

## La fuga de capitales en la Argentina, 1970-1987: un estudio empírico

Rubén León Guillén \*

Desde hace unos años se han efectuado una serie de trabajos destinados a analizar los diversos aspectos del fenómeno de la fuga de capitales. En su mayoría tales investigaciones han intentado probar la hipótesis de que mientras los gobiernos de muchos países periféricos se endeudaban externamente en grandes cantidades, sus respectivos residentes privados adquirían activos externos en proporciones considerables.

No obstante, más allá de esas conclusiones, que consideramos atinadas, el estudio del fenómeno de la fuga de capitales las trasciende y sirve para inferir las condiciones para la acumulación de capital que tienen lugar en el país en este momento histórico, sus límites y restricciones.

En cuanto al período que se ha elegido para el análisis (1970-1987), el mismo está acotado por los acontecimientos que han ocurrido en Argentina desde 1988 en adelante. Estos han introducido en las estadísticas bastantes distorsiones como para que la inclusión del período posterior al año 88 aporte más confusiones que claridad.

Por último, y a fin de que la exposición no resulte tediosa para quien ya conoce el tema, en un anexo se especifica qué es lo que se entiende por fuga de capitales, se presentan algunas definiciones que permiten el relevamiento empírico de la misma y se hace una lectura crítica de los límites que presentan esas definiciones.

### *Medición de la fuga de capitales*

La fuga de capitales presenta distintas magnitudes de acuerdo con la definición que se adopte <sup>1</sup> (ver anexo); no obstante, debe tenerse en cuenta que,

---

\* Instituto de Investigaciones Económicas - UBA.

1. Sin embargo, es interesante destacar que, independientemente de la definición empleada, la fuga de capitales ha sido sustancialmente mayor en aquellos países donde el endeudamiento externo acumulado supera a los déficit acumulados en cuenta corriente. Véase Padilla del

cualquiera que se utilice, sean las que se basan directamente en las estadísticas de la cuenta corriente, como aquellas que utilizan en sus cálculos el renglón de Errores y Omisiones, se ven afectadas por las distorsiones que aparecen en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Las mismas pueden ser consecuencia de las prácticas comerciales ilegítimas que falsifican los valores de exportación e importación de los bienes y servicios negociados.

En el Cuadro 1 se muestran las distintas estimaciones para la Argentina en el período 1970-87, corregidas respecto de las distorsiones en los registros de importaciones y exportaciones.

**CUADRO 1**  
Fuga de capitales en la Argentina  
(en millones de dólares corrientes)

	1970-1975	1976-1981	1982-1984	1985-1987	1970-1987
Banco Mundial y otros	3464	19369	7963	4185	34981
Morgan	3272	18693	7674	4167	33806
Cline	2419	13715	4943	1637	22714
Cuddington	-106	8728	5749	718	15089
Dooley	2769	16507	8274	801	28372*

\* Corresponde al período 1971-87.

Fuente: Estimación de la fuga de capitales bajo diversas metodologías para los casos de Argentina, Brasil, México y Venezuela; CIE, Instituto Torcuato Di Tella.

Los resultados, obtenidos por acumulación simple, señalan que el período 1970-75 fue el de menor fuga de capitales o incluso de entrada de capitales (si se sigue a Cuddington). No obstante, esto no significa que las salidas de capitales para esos años resulten despreciables. Las fugas fuertes de capitales se registran en los segmentos temporales 1976-81 y 1982-87, siendo mayor el primero de ellos cualquiera sea la definición que se adopte. Pero la descomposición del segmento 1982-87 muestra que en el último trienio del mismo la fuga se atenúa sensiblemente.

Las distintas magnitudes permiten sugerir el siguiente análisis histórico. La fuga era poca o inexistente para el tramo 1970-75, de acuerdo con la definición adoptada, obteniéndose una salida promedio anual de 577 millones de dólares en el peor de los casos y un ingreso promedio de 18 millones/año en el mejor; mientras que si se considera el promedio correspondiente al conjunto de hipótesis consideradas, el mismo no alcanza a los 400 millones/año. Cabe inferir entonces

que mientras la Argentina contaba con un fordismo periférico que funcionaba como tal, las oportunidades de inversión interna dejaban poco margen para que el capital fugara al exterior.

La posterior fractura de ese modo de regulación, cuya crisis asoma en 1975, y los distintos zigzagueos de la política económica que tienen lugar desde el "rodrigazo" hasta el célebre "el que apuesta al dólar pierde", sin lograr establecer un modo de regulación alternativo y generando un fuerte *stock* de deuda externa, producen el pico de fuga de capitales. Para este período el promedio anual medio que se obtiene considerando todas las definiciones es de 2567 millones de dólares, casi 5,5 veces más que los registros de 1970-75.

El período que sigue es bastante heterogéneo, teniendo en cuenta que va desde la Guerra de Malvinas a la instauración de la democracia. Durante el mismo la fuga media para cada año que se obtiene de considerar todas las alternativas es de 2308 millones de dólares. Si bien cae respecto del período anterior, la reducción no es contundente. La explicación de esta conducta podría encontrarse en que si bien los dos últimos años están signados por las expectativas favorables inducidas por la culminación de la dictadura y la instauración de la democracia, la guerra con el Reino Unido produjo una fuerte incertidumbre en los residentes locales propietarios de capitales líquidos.

