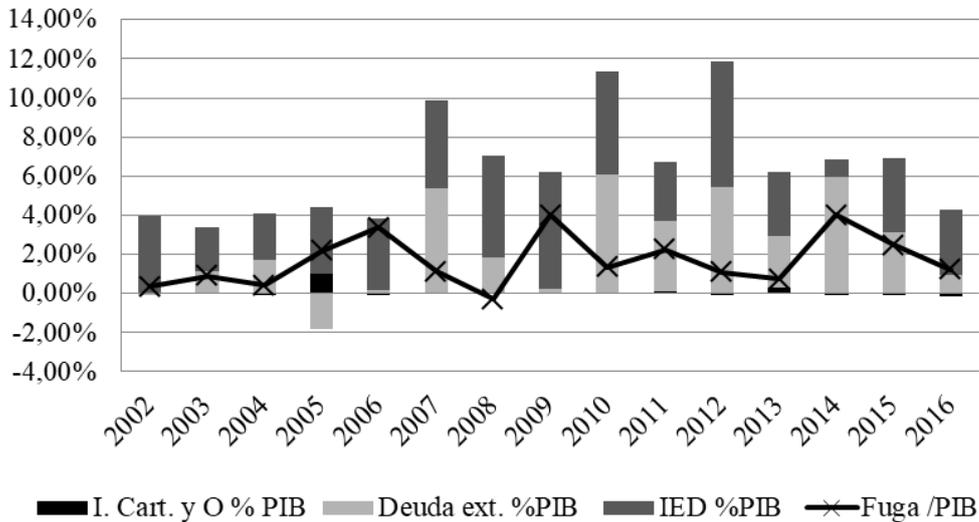


Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de BIS y FMI.

Como se observa en el **Gráfico 71**, Perú experimentó un crecimiento muy relevante de los flujos financieros en los últimos años, tanto de IED como de endeudamiento externo.

En el periodo 2007-2016 la deuda externa representó un promedio anual de 3,51% de PIB y la IED significó 4,16% promedio anual de PIB.

**Gráfico 71. Perú. Composición de los ingresos financieros en porcentaje de PIB, 2002-2016.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI y BM.

Por su parte, el informe de CEPAL (2016) señala que la IED en el Perú disminuyó por tercer año consecutivo, siendo el de préstamos entre empresas el componente que mostró la mayor reducción. A su vez, en Perú -al igual que en otros países con importantes industrias extractivas-, disminuyó la importancia relativa del sector minero en las entradas de IED, a pesar de que el país mostró dinamismo en otros sectores y evidenció una interesante actividad de fusiones y adquisiciones. En cuanto a la composición de los flujos de IED, la mayor parte de ésta estuvo dirigida a reinversión de utilidades de empresas inversoras. Los años de mayores ingresos de IED en relación con el volumen de producto bruto anual fueron 2008 con un 5,20% de PIB, 2009 con un 5,97%, 2010 con un 5,26% y 2012 con un 6,38%.

Más allá de lo señalado en el Capítulo 1 acerca de las limitaciones de la metodología propia para estimar la fuga de capitales, cabe destacar especialmente para el caso peruano que la metodología podría estar subvaluando en gran medida los flujos financieros ilícitos que drenan de Perú por la vía de precios de transferencias por su carácter de país minero. Kar y Spanjers (2015), de Global Financial Integrity, estiman flujos financieros ilícitos desde Perú en promedio entre 2004 y 2013 de alrededor de 4.284 millones de dólares, lo que duplica las estimaciones propias en ese mismo periodo (2.010 millones de dólares), y considerando que la estimación de Global Financial

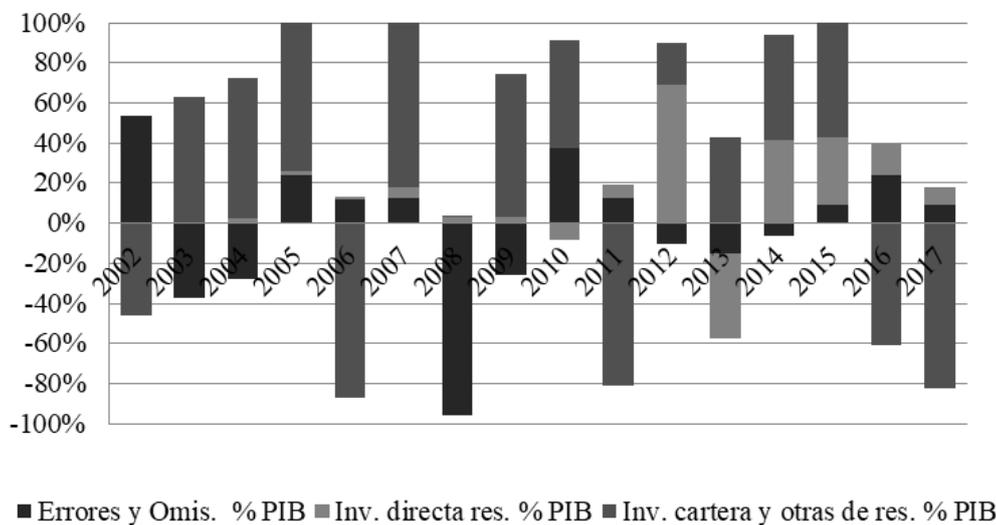
Integrity no contempla la porción lícita (registrada) de la fuga de capitales de residentes peruanos.

### 4.2.3. Uruguay

La fuga de capitales en Uruguay representa un caso especial con relación a los restantes países de América Latina. A diferencia del resto de los países latinoamericanos, Uruguay presenta repatriaciones de divisas de residentes en 6 de los 16 años estudiados. Esto indica que la fuga de capitales en este país es oscilante y, si bien, en el largo plazo, provoca una salida de ahorro nacional, en el corto plazo el comportamiento es etéreo.

La salida de divisas en estos últimos dieciséis años representó 12.700 millones de dólares. Si bien no parece un monto relevante, en términos del producto bruto interno uruguayo, significó un promedio de 2,5 puntos porcentuales del PIB, dado que el ingreso interno de este país es bajo en comparación con otros países de América Latina.

**Gráfico 72. Uruguay. Composición de la Fuga de capitales en porcentaje de PIB, 2002-2017.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI y BM.

Analizando la composición de la fuga de capitales (**Gráfico 72**), se observa que en el año 2003, 2004, 2008 y 2009 los errores y omisiones muestran una entrada de divisas significativa, lo que puede estar vinculado a flujos financieros ilícitos que se dirigieron hacia Uruguay en dichos períodos.

Entre los países de América Latina, Uruguay es un país muy utilizado para la fuga de divisas de la región, debido a la flexibilidad normativa en relación con los movimientos de capitales. Cabe mencionar que Uruguay es uno de los países con mayor secreto financiero de América Latina, y según las estimaciones de Tax Justice Network (2018), que elabora un índice de secretismo financiero<sup>36</sup>, Uruguay posee un puntaje de 61 (que va de 0 a 100, donde 100 es completamente secreto) en relación con el nivel de secreto financiero.

Los depósitos de no residentes en el sistema bancario uruguayo tienen una participación muy relevante. En efecto, tal como explica Espino (2005), el nivel más alto de depósitos uruguayos se alcanzó en el año 2001, por efecto de la corrida de 1.000 millones de dólares de depósitos desde Argentina. Del total de depósitos en moneda extranjera, 60% llegó a estar en manos de no residentes en los años 2000 y 2001 ubicándose posteriormente en torno al 40-50%. En el año 2002, el 40% de los depósitos en el sistema bancario uruguayo correspondía a No Residentes, lo que supone una importante exposición a factores externos. La banca privada capta el 85% del total de depósitos de no residentes (sin considerar la actividad de las instituciones financieras externas o banca *offshore*). En la misma línea, el informe de la Comisión Especial de Fuga de Divisas que se conformó para investigar las salidas del año 2001, las plazas de Uruguay y Estados Unidos explicaron la mayor parte de los destinos de la fuga de divisas de ese año. En el caso de Uruguay, resaltan que este país tuvo mayor relevancia en cuanto a la recepción de divisas de propiedad de personas físicas. En total Uruguay recibió el 5% de los fondos analizados por esta Comisión, a la vez que recibió un 28% de los fondos transferidos por personas físicas.

A su vez, este país contaba con legislación comercial flexible y brindada estructuras societarias opacas. Entre otros elementos, contaba con una estructura jurídica llamada "Sociedad Anónima Financiera de Inversión" (SAFI) que era ampliamente utilizada por argentinos, por permitir la tenencia de acciones no nominativas que ocultaban la titularidad de los socios (Rúa, 2014).

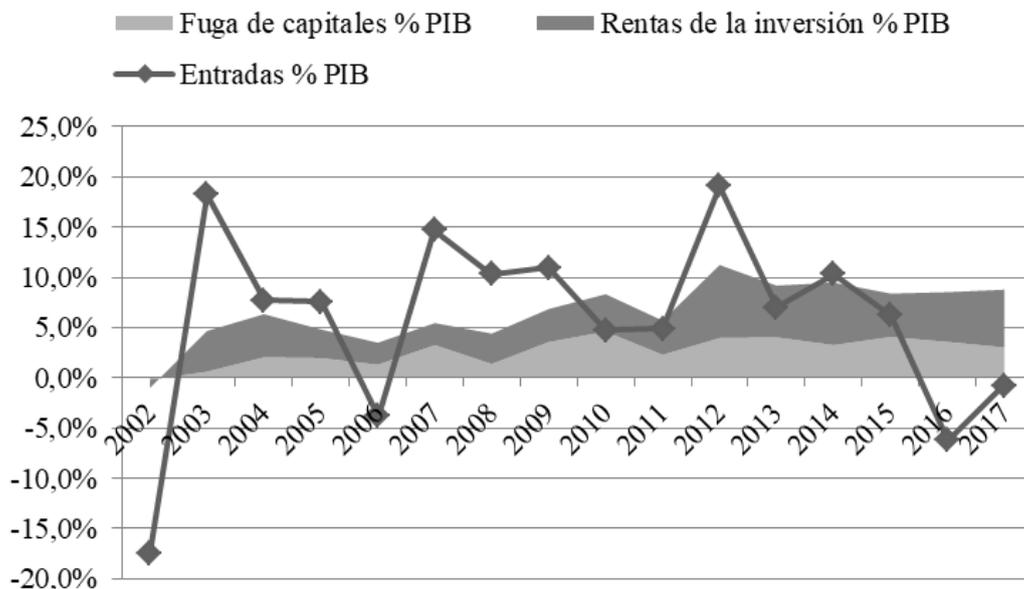
Todo lo anterior aporta algunos elementos adicionales al momento de contemplar la actividad *offshore* de Uruguay y la posibilidad de que este país se comporte como una de las plazas financieras más relevantes de la región, concentrando depósitos principalmente de residentes argentinos, pero también de residentes brasileños y de otros países de América Latina. Este aspecto posiblemente represente uno de los

---

<sup>36</sup> Consultar: <https://www.financialsecrecyindex.com/introduction/fsi-2018-results>

motivos más importantes por los cuales Uruguay recibe una cantidad significativa de flujos financieros (**Gráfico 73**).

**Gráfico 73. Uruguay. Fuga de capitales, rentas de la inversión (salidas) y flujos de ingresos financieros (deuda e inversiones) en porcentaje de PIB, 2002-2017.**

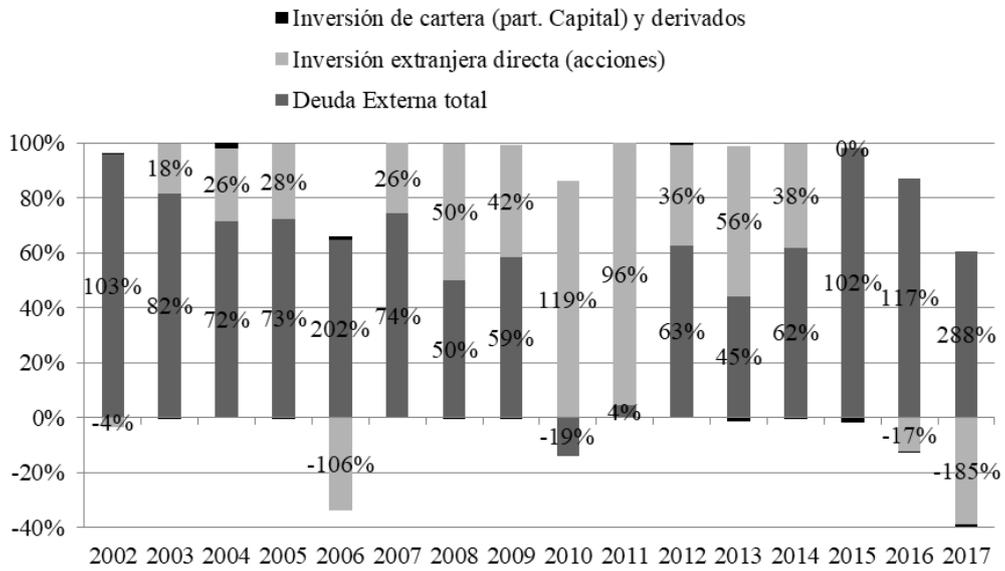


Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI y BM.

