

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS E IMPACTO MACROECONÓMICO DE LA FUGA DE CAPITALES EN ARGENTINA

Alejandro Gaggero*, Jorge Gaggero** y Magdalena Rúa**

Fecha de recepción: 29 de octubre de 2014. Fecha de aceptación: 15 de abril de 2015.

RESUMEN

El artículo analiza las principales características que asumió la fuga de capitales en Argentina desde el fin del régimen de convertibilidad, y las consecuencias que tuvieron en el plano macroeconómico. Utilizando los datos sobre formación de activos externos del país, se indagan los factores que incidieron en los episodios más importantes de salida de capitales, que en 2011 obligaron al Gobierno a implementar fuertes controles cambiarios para frenar la caída en las reservas del Banco Central.

Palabras clave: fuga de capitales, inflación, control cambiario, régimen de posconvertibilidad, mercado financiero.

Clasificación JEL: E31, E44, F21, G15.

THE PRINCIPAL CHARACTERISTICS AND MACROECONOMIC IMPACT OF CAPITAL FLIGHT IN ARGENTINA

Abstract

This paper analyzes the principal characteristics of capital flight in Argentina since the collapse of the convertibility regime and the macroeconomic consequences of this capital flight. Using data on the formation of foreign assets, this article researched the factors that played a role in the most significant episodes of capital flight, which in 2011 obliged the government to enforce strong currency exchange controls to curb the depletion of Central Bank reserves.

Key Words: Capital flight, inflation, currency exchange controls, post-convertibility regime, financial markets.

* Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas, Universidad Nacional de San Martín, Argentina. Proyecto "Systems of Tax Evasion And Laundering (STEAL)", Research Council of Norway (NUPI). Correo electrónico: agagge@yahoo.com; ** Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina. Correos electrónicos: jgaggero@cefid-ar.org.ar y magdalenarua@hotmail.com, respectivamente.

PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES ET IMPACT MACROÉCONOMIQUE DE LA FUIITE DE CAPITAUX D'ARGENTINE

Résumé

L'article analyse les principales caractéristiques qu'a adopté la fuite de capitaux hors d'Argentine depuis la fin du régime de convertibilité et les conséquences qui en ont découlé sur le plan macroéconomique. En utilisant les données sur la constitution d'actifs externes au pays, on recherche les facteurs qui sont intervenus dans les épisodes les plus importants de sortie de capitaux, lesquels en 2011 ont obligé le gouvernement à mettre en place un fort contrôle des changes pour freiner l'effondrement des réserves de la Banque centrale.

Mots clés: fuite de capitaux, inflation, contrôle des changes, régime de post-convertibilité, marché financier.

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS E IMPACTO MACROECONÔMICO DA FUGA DE CAPITAIS NA ARGENTINA

Resumo

O artigo analisa as principais características que apresenta a fuga de capitais na Argentina desde o fim do regime de conversibilidade, y as consequências que tiveram no plano macroeconômico. Utilizando dados sobre formação de ativos externos do país, se indaga sobre os fatores que tiveram incidência nos episódios mais importantes de saída de capitais, e que em 2011 obrigaram ao Governo a implementar fortes controles cambiários para frear a queda nas reservas do Banco Central.

Palavras-chave: fuga de capitais, inflação, controle cambiário, regime de pós-conversibilidade, mercado financeiro.

阿根廷资本外逃的主要特征及其宏观经济影响

摘要:

本文对阿根廷兑换制度结束以来该国资本外逃的主要特征及其在宏观经济领域造成的后果进行分析。本文利用该国的国外资产形成数据,对影响资本外逃的因素进行了深入探究,尤其是资本外逃最为显著的时期,其中2011年阿根廷政府被迫实施强有力的外汇管制政策以遏制中央银行储备的耗竭。

关键词: 资本外逃, 通货膨胀, 外汇管制, 后兑换制度, 金融市场

INTRODUCCIÓN

Desde la década de 1970 la fuga de capitales ha constituido una restricción estructural para el desarrollo de América Latina. Entendida, en forma amplia, como la salida de capitales de residentes de un país, originada en el intento de escapar de regulaciones estatales o de los efectos de políticas públicas (Epstein, 2005),¹ la fuga trae aparejadas consecuencias económicas y sociales negativas. En primer lugar, se trata de un flujo de capitales que deja de ser invertido en el país de origen y, por lo tanto, no incrementa su capacidad productiva ni su fortaleza financiera (Pastor, 1990). Las secuelas aparecen agravadas por el hecho de que las principales perjudicadas por el fenómeno son economías no desarrolladas, que suelen enfrentar dificultades para aumentar sus niveles de inversión. Por lo tanto, la fuga también incrementa las necesidades de endeudamiento en el exterior de estos países y los costos de hacerlo (Cuddington, 1986; Basualdo y Kulfas, 2002).

Si bien no toda la fuga es necesariamente ilegal, la evidencia recabada para Latinoamérica muestra que una proporción relevante de ella está vinculada a actividades ilícitas o, en el caso de las legales, asociada algún tipo de evasión impositiva (Barkin y Alvarichevsky, 1989; Gunter, 1991). Esto deteriora, por un lado, la situación fiscal de los países que la padecen y, por el otro, tiene un efecto regresivo en la distribución del ingreso, ya que la evasión de las empresas y de las personas de altos ingresos atenta contra una mejora en la distribución primaria a través de las políticas sociales estatales (Gaggero *et al.*, 2007).

En Argentina la importancia de la fuga de capitales –mayor que en otros países de la región– se vio potenciada debido a los episodios crónicos de *restricción externa* –escasez de divisas– durante la segunda mitad del siglo xx. Si bien tuvo un rol relevante en las crisis de balanza de pagos que experimentó el país hasta la primera mitad de la década de 1970, fue a partir de la desregulación del sector financiero implementada por el ministro José Alfredo Martínez de Hoz (1976-1981), que la fuga de capitales se transformó en un problema estructural, especialmente importante durante los periodos de crisis agudas, como fueron los de 1980-1982 y 1989.

Las reformas estructurales de inicios de los años noventa acentuaron de modo sustancial el grado de apertura financiera del país al mundo, reduciendo notablemente los costos de entrada (y salida) de capitales hacia (y desde) la

¹ Esta salida de capitales puede volcarse a la adquisición de activos físicos –por ejemplo, inversiones directas en empresas o inmobiliarias– o financieros –divisas, títulos, acciones, entre otros (Schneider, 2002; Basualdo y Kulfas, 2002).

economía nacional. La convertibilidad del peso fue otra reforma central de esa década, que además de fijar por ley la paridad del peso con el dólar, obligó a que la masa monetaria circulante estuviera respaldada por las reservas del Banco Central. Esta medida, junto a una agresiva apertura comercial, llevó a un fuerte déficit y a la consiguiente salida de divisas. Como contrapartida, durante la década se incrementaron dos flujos de entrada que compensaban —sólo parcialmente— la pérdida de divisas vía comercio: el endeudamiento externo y, en menor medida, la inversión extranjera directa.

La expectativa de los responsables de la política económica consistía en que la apertura financiera propiciara la entrada de inversiones extranjeras que permitieran solucionar la *restricción externa* durante las décadas precedentes. Sin embargo, durante la segunda mitad de la década de los noventa la fuga de capitales tuvo un rol central en la crisis del régimen de convertibilidad, ya que profundizó aún más el problema externo del país. La incertidumbre acerca de la sostenibilidad del modelo económico derivó en un aumento del flujo de salida de capitales cuyo pico se produjo en el año 2001, cuando la fuga superó los 20 mil millones de dólares, y ello terminó de sepultar al régimen de convertibilidad.

