

INFOGRAFÍA

# DEUDA Y FUGA DE CAPITALES

El 85% de la compra de dólares por parte del Banco Central, en el acumulado de los últimos dos años, se explica por toma de deuda externa.



Autoridades  
UNIVERSIDAD NACIONAL  
DE AVELLANEDA

RECTOR

**Ing. Jorge Calzoni**

SECRETARIA GENERAL

A cargo de la Coordinación del  
Observatorio de Políticas Públicas

**Dra. Patricia Domench**

COORDINADOR

Módulo Política Económica

**Mg. Santiago Fraschina**

## RESUMEN EJECUTIVO

- La liberalización de la cuenta de capitales, a fines de 2015 implicó notorios cambios sobre el mercado cambiario.
- De un modelo restringido y cerrado, ante un contexto internacional adverso, se pasó a uno aperturista, que buscó propiciar condiciones para el influjo de capitales.
- Por las características de los mercados globales, además de factores idiosincráticos, los resultados al cabo de dos años muestran que el principal ingreso de divisas se aplicó al canal financiero-especulativo.
- La llegada de capitales de corto plazo, derrama en efectos macroeconómicos no siempre virtuosos.
- Por caso, la abundancia relativa de dólares financieros, en un régimen de tipo de cambio flotante, genera una apreciación espuria sobre la moneda. Esto hace “cara” a nuestra economía, pero “baratas” a las importaciones.
- Por otro lado, sin administración centralizada para la adquisición de divisas, se incrementa la aplicación de ahorro interno a la compra de moneda extranjera para atesoramiento de parte del sector privado.
- Todo esto, además, se alimenta por el crecimiento acelerado de la deuda externa, en tanto combustible para que el proceso de fuga no afecte la posición de reservas.
- En el presente escrito, analizamos los principales resultados del mercado de cambios en la coyuntura, a partir de los datos del Banco Central al mes de septiembre.
- En primer lugar, se observa una concentración en las entidades bancarias que operan en el canal de importaciones. En números, las cinco entidades de más volumen, aumentaron su cuota de mercado en 5,5 puntos porcentuales respecto al promedio del decenio 2007.2016.
- En términos de la utilización de dólares en la economía, la fuga de capitales, captada a partir de la cuenta cambiaria de “formación de activos externos” superó los U\$S15.000 millones en los primeros nueve meses de 2017.
- Este incremento de la fuga, en el orden del 212% respecto al año 2015, se explica por egresos de dólares del sistema argentino que aumentan casi un 390% en igual período.
- Por el lado de los ingresos, las fuentes virtuosas languidecen. De hecho, la inversión extranjera directa promedio en el último bienio, que se presentaba como motor fundamental del nuevo modelo, sigue siendo un 4,3% menor a la del promedio del quinquenio 2011-2015.
- En contraste, lo que se incrementa significativamente son las inversiones de cartera, cuenta que acumula el ingreso de capitales golondrina. Desde inicios de 2016, se suman ingresos por más de U\$S 8.800 millones que se valorizan financieramente a una tasa de interés interna mayor al 27%.
- Pero a pesar de la liberalización de la cuenta de capitales, el BCRA mantiene un déficit creciente en materia de dólares para atesoramiento privado. Con casi U\$S 23.600 millones de billetes vendidos, el saldo neto de los primeros nueve meses de 2017 es 48% igual período de 2016 y 166% superior a 2015.
- La deuda de más de U\$S 100.000 millones en el último año, es el amortiguador del proceso. No obstante, en los dos últimos años la vía comercial no contribuyó en la acumulación de “dólares genuinos”.
- Con todo, el 85% de los dólares adquiridos por el BCRA desde 2016, se explican por compra al Tesoro de los dólares de la deuda.