Si se observa la composición de los ingresos financieros del exterior (**Gráfico 74**), la mayor parte de éstos se originan en endeudamiento externo, con una participación menor de inversión directa.

Por su parte, CEPAL (2016) analiza que la IED en el Uruguay disminuyó un 25% en 2015, llegando al nivel más bajo desde 2009. En los últimos años, el país recibió grandes inversiones en el sector energético, lo que modificó sustancialmente su matriz energética, resultando, en la actualidad, el 95% de la capacidad de generación eléctrica proveniente de fuentes renovables. A su vez, Uruguay también recibe inversiones por hidrocarburos, aunque en 2016, con motivo de la caída de los precios internacionales de petróleo, un grupo español inversionista ha abandonado el país, luego de tres años de exploraciones.

**Gráfico 74. Uruguay. Composición de los ingresos financieros 2002-2017, en porcentajes.**



Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

## REFLEXIONES FINALES

En este trabajo se ha determinado la magnitud y la evolución de la fuga de capitales en ocho de las principales economías de América Latina: Argentina, Brasil, México, Venezuela, Chile, Colombia, Perú y Uruguay. **Los activos financieros externos originados en estos ocho países, entre 1980 y 2017, arrojan 2,1 billones de dólares.** Adoptando la hipótesis de que el 40% de los activos externos generan rendimientos, se obtiene para estas ocho economías un stock de riqueza *offshore* acumulado en dicho período de 2,3 billones de dólares.

Los cinco países con mayor nivel de fuga de capitales en términos nominales durante los últimos dieciséis años (2002-2017), a saber, Brasil, México, Venezuela, Chile y Argentina (LAC 5), fueron también los que registraron el mayor stock de riqueza *offshore* acumulada en los últimos 38 años (1980-2017), representando el 92% sobre los flujos acumulados de LAC 8 en ese mismo período.<sup>37</sup> Entre los cinco países acumularon un stock de riqueza *offshore* de 1,59 billones de dólares entre 2002 y 2017, y de 1,94 billones de dólares entre 1980 y 2017.

A lo largo de los últimos dieciséis años, se comprueba que la fuga de divisas de América Latina ha aumentado de manera creciente. Durante los años de mayor crecimiento económico de la región, **la fuga de capitales mostró una clara aceleración de su tendencia.** Así, la fuga de divisas aumentó considerablemente en el período 2002-2017 con respecto a los registros de 1980-2001, un período en el que las economías latinoamericanas se expandieron a un menor ritmo. **Entre 2002 y 2017, los flujos acumulados de fuga de capitales de las ocho economías en conjunto sumaron 1,74 billones de dólares,** representando el 82% del total acumulado por estos ocho países entre 1980 y 2017.

**Los modos de financiación de la fuga de divisas difieren** de acuerdo a las particularidades y matices de cada economía. En los casos de México, Brasil y Uruguay, durante la mayor parte del período, los flujos de deuda tuvieron mayor participación que los otros componentes de los ingresos. En los casos de Perú, Chile y Colombia los montos de endeudamiento fueron muy relevantes, pero los flujos de inversión directa tienen un peso relativo superior. En los casos de Venezuela y Argentina, los flujos

---

<sup>37</sup> Aunque, es importante mencionar que la metodología propia no capta las salidas por la vía de manipulación de precios, por lo que las estimaciones de Perú, así como las de México, podrían estar subvaluadas en su porción ilícita. De la misma manera que las estimaciones de los flujos financieros colombianos y mexicanos podrían estar subestimadas por no capturar los flujos provenientes de actividades ilícitas, como el narcotráfico.

financieros que ingresaron en el período no tuvieron un peso tan relevante en relación con el producto bruto y la fuga de capitales. Aunque, es importante resaltar que en Argentina, en los últimos dos años y medio analizados bajo el Gobierno de Cambiemos, se ha advertido un aumento significativo del peso de los flujos financieros externos.

En términos generales, a pesar del fuerte impulso de los términos de intercambio favorables en el período 2003-2012, que motivaron un fuerte crecimiento de las exportaciones y de los saldos superavitarios de las balanzas comerciales de bienes, **América Latina en su conjunto no ha logrado interrumpir la relación entre el endeudamiento y la fuga de capitales durante esta etapa**, salvo durante los años 2004 y 2005. Este aspecto se relaciona con que, a pesar de la mejora de los términos de intercambio, gran parte de los países de la región -tales como México, Colombia, Uruguay y Perú, así como Brasil a partir del año 2008- tuvieron cuentas corrientes mayoritariamente deficitarias, prácticamente a lo largo del todo el periodo, a raíz de los saldos negativos de los rubros de “servicios” (excepto Uruguay) y “rentas de la inversión” durante todos esos años. Por ello, en términos agregados, América Latina ha recurrido al endeudamiento externo como principal medio de financiamiento de estas salidas de divisas.

En ciertos países la mejora de los términos de intercambio contribuyó a mejorar los saldos de cuenta corriente y a generar excedentes, que fueron acumulados como parte de las reservas internacionales y como activos externos de propiedad de residentes locales. Venezuela, Chile y Argentina tuvieron déficit de cuenta corriente recién a partir de 2015, 2011 y 2010, respectivamente. Especialmente en los casos de **Argentina y Venezuela**, durante los años en que los saldos positivos de las balanzas comerciales fueron más relevantes, **la fuga de capitales se nutrió principalmente de las divisas generadas por el superávit comercial**.

**Desde los primeros indicios de la crisis financiera internacional, la emergencia de los desequilibrios en el sector externo y la agudización de la entrada de flujos especulativos de corto plazo en los países de América Latina –relacionado con un aumento de la liquidez internacional-, la fuga de divisas experimentó un crecimiento todavía más pronunciado.**

Desde el año 2007 se advirtió un cambio en la composición y en la evolución de los flujos financieros hacia los países en desarrollo. En este sentido, un rasgo homogéneo en todos los países de LAC 8 fue que, dentro los flujos financieros del exterior, se registró un **aumento significativo de la participación de la deuda externa originada**

**fundamentalmente en instrumentos de deuda de inversión de portafolio (o cartera).** En términos generales, desde el año 2007 se identifica en los países de LAC 8 el comienzo de un **ciclo de endeudamiento y fuga de capitales**, asociado a una mayor preponderancia de los títulos de deuda de corto plazo en la composición de las inversiones extranjeras hacia los países de América Latina, que alojan flujos financieros especulativos de gran volatilidad, fenómeno que aumenta la vulnerabilidad de los países latinoamericanos ante shocks externos.

Por ello, la relación entre la evolución de la **deuda externa y la fuga de capitales que se había experimentado en la economía argentina entre 1976-2001, parece haberse generalizado en forma agregada al conjunto de las economías latinoamericanas** bajo estudio en el período 2002-2017. Esto es especialmente así por la influencia de Brasil, México, Chile y la Argentina de los últimos años, en donde se observa no solo un aumento considerable de la fuga de capitales, sino que este fenómeno se correlaciona con un incremento del proceso de endeudamiento y elevados rendimientos de sus activos financieros. Esto contrasta con los casos, especialmente, de Venezuela y Argentina entre 2002 y 2015, en donde la elevada fuga de capitales del período analizado fue contemporánea a un bajo nivel de endeudamiento. Se trata de dos economías que impulsaron (aun con insuficiencias manifiestas y diferencias entre ellos) un régimen de acumulación distinto a la valorización financiera. De allí que la deuda externa no haya sido la variable central que jerarquizó el proceso de acumulación. La fuga de capitales en América Latina es un fenómeno estructural aunque su naturaleza varía ante los cambios que se producen en los regímenes de acumulación.

En esa línea, **el actual modo de acumulación financiera de Argentina –así como de otros países de América Latina- presenta características disímiles con el régimen de valorización financiera del período 1976-2001**, especialmente, en relación con el tipo de endeudamiento (público y/o privado) y con el régimen del tipo de cambio (flexible o fijo). El patrón de acumulación de la dictadura militar, por un lado, se basó en un ciclo de endeudamiento del sector privado con el exterior, que a través del diferencial de la tasa de interés interna respecto de la internacional y un tipo de cambio que estaba pautado de forma anticipada, valorizó los capitales internamente y luego fugó al exterior, y, por otro, se sustentó en el endeudamiento externo del sector público que garantizó las divisas necesarias para la fuga al exterior del sector privado. Durante la década de 1990, la tan relevante fuga de capitales se sostuvo con una importante expansión del endeudamiento externo, tanto del sector público como del privado, y la renta financiera se obtuvo a través del diferencial positivo entre la tasa interna y la internacional, aunque

variable a lo largo de la década, en simultáneo a un régimen de tipo de cambio fijo, que suponía total ausencia de fluctuaciones. Mientras que, en el modelo actual, en el caso de Argentina, el endeudamiento que sostiene a la bicicleta financiera es fundamentalmente del sector público con el exterior y el sector privado ha aprovechado los rendimientos que generan los instrumentos de deuda que emiten los gobiernos en moneda local (como las LEBAC o LETES) debido a las altas tasas de interés y cierta estabilidad del tipo de cambio nominal, aunque con un tipo de cambio flexible, el cual acarrea un riesgo cambiario inherente. En otros países de América Latina, como es el caso de Brasil y Chile, los flujos de inversión directa también tienen un peso muy relevante.

El proceso de financiarización de la economía mundial tuvo su correlato en los países de la región, logrando imponerse predominantemente el paradigma de libre movilidad de capitales mediante políticas de desregulación de la cuenta de financiera y apertura cambiaria. El sistema financiero global vigente, enmarcado en la desregulación de los flujos de capital -diseñado por los países centrales en beneficio de sus propios intereses económicos y políticos-, así como la estrategia de acumulación de capital del poder económico de los países latinoamericanos, acaban por profundizar los problemas de escasez de divisas y de desequilibrio externo de estas economías.

Del análisis de los flujos de fuga de capitales de los países de América Latina no surge una tendencia estrictamente homogénea, aunque como patrón común se puede identificar la **persistencia del fenómeno** –incluso más acentuado entre 2002 y 2017 respecto de períodos previos-, lo cual denota una marcada **independencia del ciclo económico**. La acumulación de riqueza *offshore* de las elites latinoamericanas no se detiene en épocas de prosperidad, sino que acompaña el ciclo de crecimiento en razón de un mayor aprovechamiento de la generación del excedente, y tampoco cesa en épocas de inestabilidad o crisis, por el contrario, en ellas se registran aún mayores salidas.

Durante todo el período examinado (2002-2017), **la fuga de capitales se presenta de manera constante en todas las economías analizadas**. Si bien Uruguay exhibe un comportamiento oscilante, que varía entre salidas y entradas de divisas, en el largo plazo se observa que las salidas tienen un impacto similar al resto de los países de América Latina con relación a su producto anual, dado que representan, en promedio, el 2,5% anual de su PIB entre 2002 y 2017. En el caso de Perú, el impacto es menos

significativo que en los demás países analizados, pero no deja de ser relevante, por cuanto representa un 1,7% promedio anual del PIB entre 2002 y 2016.

Cabe mencionar que, en el periodo previo (1980-2001), se registraron flujos de entrada constantes solamente en Chile y en Perú, aunque fueron muy poco significativos y se presentaron de manera aislada y en periodos acotados. Más allá de estos dos casos, el resto de los países de América Latina durante toda esa etapa, así como Chile y Perú durante los restantes años, mostraron salidas de divisas de manera persistente. Así, se concluye que la fuga de capitales de residentes de América Latina no es un fenómeno coyuntural, sino más bien un comportamiento crónico. En efecto, los casos aislados parecerían ser los relativos a las repatriaciones de capitales.

En síntesis, a contramano de la postura que asevera que la fuga de capitales es causada por factores coyunturales, tales como la incertidumbre económica y la inestabilidad política (Schneider, 2003; Cuddington, 1986; Ajayi, 1997), en este trabajo se han aportado elementos que sustentan que la fuga de capitales de América Latina en el período 1980-2017 resulta una **problemática de índole estructural**. A pesar de tener un comportamiento heterogéneo en cada uno de los países analizados, se manifiesta de manera constante y no mediada, en lo fundamental, por incertidumbres políticas o económicas de carácter coyuntural. Este fenómeno se relaciona esencialmente con la estructura económica de estos países, su carácter dependiente, el modo de acumulación de riqueza de las elites latinoamericanas y su relación con el patrón de acumulación dominante a escala local e internacional.