Durante los primeros meses de 2002 el escenario parecía anticipar un nuevo periodo de inflación alta e inestabilidad cambiaria, rasgos que habían sido centrales en las crisis económicas de la década de 1980 (la llamada “década perdida de América Latina”). Sin embargo, el derrumbe del régimen de convertibilidad dio inicio a un esquema macroeconómico que logró generar un fuerte crecimiento durante los años siguientes. La política económica dio un brusco giro con respecto al modelo de convertibilidad, y se basó en un tipo de cambio alto e importantes “superávits gemelos” (fiscal y comercial).²

Durante el lustro posterior el fuerte crecimiento económico fue compatible con una prolongada estabilidad cambiaria y una rápida recomposición en las reservas del Banco Central, un fenómeno inédito en los últimos 30 años de una economía marcada —como ya se señaló— por la escasez crónica de divisas y periódicas crisis cambiarias. Sin embargo, durante la segunda mitad de la década, la fuga de capitales volvió a adquirir una importancia central. En 2007-

² En el plano fiscal el progreso en los ingresos resultante de la recuperación económica y del mantenimiento y la ampliación de los tributos “extraordinarios” —junto con una prudente administración del gasto público, que sufrió una importante caída en términos reales como consecuencia de la propia crisis— llevó rápidamente al superávit. El “ajuste fiscal consolidado” logrado alcanzó el orden de los 5 puntos del PIB; se pasó de un déficit primario consolidado algo superior a 1 punto de PIB a un excedente promedio de 4 puntos durante el bienio 2003-2004 (Gaggero y Grasso, 2005).

2008 y 2011, se produjeron dos notables “picos” de fuga de capitales que derivarían en la adopción de políticas restrictivas a la adquisición de divisas y, finalmente, en una fuerte devaluación de la moneda durante 2014. A diferencia de lo sucedido en los “picos” de fuga de las dos décadas precedentes, estos episodios se registraron en un contexto de crecimiento económico, superávit comercial y bajo nivel de endeudamiento externo.

El presente artículo se propone analizar las principales características de los procesos de fuga de capitales durante la posconvertibilidad y las consecuencias que tuvieron en el plano macroeconómico. Para lograrlo, se elaboró una serie estadística sobre la formación de activos externos, medidos a través del Balance Cambiario del Banco Central de la República Argentina.³

El texto se ordena de la siguiente forma: en el primer apartado se realiza una breve reseña de la fuga de capitales que marcó el final del régimen de convertibilidad y se exponen los principales cambios macroeconómicos ocurridos a partir de la devaluación de 2002. A continuación, se analiza la salida de capitales que reaparece durante el año 2007. En el tercer apartado se aborda la fuga del año 2011 y los efectos que generó a nivel macroeconómico y en la política cambiaria. Por último, se presentan las conclusiones, donde se rescatan las características centrales que asumió este fenómeno durante la última década y se las analiza en función de los “picos” de fuga precedentes.

EL ROL DE LA FUGA DE CAPITALES EN LA CRISIS DE LA CONVERTIBILIDAD

El régimen de convertibilidad y las reformas estructurales que lo acompañaron tornaron a la economía argentina más dependiente de los flujos internacionales de capitales. El sistema de “caja de conversión” —el eje central de la política económica aplicada durante la década de 1990—, si bien logró reducir y estabilizar el nivel de inflación derivó en una fuerte apreciación del peso que tuvo

³ La *fuga* fue calculada tomando el dato de “Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero” —a partir de las compras de dólares registradas en el Mercado Único y Libre de Cambios—, y luego restándole la variación de depósitos de dólares de los bancos en el Banco Central. Esto se hace porque, siguiendo a Damill y Frenkel (2009), se asume que parte de las compras de divisas que se realizan en el mercado cambiario se destinan hacia depósitos en dólares en los bancos locales y, una fracción de esos fondos, se canalizan hacia el BCRA como encajes. Cabe señalar que este método, al recurrir a información del mercado cambiario oficial, captura solamente la porción lícita de la fuga de capitales, excluyendo las salidas originadas en mecanismos como la subfacturación de exportaciones y la sobrefacturación de importaciones.

importantes efectos sobre la estructura económica. La convertibilidad ataba la circulación monetaria a las reservas de divisas en poder del Banco Central.

Durante los primeros años, el éxito en el control de la inflación y las oportunidades de inversión que abrió el amplio programa de privatizaciones lograron revertir el fuerte flujo de salida que había primado durante los años previos. Pero la sobrevaluación del peso y una agresiva apertura comercial generaron fuertes *déficits* en la balanza comercial, que llevaron al país a una extrema dependencia del endeudamiento externo y del arribo de capitales, para intentar sostener el nivel de actividad económica.

Durante el primer lustro el crecimiento de la deuda fue motorizado principalmente por el sector privado, que explicó el 70% del incremento de las obligaciones externas (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005), aprovechando la desregulación financiera que se había implementado recientemente y la alta liquidez internacional. El esquema entró en crisis a mediados de la década, cuando el contagio de la crisis mexicana provocó una salida masiva de capitales, mostrando por primera vez la debilidad del régimen macroeconómico frente a problemas en el acceso al mercado financiero internacional. Como consecuencia de este proceso, el país experimentó una fuerte caída en las reservas, un aumento en las tasas de interés y una intensa recesión. Sin embargo, el gobierno logró estabilizar la situación con relativa rapidez gracias a un paquete de ayuda acordado con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Luego de superado el “efecto tequila” y tras dos años de fuerte crecimiento, la economía volvió a entrar en recesión en el segundo semestre de 1998. Las crisis asiáticas y rusa afectaron el financiamiento del importante déficit de cuenta corriente que mantenía el país. La devaluación que llevó adelante Brasil, el principal destino de sus exportaciones, agudizó el déficit comercial. Por el lado financiero, el aumento del peso de los intereses de la deuda acrecentó el déficit fiscal, obligando al Estado a endeudarse en peores condiciones.

La decisión del gobierno de Carlos Saúl Menem, primero, y Fernando de la Rúa después, fue mantener al régimen de convertibilidad a como diera lugar. Se implementó entonces una política fiscal contractiva, con el objetivo de lograr el equilibrio de las cuentas públicas y que esto provocara una baja en la prima de riesgo, un mayor ingreso de capitales y, por último, una caída en las tasas de interés locales. Los recortes del gasto y el aumento de impuestos no sólo no lograron reabrir el canal del crédito, sino que reforzaron la caída en la actividad. En paralelo, continuó el aumento del endeudamiento —esta vez traccionado por el sector público— que llegó a representar el 60% del Producto Interno Bruto (PIB) antes del estallido de la convertibilidad.