## INTRODUCCIÓN.

Las finanzas de un país son una porción fundamental de su salud macroeconómica. Los canales por los cuales se transmiten los acontecimientos monetarios a la economía real son varios y de diversa complejidad. Por un lado, el tipo de cambio constituye una variable clave en la determinación de los precios, es decir, del nivel inflacionario que presenta la economía. La depreciación del dinero, en el corto o mediano plazo es probable que se traslade a los precios de los bienes y, por lo tanto, afecte los equilibrios relativos. En ese sentido, las relaciones económicas entre los países no solamente suceden a través del intercambio de bienes.

Los flujos de capital dinerario que se mueven de un país a otro en busca de mayor rentabilidad han generado un arduo debate empírico en torno a las conveniencias o no de regularlos. Quienes están a favor, sostienen que esos movimientos reflejan las preferencias de los agentes económicos y, por lo tanto, la libertad debe ser la regla para obtener un mayor bienestar para el conjunto de la sociedad; un planteo que no está en discusión de quienes adhieren al liberalismo. Del otro lado de la vereda, están quienes sostienen que dichos flujos se mueven por determinantes muy especulativos, que le imprimen un exceso de inmediatez a los movimientos, de tal modo que las entradas o salidas abruptas puede afectar negativamente las variables de la economía real, como producción y empleo.

A partir de la llegada al gobierno de la Alianza Cambiemos, las autoridades que están a cargo del manejo de la economía

comenzaron a dismantelar una serie de controles a la entrada y salida de capitales financieros, implementados por el gobierno anterior con la intención de atender la posición de los detractores a la libertad de movimiento. A partir de ese momento, en conjunción con el resto de la política económica y la situación internacional, se generaron las condiciones para incentivar el arribo de dichos capitales, que llegaron en cuantías mucho más elevadas que las inversiones reales directas. Los motivos que incentivan la entrada de estos capitales pueden resumirse de la siguiente manera. Primero, un retorno al mercado de capitales y al endeudamiento por parte del gobierno nacional, que incrementa la oferta de dólares evitando que el precio del billete verde se dispare. A ello debemos agregar que las tasas de interés en pesos son más altas que el ritmo de la devaluación, lo que permite, una vez completado el ciclo, obtener una rentabilidad en dólares (moneda dura) que no se encuentra en casi ningún lugar del mundo. Este efecto termina retroalimentando la especulación, ya que mientras los capitales se comporten en manada, su propia entrada favorecerá la contención del dólar y la realización de cuantiosas ganancias, aparte de la abundancia de moneda extranjera que apuntale el consumo de bienes foráneos, brindando una sensación de abundancia a la sociedad. Ahora bien, de tras de ese efecto que desde el consumo pueda verse como positivo, el propio comportamiento va incubando la posibilidad de una crisis. En principio, porque los capitales van expulsando al exterior las

ganancias financieras que van obteniendo, por medio de la cuenta corriente, y hacia el final, porque un cambio en las condiciones macroeconómica puede dar lugar a una salida de divisas (abrupta o no) que dispare la demanda de dólares y afecte consecuentemente el tipo de cambio. En el agregado, el país se habrá comportado como un aporte de recursos para la obtención de ganancias financieras a capitales que en cualquier momento se dan media vuelta y migran a otro país en busca de una mayor rentabilidad. Por esos motivos, los detractores sostienen que hay que regular (no prohibir) el movimiento de fondos, para sí poder aprovechar los aspectos positivos que tienen, fundamentalmente por el lado del financiamiento y abaratamiento del crédito. Si las condiciones del resto de la economía no acompañan la inversión productiva, el movimiento especulativo solo favorecerá la formación de activos externos (al menos en el largo plazo), como ya ha venido sucediendo. La caída de la convertibilidad cambiaria nos enseña mucho de ello. Cuando se sucedieron las crisis del tequila, de Brasil y de Rusia, al tiempo que subía la tasa de interés internacional, la presión de la salida de dólares se hizo insostenible, terminando en una megadevaluación.