Asimismo, se observó que la fuga de capitales de residentes latinoamericanos se compone, en mayor medida, de **inversiones líquidas y de bajo riesgo**. Entre 2002 y 2017, en promedio, el 53,5% de los activos externos de residentes se colocaron en depósitos bancarios en el exterior y en inversiones de portafolio (acciones, títulos, fondos de inversión) y otras participaciones de capital en empresas (inferiores al 10% del capital). Mientras que, el 36,2%, se colocó en inversión directa (participaciones de capital en empresas superiores al 10% de la tenencia e inversión inmobiliaria) y el restante 10,3% se debe a errores y omisiones, es decir, flujos financieros no registrados, que podrían explicar parte de las salidas de flujos financieros ilícitos.

En este marco, si a la sustancial fuga de capitales de residentes de los países de América Latina entre 2002 y 2017 se le adicionan las salidas por rentas de la inversión extranjera (utilidades, dividendos e intereses) 3,4 billones de dólares, **la cifra resulta superior que la alcanzada por los ingresos de flujos financieros externos** (de

inversión extranjera directa, de cartera y otras, en participaciones de capital y en instrumentos de deuda) de ese mismo periodo, 3,2 billones de dólares. Si bien todos los países de América Latina, salvo Venezuela, incrementaron sus stocks de reservas internacionales durante el periodo analizado, ninguno lo ha hecho por encima del aumento registrado en sus stocks de endeudamiento externo (muy relevante también para Venezuela).

De lo anterior se desprende que los flujos financieros que ingresan a los países latinoamericanos no contribuyen a su mejor desempeño económico. Por el contrario, obstaculizan su camino hacia el desarrollo. La deuda externa condiciona la independencia política y económica de los países periféricos, ya que demanda continuos ingresos de divisas para la devolución de esos préstamos externos y, **tanto la inversión extranjera como el endeudamiento, involucran la salida periódica de rentas al exterior, lo que impacta fuertemente sobre las balanzas de pago de estos países.** Así, los flujos financieros externos generan cada vez mayores salidas de divisas, reproduciendo en gran medida la situación actual de dependencia.

A ello debe agregarse que las entradas masivas de flujos financieros se hacen efectivas en un contexto desregulatorio que permite la aceleración de la fuga de capitales de residentes al exterior, además de habilitar las rápidas salidas de capitales especulativos frente a cambios en el contexto internacional (“sudden stops”), que provocan vulnerabilidad externa y volatilidad, y desembocan en sucesivas crisis.

En este contexto, para las economías de la región, que sufren recurrentemente de estrangulamientos en el sector externo, la fuga de capitales de residentes causa un efecto extremadamente negativo, impactando sobre la escasez de moneda extranjera, al mismo tiempo que no permite acumular ahorro doméstico que se destine a inversión interna, comportándose como uno de los principales impedimentos del desarrollo.

A rasgos generales, del análisis del trabajo surge que la fuga de divisas de residentes es proporcional a la evolución de los ingresos financieros y comerciales a lo largo de todo el periodo. De esta forma, la fuga de capitales se vuelve un condicionante del desarrollo económico, significando una perseverante salida de moneda extranjera, que consume gran parte de los ingresos, ya sean comerciales o financieros. Así, **la fuga de capitales presiona de manera persistente sobre los ingresos de divisas del balance de pagos, conformándose en una de las variables más perniciosas en momentos de escasez de divisas, además de configurarse como un elemento crucial que induce a provocar la restricción externa.** La fuga de divisas constituye,

luego de las importaciones, la salida más relevante de moneda extranjera de la balanza de pagos, representando, entre 2002 y 2017, un promedio del 44% de los ingresos financieros y comerciales de Argentina, 37% de los de Brasil, 93% de los de México, 98% de los de Venezuela, 50% de los de Chile, 64% de los de Colombia, 24% de los de Perú y 33% de los de Uruguay.

Como se mencionó, adicionalmente, **la fuga de divisas impide el aprovechamiento del ahorro nacional**, que es uno de los componentes esenciales para llevar a cabo una modificación de la estructura productiva (Manzanelli, 2015). Si bien, en la mayoría de los países latinoamericanos, a lo largo de todo el periodo estudiado, la inversión bruta no ha caído y se ha mantenido en niveles similares – con la excepción de los últimos años, en los que Argentina, Brasil, Chile, Perú y Uruguay han experimentado una caída –, la enorme entrada de flujos comerciales originados durante el boom de los precios de los *commodities* y la masiva entrada de flujos financieros en los años posteriores a la crisis internacional fueron consumidos por completo en fuga de capitales y rentas de la inversión, impidiendo incrementar notoriamente los niveles de inversión en capital fijo.

Del análisis de esta Tesis se desprende que la utilización de medidas macroprudenciales resultan ser instrumentos necesarios para reducir la especulación cambiaria, la inestabilidad financiera y proteger a la economía ante factores internacionales adversos, en un contexto de cuentas financieras abiertas. Por otro lado, se ha observado que los intentos de administración cambiaria en pos de **regular la salida de moneda extranjera**, como en los casos de Argentina y Venezuela, si bien lograron **desacelerar la fuga de divisas, han sido insuficientes para detenerla**, además de provocar ciertos efectos negativos, tales como el surgimiento de un tipo de cambio paralelo del dólar y la generación de otras vías de escape que eluden los controles o directamente transgreden las normas vigentes.

De todas formas, **se hace necesaria la adopción de medidas cambiarias**, por cuanto la moneda extranjera constituye un bien escaso para los países no desarrollados que ven en las exportaciones la única fuente genuina de divisas. En tal sentido, administrarla es indispensable para poder afrontar los compromisos de deuda externa en un camino hacia el desendeudamiento, que brinde mayores niveles de soberanía política e independencia económica, y para acceder a importaciones que permitan dotar de insumos y bienes de capital a la industria, tendientes al desarrollo del sector manufacturero. Sin embargo, estas mayores regulaciones deben ser **acompañadas de**

**procesos que tiendan a ampliar las oportunidades de inversión productiva**, toda vez que lo que se fuga es principalmente la inversión.

Por otro lado, resulta imperioso adoptar controles de capitales para proteger a las economías periféricas de las bruscas salidas de inversiones externas ante contextos inestables que profundizan la tendencia estructural de la fuga. La volatilidad de los capitales de corto plazo impacta más fuertemente en las economías de los países de América Latina, debido a la asimetría del sistema monetario y financiero internacional.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Abadí, A. y Raguá, D. (2016) Control Cambiario: Trece años en cifras. Debates IESA. Volumen XXI. Número 1. Enero–marzo 2016.

Abeles, M., Cuattromo, J., Mareso, P. y Toledo, F. (2013) Sector externo y política fiscal en los países en desarrollo. La experiencia de América Latina ante la crisis internacional de 2008-2009. Documento de Trabajo N° 48, CEFID-AR. Marzo de 2013.

Ajayi, S., I. (1997) An analysis of external debt and capital flight in the severely indebted low income countries in Sub-Saharan Africa. Working Paper of the International Monetary Fund. Research Department. Autorizado por Michael Mussa. Junio de 1997.

Akyüz, Y. (2011) Capital Flows to Developing Countries in a Historical Perspective: Will the Current boom end with a bust? [Research Paper no. 37, marzo] South Centre, Ginebra, Suiza.

Alesina, A. y Tabellini, G. (1989) Deuda Externa, Fuga de capitales y Riesgo Político. Estudios Económicos.

Aninat, E. y Larraín P.,C. (1996) Flujos de capitales: lecciones a partir de la experiencia chilena. Publicado en: Revista de la CEPAL No.60.

Arceo, E. (2011) El largo camino a la crisis. Centro, Periferia y Transformaciones en la economía mundial; Cara o Ceca.

Azpiazú, D. y Notcheff, H. (1995) *El Desarrollo ausente. Restricciones al desarrollo, neoconservadorismo y elite económica en la Argentina*. Ensayos de Economía Política. 2da edición. Tesis Grupo Editorial Norma SA. Agosto de 1995.

Azpiazú, D., Manzanelli, P. y Schorr, M. (2011). *Concentración y extranjerización*. La Argentina en la posconvertibilidad, Buenos Aires: Capital Intelectual.

Barrera, M. y Bona, L. (2017) La persistencia de la fuga de capitales y el crucial conflicto con los Fondos Buitre durante el kirchnerismo. En *Endeudar y fugar*. Basualdo, E., M. (2017) (ed.) Buenos Aires; Año: 2017; p. 147 – 178.

Basualdo, E., M. (2007) Concepto de patrón de acumulación y conformación estructural de la economía. Documento N° 1, Maestría en Economía Política, Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, Buenos Aires.

Basualdo, E., M. (2011) Sistema político y modelo de acumulación. Tres ensayos sobre la Argentina actual, Editorial Cara o Ceca, Buenos Aires.

Basualdo, E., M. (2013) *Estudios de Historia Económica Argentina. Desde mediados del siglo XX a la actualidad*. Siglo XXI editores. 2da edición – 1ra reimpresión.

Basualdo, E., M. (2017) (ed.) *Endeudar y fugar: Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Barrera, M. A., Bona, L., M., González, M., I., Manzanelli, P., Wainer, A., Basualdo, E., M. 1ed. Ciudad Autónomas de Buenos Aires: Siglo XXI Editores Argentina, 2017.

Basualdo, E., M. y Kulfas, M. (2002) La fuga de capitales en la Argentina; en *La Globalización Económico Financiera. Su impacto en América Latina*. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales Editorial, Buenos Aires.

Bastourre, D. y Zeolla, N. (2017) Regulación de la cuenta capital en un mundo financieramente complejo. Evolución reciente y perspectivas en América Latina. CEPAL - Serie Estudios y Perspectivas. N° 52. Oficina de la CEPAL en Buenos Aires. Buenos Aires.

Baumann, B., A. y Gallagher, K., P. (2012) *Navigating Capital Flows in Brazil and Chile. Capital Markets Liberalization. Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series*. Columbia University. Junio de 2012.

Biancareli, A., M. (2011) Brazil, developing economies and private international capital flows: the (new) challenges in the post-crisis scenario. 15th conference of the Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM). Berlin, Octubre de 2011.

Blancas, A. (2015) Fuga de capitales en México: análisis y propuesta de medición. *Revista Problemas del Desarrollo*, 181 (46), abril-junio 2015.

Boyce, J. K. (1992), "The Revolving Door? External Debt and Capital Flight: A Philippine Case Study", *World Development*, 20(3).

Brenta, N. (2008) *Argentina Atrapada. Historia de las relaciones con el FMI 1956-2006*. Ediciones Cooperativas. Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 2008. ISSN: 9789876520171.

Bruchanski, M. (2017) El sistema monetario internacional, la fragilidad financiera y la restricción externa. Trabajo Final de Maestría. Tutor: Alejandro Vanoli. Maestría en

Relaciones Económicas Internacionales. Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas.

Bustamante, R. (2014) La inversión extranjera directa en el Perú y sus implicancias en el crecimiento económico: 1980 -2013. Documento de Trabajo N° 01-2014. Universidad Nacional Mayor de San Marcos Lima – Perú. Enero de 2014.

Butzen, P., Deroose, M. e Ide, S. (2014) Global imbalances and gross capital flows. Septiembre de 2014.

Canitrot, A. (1992) *La macroeconomía de la inestabilidad*, Boletín Informativo Techint, N° 272, Buenos Aires, octubre-diciembre 1992.

CEPAL, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2016) La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe, 2016 (LC/G.2680-P), Santiago de Chile.

Cerra, V., Rishi, M., and Saxena, S., C. (2005) Robbing the Riches: Capital Flight, Institutions, and Instability. IMF Working Paper. IMF Institute. WP/05/199. International Monetary Fund

Chesnais, F. (2001) Introducción general en Chesnais, Francois (coord.), La mundialización financiera, génesis, costos y desafíos, Buenos Aires, Editorial Losada.

Claessens, S. y Naudé, D. (1993) Recent Estimates of Capital Flight. International Economics Department. WPS 1186. THE WORLD BANK .Septiembre de 1993.

Comisión Especial de la Cámara de Diputados (2005) Fuga de Divisas en la Argentina, 2001. Informe Final. Comisión Especial de la Cámara de Diputados. Con prólogo de Eduardo Di Cola. 1ª ed. Buenos Aires. Siglo XXI Editores Argentina.

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

Cuddington, J., T. (1986) Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanations. PRINCETON STUDIES IN INTERNATIONAL FINANCE. ISSN 0081-8070, No. 58, Diciembre de 1986.

Cumby, R. y Levich, R., M. (1987) On the definition and magnitude of recent capital flight. NBER Working Paper Series. Working Paper No. 2275. Junio de 1987.

Da Costa Val Munhoz, V. y Libánio, G. (2013) Volatilidad de los flujos financieros y fuga de capitales: la vulnerabilidad externa de Brasil, 1995-2010. *Investigación Económica*, Vol. 72, No. 286 (octubre-diciembre de 2013), pp. 65-100

Damill, M. (1997) Movimientos de capitales y fluctuaciones macroeconómicas bajo el régimen de convertibilidad. *Serie de Estudios N° 24*. Octubre de 1997. Fundación CECE.