Por último, dentro del período bajo análisis, en el último segmento, 1985-87, se observa una reducción pronunciada, donde el valor promedio alcanzado considerando todas las hipótesis es de 767 millones de dólares/año, un 90% más que lo observado para 1970-75. Este renacimiento de la confianza en los mercados domésticos, por parte de los residentes, se explicaría por las expectativas favorables que indujo el Plan Austral durante los primeros años posteriores a su implementación.

### *Un antecedente de estimación de las causas de la fuga de capitales*

En un estudio aparecido hace unos años, Padilla del Bosque<sup>2</sup> analiza la fuga de capitales que, durante el período que estamos tratando, tuvo lugar en cuatro países de América Latina: Argentina, Brasil, México y Venezuela. Para ello utiliza la técnica de *mínimos cuadrados ordinarios*, operando sobre las distintas versiones de la fuga de capitales.

El soporte teórico de su análisis está dado por el enfoque del "clima de inversión global", debido a su mayor simplicidad. Este enfoque incluye a algunos autores como Cuddington,<sup>3</sup> Conesa,<sup>4</sup> Dornbush<sup>5</sup> y Meyr y Bastos Marques.<sup>6</sup>

---

2. Rodolfo Padilla del Bosque, *op. cit.*

3. Cuddington, John, "Capital Flight: Estimates, Issues and Explanations" y "Macroeconomic Determinants of Capital Flight: An Econometric Investigation".

4. Conesa, Eduardo R., *Fuga de capitales. Política económica argentina y latinoamericana. Un análisis comparativo*. (Buenos Aires, 1986).

5. Dornbush, Rudiger, "External Debt, Budget Deficits, and Disequilibrium Exchange Rates".

6. Meyer, Arno y Bastos Marques, Maria Silvia, *A fuga de capital no Brasil*.

Pone el acento en el “clima de inversión global” a partir de variables tales como la sobrevaluación de la moneda local, los déficit fiscales, la inflación, el bajo crecimiento del producto y el alto endeudamiento externo que erosionan la posición de los activos domésticos respecto de los activos externos.

Por otra parte, hay otro *a priori* teórico, en este caso sostenido por Dooley<sup>7</sup> Lessard y Williamson<sup>8</sup> Khan y Ul-Haque<sup>9</sup> e Ize y Ortiz,<sup>10</sup> que destaca el “tratamiento discriminatorio” que sufre el capital doméstico por la aplicación de gravámenes diferenciales, represión financiera, denominación en distinta moneda, o tratamiento discriminatorio dado por garantías exclusivas otorgadas por las autoridades locales a las inversiones foráneas —lo que explicaría, además, cómo la salida de capitales domésticos puede coincidir con la entrada de capitales foráneos—. Según este enfoque, tales variables explicarían que en los casos de fuga como los ocurridos antes de la crisis de 1982 el rendimiento esperado de los activos en poder de los residentes difiere de sus retornos sociales y del rendimiento esperado ofrecido a los no residentes. Sin embargo, no pueden explicar las huidas de capitales después de la sustancial caída de los préstamos externos que tiene lugar a partir de 1982.

Padilla del Bosque sigue en particular la metodología usada tanto por Conesa como por Meyer y Bastos Marques, quienes, a diferencia de los otros autores pertenecientes al enfoque del “clima de inversión global”, no sólo introducen las distintas tasas de rendimiento que explicarían la selección de cartera, sino que además consideran el riesgo asociado a cada uno de los activos, cuya variación puede constituirse en una causa importante de fuga de capitales.

Para seleccionar la definición de fuga de capitales que se asuma como variable dependiente exploró todos los casos referidos, encontrando que, para el caso de Argentina y México, se observa un alto grado de correlación entre las distintas versiones, de acuerdo con lo que ilustra el Cuadro 2 para el caso argentino. En todas las situaciones se empleó la estimación de la variación anual en la salida de divisas, medida en millones de dólares corrientes.

Para el ajuste en el caso argentino, se utilizó como variable independiente la definición adoptada por la Banca Morgan (FKM). Como variables dependientes, en tanto, se utilizaron los rendimientos y riesgos del activo doméstico y del activo externo. Para ello se escogieron como representativas de los rendimientos: i) el retorno real del activo doméstico (TIR) medido por la tasa de interés sobre los depósitos más representativos deflactada por el índice de precios al consumidor; y ii) la tasa de crecimiento real del PBI (TCY), representando las oportunidades de inversión doméstica atractivas. Mientras como

- 
7. Dooley, Michael “Country-Specific Risk Premiums, Capital Flight and Net Investment Income Payments in Selected Developing Countries”.
  8. Lessard, Donald y Williamson, John, *Capital Flight and Third World Debt* (Washington D.C., 1987).
  9. Khan, Mohsin S. y Nadeem Ul-Haque, “Foreign Borrowing and Capital Flight: A Formal Analysis”, y “Capital Flight from Developing Countries”, *IMF Finance and Development*, marzo 1985.
  10. Ize, Alain y Ortiz, Guillermo, “Fiscal Rigidities, Public Debt, and Capital Flight”, *IMF Staff Papers*, Vol. 34, Nro. 2, 1987, pp. 311-333.