Durante el año 2001 se produjo una fuerte aceleración de la fuga de capitales que derivó en medidas de emergencia y, pocos meses después, en el fin del régimen de convertibilidad. Según información recopilada por una comisión parlamentaria, la salida de capitales durante ese año fue de 29.900 millones de dólares,⁴ lo que provocó una fuerte caída en las reservas internacionales. Pero el efecto más desestabilizador se produjo en el sistema financiero, ya que los depósitos totales cayeron 16%, comprometiendo seriamente la liquidez de los bancos. Para detener la fuga, el gobierno puso en práctica a principios de diciembre el llamado “corralito”, limitando la extracción de depósitos del sistema. Pese a esta medida, la liquidez de los bancos cayó de modo permanente, “por goteo”, ya que muchos depositantes encontraron formas legales de vencer la prohibición a través de las llamadas cuentas salariales y otros recursos. En diciembre de 2001, en el contexto de una fuerte crisis política y económica, el país declaró la suspensión de los pagos de una porción importante de la deuda externa; y unas semanas más tarde el gobierno provisional de Eduardo Duhalde decretó formalmente el fin de la convertibilidad, dando inicio a una serie de devaluaciones que en poco acumularon una depreciación del peso del orden del 200%.

Luego de la devaluación la nueva gestión económica debió implementar, ante la escasez de divisas, la pesificación compulsiva de los depósitos en dólares. Durante los primeros meses de 2002 el escenario parecía anticipar un nuevo periodo de inflación alta e inestabilidad cambiaria, rasgos centrales de las crisis económicas de la década de 1980. Por el contrario, la salida de la convertibilidad dio inicio a un esquema macroeconómico basado en un tipo de cambio real alto, más superávit fiscal y comercial, que generó durante el lustro siguiente fuertes ritmos de crecimiento con un bajo nivel de inflación. Para asegurar una razonable evolución de los precios fue fundamental la estabilización del tipo de cambio, la cual a su vez se alcanzó gracias a un conjunto de medidas que incluyeron la exigencia a los exportadores de liquidar divisas en el mercado interno y el restablecimiento de controles a la entrada y salida de capitales.

Una vez estabilizado el mercado cambiario las expectativas de mayor depreciación cedieron (Damill y Frenkel, 2009; Amico, Fiorito y Zelada, 2012). A partir de 2003 comenzaron a llegar capitales del exterior, lo cual sumado al superávit comercial permitió al Banco Central intervenir activamente para evitar la apreciación del peso, acumulando reservas de modo acelerado. Cuan-

⁴ La Comisión Especial Investigadora sobre Fuga de Divisas de la Cámara de Diputados, creada a inicios de 2002, permitió obtener información detallada –inusualmente accesible– sobre la fuga de capitales de 2001, a través del análisis sobre las transferencias realizadas por residentes desde el país al exterior.

do logró estabilizarse el valor del dólar, se estableció un mercado único y libre de cambios, con muy pocas restricciones a la adquisición de divisas.

El *default* decretado en 2001 permitió que durante los primeros años posteriores a la crisis el país redujera notablemente los desembolsos al exterior en concepto de pago de intereses.⁵ Luego de la emisión de bonos que el Estado realizó para compensar a ahorristas, deudores y bancos por la devaluación, la deuda pública total ascendía en 2003 a casi 180 mil millones de dólares (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005: 217). Dos años más tarde el país diseñó una reestructuración que implicó una quita superior al 60% del pasivo *defaulteado* y logró que casi tres cuartas partes de la deuda ingresara al canje. Gracias al éxito del proceso, el *stock* total de deuda pública disminuyó en unos 67 mil millones de dólares, cayendo del 139 al 73% del PIB, reduciendo al mismo tiempo el riesgo cambiario ya que casi la mitad de los nuevos títulos fueron emitidos en moneda nacional (Nemiña, 2012).

LA REACTIVACIÓN DE LA FUGA DURANTE 2007-2008

El primer “pico” de fuga de capitales luego de la estabilización macroeconómica se inició en el segundo trimestre de 2007 y se potenció casi un año más tarde. Tres factores explican el fenómeno: uno asociado al impacto del panorama externo y los otros dos vinculados a problemas locales.

La crisis financiera internacional comenzó en julio-agosto de 2007 en Estados Unidos, donde se manifestaron los primeros problemas con las hipotecas *subprime*. Aunque lo peor llegaría en septiembre de 2008, con la quiebra de Lehman Brothers, la urgente venta de Merrill Lynch al Bank of America y los rescates masivos de entidades financieras. Se desató entonces la extensión global de la crisis financiera. Los mercados mundiales entraron en pánico, lo cual impulsó la aceleración de las salidas de capitales en los países “emergentes” como consecuencia de la generalización del fenómeno del “vuelo a la calidad” (centralmente, hacia el dólar y los bonos del Tesoro de Estados Unidos). Esto afectó a la casi totalidad de los países de la región y del “Sur” del mundo. El portafolio de los inversores tendió a dolarizarse, puntualmente, a escala global (Gaggero, Kupelian y Zelada, 2010).

⁵ Este flujo pasó de representar casi el 4% del PIB en 2001 a sólo 1.3% en 2004. Sin embargo, tal como sostienen Damill, Frenkel y Rapetti (2005: 215), el efecto fiscal fue mucho más importantes de lo que sugieren esas cifras, debido al efecto de la devaluación. Los autores estiman que, de no mediar el *default*, el monto de los intereses habría ascendido al 10% del PIB.

Sin embargo, en el caso argentino el “pico” de *fuga* no puede explicarse sólo por la crisis internacional. Durante los primeros meses, esta última fue “benevolente” con los mercados emergentes⁶ –por ejemplo, llevó a un aumento de los precios de los *commodities*– y el contagio financiero se produjo principalmente a partir de septiembre de 2008: este fenómeno sí da cuenta del empeoramiento del proceso de la *fuga* durante el tercer trimestre de ese año, pero parece insuficiente para explicar el incremento de 2007. Los precios de los bonos argentinos se despegaron del resto de los correspondientes a los mercados emergentes iniciando una abrupta caída a partir de abril de 2007, es decir, antes de la extensión global de la crisis (Damill y Frenkel, 2009).

A nivel interno, el aumento de la inflación que se produjo a partir de 2007 redujo los rendimientos de las inversiones en herramientas financieras en pesos, constituyendo un incentivo para la compra de dólares como reserva de valor. Cabe señalar que el aumento de precios de ese año se dio en un contexto de tasas de interés relativamente bajas.⁷

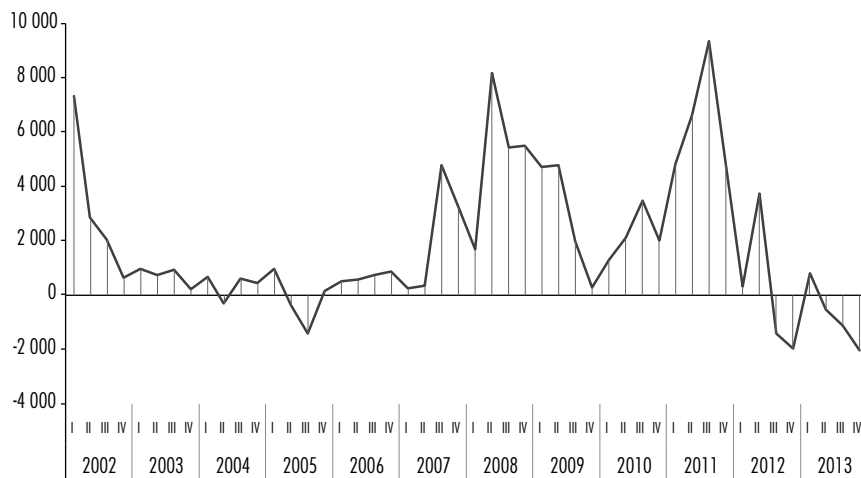
Por otra parte, las modificaciones que se introdujeron a principios de 2007 en la metodología de medición del Índice de Precios al Consumidor (IPC) del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) tuvieron un impacto adicional. En enero de 2007 se implementaron cambios en el diseño muestral del IPC,⁸ que resultaron en mediciones oficiales de inflación sistemáticamente más bajas que las elaboradas por los organismos de estadística provincial (cuya evolución tendía a coincidir, hasta el momento de las modificaciones, con el IPC del INDEC). La evolución del índice oficial nacional implicó entonces una reducción significativa en la rentabilidad de bonos soberanos argentinos y otras herramientas financieras indexadas, lo cual derivó en una caída de los depósitos en pesos ajustados por la inflación y la disminución del plazo medio de los depósitos (por ejemplo, Levy Yeyati *et al.*, 2012).