Davies, V., A., B. (2008) Postwar Capital Flight and Inflation. *Journal of Peace Research*, Vol. 45, No. 4, Special Issue on the Aftermath of Civil War (Jul., 2008), pp. 519-537.

Demir, F. (2004), *A Failure Story: Politics and Financial Liberalization in Turkey, Revisiting the Revolving Door Hypothesis*. *World Development*, vol. 32, núm. 5, Elsevier Ltd.

De Paula, L. y Magalhães Prates, D. (2015) Cuenta de capitales y la regulación de derivados del mercado de divisas: la experiencia reciente de Brasil. *Investigación Económica*, Vol. 74, No. 291 (ENERO-MARZO DEL 2015), pp. 79-115. Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM).

Diamand, M. (1972) La Estructura Productiva Desequilibrada Argentina y el Tipo de Cambio. *Desarrollo Económico* Vol. 12 N° 45. 1972.

Díaz Alejandro, C., F. (1984) *Latin American Debt: I Don't Think We Are in Kansas Anymore*. Columbia University.

Díaz Alejandro, C., F. (1985), Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of development Economics*, 1-24.

Dooley, M. (1987) Capital Flight, A Response to Differences in Financial Risks. *International Monetary Fund Staff Pappers*, 34 (1987), pp. 422-436.

Dornbusch, R. (1976) Expectations and Exchange Rate Dynamics. *The Journal of Political Economy*, Volumen 84, Issue 6, 1161-1176. The University of Chicago press. Diciembre de 1976.

Dos Santos, T. (2011) *Imperialismo y Dependencia*. Fundación Biblioteca Ayacucho, Venezuela. Con Prólogo de Carlos Eduardo Martins. ISBN 978-980-276-490-7.

Edwards, S. (2007) Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals. En *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies*. Editado por Sebastian Edwards. p. 73-120. The University of Chicago Press, Estados Unidos.

Eatwell, J. y Taylor, L. (2006); "FINANZAS GLOBALES EN RIESGO", Fondo de Cultura Económica/CEFID-AR, Buenos Aires, 2006.

Epstein, G. (2005a), Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries.

Epstein, G., A. (2005b) Introduction: Financialization and the World Economy. <http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/programs/globalization/financialization/chapter1.pdf>

Espino, A. (2005) Sector financiero y empleo femenino. El caso uruguayo. CEPAL, Serie Mujer y Desarrollo No.64. Proyecto "Políticas laborales con enfoque de género". Unidad Mujer y Desarrollo. CEPAL. Santiago de Chile, mayo del 2005.

Fanelli, J., M., Frenkel, R. y Bonvecchi, C. (1998) Movimientos de capitales y comportamiento de la inversión en Argentina.

Fanelli, J. y Frenkel R. (1994). Estabilidad y estructura: interacciones en el crecimiento económico. CEDES. Buenos Aires, Argentina. 1994 p.63. Documento CEDES. Economía N° 104.

Fanelli, J., M. (1998) Liberalización financiera y cuenta de capital: Observaciones sobre la experiencia de los países en desarrollo. *Desarrollo Económico*, vol. 38 N°149 (abril - junio de 1998).

Frenkel, R., y Rapetti, M. (2011) Fragilidad externa o desindustrialización ¿Cuál es la principal amenaza para América Latina en la próxima década? CEPAL. Serie Macroeconomía del desarrollo N° 116. Santiago de Chile, noviembre de 2011.

Fernandez, R., Bortz, P. y Zeolla, N. (2018) The politics of quantitative easing. A critical assessment of the harmful impact of European monetary policy on developing countries. SOMO. Junio de 2018.

FIEL (1989) El control de cambios en la Argentina. Liberación cambiaria y crecimiento. Fundación de Investigación Económicas Latinoamericanas. Ediciones Manantial. Buenos Aires.

FMI (2009) Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional. Sexta edición (MBP6) Edición en español. Sección de Español y Portugués. Departamento de Tecnología y Servicios Generales del FMI.

FMI (2012) The Liberalisation and Management of Capital Flows: An Institutional View Washington: International Monetary Fund. Noviembre de 2012.

FMI (2016) Argentina: 2016 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Argentina. November. Washington, DC, IMF. Recuperado de <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=44386.0>

Forbes, K., J. (2007) The Microeconomic Evidence on Capital Controls. No Free Lunch. En *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies*. Editado por Sebastian Edwards. p. 171-202. 2007. The University of Chicago Press, Estados Unidos.

Furtado, C. (1964) Desarrollo y subdesarrollo, Eudeba, Editorial Universitaria de Buenos Aires.

Gaggero, A. (2018) La elite de la liquidez: crisis macroeconómicas, reconversión empresarial y el patrimonio externo de los ricos argentinos. Revista Voces en el Fénix N° 73 - noviembre de 2018. 46-53.

Gaggero, A. (2015) Fuga de Capitales VII. Los efectos de la internacionalización y extranjerización de los grandes grupos empresarios argentinos. Los casos de Techint, Eurnekian y Fortabat. CEFID-AR. Documento De Trabajo N° 74. Octubre de 2015.

Gaggero, J. (2016) Opinión consultiva de Jorge Gaggero. Fiscalía en lo Criminal y Correccional Federal N° 6. Autos N° 35111/16.

Gaggero, J. (2018) Argentina, país-dormitorio. El Cohete a la Luna. 5 de enero de 2018.

Gaggero, J., Casparrino, C. y Libman, E. (2007) La fuga de capitales. Historia, presente y perspectivas. Documento de trabajo N° 14. CEFID-AR.

Gaggero, J., Gaggero, A. y Rúa, M. (2015) Principales características e impacto macroeconómico de la fuga de capitales en Argentina. Artículo publicado en Revista Problemas del Desarrollo, 182 (46), julio-septiembre 2015.

Gaggero, J., Kupelian, R. y Zelada, M., A. (2010) La Fuga de Capitales II. Argentina en el escenario global (2002-2009). CEFID-AR. Documento de Trabajo N° 29. Buenos Aires, Julio de 2010.

Gaggero, J. Rúa, M. y Gaggero, A. (2013) Fuga de Capitales III. Argentina (2002-2012). Magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes. CEFID-AR. Documento de Trabajo N° 52. Buenos Aires, Diciembre 2013.

Gaggero, J. y Rúa, M. (2015) The role of global banks. Financial asset management by 'private banking'. Contribution for the Think 20. Ankara, Turquía, 4 y 5 de septiembre de 2015.

Gaggero, J. y Valerdi, J. (2018) La Argentina y las guaridas fiscales. 22 de Abril de 2018.

Gallagher, K., P. y Ocampo, J., A. (2013) IMF's New View on Capital Controls. EPW Economic & Political Weekly. vol XLVIII no 12. Marzo de 2013.

Garavito A., A., Iregui B., A., M. y Ramírez G., M., T. (2013) Inversión extranjera directa en Colombia: evolución, indicadores y determinantes por firma, en "Flujos de capitales, choques externos y respuestas de política en países emergentes." Bogotá. Rincón, H. y Velasco, A. M., ed.

García, A. y Junco, S. (1987) Historia de la renegociación de la deuda externa argentina, Boletín Informativo Techint, N° 245, Buenos Aires.

Gómez-González, J., E.; Silva, L.; Restrepo, S. y Salazar, M. (2012) Flujos de capital y fragilidad financiera en Colombia. Octubre de 2012.

Gómez-Sabaini, J., C. y Morán, D. (2016) Evasión tributaria en América Latina. Nuevos y antiguos desafíos en la cuantificación del fenómeno en los países de la región. CEPAL. Serie Macroeconomía del Desarrollo N° 172.

Grondona, V. (2014) Fuga de capitales IV. Argentina, 2014. La manipulación de los 'precios de transferencia'. Con la supervisión de Jorge Gaggero. CEFID-AR. Documento de Trabajo N° 58. Buenos Aires, Junio de 2014.

Grondona, V. y Burgos, M. (2015) Fuga de capitales VI. Argentina 2015. Estimación de los precios de transferencia. El caso del Complejo Sojero. Jorge Gaggero (coord.), CEFID-AR. Documento de Trabajo núm. 71, julio.

Gullo, M. (2008) *La insubordinación fundante. Breve historia de la construcción del poder de las naciones*. Editorial Biblos, Buenos Aires. ISBN 978-950-786-683-8.

Guzmán Calafell, J. (2010) *Flujos de capital hacia América Latina: retos y respuestas de política*. CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS. Asociación Regional de Bancos Centrales. Documentos de discusión. Julio de 2010.

Hamann, F., Mejía, L., F. y Rodríguez, N. (2013) *Flujos de capitales y crecimiento en Colombia: estimación y perspectivas*, en “*Flujos de capitales, choques externos y respuestas de política en países emergentes.*” Bogotá. Rincón, H. y Velasco, A. M., ed.

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.

Henry, J. (2012) *The price of offshore revisited*. Julio de 2012. Tax Justice Network.

Hoggarth, G. y Sterne, G. (2002) *Flujos de capital: causas, consecuencias y respuestas de política*. ENSAYOS. N° 66. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. Primera edición, México, 2002.

INDEC (2017) *Informes Técnicos. Vol. 1. N° 120. Cuentas Internacionales. Vol. 1. N° 11. Posición de Inversión Internacional, Primer Trimestres de 2017*. INDEC.

INDEC (2018) *Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. - 1a ed.* Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Instituto Nacional de Estadística y Censos-INDEC, 2018. Libro digital, PDF - (Metodología INDEC; 23).

Jeanne, O., Subramanian, A., y Williamson, J. (2012) *Who Needs to Open the Capital Account?* Peterson Institute for International Economics. Washington DC, Abril 2012.

Joyce, M., Miles, D., Scott, A., y Vayanos, D. (2012) *Quantitative Easing and unconventional monetary policy – an introduction*. *The Economic Journal*, 122 (November), F271–F288. Economic Society.

Kandil, M. (2011) *Trade Flows, Financial Linkage, and Business Cycles in Latin America*. *Journal of Economic Integration*, Vol. 26, No. 3 (September 2011), pp. 526-553.

Kar, D. (2012) *México: Flujos Financieros Ilícitos, Desequilibrios Macroeconómicos y la Economía Sumergida*. *Global Financial Integrity*. Enero de 2012.

Kar, D. (2014) Brasil: Fuga de Capitais, os Fluxos Ilícitos, e as Crises Macroeconômicas, 1960-2012. Global Financial Integrity.

Kar, D. y Devon, C.S. (2008) Illicit Financial Flows from Developing Countries 2002—2006.GFI. Disponible en: <http://www.gfintegrity.org/storage/gfip/executive%20-%20final%20version%201-5-09.pdf>

Kar, D y Curcio, K. (2011) Illicit Financial Flows from developing countries 2000 -2009. Update with a focus Asia. *Global Financial Integrity*, Enero de 2011.

Kar, D. y Freitas, S. (2012) Illicit Financial Flows from developing countries: 2001 -2010. *Global Financial Integrity*, Diciembre de 2012. Disponible en: <http://iff.gfintegrity.org/iff2012/2012report.html>

Kar, D. y Spanjers, J. (2014) Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2003-2012. Global Financial Integrity. Diciembre de 2014.

Kar, D. y Spanjers, J. (2015) Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2004-2013. Global Financial Integrity. Diciembre de 2015.

Kaufmann, F. (2004) A Critical Discussion of How to Measure Capital Flight: The Case of Argentina.

Khan, M., S. y Haque, N., U. (1985) Foreign Borrowing and Capital Flight: A Formal Analysis (Emprunt extérieur et évacion de capitaux: analyse mathématique) Staff Papers (International Monetary Fund) Vol. 32, No. 4, pp. 606-628. Diciembre de 1985.

Kiguel, M., A. (2001) La economía Argentina a comienzos del nuevo siglo. Parte I. En "Crecimiento y Equidad en Argentina. Bases de una política económica para la década." Volumen 1. 33-74. FIEL. Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas. Buenos Aires.

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

Kregel, J. (2006) Estabilidad financiera internacional, flujos de capital y transferencias netas hacia los países en desarrollo. Reforma financiera en América Latina. Buenos Aires. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales.

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

Kulfas, M. (2007) Internalización financiera y fuga de capitales en América Latina: Argentina, Brasil, Chile y México en los años '90. - 1a ed. - Buenos Aires: FLACSO Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, 2007. .

Lane, P., R. y Milesi-Ferretti, G., M. (2010) The Cross-Country Incidence of the Global Crisis. Prepared by Maria Milesi-Ferretti. IMF Working Paper. WP/10/171. Research Department. Julio de 2010.