La Argentina hoy ha retomado la apertura de los capitales monetarios, no obstante, la abundancia, también sobresale la pérdida de recurso por el pago de rentas financieras. Además, el crecimiento de las reservas monetarias es a una tasa menor que el ritmo de entrada o la formación de gigantescos pasivos denominados en pesos (como Lebac o base monetaria), lo que resta margen a la posibilidad de contener una crisis profunda. Asimismo, como otro de los vasos comunicantes,

los intereses que se pagan presionan sobre las cuentas públicas, porque son un gasto, y sobre la demanda de dólares, si el pago de los mismos se realiza en dicha moneda. Como conclusión, la entrada de capitales favorece la oferta en el corto plazo, pero no despeja las dudas ni incertidumbres en el mediano y el largo.

## CONCENTRACIÓN DE OPERACIONES.

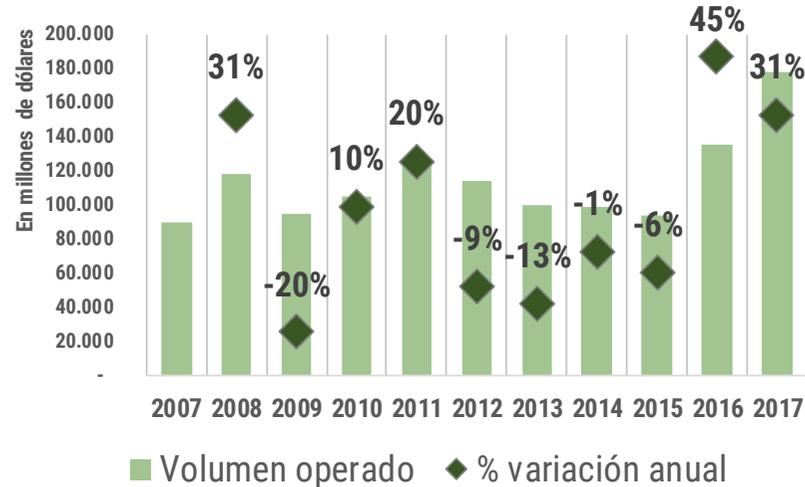
La liberación del mercado cambiario y la volatilidad derivada del tipo de cambio flotante, ha generado un incremento significativo de las operaciones de los bancos y entidades financieras nominadas en moneda extranjera. Así, por ejemplo, en el segundo cuatrimestre de 2017 se realizaron un total de 8.039.830 operaciones entre las entidades financieras y sus clientes, por un total de 83.766 millones de dólares. Las cinco principales entidades concentraron el 57,5% de las operaciones, y las diez primeras el 77,95%. En volumen, dichas cinco entidades representan el 48,2%, lo que les otorga un perfil de compra minoristas. Si el ranking se hace por volumen, las cinco primeras operaron el 57,4%.

En ese sentido, si se analiza el volumen de operaciones por las entidades financieras en el primer semestre de cada año, en 2017 se alcanzó la cifra de 178.037 millones de dólares, lo que representa un incremento del 31,3% respecto de lo operado en el mismo período del año 2016 y es la cifra más elevada de los últimos diez años. Este fenómeno, lleva implícita un esquema

de incentivos que propenden a la dolarización de nuestra economía, producto de la conjunción entre liberalización cambiaria y apreciación de la moneda.

### VOLUMEN OPERADO EN EL MERCADO CAMBIARIO

(en millones de dólares y en variaciones % interanuales)



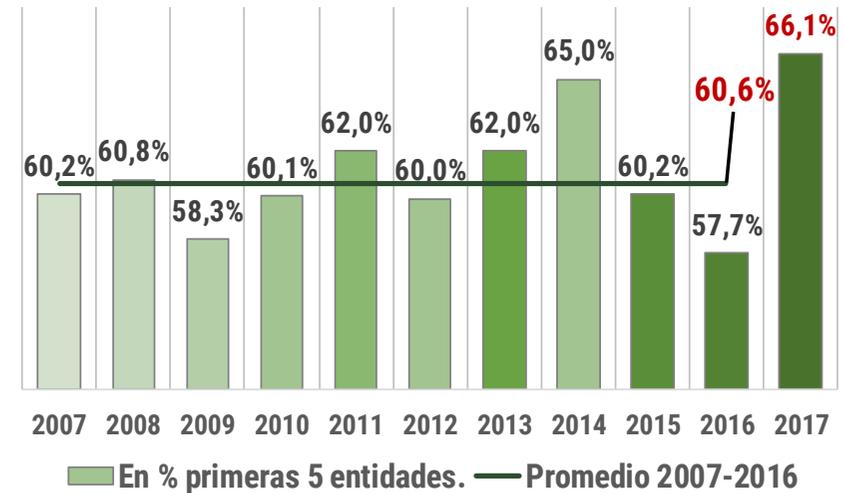
Fuente: elaboración propia, en base a datos del BCRA.