⁶ “A lo largo del primer año de desarrollo de la crisis, más precisamente, entre julio de 2007 y comienzos de septiembre de 2008, las primas de riesgo país registradas por el EMBI+ se incrementaron gradualmente unos 150 puntos básicos. Esto representaba un comportamiento bastante robusto de los activos de los mercados emergentes porque las primas de riesgo país de 320 pb (EMBI+) a comienzos de septiembre de 2008, luego de un año de crisis financiera, eran semejantes a los buenos momentos de la década de los noventa. El comportamiento de los bonos latinoamericanos resultaba aún mejor. Por ejemplo, entre julio de 2007 y comienzos de septiembre de 2008, la prima de riesgo país de Brasil se incrementó gradualmente unos 100 puntos básicos” (Damill y Frenkel, 2009: 10).

⁷ Las tasas de interés que ofrecían los bancos por depósitos a 30 días se mantuvieron por abajo del 10% durante casi todo el 2007. Por otro lado, las estimaciones no oficiales sobre la inflación para 2007 muestran que la misma se habría más que duplicado con respecto al año anterior, superando el 20% (Damill y Frenkel, 2009).

⁸ Para ampliar, véase Plan Fénix (2012).

Gráfica 1. Evolución trimestral de la *Fuga de Capitales* a través del Mercado Único Libre de Cambios, Argentina, 2002-2013, en millones de dólares corrientes



Fuente: elaboración propia con base en Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 1. Fuga de capitales en relación al PIB

<i>Periodo</i>	<i>Fuga de capitales (millones de U\$S)</i>	<i>PIB (millones de U\$S PPP)</i>	<i>Fuga de capitales en relación al PIB (PPP)</i>
2002	12 879	384 912	3.35%
2003	2 826	427 744	0.66%
2004	1 414	478 672	0.30%
2005	-659	539 657	-0.12%
2006	2 695	602 826	0.45%
2007	8 617	668 163	1.29%
2008	20 777	702 219	2.96%
2009	11 771	707 905	1.66%
2010	8 892	784 280	1.13%
2011	25 628	867 601	2.95%
2012	662	890 259	0.07%
2013	-2 874	929 594	-0.31%

Fuente: elaboración propia con base en la base de información del BCRA y del FMI.

El tercer factor que incidió en el “pico” de fuga está vinculado a la dinámica política y social del país, particularmente al enfrentamiento entre el gobierno y las asociaciones que representan al grueso de los productores agropecuarios del país. Ante la subida del precio de los *commodities* agrícolas exportables que tuvo lugar durante la segunda mitad de 2007, en marzo del año siguiente el gobierno sancionó un sistema de retenciones sobre las exportaciones que ataba su aumento (o disminución) a la evolución de los precios internacionales (denominado *sistema de retenciones móviles*).

La oposición activa a esta medida por parte de las principales entidades agrarias dio lugar a un *lock-out* patronal, movilizaciones y cortes de rutas, que duraron casi 100 días. Estas organizaciones lograron interrumpir buena parte de la distribución de productos agropecuarios, lo que acarrió aumentos en el precio de los alimentos e incluso desabastecimiento en algunas zonas del país. En el mes de julio, el gobierno envió al Parlamento la propuesta de ley para que fuese tratada. Tras un empate en la Cámara de Senadores la votación fue definida por el vicepresidente, quien se pronunció contra la iniciativa presentada por su propio gobierno. Luego del tratamiento legislativo, el Ejecutivo se vio obligado a dar marcha atrás con su propuesta. Este conflicto generó un clima de gran enfrentamiento político con la consecuente incertidumbre sobre la liquidación de divisas por parte de los productores agropecuarios –uno de los ejes centrales del superávit comercial y la acumulación de reservas del Banco Central–, que tendieron a deteriorar las expectativas acerca del futuro de la economía y estimularon la salida de capitales (Ferrer, 2008).⁹

El análisis de la segmentación del universo de las personas o empresas que adquirieron activos externos de libre disponibilidad durante este periodo indica que en el “pico” de fuga de 2008 fue importante el papel de los grandes actores económicos (véase cuadro 1). Sin embargo, como se verá más adelante, la importancia de los compradores medianos y pequeños –especialmente los que adquirieron entre mil y 20 mil dólares anuales– tendió a incrementarse durante los años posteriores, llegando a jugar un rol importante en el “pico” de fuga de 2011.

⁹ Otra medida de política relevante que habría tenido algún impacto en el nivel de la fuga fue la presentación en octubre y la aprobación en noviembre del proyecto de ley que determinó la unificación bajo un nuevo régimen estatal de “reparto” del “Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones”, eliminando el régimen de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP).

Cuadro 2. Demanda de activos externos de libre disponibilidad - Personas físicas y jurídicas, Argentina, 2007-2011 (en porcentaje del valor de las operaciones totales anuales)

<i>Montos de billetes y divisas demandados por personas físicas y jurídicas</i>					
<i>Período</i>	<i>< 1 000</i>	<i>[1 000; 20 000)</i>	<i>[20 000; 50 000)</i>	<i>[50 000; 100 000)</i>	<i>> 100 000</i>
2007	5	30	11	7	47
2008	4	28	10	6	52
2009	6	38	9	6	41
2010	7	40	9	6	38
2011	5	41	10	7	37

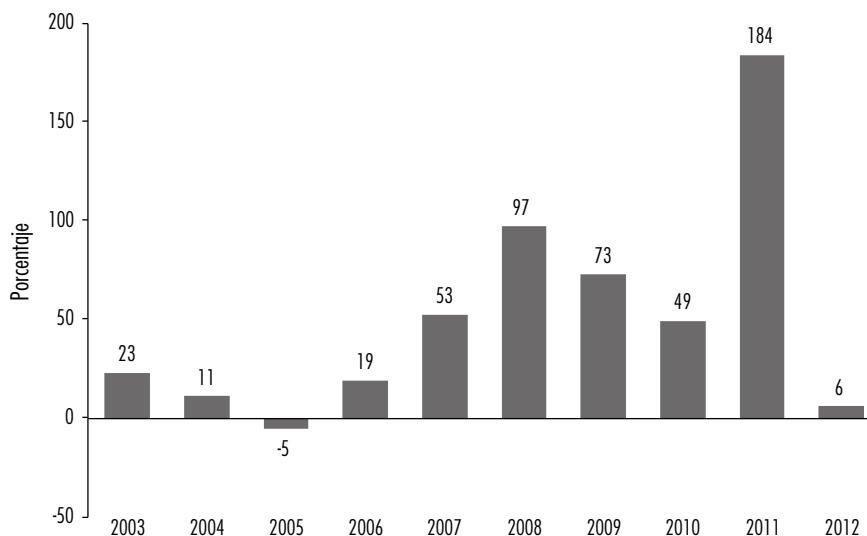
Nota: Cabe aclarar que los porcentajes que muestra el cuadro surgen de sumar, para los 12 meses, el monto operado en cada mes para cada uno de los estratos considerados. A saber, cada individuo es clasificado en uno o más estratos según el monto operado en cada mes.