Latindadd y Bretton Woods Project (2011) Rompiendo el molde. La regulación de los flujos de capital en América Latina. Diciembre de 2011.

Le Fort V., G. y Lehmann, S. (2003) El encaje y la entrada neta de capitales: Chile en el decenio de 1990. Revista de la Cepal 81. Diciembre de 2003.

Levy Yeyati, E. (2001) Diez años de convertibilidad: Evaluación y perspectivas. Parte II. En "Crecimiento y Equidad en Argentina. Bases de una política económica para la década." Volumen 1. 33-74. FIEL. Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas. Buenos Aires.

Levy Yeyati, E., Díaz Frers, L., Elena, S., Y Bragagnolo, F. (2012) Salvemos al peso: notas económicas para la batalla cultural contra el dólar, Documentos de Políticas Públicas, CIPPEC, Nº 107.

López G., J. (1996) El Costo de la fuga de capitales en México. Investigación Económica, Vol. 56, No. 218 (octubre-diciembre, 1996), pp. 51-71.

López, R. y Sevilla, E. (2010) Los desafíos para sostener el crecimiento. El balance de pagos a través de los enfoques de restricción externa. Documento de Trabajo Nº 32, CEFID-AR. Octubre de 2010.

Malic, E. y Mareso, P. (2015) Flujos de capitales hacia américa latina en el período 2003-2013. El rol de las agencias de riesgo crediticio. Documento de Trabajo Nº 69. CEFID-AR. Mayo de 2015.

Manzanelli, P., Barrera, M., Wainer, A. y Bona, L. (2015) Deuda externa, fuga de capitales y restricción externa. Desde la última dictadura militar hasta la actualidad. Coordinado por Eduardo Basualdo. Documento de Trabajo Nº 68. CEFID-AR, Abril de 2015.

Manzanelli, P. (2015) Grandes corporaciones y formación de capital en la Argentina 2002-2012. Tesis Doctoral en Ciencias Sociales. Facultad de Ciencias Sociales - Universidad de Buenos Aires.

Manzanelli, P. Gonzalez, M., L. y Basualdo, E., M. (2017) La primera etapa del gobierno de Cambiemos. El endeudamiento externo, la fuga de capitales y la crisis económica social. En *Endeudar y fugar: Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Basualdo, E., M. (ed.) 1ed. Ciudad Autónomas de Buenos Aires: Siglo XXI Editores Argentina, 2017. 179-219

Manzanelli, P. y Basualdo, E., M. (2017) La era kirchnerista. El retorno a la economía real, el desendeudamiento externo y las pugnas por la distribución del ingreso, 2003-2015. En *Endeudar y fugar: Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Basualdo, E., M. (ed.) 1ed. Ciudad Autónomas de Buenos Aires: Siglo XXI Editores Argentina, 2017. 75-110.

Macedo Cintra, M. A. y Costa Pinto, E. (2013) América latina y China en el siglo XXI: complementariedades y rivalidades. Voces en el Fenix. La revista del Plan Fénix. Año 4 N° 26. Un cuento chino. Página 86-95. ISSN 1853-8819. Julio de 2013. Acceso libre a través de:  
[http://www.vocesenelfenix.com/sites/default/files/numero\\_pdf/fenix26%20baja.pdf](http://www.vocesenelfenix.com/sites/default/files/numero_pdf/fenix26%20baja.pdf)

Marini, R., M. (1991) Dialéctica de la dependencia, Ediciones Era, México, decimoprimera reimpresión. ISBN: 968-411253-X.

Mc Combie, J. S. L. y Thirlwall, Anthony P. (1994) Economic growth and the balance-of-payments constraint, London, St. Matins's Press.

McKinnon, R. I. (1973), Money and capital in economic development, Brookings Institution Press.

Médici, F., Di Giovambattista, A., P. y Panigo, D. (2016) Paridad no cubierta de tasas: ¿es un instrumento relevante para explicar la formación de activos externos? ANÁLISIS N° 7 – 2016. Friedrich Ebert Stiftung. Abril de 2016.

Médici, F. y Panigo, D. (2014) La ley de Thirlwall y los términos de intercambio en EDP con factores fijos de producción. Ponencia publicada en II Congreso de Economía Política Internacional 2014.

Médici, F., Panigo, D., T., Garriz, A., I. y Gallo, P. (2012) El desafío del desarrollo para la Argentina en un contexto mundial incierto, AEDA, Buenos Aires, agosto de 2012.

Medina Smith, E., J. (2005) La fuga de capitales en Venezuela, 1950-1999.

Moguillansky, G. (2002) Inversión y volatilidad financiera en América Latina Revista de la CEPAL 77.

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.

Ocampo, J., A. (2009) Latin America and the global financial crisis. Cambridge Journal of Economics 2009, 33, 703–724.

O' Connor, E., A. (2013) Una explicación para la tendencia estructural de fuga de capitales en la Argentina. Universidad Católica Argentina. Facultad de Ciencias Económicas.

ODE - UMET (2018) Décimo Informe de la Deuda Externa. Un Seguimiento de las emisiones de deuda, la fuga de capitales y el perfil de vencimiento de la deuda desde el comienzo del Gobierno de Cambiemos. Febrero de 2018. Universidad Metropolitana para la Educación y el Trabajo.

O'Donnell, S. y Lukin, T. (2017) *ArgenPapers*. Los secretos de la Argentina offshore en los Panama Papers. Editorial Sudamericana. 1ra edición, Buenos Aires.

Oladipo, O., S. y Vásquez Galán, B., I. (2009) The controversy about foreign direct investment as a source of growth for the Mexican economy. Junio de 2009.

Olivera, J., H. (1963): Equilibrio monetario y ajuste internacional. Desarrollo Económico.

Palan, R., Murphy, R. y Chavagneux, C. (2010) Tax Havens. How Globalization Really Works. A volume in the series: Cornell Studies in Money. Nueva York, 2010.

Palley, T., I. (2011) Explaining Global Financial Imbalances: A Critique of the Saving Glut and Reserve Accumulation Hypotheses. Washington DC. Octubre de 2011.

Pardee Center Task Force (2012) Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development. Pardee Center Task Force report. Boston University. Marzo de 2012.

Pastor, M. y Wise, C. (2014) Good-Bye financial crash, Hello financial repression: Latin American Responses to the 2008-09 Global Financial Crisis. Abril de 2014.

Piketty, T. (2014) El Capital en el siglo XXI. Fondo de Cultura Económica, Argentina.

Podestá, A., Hanni, M., and Martner, R. (2017). Flujos financieros ilícitos en América Latina y el Caribe. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL, ECLAC). Macroeconomía del desarrollo. ISSN 1680-8843

Porta F., Santarcángelo J. y Schteingart D. (2014). Excedente y desarrollo industrial en Argentina: Situación y desafíos. Documento de Trabajo N° 59. Buenos Aires: CEFID-AR.

Prebisch, R. (1982) El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas. Revista Desarrollo Económico, Vol. 26, No. 103 (Oct. - Dec., 1986), pp. 479-502.

Recchimurzo, V. (2016) Determinantes de la prima del dólar paralelo en Venezuela. Período 2003-2015. Tutor Ramiro Molina. Caracas, Mayo 2016. Universidad Católica Andrés Bello. Facultad de Ciencias Económicas y Sociales. Escuela de Economía.

Reinhart, C. (2012) The return of financial repression. Banque de France. Financial Stability Review. No 16. Abril de 2012.

Reinhart, C. y Santos, M., A. (2015) From Financial Repression to external distress: The case of Venezuela. Working paper 21333. NBER Working Paper series. National Bureau of Economic Research. Cambridge. Julio de 2015.

Rey, H. (2015) Dilema, no Trilema: El ciclo financiero mundial y la independencia de la política monetaria. CEMLA.

Rodrik, D. (1998) Who needs capital-account convertibility? Essays in international finance, 55-65.

Rojas-Suarez, L. (1990) Risk and Capital Flight in Developing Countries. Unpublished mesucrypt of the International Monetary Fund. Research Department. Aprobado por Donald J. Mathieson. Julio de 1990.

Romero, H. y Fajardo Ortiz, E., J. (2016) Estructura cambiaria alternativa en Venezuela (1960-2013: implicaciones y consecuencias. TELOS. Revista de Estudios

Interdisciplinarios en Ciencia Sociales. Universidad Privada Dr. Rafael Belloso Chacín. ISSN 1317-0570. Vol. 18 (2): 165-186.

Rosas Rojas, E. (2015) La intervención cambiaria y los flujos de capital: evidencia empírica para Brasil, Colombia, Chile y México, 2001-2013. Artículo de investigación. Universidad Católica de Colombia. Finanz. polit. econ., ISSN: 2248-6046, Vol. 8, No. 1, enero-junio, 2016, pp. 31-53. Diciembre de 2015.

Rossini, R., Quispe, Z. y Rodríguez, D. (2013) Flujos de capitales, política monetaria e intervención cambiaria en el Perú. Banco Central de la Reserva del Perú. Revista Estudios Económicos 25, 39-50. Junio de 2013.

Rúa, M. (2014) Fuga de capitales V. Argentina, 2014. Los 'facilitadores' y sus modos de acción. Con la supervisión de Jorge Gaggero. Documento de Trabajo N° 60. CEFID-AR. Agosto de 2014.

Rúa, M. (2017), *Fuga de capitales IX: El rol de los bancos internacionales y el caso HSBC*. Buenos Aires, ediciones Z/Fundación SES.

Rúa, M. (2018) La fuga de capitales como modo de acumulación de riqueza de las elites latinoamericanas. En *Elites y Captura del Estado. Control y Regulación en el Neoliberalismo Tardío*. Daniel García Delgado et. al. Compilado por Daniel García Delgado, Cristina Ruiz Del Ferrier y Beatriz De Anchorena. 1a ed., Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Flacso Argentina, 2018. ISBN 978-950-9379-42-8

Rúa, M. y Zeolla, N. (2018) Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente Revista Problemas del Desarrollo, 194 (49), julio-septiembre 2018.

Rúa, M. y Zeolla, N. (2017) Desregulación cambiaria, fuga de capitales y endeudamiento externo” p. 67-91. En *El nuevo modelo económico y sus consecuencias*. Carlos Heller et. al. Comp. Martín Burgos. 1ra edición, Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Ediciones del Centro Cultural de la Cooperación Floreal Gorini, 2017. ISBN 978-987-3920-37-0

Sbatella, J., A., Chena, P., I., Palmieri, P. y Bona, L., M. (2012) Origen, apropiación y destinos del excedente económico en la Argentina de la posconvertibilidad. Ediciones Colichue S.R.L. Buenos Aires, Abril de 2012.

Schneider, B. (2003): "Measuring Capital Flight: Estimates and Interpretations", Working Paper 194, Overseas Development Institute, London.

Schorr, M. (2012) Argentina: ¿nuevo modelo o «viento de cola»? Una caracterización en clave comparativa. Publicado en revista Nueva Sociedad No 237, enero-febrero de 2012, ISSN: 0251-3552. Acceso libre a través de: [http://nuso.org/media/articles/downloads/3823\\_1.pdf](http://nuso.org/media/articles/downloads/3823_1.pdf)

Seabrooke, L. y Wigan, D. (2014) The Governance of Global Wealth Chains. Norwegian Institute of International Affairs (NUPI), Working Paper 839.

Shaw, E. (1973), Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press, New York.

Shaxson, N. (2014) Las islas del tesoro: los paraísos fiscales y los hombres que se robaron el mundo. 1ª ed. Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Fondo de Cultura Económica, 2014.

Shaxson, N. (2018) The Finance Curse. New Global Finance is Making Us All Poorer. The Bodley Head London. Londres, Reino Unido.

Sikka, P. and Willmott, H. (2009) All Offshore: The Sprat, the Mackerel, Accounting Firms, and the State in Globalization; in C.S. Chapman, D.J. Cooper and P.B. Miller (eds.), "Accounting, Organizations and Institutions", Oxford: Oxford University Press.

Spencer, D. (2006) The IMF and capital flight: Redesigning the international financial architecture. Bretton Woods Project. Critical voices on the world bank and IMF. Enero de 2006.

The Boston Consulting Group (2009) Global wealth 2009. Delivering on the Client Promise. Septiembre de 2008.

The Boston Consulting Group (2014) Global wealth 2014. Riding a wave of growth. Junio de 2014.

The Boston Consulting Group (2015) Global Wealth 2015: Winning The Game. Junio 2015.

The Boston Consulting Group (2017) Global Wealth 2017: Transforming the Client Experience. Junio de 2017.

Thirlwall, A. (1979). The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. *PSI, quarterly review*, vol. 64, n° 259, 429-438.

Toro Córdoba, J., H., Mora Quiñones, R, y Parra Amado, D. (2013) Flujos de capitales, la crisis financiera internacional y los desbalances macroeconómicos, en “Flujos de capitales, choques externos y respuestas de política en países emergentes.” Bogotá. Rincón, H. y Velasco, A. M., ed.