**CUADRO 2**  
Estimaciones de fuga de capitales en la Argentina  
(en millones de dólares corrientes)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Banco Mundial y otros	-255	517	732	427	1064	1005	136	957	3035
Morgan	-276	548	676	345	1075	930	24	978	2977
Cline	-376	440	590	232	839	721	-205	638	2381
Cuddington	-191	375	65	-203	36	-163	266	-518	1497

  

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Banco Mundial y otros	1919	6885	8241	6596	1604	-455	1556	799	1198
Morgan	1943	5184	9391	6850	1138	-532	1782	804	949
Cline	996	3613	8096	5716	245	-1236	1007	-115	115
Cuddington	-1693	2301	8680	5210	1955	-1635	508	-645	225

Fuente: ídem cuadro 1.

variables de riesgo se seleccionaron: i) la tasa de inflación doméstica (IPCA) medida por la variación anual promedio en el índice de precios al consumidor; ii) una variable fiscal (DSPY) medida por el déficit del sector público como proporción del PBI; y iii) una variable *dummy* (D1) aplicada en los años de cambio de gobierno y de fuerte inestabilidad política. También se incluyó como variable explicativa el monto anual de la deuda externa bruta (CADE), resultante de los datos del *stock* acumulado de deuda externa, a fin de observar si la mayor oferta de crédito externo facilitó la fuga de capitales.

La ecuación resultante es la siguiente:<sup>11</sup>

$$FKM = 1758 + 0.35 CADE + 140.7 DSPY - 5.0 IPCA - 351.5 TCY + 29.7 TIR$$

(2.8)    (3.8)                    (2.6)                    (-4.1)                    (6.0)                    (3.4)

$$R^2 = 0.9169 ; DW = 1.9344 ; F = 30.43 ; N = 17$$

A partir de estos resultados, el autor concluye que en el caso argentino el monto del endeudamiento externo anual emerge como una variable altamente explicativa de la fuga de capitales, señalando que una mayor oferta de crédito externo contribuye a elevar la salida de divisas debido a la "alta propensión marginal a la fuga". El razonamiento es que la afluencia de crédito externo sin posibilidades efectivas de inversión sólo conduce a la sobrevaluación de la moneda doméstica y, como contrapartida, a que los residentes del país depositen su dinero en el exterior.

Por otra parte, la inflación doméstica aparece como una variable explicativa

11. Rodolfo Padilla del Bosque, *op. cit.*, p. 68.

de la huida de capitales, si bien con signo negativo. Por tanto, a mayor inflación menor fuga de capitales. El autor no aporta mayores explicaciones al respecto, pese a que el resultado se contradice con las conclusiones que obtiene para los casos de Brasil, México y Venezuela, de acuerdo con ellas: un aumento en la variación anual del índice de precios eleva la salida de capitales debido a que hace que la gente huya del dinero doméstico y se refugie en los activos externos; además, normalmente la inflación tiende a sobrevalorar la moneda doméstica y, por lo tanto, por esta vía indirecta también genera salida de divisas.

Respecto del aporte explicativo de la tasa de crecimiento real del PBI y del signo de la misma, entiende que así como el signo del ingreso en la demanda de dinero doméstico es positivo, en la demanda de activos financieros externos es negativo. Al tiempo que considera, además, que esta variable es una aproximación de la tasa de retorno para la economía en su conjunto, por tanto es esperable que de elevarse ésta la salida de capitales se reduzca.

En relación al impacto de las tasas de interés real, el signo de la variable que recoge las mismas le señala que si suben éstas aumenta la fuga de capitales. Para defender ese resultado presenta dos justificativos teóricos que se le ocurren posibles: i) que las altas tasas de interés suelen ser la contrapartida de riesgos cambiarios también elevados, pues a mayor expectativa de devaluación, mayor tendrá que ser la tasa de interés doméstica a fin de compensar el riesgo cambiario; y ii) que las altas tasas de interés deprimen la inversión privada y la actividad económica generando recesión, lo cual erosiona el rendimiento de los activos reales domésticos y, a partir de allí, estimulan la salida de capitales.

En cuanto al aporte explicativo del déficit del sector público como proporción del PBI y al signo del mismo, entiende que a mayor déficit, mayor fuga de capitales. Sobre el particular especula que puede deberse a que un mayor déficit fiscal está asociado a una inflación superior, futuras devaluaciones y mayores riesgos de invertir en el país.<sup>12</sup>

Si bien Padilla del Bosque logra un buen ajuste, de acuerdo con los estadísticos presentados más atrás, se me ocurre que las conclusiones a las que arriba a partir del mismo son, por lo menos, opinables.