Fuente: elaboración propia sobre la base de información del Banco Central de la República Argentina.

El aumento del nivel de la fuga *de capitales* no llevó a una caída en las reservas debido a la magnitud que tenía el superávit de la balanza comercial. La proporción de la fuga en relación a los dólares que seguían entrando al país como consecuencia del saldo comercial positivo saltó, sin embargo, al 53% en 2007 y al 97% un año más tarde (véase gráfica 2). El buen desempeño del comercio exterior no sólo financió la fuga, sino que incluso permitió que las reservas del Banco Central continuaran aumentando durante el año 2007, mientras que un año más tarde ya no crecieron aunque se mantuvieron estables. Como se verá, esto cambiará durante el “pico” de 2011.

Un punto a destacar aquí es el de la composición de los activos a través de los cuales se produjo la fuga *de capitales*. A lo largo de toda la década la compra de billetes siempre fue superior al resto de las formas que asume la salida de capitales, lo cual significa que la fuga ha estado asociada a activos de alta liquidez y bajo riesgo (véase gráfica 1). En el “pico” de 2008 también fue muy importante la fuga a través de “otras inversiones”, vale decir, las inversiones de cartera en el exterior (participaciones accionarias, bonos, y otras).

Gráfica 2. Relación entre fuga de capitales y balanza comercial, Argentina, 2003-2012
(en porcentajes)



Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco Central de la República Argentina.

LA FUGA ENTRE PRINCIPIOS DE 2010 Y EL INICIO DE LOS CONTROLES

Luego de que en el segundo trimestre de 2008 alcanzara los 8 mil millones de dólares (véase gráfica 1), la *fuga* bajó aunque se mantuvo en niveles altos —superiores a los 4 mil millones de dólares— hasta mediados del año siguiente. En la segunda mitad de 2009 la serie experimentó una caída abrupta, para volver a subir durante 2010, aunque todavía a niveles moderados.

Desde el inicio de 2010 se verificó un aumento de la salida de capitales, que se aceleró todavía más durante el año siguiente: en el tercer trimestre la serie alcanzó su punto máximo (9 mil millones de dólares). Durante todo el año 2011 la *fuga* superó los 25 mil millones de dólares, obligando al gobierno a implementar una batería de controles cada vez más estrictos sobre el mercado cambiario.

El “pico” de 2011 muestra características diferentes al registrado entre 2007 y 2008. Su origen estuvo vinculado en forma más estrecha a la coyuntura política y económica interna; en especial, a las expectativas acerca de una eventual futura devaluación del tipo de cambio. La recesión de 2009 había

reducido sustancialmente la inflación y aumentado la entrada de dólares a través del superávit, debido a la baja de las importaciones. Una vez superada la caída en la actividad comenzó un proceso de apreciación cambiaria, originado en tasas de inflación que superaban holgadamente a las tasas de devaluación nominal (siendo 2010 el año en que esa diferencia se hace más importante, véase gráfica 3). La recuperación económica provocó también un aumento de las importaciones que redujo el superávit comercial, aunque el mismo se mantuvo siempre positivo y por encima de los 9 mil millones de dólares.¹⁰ Frente a este panorama, y a la inexistencia de plan alguno tendiente a moderar los aumentos de precios, comenzó a instalarse en la prensa especializada “la convicción” de que el gobierno terminaría devaluando.

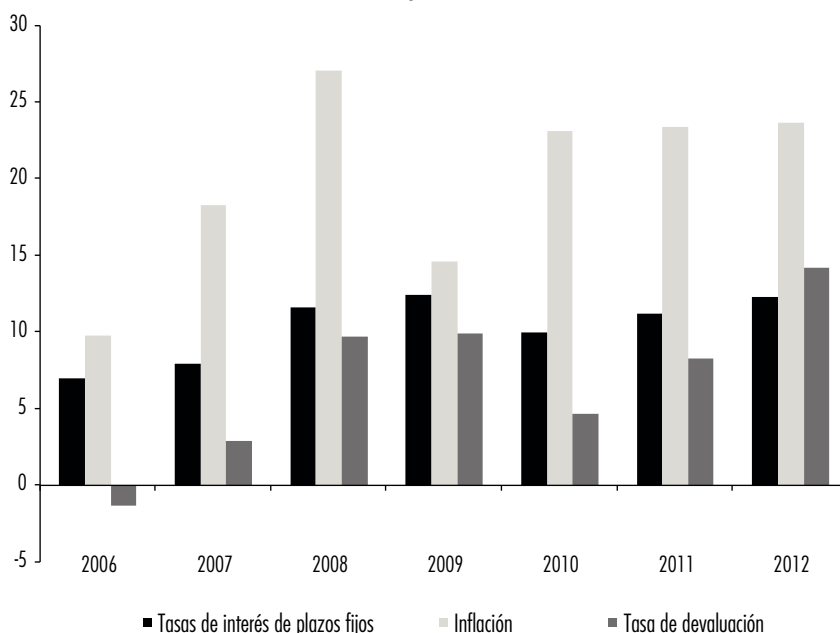
Por otra parte, luego del “pico” de 2008 el Banco Central logró aumentar sus reservas, pero a un ritmo mucho menor que durante el periodo anterior; debido a que una porción considerable de las divisas que entraban al país merced al superávit comercial salían vía fuga de capitales: ese año el monto de la fuga representó casi la totalidad del excedente comercial, mientras que 2009 el 73% y un año más tarde el 49% (véase gráfica 2).

Más allá de la apreciación cambiaria, el año 2010 también fue el de la reaparición de tasas de interés reales muy negativas. Esto se produjo porque, frente al repunte de la inflación —que a partir de ese año volvió a superar el 20%—, las tasas de interés nominales recibidas por los depositantes en el sistema financiero local continuaron en un nivel bajo: alrededor de 10% anual por un plazo fijo en pesos a más de 60 días de plazo (véase gráfica 3). En un contexto de creciente apreciación del peso, se generó un fuerte incentivo para que la población ahorrara en moneda extranjera.

Otra diferencia relevante con respecto al “pico” previo fue que en esta oportunidad las personas físicas y jurídicas de mayor poder de compra parecen haber tenido un papel menos relevante. En 2008, el 52% de las adquisiciones de moneda extranjera se explicaban por individuos o empresas que compraron más de 100 mil dólares por mes, mientras que tres años más tarde este segmento disminuyó su participación al 37%. En la hipótesis planteada, la expectativa de una devaluación de la moneda local, habría inducido a una “dolarización preventiva” de ahorros, que se fue masificando a lo largo del tiempo hacia ahorristas de las clases medias-altas y medias. Además de las condiciones macroeconómicas, este fenómeno se vio potenciado por las experien-

¹⁰ Una vez que la apreciación cambiaria comenzó a tener efectos en la balanza comercial, el gobierno comenzó a aplicar medidas que tendieron a restringir importaciones con el objetivo de mantener el superávit.