Tovar, C., E. y Ocampo, J. A. (2003) La experiencia colombiana con los encajes a los flujos de capital. Publicado en: *Revista de la CEPAL No.81*.

Trías Ramos, G., F. (2014) Efectos del sistema de tipos de cambio fijos sobre la producción en Venezuela. Universidad Politécnica de Cartagena. Facultad de Ciencias de la Empresa.

Vega Heredia, J., M. (2013) Controles a los flujos de capital en economías emergentes: los casos de Chile y Argentina. *Derecho Financiero y Bursátil*. Abril de 2013.

Wierzba, G. y Golla, J. (2005): “La regulación bancaria en Argentina durante la década del noventa”, Documento de Trabajo N° 3 de CEFID-AR.

## ANEXO ESTADÍSTICO

### 1. Estimaciones de Fuga de Capitales LAC 8

Flujos anuales de fuga de capitales sin rendimiento									
Periodo	ARG	BRA	MEX	VEN	CH	COL	PER	UR	Total
1980	638	1.087	1.515	3.200	-136	241	-414	-63	6.068
1981	1.703	2.012	13.347	5.220	403	169	-582	551	22.824
1982	923	1.302	8.280	7.400	806	124	402	1.224	20.460
1983	823	436	6.801	1.331	-307	735	-120	149	9.848
1984	296	2.963	4.015	2.486	-332	509	566	80	10.582
1985	506	417	4.295	1.324	-363	391	1.423	-105	7.888
1986	-16	-1.316	573	1.406	-797	500	390	-26	713
1987	8	1.339	1.844	1.331	-108	254	650	345	5.663
1988	-714	2.993	4.947	-1.454	-233	889	175	700	7.302
1989	648	2.243	-3.334	-1.047	-127	-33	892	827	70
1990	-1.135	3.857	7.471	6.374	-298	48	-231	596	16.683
1991	8.176	3.260	3.276	2.612	-1.432	355	-580	-70	15.597
1992	655	1.575	-4.700	1.043	351	496	-677	351	-906
1993	8.689	4.527	6.730	731	-186	215	-1.488	-189	19.029
1994	7.839	8.726	8.994	4.822	1.968	1.018	267	62	33.695
1995	15.161	2.304	11.604	1.271	944	-88	36	943	32.176
1996	10.812	6.006	6.105	3.032	2.107	2.241	-78	1.086	31.311
1997	14.612	1.890	-9.128	7.473	2.672	3.793	255	548	22.114
1998	4.841	11.897	-347	5.599	6.986	1.158	-90	152	30.196
1999	7.240	4.418	4.690	5.992	12.805	2.682	272	-87	38.012
2000	3.675	3.967	-9.514	9.242	4.859	2.048	-93	661	14.846
2001	4.666	5.862	5.329	7.348	5.182	3.458	-352	1.772	33.265
2002	9.682	4.818	-1.484	12.309	1.682	-1.577	185	333	25.949
2003	6.696	9.286	4.545	6.499	5.927	953	534	735	35.174
2004	2.609	13.413	16.083	12.174	9.219	1.266	288	616	55.667
2005	-2.398	8.822	17.411	25.112	7.906	6.152	1.667	724	65.396
2006	5.992	34.936	12.855	16.749	12.395	5.123	3.002	-1.121	89.930
2007	13.504	37.647	34.328	31.903	25.534	3.759	1.155	2.235	150.065
2008	14.838	26.308	15.459	25.955	1.707	2.062	-331	-827	85.171
2009	8.165	19.640	32.143	23.537	13.427	7.786	4.848	1.477	111.023
2010	11.354	72.982	48.791	29.320	23.714	8.306	2.005	1.518	197.990
2011	20.083	36.133	27.146	38.056	7.015	12.159	3.876	-1.561	142.907
2012	11.739	36.253	47.643	16.571	25.204	3.406	2.109	4.444	147.370
2013	8.353	61.015	51.441	11.123	13.480	12.739	1.482	-711	158.924
2014	3.516	68.563	42.941	12.810	19.614	11.967	8.069	2.796	170.277
2015	10.708	29.433	47.617	-10.528	5.069	3.735	4.700	4.725	95.460
2016	4.902	24.997	38.619	651	1.853	11.939	2.343	-642	84.663
2017	18.833	52.447	34.826		12.270	8.800		-1.979	125.197
TOTAL	238.623	608.458	543.157	328.977	220.780	119.778	36.555	22.269	2.118.597

Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

Stock fuga de capitales sin rendimiento									
Periodo	ARG	BRA	MEX	VEN	CH	COL	PER	UR	Total
1980	638	1.087	1.515	3.200	-136	241	-414	-63	6.068
1981	2.341	3.100	14.862	8.421	267	409	-995	488	28.892
1982	3.264	4.401	23.141	15.820	1.073	533	-594	1.712	49.351
1983	4.088	4.838	29.942	17.152	766	1.268	-714	1.861	59.199
1984	4.383	7.801	33.957	19.637	434	1.776	-148	1.940	69.781
1985	4.889	8.218	38.252	20.961	71	2.168	1.275	1.836	77.669
1986	4.873	6.902	38.825	22.366	-726	2.668	1.665	1.810	78.382
1987	4.881	8.241	40.669	23.697	-834	2.922	2.315	2.155	84.046
1988	4.167	11.234	45.615	22.243	-1.068	3.811	2.490	2.855	91.348
1989	4.815	13.477	42.282	21.197	-1.195	3.778	3.382	3.682	91.418
1990	3.681	17.335	49.752	27.571	-1.492	3.826	3.151	4.278	108.101
1991	11.857	20.594	53.028	30.182	-2.925	4.181	2.571	4.208	123.698
1992	12.512	22.169	48.328	31.225	-2.574	4.677	1.894	4.560	122.792
1993	21.201	26.696	55.059	31.956	-2.761	4.892	407	4.370	141.820
1994	29.040	35.422	64.052	36.778	-792	5.910	673	4.432	175.515
1995	44.200	37.726	75.657	38.049	152	5.822	709	5.375	207.691
1996	55.013	43.732	81.762	41.081	2.259	8.064	631	6.462	239.002
1997	69.624	45.622	72.634	48.553	4.931	11.856	886	7.010	261.116
1998	74.465	57.519	72.287	54.153	11.917	13.014	796	7.161	291.312
1999	81.705	61.937	76.977	60.145	24.722	15.696	1.068	7.074	329.324
2000	85.380	65.904	67.463	69.387	29.581	17.743	975	7.735	344.169
2001	90.046	71.766	72.793	76.735	34.763	21.202	623	9.507	377.434
2002	99.728	76.584	71.308	89.045	36.445	19.625	807	9.840	403.383
2003	106.424	85.870	75.853	95.544	42.371	20.578	1.342	10.575	438.557
2004	109.033	99.283	91.937	107.718	51.590	21.843	1.630	11.191	494.224
2005	106.635	108.105	109.348	132.830	59.496	27.995	3.297	11.914	559.621
2006	112.627	143.041	122.203	149.579	71.891	33.119	6.298	10.793	649.551
2007	126.131	180.687	156.530	181.482	97.426	36.878	7.454	13.028	799.616
2008	140.969	206.995	171.989	207.436	99.133	38.939	7.123	12.202	884.787
2009	149.134	226.635	204.132	230.973	112.560	46.726	11.971	13.678	995.809
2010	160.487	299.617	252.923	260.293	136.274	55.032	13.977	15.196	1.193.799
2011	180.571	335.750	280.069	298.349	143.289	67.191	17.852	13.636	1.336.706
2012	192.310	372.003	327.712	314.920	168.493	70.597	19.961	18.080	1.484.076
2013	200.663	433.018	379.154	326.043	181.974	83.337	21.443	17.369	1.643.001
2014	204.180	501.581	422.094	338.853	201.588	95.304	29.512	20.165	1.813.277
2015	214.888	531.014	469.712	328.325	206.657	99.039	34.212	24.890	1.908.737
2016	219.790	556.011	508.331	328.977	208.510	110.978	36.555	24.248	1.993.400
2017	238.623	608.458	543.157	328.977	220.780	119.778	36.555	22.269	2.118.597

Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

Fuga de capitales sin rendimiento en % PIB									
	ARG	BRA	MEX	VEN	CH	COL	PER	UR	Total
1980	0,8%	0,5%	0,8%	4,8%	-0,5%	0,7%	-2,3%	-0,6%	4,2%
1981	2,2%	0,8%	5,3%	6,9%	1,2%	0,5%	-2,7%	5,0%	19,1%
1982	1,1%	0,5%	4,8%	9,7%	3,2%	0,3%	1,8%	13,3%	34,7%
1983	0,8%	0,2%	4,6%	1,7%	-1,5%	1,9%	-0,7%	2,9%	9,9%
1984	0,4%	1,4%	2,3%	4,4%	-1,7%	1,3%	3,2%	1,6%	13,0%
1985	0,6%	0,2%	2,3%	2,3%	-2,1%	1,1%	8,6%	-2,2%	10,8%
1986	0,0%	-0,5%	0,4%	2,4%	-4,2%	1,4%	2,6%	-0,4%	1,7%
1987	0,0%	0,5%	1,3%	2,9%	-0,5%	0,7%	3,1%	4,7%	12,8%
1988	-0,6%	0,9%	2,7%	-2,5%	-0,9%	2,3%	1,1%	8,5%	11,6%
1989	0,8%	0,5%	-1,5%	-2,5%	-0,4%	-0,1%	4,0%	9,8%	10,6%
1990	-0,8%	0,8%	2,8%	13,6%	-0,9%	0,1%	-0,9%	6,4%	21,2%
1991	4,3%	0,5%	1,0%	5,0%	-3,8%	0,9%	-1,7%	-0,6%	5,7%
1992	0,3%	0,4%	-1,3%	1,8%	0,8%	1,0%	-1,9%	2,7%	3,8%
1993	3,7%	1,0%	1,3%	1,3%	-0,4%	0,4%	-4,2%	-1,3%	1,8%
1994	3,0%	1,6%	1,7%	8,5%	3,5%	1,2%	0,6%	0,4%	20,5%
1995	5,9%	0,3%	3,2%	1,7%	1,3%	-0,1%	0,1%	4,9%	17,2%
1996	4,0%	0,7%	1,5%	4,4%	2,7%	2,3%	-0,1%	5,3%	20,8%
1997	5,0%	0,2%	-1,8%	8,7%	3,1%	3,6%	0,4%	2,3%	21,5%
1998	1,6%	1,4%	-0,1%	6,1%	8,6%	1,2%	-0,2%	0,6%	19,2%
1999	2,6%	0,7%	0,8%	6,1%	17,0%	3,1%	0,5%	-0,4%	30,5%
2000	1,3%	0,6%	-1,3%	7,9%	6,2%	2,0%	-0,2%	2,9%	19,5%
2001	1,7%	1,0%	0,7%	6,0%	7,3%	3,5%	-0,7%	8,5%	28,1%
2002	9,9%	0,9%	-0,2%	13,3%	2,4%	-1,6%	0,3%	2,4%	27,5%
2003	5,2%	1,7%	0,6%	7,8%	7,8%	1,0%	0,9%	6,1%	31,2%
2004	1,6%	2,0%	2,1%	10,8%	9,3%	1,1%	0,4%	4,5%	31,8%
2005	-1,2%	1,0%	2,0%	17,3%	6,4%	4,2%	2,2%	4,2%	36,0%
2006	2,6%	3,2%	1,3%	9,1%	8,0%	3,2%	3,4%	-5,7%	25,0%
2007	4,7%	2,7%	3,3%	13,8%	14,7%	1,8%	1,1%	9,5%	51,7%
2008	4,1%	1,6%	1,4%	8,2%	1,0%	0,8%	-0,3%	-2,7%	14,1%
2009	2,5%	1,2%	3,6%	7,1%	7,8%	3,3%	4,0%	4,7%	34,1%
2010	2,7%	3,3%	4,6%	7,5%	10,9%	2,9%	1,4%	3,8%	36,9%
2011	3,8%	1,4%	2,3%	12,0%	2,8%	3,6%	2,3%	-3,3%	24,9%
2012	2,2%	1,5%	4,0%	4,3%	9,4%	0,9%	1,1%	8,7%	32,1%
2013	1,5%	2,5%	4,0%	3,0%	4,8%	3,4%	0,7%	-1,2%	18,7%
2014	0,7%	2,8%	3,3%	2,7%	7,5%	3,2%	4,0%	4,9%	29,0%
2015	1,8%	1,6%	4,1%	-4,3%	2,1%	1,3%	2,5%	8,9%	17,9%
2016	0,9%	1,4%	3,6%	0,3%	0,7%	4,3%	1,2%	-1,2%	11,1%
2017	3,0%	2,6%	3,0%		4,4%	2,8%		-3,5%	12,3%

Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI y BM.