### *Límites del antecedente*

En primer lugar, la tesis de que tras la magnitud y el signo del monto del endeudamiento externo habría una alta "propensión marginal a la fuga" que

---

12. No obstante, en el caso de Venezuela la variable asumió signo negativo, lo que Padilla del Bosque entiende que puede deberse a que en ese país, a diferencia del resto de los que él analiza, el déficit no se financió mediante la creación de moneda sino a través del mercado de capitales y/o de mayores recursos externos (*op. cit.*, pp. 66-67). Al respecto creo que corresponden un par de reflexiones. Evidentemente lo que Padilla del Bosque considera no es el déficit en sí sino la expansión monetaria que ocasiona su financiamiento por medio de la emisión. Para el caso venezolano sería entonces atendible pensar que el signo se modifica porque en lugar de emitir se acude al mercado de capitales, pero no lo es si se pretende

determina que una sobreoferta de crédito —producto del crédito externo— respecto de las oportunidades de inversión doméstica induce la fuga de capitales, es difícilmente sostenible con el resto de los argumentos y con la realidad. Esto es así porque, excepto durante 1980, el crédito externo estuvo destinado al sector público y éste lo aplicó a la atención de las obligaciones externas. De allí que no hubo abundancia de crédito durante el período observado. Por el contrario, desde la implementación de la reforma financiera de 1977, Argentina siempre tuvo tasas de interés reales positivas —y muy positivas durante la mayor parte del tiempo—, con excepción de la política de licuación de la deuda interna que tuvo lugar luego de la Guerra de Malvinas, en el segundo semestre de 1982 —dirigida por el entonces presidente del Banco Central, Domingo Cavallo—. Precisamente esa licuación se efectuó para abortar el fuerte *stock* de deuda interna que no era, precisamente, resultado de un mercado financiero sobreofertado.

Creemos que el rol del endeudamiento externo como variable explicativa en la regresión referida puede leerse de manera totalmente distinta. La deuda externa de un país, sobre todo de los casos que analiza Padilla, no suele ser el resultado de la bonanza del mismo sino del estrangulamiento de su balance de pagos. De allí que los períodos de mayor incremento de la deuda sean también los períodos de mayor turbulencia en el sector externo de la economía y, las más de las veces, simplemente de la economía en su conjunto. Si esto es así, se observa que los capitales huyen, no por una monetización excesiva sino para escapar del terremoto económico.

También disentimos con el tratamiento que le otorga al resultado que aporta la inflación doméstica. No vamos a entrar en los casos de todos los países analizados, sino que nos limitaremos a la Argentina. Padilla se limita a señalar que a mayor inflación la fuga de capitales resulta menor, y no da ninguna explicación de por qué esto es así. Nosotros plantearíamos una, y es la siguiente: si la mayor inflación se corresponde con una menor fuga de capitales, es de esperar que quienes poseen los capitales que se fugan, en ese preciso momento están obteniendo algún retorno interno que le quita encanto al probable retorno externo (y el desencanto sería bastante ya que el estadístico *T* para la variable en cuestión es -4.1). Si no está sucediendo nada extraordinario con los retornos domésticos, lo único *anormal* —respecto de sus niveles *ordinarios*— sería la tasa de inflación. Siguiendo con el razonamiento, si la aparición de esta anomalía frena la salida de capitales, podría estar indicando que quienes tienen en su poder la formación de precios son los mismos que protagonizan esa fuga. En otras palabras, que los sectores oligopólicos que determinan los precios y quienes fugan capitales se encarnan en los mismos sujetos.

En cuanto a su afirmación de que “así como el signo del ingreso en la demanda de dinero doméstico es positivo, en la demanda de activos financieros externos

---

explicarlo a partir de mayores recursos externos. Esto último sólo sería coherente en el caso en que los recursos externos se aplicaran a sufragar obligaciones con el resto del mundo, porque si se utilizan para atender las obligaciones internas se estaría monetizando el déficit tanto como si se lo enjugara con emisión monetaria. El autor no aclara este punto.

es negativo”, dicho así, sin más ni más, también merece cierta reflexión. Salama señala que: “*No hay en una moneda, necesariamente, unificación de las funciones de la moneda; es la soberanía política la que impone esta unificación*”. Se trata ahí de un doble aspecto, contradictorio, y la evolución de esta contradicción caracteriza, en un momento dado, la situación de una moneda”. Luego agrega que: “*La fragmentación de las funciones de la moneda en varias monedas depende, esencialmente, del grado de desarrollo alcanzado por el país y de la agudeza de la crisis. Las economías semiindustrializadas habían logrado integrar en su moneda las funciones de la moneda, salvo, parcialmente la de reserva de valor. El desarrollo de la crisis se expresa mediante una fragmentación acentuada de las funciones de la moneda que (...) va a provocar una perversión de los mecanismos económicos*”.<sup>13</sup> De acuerdo con lo aportado por Salama, el corrimiento hacia la moneda foránea es producto de la fragmentación de la moneda inducida por la crisis, lo que dejaría de lado una explicación *monetarista* del signo de la demanda de moneda foránea respecto de los niveles de ingreso. Sí consideramos que es atendible la segunda reflexión de Padilla: la tasa de crecimiento de la economía es un indicador de la tasa de retorno para la economía en su conjunto, y es de esperar que al elevarse ésta se reduzca la salida de capitales.