Gráfica 3. Tasas de interés, devaluación e inflación, Argentina, 2006-2012



Nota: para el dato de inflación se tomó el Índice de Precios al Consumidor del INDEC para 2006. Para el periodo 2007-2012 se utilizó el Índice de Precios al Consumidor- 9 provincias que publica el Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (CIFRA).

Fuente: elaboración propia con base en Banco Central de la República Argentina, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos y CIFRA.

cias previas de la población en materia de crisis cambiarias durante las últimas décadas, lo cual dio lugar a una subjetividad económica muy “sensible” ante el riesgo de variaciones bruscas en el tipo de cambio.¹¹

El contexto político fue también un factor relevante, que se combinó con los ya mencionados para desatar el “pico” de *fuga*. En octubre de 2011 se llevaron adelante las elecciones presidenciales –que determinaron la reelección de la presidenta Cristina Fernández de Kirchner–, lo cual incidió en la aceleración de la salida de capitales durante los meses precedentes. Los periodos

¹¹ Cabe destacar que las devaluaciones de los años 1975-1976, 1982, 1989 y 2002, implicaron un fuerte perjuicio para los sectores con ahorros en pesos en el sistema financiero local, lo cual contribuyó a la dolarización parcial de ciertas actividades económicas, entre ellas, el ahorro (Bresser Pereira y Ferrer, 1991).

previos a comicios importantes suelen constituir en Argentina momentos de incertidumbre en el plano económico-financiero, en los que priman las decisiones de inversión más conservadoras, debido a la posibilidad de eventuales cambios en la política económica en curso. Sumado a esto, durante la segunda mitad de 2011 estaba ya instalada en buena parte de la prensa la idea de que la moneda estaba sobrevaluada y que el gobierno tomaría alguna definición –léase, como mínimo, “una devaluación moderada”– luego de las elecciones. Este proceso contribuyó al incremento de las compras de divisas, que fue más importante en el segmento de los pequeños y medianos ahorristas.

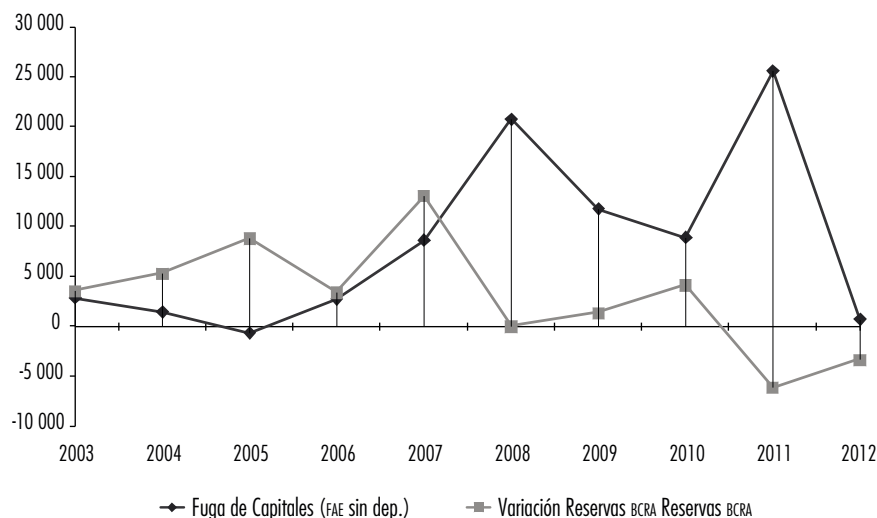
El episodio de salida acelerada de capitales del año 2011 tuvo consecuencias más importantes que los anteriores. En primer lugar, su magnitud prácticamente duplicó el superávit comercial (184%) (véase gráfica 2), llevando al Banco Central a perder alrededor de 5 mil millones de dólares sus reservas durante el año; a partir de junio de 2011, éstas cayeron de forma sostenida durante los 30 meses siguientes. En diciembre de 2013 alcanzaron un valor de 30.599 millones de dólares, casi equivalente al registrado en octubre de 2006 durante la fase ascendente de acumulación de reservas (véase gráfica 5).

La evolución del proceso de *fuga* y sus impactos en las reservas del Banco Central llevaron al gobierno a establecer, a partir de octubre de 2011, una serie de cambios normativos orientados a limitar fuertemente la adquisición y el manejo de moneda extranjera por parte de los particulares y las empresas, con el objeto de frenar el drenaje de divisas hacia el exterior.¹² Pueden distinguirse cuatro tipos de medidas: límites a la compra de divisas para atesoramiento y para turismo, regulaciones para el giro de divisas al exterior por parte del sector privado, distintos controles a las actividades financieras (vinculadas a los préstamos hipotecarios y el uso de tarjetas de crédito) y nuevas normas para la operatoria en el mercado de valores (destinadas principalmente a controlar la fuga a través de las operaciones con bonos nominados en dólares).

El conjunto de normativas y políticas aplicadas tuvieron como resultado la reducción, durante 2012, de alrededor del 25% del volumen de las operaciones que se realizaban en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) y, además, una drástica disminución de la salida de divisas a través del mercado formal, que resultó en que la formación de activos externos de residentes cambiara de signo a partir del tercer trimestre de 2012. La fuga de capitales pasó entonces de U 25 mil millones de dólares durante 2011 a sólo 600 millones de

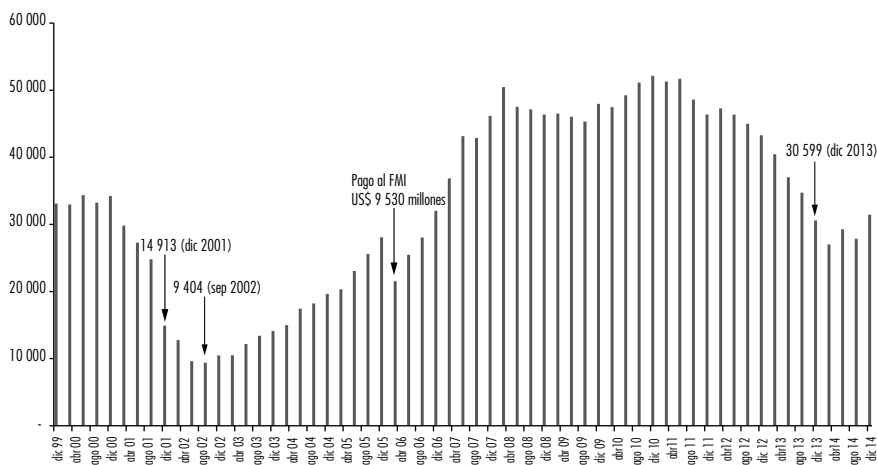
¹² Las autoridades económicas también aplicaron controles con el fin de reducir el monto de las utilidades remitidas por las empresas transnacionales a sus casas matrices.

Gráfica 4. Fuga de capitales y variación de reservas internacionales, Argentina, 2003-2012, en millones de dólares corrientes



Fuente: elaboración propia con base en datos de BCRA.

Gráfica 5. Reservas internacionales del BCRA, Argentina, diciembre de 1999 - junio de 2013, en millones de dólares, a fin de mes excluyendo títulos públicos nacionales



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

dólares al año siguiente. Esto tuvo su correlato en las reservas internacionales ya que, si bien siguieron bajando, se logró desacelerar la caída.