Flujos de fuga de capitales con rendimiento 40%									
Periodo	ARG	BRA	MEX	VEN	CH	COL	PER	UR	Total
1980	638	1.087	1.515	3.200	0	241	0	0	6.680
1981	1.746	2.086	13.449	5.436	403	185	0	551	23.855
1982	1.053	1.474	9.093	7.869	828	147	402	1.254	22.119
1983	959	620	7.753	1.984	-258	757	-104	220	11.932
1984	492	3.199	5.438	3.313	-288	568	579	170	13.472
1985	675	710	5.583	2.077	-340	457	1.453	-29	10.587
1986	136	-1.066	1.743	2.057	-345	564	454	33	3.576
1987	175	1.576	3.148	2.090	0	339	732	410	8.469
1988	-523	3.308	6.498	-543	0	995	289	785	10.809
1989	847	2.725	-1.324	-28	0	125	1.033	953	4.331
1990	-928	4.380	9.230	7.287	0	194	-70	741	20.834
1991	8.304	3.748	4.786	3.456	0	466	-464	54	20.351
1992	868	1.950	-3.648	1.643	351	576	-609	432	1.564
1993	8.887	4.880	7.597	1.277	-182	292	-1.437	-113	21.202
1994	8.312	9.348	10.431	5.656	1.972	1.138	312	172	37.341
1995	15.933	3.281	13.587	2.412	996	84	98	1.081	37.472
1996	11.876	6.974	8.227	4.132	2.177	2.401	-18	1.236	37.005
1997	16.001	3.066	-6.718	8.719	2.796	4.015	317	734	28.931
1998	6.512	13.078	1.788	6.974	7.166	1.458	-24	344	37.296
1999	9.053	5.887	6.862	7.518	13.143	3.013	337	112	45.926
2000	6.096	5.891	-6.720	11.278	5.614	2.527	-6	904	25.584
2001	6.114	7.028	6.795	8.658	5.690	3.765	-304	1.922	39.667
2002	10.459	5.460	-693	13.035	1.981	-1.394	207	423	29.479
2003	7.255	9.732	5.059	7.038	6.132	1.065	550	796	37.627
2004	3.475	14.133	16.868	13.010	9.562	1.438	315	710	59.510
2005	-524	10.547	19.314	27.063	8.771	6.535	1.728	933	74.366
2006	8.605	37.575	15.927	20.052	13.791	5.797	3.123	-808	104.062
2007	16.287	41.064	37.722	35.614	27.214	4.552	1.342	2.530	166.326
2008	16.650	28.789	17.887	28.540	3.013	2.577	-206	-625	96.624
2009	8.907	20.682	33.117	24.616	13.921	7.988	4.893	1.548	115.673
2010	11.715	73.507	49.309	29.870	23.971	8.416	2.036	1.554	200.378
2011	20.461	36.796	27.754	38.654	7.315	12.283	3.910	-1.522	145.651
2012	12.307	37.252	48.543	17.489	25.631	3.609	2.166	4.492	151.488
2013	8.711	61.671	52.057	11.698	13.777	12.866	1.520	-675	161.624
2014	3.816	69.171	43.504	13.288	19.871	12.086	8.101	2.824	172.661
2015	11.156	30.462	48.530	-9.799	5.484	3.933	4.763	4.772	99.302
2016	5.926	27.372	40.816	2.200	2.783	12.387	2.501	-520	93.465
2017	20.300	55.927	38.137		13.586	9.499		-1.812	135.638
Total	268.733	645.371	598.964	368.837	236.526	127.941	39.920	26.586	2.312.878

Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

Fuga de capitales (hipótesis de Gaggero et. al., 2013)									
	ARG	BRA	MEX	VEN	CH	COL	PER	UR	Total
1981	638	1.087	1.515	3.200	0	241	0	0	6.680
1981	1.898	2.299	14.287	6.027	424	218	-524	579	25.208
1982	1.288	1.791	10.611	8.818	882	189	362	1.329	25.270
1983	1.193	944	9.341	3.102	-174	791	-108	336	15.424
1984	857	3.650	8.018	4.853	-205	670	536	331	18.710
1985	1.002	1.253	7.984	3.542	-275	565	1.414	120	15.605
1986	454	-513	4.083	3.368	-718	663	490	159	7.986
1987	544	2.062	5.865	3.693	-97	489	787	542	13.884
1988	-55	3.934	9.829	1.560	-210	1.176	410	957	17.603
1989	1.362	3.736	3.351	2.508	-114	431	1.189	1.217	13.680
1990	-343	5.444	13.510	9.596	-268	499	153	1.045	29.636
1991	8.343	4.673	8.499	5.548	-1.289	700	-267	335	26.542
1992	1.288	2.667	-587	3.170	316	725	-458	602	7.723
1993	8.721	5.345	9.564	2.701	-168	452	-1.248	82	25.450
1994	8.791	10.197	13.873	7.688	1.772	1.359	391	445	44.517
1995	16.671	5.162	18.383	5.444	894	475	225	1.394	48.647
1996	13.219	8.711	13.525	7.064	2.045	2.669	113	1.562	48.908
1997	17.769	5.450	167	11.904	2.710	4.332	445	1.167	43.943
1998	9.230	15.060	8.078	10.512	6.942	2.021	131	820	52.794
1999	12.011	8.783	13.295	11.458	12.851	3.579	482	637	63.096
2000	10.501	9.907	2.384	16.568	6.347	3.444	211	1.543	50.906
2001	8.657	9.261	11.521	11.793	6.018	4.186	-153	2.221	53.505
2002	11.213	6.505	2.160	13.999	2.252	-884	256	633	36.134
2003	7.764	9.904	6.469	7.866	5.891	1.225	546	892	40.556
2004	4.953	14.570	18.242	14.128	9.267	1.701	360	904	64.123
2005	3.332	13.580	24.316	30.233	9.457	6.947	1.773	1.424	91.062
2006	13.655	41.298	24.744	26.960	15.147	6.903	3.240	60	132.008
2007	21.455	45.995	46.332	42.684	28.373	5.965	1.659	3.238	195.701
2008	19.437	31.790	23.757	32.596	4.874	3.487	71	-18	115.993
2009	9.738	20.952	32.987	24.924	13.486	7.705	4.552	1.619	115.964
2010	11.388	67.555	46.035	28.273	22.108	7.840	1.902	1.509	186.611
2011	19.318	34.525	26.645	36.278	7.099	11.357	3.602	-1.271	137.552
2012	12.330	35.583	46.188	17.779	23.909	3.651	2.066	4.209	145.714
2013	8.606	56.910	48.470	11.769	12.916	11.863	1.440	-517	151.458
2014	4.054	63.522	40.529	12.987	18.344	11.127	7.371	2.624	160.559
2015	10.997	29.297	45.841	-7.369	5.604	3.904	4.412	4.431	97.119
2016	7.439	28.890	41.669	5.210	3.971	12.048	2.531	-192	101.567
2017	21.477	56.929	41.570		14.459	9.877		-1.460	142.851
Total	311.197	668.708	703.050	442.434	234.836	134.590	40.365	35.508	2.570.688

Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

Fuga de capitales (hipótesis de Basualdo y Kulfas, 2002)									
	ARG	BRA	MEX	VEN	CH	COL	PER	UR	Total
1981	638	1.087	1.515	3.200	0	241	0	0	6.680
1981	1.778	2.140	13.525	5.597	403	197	0	551	24.192
1982	1.153	1.609	9.710	8.237	845	166	402	1.276	23.396
1983	1.071	771	8.516	2.511	-221	776	-92	275	13.607
1984	659	3.403	6.620	4.016	-251	617	590	244	15.898
1985	826	963	6.709	2.749	-316	512	1.478	37	12.958
1986	277	-840	2.799	2.663	-459	620	504	88	5.651
1987	336	1.807	4.372	2.814	0	414	798	472	11.013
1988	-331	3.615	8.006	355	0	1.091	384	867	13.987
1989	1.064	3.188	674	1.039	0	268	1.156	1.074	8.461
1990	-700	4.890	11.106	8.306	0	333	72	881	24.888
1991	8.464	4.222	6.405	4.376	0	578	-355	176	23.867
1992	1.074	2.314	-2.499	2.305	351	656	-541	515	4.175
1993	9.080	5.226	8.588	1.886	-178	370	-1.382	-35	23.556
1994	8.740	9.947	12.048	6.599	1.975	1.261	374	290	41.232
1995	16.618	4.197	15.791	3.689	1.036	258	180	1.230	42.999
1996	12.798	7.905	10.563	5.393	2.231	2.568	61	1.397	42.918
1997	17.211	4.199	-4.037	10.162	2.894	4.240	403	930	36.001
1998	7.972	14.248	4.320	8.542	7.308	1.746	67	550	44.751
1999	10.674	7.317	9.518	9.260	13.410	3.336	431	331	54.276
2000	8.302	7.794	-3.265	13.603	6.209	2.990	118	1.180	36.930
2001	7.476	8.210	8.747	10.149	6.102	4.065	-231	2.094	46.611
2002	11.200	6.112	356	13.857	2.227	-1.217	243	523	33.300
2003	7.784	10.184	5.751	7.630	6.302	1.177	574	863	40.266
2004	4.291	14.849	17.913	13.917	9.844	1.608	354	814	63.590
2005	1.251	12.231	21.727	29.141	9.480	6.913	1.814	1.162	83.718
2006	11.149	40.162	19.701	23.466	14.949	6.444	3.275	-465	118.681
2007	19.050	44.329	41.871	39.456	28.628	5.312	1.548	2.872	183.065
2008	18.459	31.127	20.725	31.175	4.111	3.075	-70	-396	108.205
2009	9.643	21.658	34.244	25.703	14.344	8.184	4.944	1.632	120.352
2010	12.072	73.993	49.886	30.415	24.190	8.519	2.067	1.596	202.737
2011	20.829	37.385	28.395	39.235	7.567	12.398	3.944	-1.479	148.273
2012	12.850	38.130	49.472	18.357	25.988	3.790	2.220	4.548	155.354
2013	9.051	62.242	52.672	12.239	14.021	12.979	1.555	-636	164.122
2014	4.099	69.693	44.052	13.736	20.082	12.190	8.131	2.855	174.836
2015	11.579	31.331	49.401	-9.119	5.825	4.103	4.819	4.821	102.759
2016	6.887	29.371	42.876	3.658	3.545	12.773	2.638	-397	101.349
2017	21.679	58.863	41.219		14.671	10.097		-1.641	144.888
TOTAL	297.052	679.872	659.991	410.315	247.109	135.643	42.468	31.094	2.503.544

Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

## 2. Comparación con otras estimaciones de Argentina

Periodo	Argentina - Flujos en USD Corrientes							Variación Stock PII
	Estimados mediante el Método Residual							
	FIEL (1989) método residual	Basualdo y Kulfas (2002) método residual	Gaggero et al (2013)	Henry (2012)	Estimación propia - M. Residual - sin rendimiento	Estimación propia - M. Residual - rendimiento sobre 40%	Estimación propia (Basualdo y Kulfas 1970-1980)	
1961	-171							
1962	252							
1963	141							
1964	259							
1965	-53							
1966	311							
1967	-316							
1968	62							
1969	472							
1970	312	921					921	
1971	657	418					418	
1972	1.002	312					312	
1973	268	279					279	
1974	1.911	413					413	
1975	-699	1.223					1.223	
1976	-137	1.446					1.446	
1977	514	989					989	
1978	2.926	1.779					1.779	
1979	2.786	3.148					3.148	
1980	6.896	4.706			638	638	4.706	
1981	8.529	7.790			1.703	1.746	3.544	
1982	6.513	6.451			923	1.053	2.747	
1983	-1.087	2.339			823	959	2.342	
1984	-1.285	738			296	492	2.196	
1985	628	808			506	675	2.107	
1986	325	102			-16	136	1.349	
1987		3.797			8	175	1.540	
1988		-2.062			-714	-523	1.076	
1989		7.481			648	847	2.759	
1990		-991			-1.135	-928	920	
1991		-1.190			8.176	8.304	9.717	
1992		-1.031	1.220	6.490	655	868	1.919	1.340
1993		4.650	6.214	-3.938	8.689	8.887	9.837	7.178
1994		6.697	9.394	16.081	7.839	8.312	9.886	2.174
1995		13.791	17.177	32.293	15.161	15.933	18.045	12.276
1996		10.982	14.842	30.124	10.812	11.876	14.163	10.971
1997		13.126	17.727	28.282	14.612	16.001	18.693	13.344
1998		3.140	8.796	17.050	4.841	6.512	9.434	4.662
1999			19.268	8.937	7.240	9.053	12.190	7.067
2000			10.252	12.395	3.675	6.096	10.196	4.389
2001			31.326	28.564	4.666	6.114	8.588	-7.941
2002			9.071	20.306	9.682	10.459	11.775	4.694
2003			13.998	24.151	6.696	7.255	8.166	8.604
2004			10.095	14.218	2.609	3.475	4.852	3.879
2005			7.621	-39.145	-2.398	-524	2.443	-249
2006			11.812	9.514	5.992	8.605	12.862	12.040
2007			23.387	23.188	13.504	16.287	20.819	13.722
2008			20.843	20.218	14.838	16.650	19.523	2.181
2009			5.055	19.039	8.165	8.907	10.043	11.628
2010			21.103	7.957	11.354	11.715	12.258	11.188
2011			22.673		20.083	20.461	21.012	21.189
2012			14.785		11.739	12.307	13.098	12.289
2013					8.353	8.711	9.200	10.186
2014					3.516	3.816	4.219	5.314
2015					10.708	11.156	11.756	10.448
2016					4.902	5.926	7.274	6.293
2017					18.833	20.300	22.128	28.803

Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI, INDEC, Basualdo y Kulfas (2002), FIEL (1989), Gaggero et. al. (2013), Henry (2012).