Por otra parte, se ha registrado un incremento en la concentración de las entidades que abastecen de dólares a los importadores. Así, en el primer semestre de 2017, las primeras cinco entidades concentraron el 66,1% del volumen, siendo el guarismo más elevado de los últimos diez años, y 5,5 puntos porcentuales mayor al promedio del decenio 2007-2016. Este

fenómeno, es un indicador indirecto de concentración entre las empresas importadoras, además de condiciones inadecuadas para evitar la concentración del sistema bancario.

### CONCENTRACIÓN COMERCIAL DE LAS OPERACIONES DE IMPORTACIÓN

(% de participación de las 5 primeras entidades)



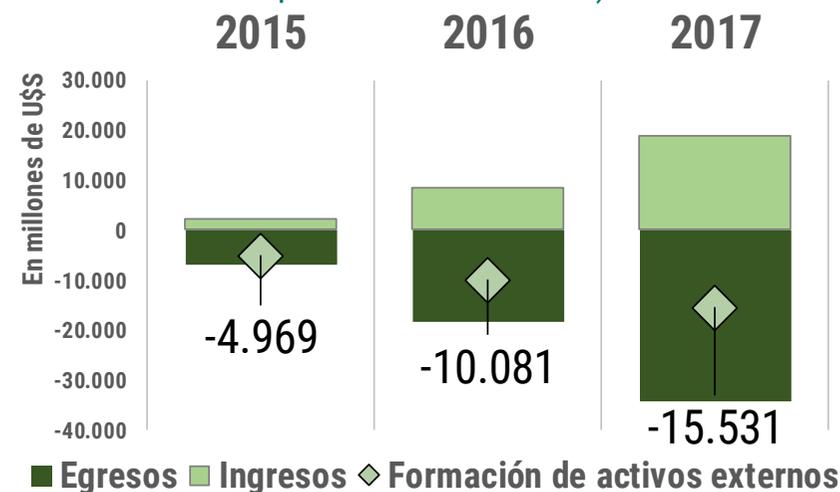
Fuente: elaboración propia, en base a datos del BCRA.

## EL ESTADO DEL (DES)BALANCE CAMBIARIO.

En el transcurso del 2017, y producto de las nuevas desregulaciones en materia económica-financiera, el proceso de fuga de capitales hacia el exterior ha alcanzado niveles elevados y claramente por encima de lo observado para los años previos. En 2016, se fugaron del país unos 9.951 millones de dólares y en el 2017 se fugaron otros 15.530 millones, solo en las primeras tres cuartas partes del año. Con esto, en el acumulado hasta septiembre el proceso de salida de capitales se aceleró un 54%, interanual. En relación al mismo período del 2015, la suba alcanza 212,5%.

Por su parte, en septiembre de este año las compras netas para formación de activos externos totalizaron USD 2.214 millones, más del doble (+103,5%) en comparación con igual mes de 2016.