Debe destacarse, sin embargo, que los controles también tuvieron importantes efectos negativos, ligados principalmente a la reactivación del mercado del dólar ilegal –prácticamente inexistente durante la década precedente– con la consecuente aparición de un tipo de cambio paralelo al oficial. La cotización del dólar ilegal aumentó a medida que los controles se hacían más estrictos (véase gráfica 6). A fin del año la brecha entre ambas cotizaciones alcanzó el 40%, y en septiembre de 2013 subió al 64%.

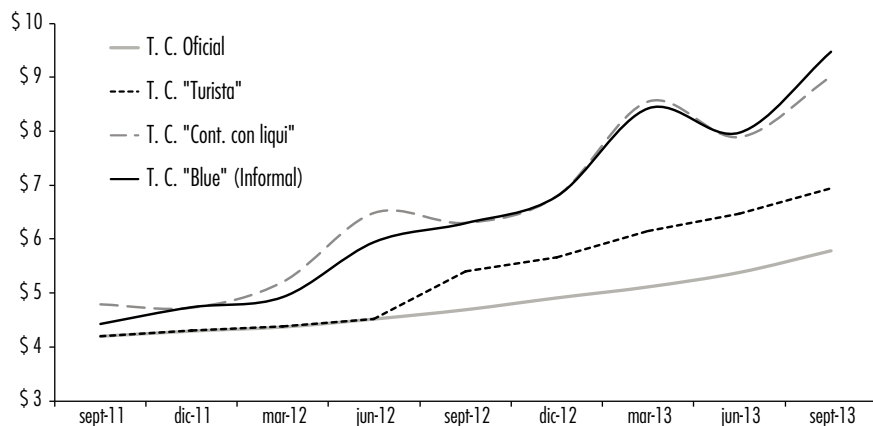
Vale señalar también que a partir de la aplicación de las restricciones a la adquisición de divisas aumentó considerablemente la demanda de moneda extranjera para turismo y viajes, actividades que, a su vez, permitieron a los particulares obtener divisas a través de diferentes “resquicios” en la política de controles.¹³ Durante la primera mitad del año 2013 las compras brutas en el mercado de cambios a tal fin alcanzaron los 5.400 millones de dólares, con un importante aumento con respecto al año precedente.¹⁴ Al mismo tiempo los ingresos de divisas al MULC por turismo cayeron considerablemente (sumaron 850 millones de dólares para el mismo periodo) debido a que una parte comenzó a ser vendida en el mercado ilegal.¹⁵

¹³ Los turistas argentinos, por ejemplo, estuvieron habilitados inicialmente para retirar dólares de los cajeros automáticos en el extranjero. Otra práctica usual consistía en atesorar las divisas compradas al tipo de cambio oficial y cubrir los gastos del viaje con tarjetas de crédito cuyos resúmenes, en un inicio, también se liquidaban utilizando la paridad oficial. Una vez que el balance de las divisas del turismo se hizo muy deficitario, las autoridades aplicaron tanto nuevas normas como mecanismos informales para restringir la adquisición de divisas para viajes. El principal fue la incorporación de un cargo adicional a las compras con tarjeta de crédito en el exterior, lo que dio origen al “tipo de cambio turista” (véase gráfica 6).

¹⁴ Se hace imposible el cálculo certero del aumento con respecto a los años anteriores debido a que antes de los controles la adquisición de divisas para el turismo se registraba en el rubro de las “compras de libre disponibilidad”, una categoría muy amplia que incluía las operaciones destinadas a ahorro.

¹⁵ Inicialmente los controles cambiarios sólo restringieron la adquisición de divisas, sin afectar las compras con tarjeta de crédito en el exterior. A partir de agosto de 2012 se incorporó un recargo del 15% a las compras con tarjeta en el exterior, a pesar de lo cual este llamado “dólar turista”, fue sistemáticamente más barato que el dólar negociado en el mercado ilegal, lo cual pudo haber funcionado como un estímulo para el turismo internacional.

Gráfica 6. Argentina. Variación Trimestral del Tipo de Cambio del Dólar Oficial, "Turista", "Contado con liquidación" e Informal ("Blue"), septiembre de 2011 - junio de 2013



Nota: Las etiquetas de datos corresponden al Tipo de Cambio "Blue" (Informal) y al Tipo de Cambio Oficial.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Nación, Diario Ámbito Financiero y estimaciones propias ("Contado con liquidación" y "Turista").

Si bien este conjunto normativo logró contener el flujo de fuga a través de las restricciones a la compra de divisas, esta circunstancia no significa que hubieran sido cortadas todas las vías para la salida de capitales como, por ejemplo, las maniobras a través de los *precios de transferencia* y otras relativas a la sobrefacturación y subfacturación de importaciones y exportaciones, que no aparece registradas en el mercado cambiario oficial.¹⁶

Durante el año 2013 se aceleró la pérdida de reservas por parte del Banco Central. En un contexto de deterioro del superávit comercial, la caída se vio alentada por el déficit del sector turismo y el pago de vencimientos de la deuda externa pública y privada.¹⁷ La brecha cambiaria y las expectativas de devaluación de los sectores empresarios más concentrados jugaron un rol im-

¹⁶ Como parte de las maniobras utilizadas por las grandes firmas para fugar capitales, cabe mencionar también la cancelación de préstamos externos ficticios. Vale destacar también que los cálculos del flujo de salida de capitales a través de otros métodos (Modelo Residual, por ejemplo) muestran para el año 2012 cifras que siguen siendo relativamente altas a pesar de los controles.

¹⁷ A nivel comercial fue importante el incremento de las importaciones de combustibles, como consecuencia de la caída en la producción local. En la baja del superávit comercial también fue central el déficit externo de ciertos sectores industriales, como el automotriz y el de productos electrónicos.

portante a finales de ese año, cuando los exportadores comenzaron a retrasar la liquidación de las ventas externas de productos agroindustriales y, como contrapartida, los importadores adelantaron las compras con el propósito de acumular *stock*, especulando también con una eventual devaluación.

CONCLUSIONES

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

Luego de más de una década de estabilidad cambiaria, durante 2011 se verificó un notable “pico” en la fuga de capitales que derivó en fuertes controles cambiarios y posteriormente –tras fracasar el intento de sostener el nivel de reservas–, en una brusca devaluación de la moneda. Nuevamente, la fuga de capitales fue un factor que tendió a agravar la escasez de divisas. Sin embargo, este episodio tiene particularidades que lo diferencian de lo sucedido en otras coyunturas históricas y, en particular, en la crisis del régimen de convertibilidad.

En primer lugar, mientras que en 2001 el “pico” de fuga fue el punto final de una crisis económica que duró años, en la última década la salida acelerada de capitales se produjo en un contexto de crecimiento económico sostenido. Vale decir, si en el primer caso fue el punto final de la crisis, en el segundo se transformó en el disparador de la inestabilidad en un momento en el que coexistían un buen nivel de actividad y una balanza comercial superavitaria.