### 3. Composición de la Fuga de Capitales de Argentina

#### Composición de la Fuga de Capitales de Argentina según Método Residual

Periodo	Método Residual de la Balanza de Pagos											
	Inversión directa	Participación de capital y en fondos de inversión	Títulos de deuda	Inversión de cartera	Participación de capital y en fondos de inversión	Títulos de deuda	Derivados financieros y opciones	Otra inversión	Participación de capital	Títulos de deuda	Errores y Omisiones	Total Fuga
1980	-110	-110	0	0	0	0	0	440	0	440	-308	638
1981	-107	-107	0	0	0	0	0	1.605	0	1.605	-205	1.703
1982	-30	-30	0	0	0	0	0	552	0	552	-401	923
1983	2	2	0	0	0	0	0	374	0	374	-447	823
1984	0	0	0	0	0	0	0	241	0	241	-55	296
1985	0	0	0	0	0	0	0	-26	0	-26	-532	506
1986	0	0	0	0	0	0	0	286	0	286	302	-16
1987	0	0	0	0	0	0	0	-104	0	-104	-112	8
1988	0	0	0	0	0	0	0	-879	0	-879	-165	-714
1989	0	0	0	0	0	0	0	399	0	399	-249	648
1990	0	0	0	241	0	241	0	-661	0	-661	715	-1.135
1991	0	0	0	8.261	0	8.261	0	-426	0	-426	-341	8.176
1992	1.166	1.135	31	-1.612	295	-1.907	0	947	0	947	-154	655
1993	705	785	-80	1.555	1.363	192	0	4.721	0	4.721	-1.708	8.689
1994	1.013	1.021	-8	1.486	763	723	0	3.227	0	3.227	-2.113	7.839
1995	1.497	1.466	31	2.882	401	2.481	0	8.108	0	8.108	-2.674	15.161
1996	1.601	1.611	-10	2.381	594	1.787	0	5.225	0	5.225	-1.605	10.812
1997	3.653	3.664	-11	1.570	838	733	0	7.116	0	7.116	-2.272	14.612
1998	2.325	2.155	170	1.906	839	1.067	0	173	0	173	-437	4.841
1999	1.730	1.165	565	2.005	-167	2.173	0	2.862	0	2.862	-642	7.240
2000	901	719	182	1.252	1.455	-203	0	1.368	0	1.368	-154	3.675
2001	161	118	43	-212	931	-1.143	0	1.907	0	1.907	-2.810	4.666
2002	-627	-740	113	-477	-13	-464	0	8.896	0	8.896	-1.890	9.682
2003	774	531	243	95	34	61	0	4.400	0	4.400	-1.428	6.696
2004	676	687	-11	77	72	5	0	2.347	0	2.347	491	2.609
2005	1.311	1.311	0	-1.368	4	-1.373	0	-2.005	0	-2.005	336	-2.398
2006	2.439	2.439	0	1.261	402	859	0	3.241	99	3.142	948	5.992
2007	1.504	1.504	0	1.174	1.389	-216	0	10.557	53	10.503	-269	13.504
2008	1.391	1.391	0	2.156	526	1.629	0	12.241	152	12.089	949	14.838
2009	712	712	0	646	983	-337	0	6.179	53	6.126	-628	8.165
2010	965	965	0	-586	640	-1.226	0	8.717	240	8.477	-2.258	11.354
2011	1.488	1.488	0	-392	-197	-195	0	19.013	50	18.963	26	20.083
2012	1.055	1.055	0	265	131	134	0	9.722	78	9.644	-697	11.739
2013	890	890	0	497	116	380	0	3.893	137	3.755	-3.074	8.353
2014	1.921	1.921	0	-25	-185	159	0	1.422	169	1.253	-199	3.516
2015	875	875	0	93	-176	269	0	8.814	191	8.623	-927	10.708
2016	1.787	1.787	0	798	-978	1.776	0	2.157	182	1.975	-161	4.902
2017	1.168	1.168	0	5.401	598	4.803	0	12.523	99	12.424	259	18.833

Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI.

### Composición de la Fuga de Capitales de Argentina según PII – Otros Sectores

Periodo	PII - INDEC (Otros Sectores)									
	Inversión directa	Inmobiliaria	Empresas	Inversión de cartera	Participación de capital y en fondos de inversión	Títulos de deuda	Otros activos	Moneda y depósitos	Créditos y anticipos comerciales	Total Activos externos del SPNF
1991	<b>5.179</b>	4.280	899	<b>15.102</b>			<b>29.782</b>			<b>50.063</b>
1992	<b>6.411</b>	4.524	1.887	<b>14.965</b>			<b>29.392</b>			<b>50.768</b>
1993	<b>7.165</b>	4.787	2.378	<b>18.178</b>			<b>30.839</b>			<b>56.182</b>
1994	<b>8.042</b>	5.096	2.946	<b>15.670</b>			<b>34.147</b>			<b>57.859</b>
1995	<b>9.460</b>	5.358	4.102	<b>18.873</b>			<b>40.981</b>			<b>69.314</b>
1996	<b>10.908</b>	5.589	5.319	<b>22.438</b>			<b>43.221</b>			<b>76.567</b>
1997	<b>14.541</b>	5.731	8.810	<b>24.429</b>			<b>44.902</b>			<b>83.872</b>
1998	<b>16.883</b>	5.840	11.043	<b>26.774</b>			<b>45.892</b>			<b>89.549</b>
1999	<b>18.483</b>	6.001	12.482	<b>30.507</b>			<b>48.013</b>			<b>97.003</b>
2000	<b>19.276</b>	6.210	13.066	<b>31.952</b>			<b>47.486</b>			<b>98.714</b>
2001	<b>19.562</b>	6.257	13.305				<b>81.875</b>			<b>101.437</b>
2002	<b>19.075</b>	6.308	12.767				<b>90.091</b>			<b>109.166</b>
2003	<b>19.780</b>	6.343	13.437				<b>98.228</b>			<b>118.008</b>
2004	<b>20.474</b>	6.284	14.190				<b>102.046</b>			<b>122.520</b>
2005	<b>22.040</b>	6.622	15.418				<b>100.129</b>			<b>122.169</b>
2006	<b>24.872</b>	6.901	17.971	<b>33.111</b>	17.637	15.474	<b>76.003</b>	72.764	3.239	<b>133.986</b>
2007	<b>26.487</b>	7.266	19.221	<b>34.427</b>	20.248	14.179	<b>85.495</b>	81.305	4.190	<b>146.409</b>
2008	<b>27.743</b>	7.474	20.268	<b>23.805</b>	12.244	11.561	<b>97.185</b>	93.339	3.846	<b>148.733</b>
2009	<b>28.414</b>	7.809	20.605	<b>28.842</b>	16.051	12.791	<b>104.662</b>	101.280	3.382	<b>161.918</b>
2010	<b>29.409</b>	8.014	21.395	<b>31.699</b>	19.090	12.609	<b>112.418</b>	108.073	4.345	<b>173.526</b>
2011	<b>30.984</b>	8.545	22.439	<b>31.644</b>	19.186	12.458	<b>132.226</b>	126.292	5.934	<b>194.854</b>
2012	<b>31.929</b>	9.021	22.908	<b>32.947</b>	20.350	12.597	<b>141.802</b>	137.041	4.761	<b>206.678</b>
2013	<b>33.505</b>	10.108	23.397	<b>39.227</b>	25.901	13.326	<b>144.385</b>	138.030	6.355	<b>217.116</b>
2014	<b>35.244</b>	10.308	24.936	<b>41.408</b>	28.090	13.318	<b>145.812</b>	141.921	3.891	<b>222.465</b>
2015	<b>36.943</b>	11.400	25.543	<b>40.908</b>	26.777	14.131	<b>154.472</b>	150.553	3.919	<b>232.323</b>
2016	<b>38.825</b>			<b>43.755</b>	29.575	14.180	<b>153.139</b>	150.430	2.709	<b>235.719</b>
2017	<b>40.014</b>			<b>57.584</b>	37.503	20.082	<b>167.687</b>	164.977	2.709	<b>265.285</b>

Fuente: Elaboración propia en base a información de INDEC.

**Composición de la Fuga de Capitales de Argentina según FAE del Sector Privado No Financiero del balance Cambiario del BCRA**

Periodo	FAE - Método Balance Cambiario BCRA (SPNF)				
	Billetes	Inversiones directas	Otras inversiones	Fines normativamente preestablecidos	TOTAL
2002	6.730	129	535	0	7.394
2003	2.235	61	1.156	356	3.808
2004	736	51	1.616	434	2.837
2005	-627	62	-399	-242	-1.206
2006	1.136	51	507	1.246	2.939
2007	6.318	303	1.263	988	8.872
2008	13.754	94	9.323	-73	23.098
2009	10.860	78	3.590	-404	14.123
2010	8.828	144	2.409	28	11.410
2011	18.602	57	3.995	-1.150	21.504
2012	4.457	5	-522	-536	3.404
2013	-239	0	-280	122	-397
2014	2.794	-2	-183	638	3.248
2015	7.597	2	288	632	8.520
2016	12.326	78	-1.850	-603	9.951
2017	17.757	280	4.110	0	22.148

Fuente: Elaboración propia en base a información de BCRA.

#### 4. Comparación con estimaciones de América Latina

##### Estimaciones propias y de Tax Justice Network, de Henry (2012)

Países	Propia 1980-2017	Propia 1980-2010	Propia 1980-2010 (r 40%)	Propia 1980-2010 (r 70%)	Propia 1980-2010 (r 90% - c 10%)	Henry (2012) 1970-2010
<b>Argentina</b>	238.623	160.487	186.055	210.080	226.976	399.100
<b>Brasil</b>	608.458	299.617	326.720	352.857	363.051	519.500
<b>Mexico</b>	543.157	252.923	299.624	351.903	412.137	417.500
<b>Chile</b>	220.780	136.274	148.078	155.410	148.534	105.000
<b>Venezuela</b>	328.977	260.293	295.307	332.210	365.781	405.800
<b>Colombia</b>	119.778	55.032	61.279	67.315	70.762	47.900
<b>Peru</b>	36.555	13.977	16.959	19.163	18.943	8.100
<b>Uruguay</b>	22.269	15.196	19.027	23.024	27.684	13.300
<b>Total</b>	<b>2.118.597</b>	<b>1.193.799</b>	<b>1.353.049</b>	<b>1.511.962</b>	<b>1.633.868</b>	<b>1.916.200</b>

Nota: Las estimaciones de Henry (2012) contemplan los fondos de fuga de capitales desde 1970, es decir, 10 años más que las propias, por lo que no es estrictamente comparable.

Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI y Henry (2012).

##### Estimaciones propias y de Global Financial Intergrity, Kar y Spanjers (2015), promedios anuales entre 2004 y 2013

LAC 8	GFI - Kar y Spanjers (2015) Prom. 2004-2013	Propia Prom. 2004-2013
<b>Argentina</b>	7.654	9.424
<b>Brasil</b>	22.667	34.715
<b>Mexico</b>	52.844	30.330
<b>Chile</b>	5.500	13.960
<b>Venezuela</b>	12.394	23.050
<b>Colombia</b>	1.475	6.276
<b>Peru</b>	4.284	2.010
<b>Uruguay</b>	956	679
<b>Total</b>	107.774	120.444

Nota: Cabe mencionar que la metodología de GFI y la estimación propia utilizan métodos diferentes. La primera involucra solamente la porción ilícita de la fuga de capitales, contemplando los errores y omisiones del Balance de Pagos y la manipulación de precios. Esta última no es considerada en la estimación propia (ver Capítulo 1. 4. Estimaciones previas y metodología) y sí se incorporan los flujos de inversiones de residentes en el exterior registrados en el balance de pagos.

Fuente: Elaboración propia en base a información de FMI, y Kar y Spanjers (2015).