## FORMACIÓN DE ACTIVOS EXTERNOS (en millones de U\$S, para el acumulado entre enero-septiembre de cada año)



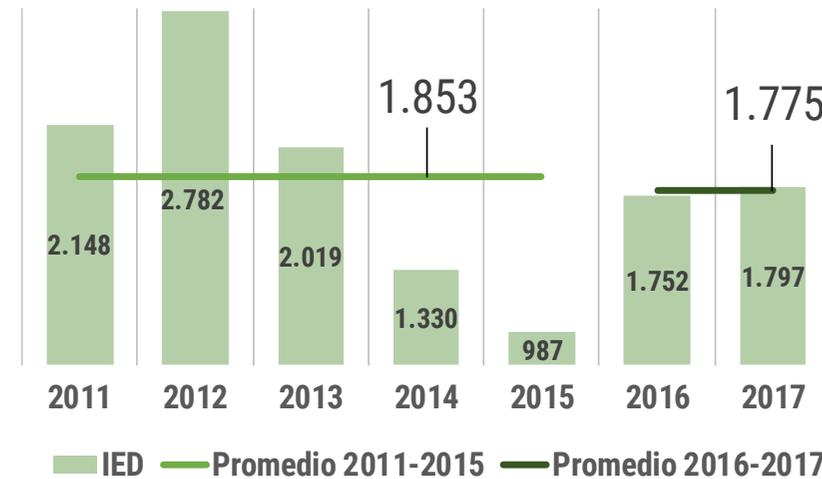
Fuente: elaboración propia, en base a datos del BCRA.

Como se puede advertir en el gráfico anterior, el flujo de salida de divisas se no solo se mantiene en niveles elevados, sino que además exhibe una dinámica creciente en los últimos meses, y en particular, desde la apertura del mercado cambiario. En los primeros nueve meses de 2017, el flujo neto de ingresos (ingresos menos egresos) llegó a decrecer 212,5% con respecto al mismo período de 2015, cuestión que pone en duda la efectividad de las nuevas regulaciones -primordialmente en el rubro financiero- derivadas de la liberación del mercado de cambios y las subsiguientes distensiones que se aplicaron

tanto para el acceso a la divisa extranjera como para los requisitos de permanencia mínima de los capitales en el país. Con respecto a esto último, si bien la entrada de capitales en concepto de inversiones de no residentes fue de 9.189 millones de dólares en el acumulado hasta septiembre del corriente año (interanual), de esta cifra solo el 19,6% se explica por inversión extranjera directa, en tanto que el 80,6% restante se debe a inversión de cartera, es decir, inversión especulativa aislada -al menos directamente- del funcionamiento de la economía real.

Respecto de la evolución de la inversión extranjera directa, se puede divisar que el 2017 (en sus primeros nueve meses) presenta una tendencia ligeramente superior a la de los años previos recientes (2014, 2015 y 2016), aunque se la percibe como regular en comparación con períodos de tiempo más extensos. Así, por ejemplo, a lo largo del período enero-septiembre del corriente año solo ingresaron al país en concepto de inversión extranjera directa (IED) unos 1.797 millones de dólares, esto es, solo un 2,6% más que el mismo período del 2016, pero un 11% menos que en igual lapso de 2013; 35,4% menos que en el 2012 y 16,3% menos que en 2011.

### INGRESOS Y EGRESOS DE DIVISAS POR IED (en millones de U\$S, para el acumulado entre enero-septiembre de cada año)



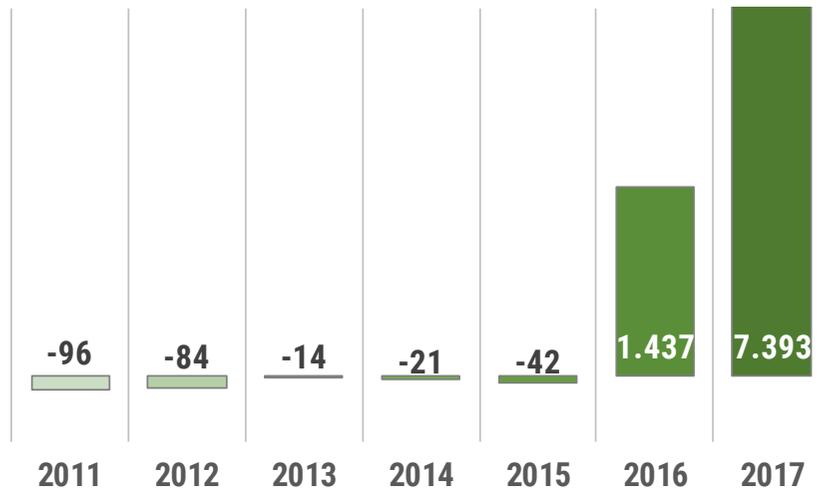
Fuente: elaboración propia, en base a datos del BCRA.