Respecto de la explicación que da para la tasa de interés doméstica también hay que efectuar algunos comentarios. Si bien no siempre una alta tasa de interés convive con el riesgo cambiario, como prueba la situación de Argentina durante 1979-80 (período de fuerte incremento de la deuda externa) o del Plan de Convertibilidad a la fecha, el argumento resulta atendible. Pero el efecto directo de la misma sobre la inversión y, de allí, indirectamente sobre la fuga de capitales, es más relativo. Una caída de la inversión impacta directamente en el departamento de la economía que produce bienes de capital, y no necesariamente en el resto, mientras la magnitud de tal impacto tiene que ver con la tasa *normal* de inversión y con la proporción de la misma que se cubre con la producción doméstica. De allí que si se verifica ese efecto indirecto no es de forma inmediata sino desfasado en el tiempo, en tanto que para que su incidencia resulte profunda las altas tasas deben ser de largo y no de corto plazo. Por tanto, desde el punto de vista econométrico esto se debería reflejar mediante una variable desfasada.

Por último, sus conclusiones alrededor del déficit público son muy particulares. En primer lugar, si el déficit comprende la deuda externa una mayor fuga de capitales reduce los recursos con qué pagar y obliga a que se incremente el endeudamiento. En segundo lugar, si el autor sostiene que de acuerdo con su regresión “a mayor inflación menor fuga de capitales” (p. 65), no puede algunas líneas más adelante (p. 66), ante una asociación positiva que obtiene entre la fuga de capitales y el déficit público, explicarla diciendo que “esto puede deberse a que un mayor déficit fiscal está asociado a una inflación superior, futuras devaluaciones y mayores riesgos de invertir en el país local”.

---

13. Salama, Pierre, *La dolarización. Ensayo sobre la moneda, la industrialización y el endeudamiento de los países subdesarrollados* (México, 1990), pp. 24-25.

Sobre el particular creemos que la explicación reside en que durante el período observado los mayores déficit coinciden con los coletazos más severos de la crisis, y que la fuga de capitales profundiza el déficit, tal como dijimos antes.

El fenómeno de fuga de capitales puede abordarse desde otra perspectiva teórica, tal como se expone a continuación.

### *El marco de análisis de un enfoque alternativo*

La fuga de capitales, más allá de las características generales que pueda presentar, es un fenómeno particular encarnado en sujetos concretos en un momento histórico determinado. El análisis del mismo debe entonces ser histórico, lo que requiere identificar el momento y el lugar, los sujetos en cuestión y los intereses que los movilizan.

A mediados de la década del 70 Argentina experimenta la fractura del modo de regulación que se venía desarrollando a partir de la posguerra. La crisis, que se desata violentamente en 1975, da lugar a cambios institucionales cuyo objeto es la gestión y resolución de la misma. Entre las transformaciones que se vivieron cabe citar dos que consideramos importantes respecto del tema que nos ocupa: i) el cambio en las condiciones financieras, a partir de la reforma de 1977; y ii) la merma del proteccionismo que cobijaba a la industria. Esto, sumado a distintas medidas de política que apuntaban a la apertura de la economía y a la reducción del gasto público —desde la “pauta cambiaria” a medidas tales como el congelamiento de los sueldos de los empleados públicos— indujeron un clima de incertidumbre en las condiciones de reproducción del capital. La tasa de crecimiento de producto fue errática, con tendencia al estancamiento o al decrecimiento, de acuerdo con la magnitudes que se consideren, mientras la tasa de interés real doméstica se estableció en niveles duramente positivos, en función de una situación de *ajuste* permanente, y el tipo de cambio ingresó en una zona de incertidumbre. El cuadro general de la crisis era entonces de estancamiento e incertidumbre.

Las distintas políticas que se implementaron por entonces buscaban una transformación de la forma en que se venía reproduciendo el capital, y para ello apuntaban a concentrar el mismo. Como resultado apareció como figura dominante un nuevo sujeto, los *grandes grupos económicos*,<sup>14</sup> mientras el estado iba perdiendo poder de regulación frente a ellos. Respecto del marco internacional, en tanto, se trata de una etapa de alta internacionalización dentro de la cual aparece la transnacionalización financiera.

A fines de los años sesenta se rompe el orden monetario de Bretton-Woods. El trastorno más decisivo, incompatible con ese orden, “fue el auge gigantesco de la movilidad de los capitales. La convertibilidad de las divisas, limitada a las transacciones corrientes, era una necesidad para respetar la regla de oro de

14. Azpiazu, Daniel; Basualdo, Eduardo M. y Khavisse, Miguel, *El nuevo poder económico en la Argentina de los años 80*. (Buenos Aires, 1986).

Bretton-Woods: separar los equilibrios temporales y fundamentales en las balanzas de pagos; ejercer presiones de ajuste sobre los países que registran desviaciones persistentes en el saldo corriente. Al contrario, la movilidad generalizada de los capitales privatizó en gran medida la creación de liquidez internacional. También enredó la distinción entre financiamiento y ajuste de los desequilibrios en los pagos externos de los países. Para finalizar, prolongó algunas innovaciones bancarias dentro del crédito internacional, innovaciones que habían nacido en el seno de las economías nacionales: la sustitución de la administración de activo (*reserve management*) por una administración de la liquidez bancaria del pasivo (*liability management*). Por tal motivo, las autoridades monetarias han perdido el estrecho control que ejercían con anterioridad, a través de las reservas oficiales, sobre el financiamiento de las balanzas de pago. La oferta de reserva depende ahora de la demanda de préstamos, privada o pública".<sup>15</sup> La transnacionalización es el signo de esos tiempos, y "cuando lo monetario se reduce a lo financiero es que se está instalando en la desorganización".<sup>16</sup>