Durante la década de 1990 la sobrevaluación del peso llevó a un déficit comercial crónico, uno de los factores centrales que llevó a la escasez de divisas. En la posconvertibilidad el tipo de cambio real alto comenzó a declinar a partir de la aceleración en la inflación en 2007. Esto no implicó una reversión del superávit comercial, pero sí un fuerte impacto en las variables financieras. En un contexto con una inflación superior al 20%, tasas de interés reales negativas e inexistencia de herramientas de ahorro indexadas; los grandes inversores

y medianos ahorristas comenzaron a dolarizar sus activos. En 2007-2008 se produjeron dos fenómenos adicionales que explican que el primer “pico” de fuga se produjera en un contexto macroeconómico todavía muy favorable: la crisis financiera internacional y el conflicto entre el gobierno y las principales asociaciones representativas de los productores agropecuarios.

Luego de superado este primer episodio, el aumento de la inflación y la apreciación cambiaria real jugaron un rol central en la aceleración de la fuga que se inició en 2010 y tuvo su punto máximo un año más tarde. La inexistencia de una política para controlar los aumentos de precios, la consolidación de tasas de inflación que superaban holgadamente las tasas de devaluación nominal y las dificultades para conservar el superávit comercial fortalecieron las expectativas de que el gobierno terminaría por verse obligado a devaluar la moneda. Por otro lado, el aumento de precios implicó la reaparición de las tasas de interés reales negativas, incentivando las inversiones en divisas.

A partir de 2010 la salida de capitales se aceleró y a fin de año las reservas del Banco Central comenzaron a caer. A medida que esta caída se profundizaba se fortalecían las versiones de que el gobierno devaluaría luego de las elecciones presidenciales (octubre de 2011). En este contexto, la adquisición de divisas se “masificó” —aumentó la importancia de las compras de pequeños y medianos ahorristas—, alcanzando un nuevo “pico” de 10 mil millones de dólares durante el tercer trimestre de 2011. A diferencia de lo ocurrido una década atrás, el gobierno había decidido no financiarse por medio del mercado de crédito internacional, por lo cual la fuga produjo una caída en las reservas del Banco Central, que no podía ser compensada por la entrada de divisas vía préstamos internacionales.

Luego de las elecciones el gobierno no devaluó, sino que optó por aplicar por una batería de medidas que restringió crecientemente la adquisición de moneda extranjera. La decisión fue efectiva en un primer momento para reducir las compras en el mercado formal, pero llevó a la aparición de un mercado ilegal de cambios cuyos efectos continuaron agravando la escasez de divisas. La imposibilidad de frenar la caída de las reservas obligó al gobierno a devaluar la moneda a principios de 2014.

BIBLIOGRAFÍA

- Amico, Fabián, Alejandro Fiorito y Agustina Zelada, (2012), “Expansión económica y sector externo en la Argentina de los años 2000: balance y desafíos hacia el futuro”, *Documento de trabajo*, núm. 45, Buenos Aires, Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina (CEFADIR-AR), p. 45.
- Banco Central de la República Argentina, *Evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario. Cuarto trimestre de 2012*.
- Barkin, David y Juan Alvarichevsky (1989), “Fuga internacional de capitales, contrabando y financiamiento del desarrollo”, *Estudios Económicos*, vol. 3, núm. 2, pp. 205-230.
- Basualdo, Eduardo y Matías Kulfas (2002), “La fuga de capitales en la Argentina” en Julio Gambina (comp.), *La globalización económico-financiera. Su impacto en América Latina*, Buenos Aires, CLACSO, p. 400.
- Bercovich, Alejandro y Alejandro Rebossio (2013), *Estoy verde. Dólar, una pasión argentina*, Buenos Aires, Editorial Aguilar, p. 261.
- Bresser Pereira, Luis y Aldo Ferrer (1991), “Dolarización crónica: Argentina y Brasil”, *Revista de Economía Política*, vol. 11, núm 1(41), San Pablo, pp. 5-15.
- Consejo Académico de Evaluación y Seguimiento de la Actividad del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (2010), *Informe Final*, Mimeo, septiembre de 2010.
- Cuddington, John (1986), “Capital Flight: Estimates, Issues and Explanations”, *Princeton Studies in International Finance*, Working Paper N° 58, Princeton, Princeton University, p. 44.
- Damill, Mario y Roberto Frenkel, (2009), “Las políticas económicas en la evolución reciente de la economía argentina”, *Nuevos Documentos del CEDES*, núm. 54, Buenos Aires Centro de Estudios de Estado y Sociedad, pp. 89.
- _____, Roberto Frenkel, y Martín Rapetti (2005), “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”, *Desarrollo Económico*, vol. 45, núm. 178, Buenos Aires, IDES, pp. 187-233.
- Epstein, Gerald (2005), *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*, Political Economy Research Institute, Washington, D.C., pp. 343.
- Ferrer, Aldo (2008), “El conflicto con el campo: pasado, presente y futuro”, en *Documentos del Plan Fénix*, Facultad de Ciencias Económicas (UBA) (consultado el 10 de febrero de 2014), disponible en <<http://www.econ.uba.ar/planfenix/aportes/8/Ferrer/06%20-%20Ferrer%20-%20El%20conflicto%20del%20campo%20-%20junio%202008.pdf>>

- Frenkel, Roberto y Martín Rapetti (2009), “A Developing Country View of the Current Global Crisis: What Should not be Forgotten and What Should be done”, *Cambridge Journal of Economics*, núm. 33 (4), Cambridge, May, pp. 685-702.
- Gaggero, Jorge y Federico Grasso (2005), “La cuestión tributaria en Argentina. La historia, los desafíos del presente y una propuesta de reforma”, *Documento de Trabajo N° 5*, Buenos Aires, Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina (CEFADIR-AR), pp. 54.
- Gaggero, Jorge, Claudio Casparrino y Emiliano Libman (2007), “La fuga de capitales. Historia, presente y perspectivas”, *Documento de trabajo N° 14*, Buenos Aires, Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina (CEFADIR-AR), pp. 88.
- Gaggero, Jorge, Romina Kupelian y María Agustina Zelada (2010), “La fuga de capitales II. Argentina en el escenario global (2002-2009)”, *Documento de Trabajo N° 29*, Buenos Aires, Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina (CEFADIR-AR), pp. 69.
- Gunter, Frank (1991), “Colombian capital flight”, *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, vol. 33, núm.1, Miami, University of Miami, Spring, pp. 123-147.
- Instituto Nacional de Estadística y Censos, Posición de Inversión Internacional Argentina. Al 31 de diciembre de 2012.
- Levy Yeyati, Eduardo, Luciana Díaz Frers, Sandra Elena y Federico Bragagnolo (2012), “Salvemos al peso: notas económicas para la batalla cultural contra el dólar”, *Documentos de Políticas Públicas*, N° 107, Buenos Aires, CIPPEC, pp 32.
- Nemíña, Pablo (2012), “Camino al desendeudamiento (1991-2011)”, *Ola Financiera*, año 5, núm. 12, México, UNAM, pp. 70-88.
- Pastor, Manuel (1990), *Capital Flight and the Latin American Debt Crisis*, Washington, Economic Policy Institute, pp. 45.
- Plan Fénix (2012), “La cuestión inflacionaria en Argentina”, en *Documentos del Plan Fénix*, Facultad de Ciencias Económicas (UBA), (consultado el 7 de enero de 2014), disponible en <http://www.econ.uba.ar/planfenix/novedades/LA_CUESTI%D3N_INFLACIONARIA_EN_LA_ARGENTINA.pdf>
- Schneider, Benu (2002), “Measuring capital flight: estimates and interpretations”, *Working papers of the Overseas Development Institute*, núm. 194, Overseas Development Institute, Londres.