De este modo, el promedio de lo ingresado por IED en los dos últimos años (acumulado enero-septiembre) fue levemente inferior (-4,3%) respecto del promedio de los 5 años anteriores. En el bienio 2016/17 las entradas netas por inversión real llegaron a 1.775 millones de dólares, mientras que en el quinquenio 2011-2015 el flujo neto promedio anual fue positivo en USD 1.853 millones.

La inversión especulativa de corto plazo por su parte, presenta una evolución mucho más clara hacia el alza. Incluso, en el período 2011-2015 el flujo neto de ingresos de inversión de

cartera permaneció con saldos anuales levemente negativos.

### INVERSIÓN DE CARTERA (en millones de U\$, para el acumulado entre enero-septiembre de cada año)



Fuente: elaboración propia, en base a datos del BCRA.

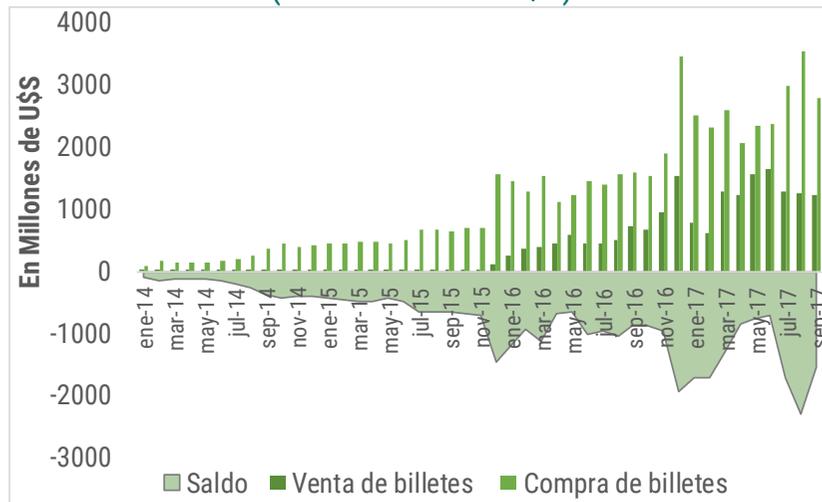
En 2016 en cambio, los saldos negativos se revirtieron y la llegada de inversiones de portafolio alcanzó los 1.437 millones de dólares en el acumulado hasta septiembre de ese año. En 2017, esta tendencia se acentúa en virtud de un saldo positivo de USD 7.393 millones, es decir, un crecimiento de 414,5% en relación a 2016. El mes de septiembre se denota un resultado de inversiones de cartera positivo en 1.978 millones de dólares (que representa una suba de 95,8% intermensual), de los

cuales, unos 850 millones fueron acreditadas directamente en moneda extranjera y para ser destinados principalmente a inversiones en Títulos del Tesoro Nacional.

### NO SE REDUCE EL ATESORAMIENTO EN MONEDA EXTRANJERA.

Uno de los principales canales por los cuales se direcciona el flujo de salidas netas de capitales es la compra de dólares billetes. Claro está, antes de diciembre de 2015, este canal estaba acotado a operaciones y montos determinados. La evolución que siguió a este año, se caracterizó por una creciente demanda de billetes foráneos, período en el cual distintos jugadores -principalmente de altos ingresos- se dedicaron a dolarizar sus carteras en un contexto de apreciación cambiaria financiada con endeudamiento externo.

## COMPRA/VENTA DE DIVISAS BILLETE POR EL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO (en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia, en base a datos del BCRA.