La conjunción de la transnacionalización financiera y de un terreno dominado por los grandes grupos económicos, dio lugar a nuevos fenómenos: "La internacionalización financiera rompe el proceso de acumulación anterior no sólo porque la libre movilidad de los capitales implica que la consideración de la tasa de ganancia productiva en el exterior deja de ser un criterio privativo de las ET (empresas transnacionales) sino porque a partir de allí el nivel de la tasa de retorno interna se confronta con la tasa de ganancia financiera en el mercado internacional, en una etapa donde predomina la valorización financiera del capital".<sup>17</sup>

Paralelamente a estos cambios en las condiciones de acumulación, la inflación reptante se profundiza y de tanto en tanto sufre brotes agudos que en varias ocasiones desembocan en hiperinflación. "La aceleración de la inflación y la incertidumbre ligada a ella suscitan sin duda una preferencia por los activos líquidos, pero esta preferencia no se manifiesta con respecto a la moneda nacional, sino en lo esencial con respecto a *dos sustitutos* (...) El primer sustituto estará constituido por *títulos de la deuda pública directa o indirectamente indexados* (...) El segundo gran sustituto de la moneda nacional (...) es precisamente el dólar (...) Hay que destacar que esta sustitución de la moneda nacional por divisas se ha manifestado en todos los períodos de inflación muy fuerte y *a fortiori* de hiperinflación abierta, en la Europa de los años veinte, en Israel en 1983-1985 y en América Latina en los años ochenta. Sin embargo esta sustitución se ha venido desarrollando incluso antes en los últimos casos: las divisas —en este caso esencialmente el dólar— se han considerado con mayor rapidez ya antes que los bienes reales o los valores inmobiliarios como un instrumento principal de sustitución. Un privilegio que se reforzará cada vez que el país experimente una fuerte deriva del

15. Aglietta, Michel, *El fin de las divisas clave* (México, 1987), pp. 15-16.

16. *Ibid.*, p. 50

17. Azpiazu, Basualdo y Khavisse, *op. cit.*, p. 193.

cambio y una distancia creciente entre las tasas de cambio oficiales y las paralelas".<sup>18</sup>

En resumen, una situación como la que presentaba Argentina en el período bajo estudio se podría sintetizar como sigue. El régimen de acumulación vigente entra en crisis durante los primeros años de los 70 y a partir de allí comienzan a instaurarse nuevas condiciones de acumulación, mientras la transnacionalización caracteriza el contexto internacional, en un marco de *ajuste* permanente. Dentro de estas nuevas condiciones —tasa de interés real fuertemente positiva y una tendencia creciente hacia la apertura— emergen los *grandes grupos económicos* como figura dominante, al tiempo en que el estado va perdiendo capacidad de regulación. Desde la ruptura del orden de Bretton-Woods las autoridades monetarias han perdido control sobre las variables relevantes, merma que en el caso argentino se potencia por el proceso local. Mientras la tasa de ganancia externa deja de ser un criterio privativo de las empresas transnacionales, la inflación sostenida introduce al dólar como sustituto de la moneda nacional. Los *grandes grupos* introducirán su sesgo a la economía y la acumulación de capital, así como la valorización financiera, se transnacionaliza dentro de sus estrategias.

Ahora bien, el proceso es largo y tendencial, y los sujetos van desarrollando conductas que resultan de un *aprendizaje* que tiene que ver con la adaptación a las circunstancias. Por otra parte, esas nuevas conductas se asientan en nuevas lógicas de acumulación, donde ya no son sólo las tasas domésticas las que explican la inversión y los movimientos financieros.

### *El enfoque alternativo*

Si las hipótesis enunciadas aquí tienen algún viso de realidad, debe existir cierto ajuste que las sostenga. Sin embargo, desde el punto de vista de la *pureza* exigible a las variables que se incluyan en un ajuste econométrico se presenta un problema. El fenómeno bajo estudio, la fuga de capitales, tiene lugar en un contexto de grandes cambios institucionales. Más aún, se podría afirmar que son precisamente esos cambios los que lo inducen. Por otra parte, tales transformaciones generan alteraciones en la conducta de los sujetos, motivadas por su necesidad de adaptarse a las nuevas condiciones. De allí que habrá que plantearse algunas variables que introduzcan esos cambios de conducta, si bien lo mejor sería no recurrir a ellas.

A partir de estas consideraciones se proponen las siguientes variables. Respecto del rendimiento que orienta el movimiento de capitales hacia el exterior, se construyó una tasa externa de retorno (TER) que resulta de un promedio entre la *libor* y la *prime rate* descontado por la inflación en Estados Unidos. Se utilizaron los rendimientos externos y no los internos porque, para un país periférico como la Argentina, los primeros están casi exentos

18. Salama, Pierre y Valier, Jacques, *La economía gangrenada. Ensayo sobre la hiperinflación* (México, 1992), pp. 68-70.

de riesgo en tanto los segundos se encuentran muy condicionados por éste. De allí que la tasa de interés real doméstica por sí sola no resulte explicativa, sino que habría que instalar otra variable, que midiera el riesgo y acompañara a la tasa de interés. No obstante, la construcción de un coeficiente de riesgo es difícil y cualquiera que sea su resultado es precario.

Luego se trabajó en una segunda variable, destinada a medir el *stock* de capital que los residentes poseen en el exterior (STK). Esta trata de reflejar el centro externo de gravedad que adquieren los capitales locales a partir del proceso de transnacionalización. Se la mensuró acumulando los flujos anuales de capital fugado a partir de 1970.

Una vez determinadas esas dos variables objetivas, se trabajó en las subjetivas. Para ello se construyeron tres. En primer lugar, durante el segmento temporal en cuestión, Argentina sufrió cambios institucionales espasmódicos, donde las formas concretas en que se reproducía el capital estaban entre las cuestiones de primer orden que se ponían en juego durante los mismos. Para capturar tales fenómenos se construyeron dos variables de tipo *dummy*. La primera de ellas (D1) refleja los acontecimientos desfavorables para el capital en términos de incertidumbre: los cambios económicos que tuvieron lugar en 1974, *a posteriori* de la muerte del presidente Perón, y los que ocurrieron en 1981, cuando se abandona la "pauta" cambiaria vigente durante el último segmento de la primera administración de la dictadura. La segunda (D2) refleja los acontecimientos favorables para el capital, entendidos como aquellos que disminuyen la incertidumbre: el golpe de estado de 1976 y la instauración de la democracia en 1983. Por último, se incluyó una variable de tendencia que trata de medir el *aprendizaje* de los sujetos ante las transformaciones en las condiciones de reproducción del capital.

A fin de que los resultados fueran comparables con el antecedente referido anteriormente, también se utilizó como variable dependiente la definición de fuga de capitales adoptada por la banca Morgan. Pero el tratamiento que se le ha dado a las cifras merece algunas consideraciones adicionales.

El fenómeno que se designa como fuga de capitales aparece en momentos en que la acumulación de capitales en el espacio doméstico presenta algún tipo de dificultad. De allí que, si se supone que los motivos que la originan permanecen constantes en el tiempo, la evolución temporal de la fuga que se registra en un país tendría la misma tasa de variación que la que experimenta el ingreso nacional del mismo. Por lo tanto, para explicar la fuga hay que aislarla de los cambios que se explican por la mera variación del ingreso. A raíz de este inconveniente a la serie de fuga de capitales se le aplicó el siguiente tratamiento. Además de expresar la serie en dólares constantes —para lo que se construyó un índice base 1980=100 a partir de una serie de tipo de cambio real con base en 1969— se le descontó la variación del producto bruto interno que surge de la serie de cuentas nacionales a precios de 1970 elaborada por el Banco Central de la República Argentina.<sup>19</sup>

19. No se pudieron utilizar las cuentas nacionales estimadas con la nueva metodología elaborada por la CEPAL, porque la misma no está disponible para todo el período bajo análisis.

Los valores de las variables para el período en cuestión aparecen en el Cuadro 3. Con ellas se efectuaron cuatro regresiones, utilizando las siguientes combinaciones de variables independientes:

Regresión I	TER	Exp	D1	D2
Regresión II	TER	Exp	STK	
Regresión III	TER	Exp	D2	
Regresión IV	TER	Exp	STK	D2

**CUADRO 3**  
Valores de las variables

Año	FKM	TER	STK	D1	D2	Exp
1970	-610	2.24	0	0	0	0
1971	1092	-0.32	-610	0	0	1
1972	1557	24.28	482	0	0	2
1973	615	-12.75	2039	0	0	3
1974	1655	0.99	2654	1	0	4
1975	1713	27.73	4309	0	0	5
1976	46	11.81	6022	0	1	6
1977	1831	6.70	6068	0	0	7
1978	4574	-13.33	7899	0	0	8
1979	1940	-21.89	12473	0	0	9
1980	4028	-9.41	14413	0	0	10
1981	10217	53.98	18441	1	0	11
1982	17751	158.45	28658	0	0	12
1983	2653	2.27	46409	0	0	13
1984	-1094	1.03	49062	0	1	14
1985	4392	25.28	47968	0	0	15
1986	1500	-13.88	52360	0	0	16
1987	1749	7.97	53860	0	0	17

La primera de ellas arrojó un resultado muy pobre, fundamentalmente porque D1 registra un poder explicativo casi nulo. Esto permitiría afirmar que los sujetos que encarnan las fugas son más sensibles a los cambios institucionales favorables que a los desfavorables. La segunda mejora el ajuste, si bien no es satisfactoria. La tercera en tanto, lo empeora. Finalmente la cuarta, que es la que mejor representa los argumentos que consideramos anteriormente, arroja un resultado satisfactorio. La ecuación resultante es la siguiente:

$$\text{FKM (70)} = -982.58 + 85.96 \text{ TER} - 3153.36 \text{ D2} + 753.57 \text{ Exp} - 0.16 \text{ STK}$$

(9.71)                      (-2.87)                      (4.11)                      (-3.45)

$$R^2 = 0.9189; \text{DW} = 1.9344; \text{F} = 36.85; \text{n} = 18$$

### *Lectura de los resultados*

Los resultados obtenidos permitirían la siguiente lectura. El signo negativo de la constante puede entenderse como que la situación normal de Argentina es el ingreso y no la fuga de capitales. Lo que se condice con un país periférico, que debería ser importador y no exportador de capitales. La tasa externa de retorno es la variable que, con holgura, mejor explica el fenómeno, mientras el signo del *stock* fugado señalaría que el mismo se autonomiza y aun es susceptible de algún reflujo. Las variables que reflejan la *subjetividad*, en tanto, muestran que la adaptación de los sujetos a las nuevas condiciones (a través de Exp) es la más explicativa; no obstante, el impacto de los hechos favorables también contribuye, aunque en menor medida.