En el gráfico que precede se muestra la evolución de los flujos de ingresos netos de capitales producto de la compra-venta de billetes. Cabe mencionar, que en el último año se aceleró en proceso de compra de billetes, con respecto al 2016. En los primeros nueve meses del 2017, se fugaron del país por este canal unos 23.589 millones de dólares, un 85,4% más que en el mismo mes de 2016 (USD 12.726 millones). Por otro lado, en los últimos doce meses (en el acumulado desde octubre de 2016 hasta septiembre de 2017) la salida en concepto de compra de billetes alcanzó los 30.526 millones de dólares, el

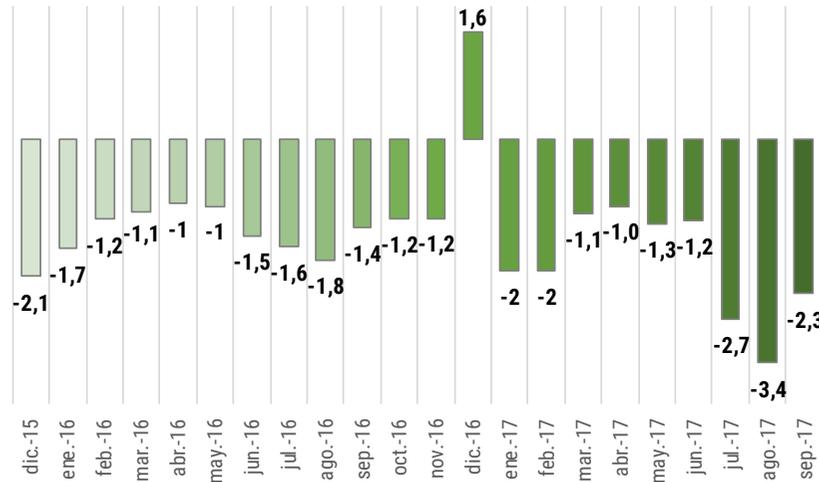
equivalente al 58,2% de las reservas del Banco Central. Por su parte, las ventas de billetes totalizaron los 14.845 millones de dólares, por lo cual el resultado neto de ingresos por esta vía se tornó deficitario en USD 17.294 millones.

Es dable destacar, que en las operaciones de compra de billetes de septiembre corriente participaron unos 900.000 clientes, de los cuales la gran mayoría (59%) fueron realizadas por montos superiores a los 10.000 dólares.

## FUGA TOTAL Y CONCLUSIONES.

Cuando se tienen en cuenta los flujos de salidas netas de flujos en concepto de Utilidades y Dividendos, se nota que los ingresos netos de capitales en el último año (acumulado octubre 2016-septiembre de 2017) resultaron negativos en 17.907 millones de dólares. Esta cifra representa aproximadamente el 35,6% de las reservas del BCRA (reservas del BCRA al día 29-09-2017). En tanto, bajo la consideración de lo acumulado desde el mes de diciembre de 2015, se advierte que salieron del país en concepto de Formación de Activos Externos (FAE), utilidades y dividendos unos 32.247 millones de dólares, un 64,2% de las reservas del BCRA al 29-09-2017.

## FUGA DE CAPITALES EN UTILIDADES, Y FORMACIÓN DE ACTIVOS EXTERNOS (en miles de millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia, en base a datos del BCRA.

En 2017 por su parte (desde enero pasado), el flujo de capitales se mantuvo deficitario en 17.109 millones de dólares, de los cuales 15.531 millones se deben a FAE y los 1.578 restantes se explican por utilidades y dividendos. Asimismo, se observa cierta tendencia a la aceleración de este proceso en los meses más recientes. En efecto, durante 2016 la fuga por los conceptos mencionados (FAE y utilidades y dividendos) promedió los 1.088 millones por mes, mientras que en 2017 (enero-septiembre) el promedio de fuga mensual alcanzó los 1.901 millones mensuales, es decir, un aumento en términos

porcentuales de 75%. Asimismo, el último trimestre (julio-septiembre de 2017) resultó particularmente intenso, con salidas promedio mensuales que alcanzaron los USD 2.816 millones.