La gran conclusión que se puede obtener del ajuste es que ante una situación de crisis permanente, los capitales son muy sensibles a los rendimientos externos. Lo cual hace prever que si la acumulación interna no presenta condiciones del todo favorables, un endurecimiento de la tasa de interés real internacional introduce un drenaje de capitales *sine die*. Esto se podría interpretar como una presión permanente introducida por la transnacionalización financiera. Desde otro ángulo significa que la tasa de interés doméstica está condicionada por la tasa de interés foránea.

### *A manera de corolario*

El ajuste que se obtuvo aquí presenta variables explicativas sustancialmente distintas a las utilizadas en el antecedente al que nos hemos referido más atrás. Mientras consideramos relevante a la tasa externa, el otro enfoque considera a la interna, y en tanto tomamos en cuenta al *stock* de capital fugado, la otra visión entiende como relevante al *stock* de deuda externa, por ejemplo. Lo interesante es que, si bien ambas estimaciones trabajan con líneas argumentales completamente diferentes, las dos presentan buenos ajustes —un poco mejor en el último caso—. Esto mueve a pensar que las inferencias econométricas deben ser tomadas con cierta prudencia y que sus resultados son por cierto relativos. Lo cual es por demás interesante, porque en más de una ocasión se utiliza la econometría para justificar *técnicamente* algún argumento. Por el contrario, ésta parece ser una herramienta de potencia más baja que la que los economistas solemos imputarle.

Al respecto es interesante una reflexión de Robert Solow, quien, haciendo gala de un estilo poco frecuente para el MIT, según observa Redman, afirma lo siguiente: "Si los economistas escogen por su cuenta la tarea de modelado de

circunstancias sociales particulares contingentes, con alguna sensibilidad hacia el contexto, me parece que deberían suministrar exactamente la ayuda interpretativa que un historiador económico necesita. El tipo de modelo es directamente aplicable en la organización de una narrativa histórica, en mucho mayor medida de la que el economista es consciente, del hecho de que *diferentes contextos sociales deben enunciarse mediante diferentes hipótesis de base (background assumptions) y, por consiguiente, mediante diferentes modelos*.<sup>20</sup>

## ANEXO

### Qué es la fuga de capitales

La definición de qué se entiende por *fuga de capitales* guarda algunas dificultades. La primera de ellas reside en que no existe una definición de la misma en los discursos teóricos dominantes. En todo caso se hablará de “egresos” de capitales o de “salidas” de los mismos por arbitraje, pero jamás de “fuga” como tal. La segunda se relaciona con que no se dispone de estadísticas directas sobre el fenómeno, por tanto su medición es sumamente difícil.

Se puede decir, entonces, que la definición de “fuga” debe responder a la categorización de un fenómeno que resulte *anormal* respecto de las salidas de capitales que los discursos teóricos dominantes consideran como *normales*. Al respecto, hace unos años se han adoptado dos enfoques: el “internacionalista” y el “nacionalista”.

De acuerdo con el “internacionalista”, la primera distinción entre una fuga y una salida normal se establece entre movimientos ilegales y legales, respectivamente.<sup>21</sup> Aquí las transacciones ilegales comprenden aquellas que se efectúan para evadir las regulaciones de los mercados financieros domésticos, y las que tienen como fin evadir tarifas, cuotas o distintas disposiciones legales relativas al comercio de artículos prohibidos, mientras que las transacciones legales incluyen a todas aquellas organizadas libremente para que los inversionistas domésticos maximicen el rendimiento real de sus portafolios para un nivel dado de riesgo. Sin embargo, algunos autores<sup>22</sup> consideran que este enfoque no contempla la esencia de la preocupación por la fuga de capitales, precisamente porque la singularidad del fenómeno residiría en que no se vieron violadas las disposiciones legales en cuestión.

Para el enfoque “nacionalista”, en tanto, una definición de fuga de capitales debería representar una buena aproximación de la medida de la pérdida de

20. Citado por D. Redman en *Economics and the Philosophy of Science* (Nueva York-Oxford, 1991), p. 127. El subrayado es mío.

21. Cumby, Robert y Levich, Richard, “On the Definition and Magnitude of Recent Capital Flight”, en Lessard, Donald y Williamson, John, *Capital Flight and Third World Debt* (Washington D.C., 1987), pp. 27-67.

22. Lessard, D. y Williamson, J., *op. cit.*

bienestar que ocasiona en el país que la experimenta. La fuga sería entonces aquella salida de recursos que es considerada desventajosa de acuerdo con los criterios de las autoridades nacionales. Bajo esta perspectiva, una de las diferencias esenciales entre las salidas normales y la fuga está dada porque esta última genera una pérdida de divisas desde el punto de vista del país:<sup>23</sup> los capitales atesorados o fugados, a fin de huir del alcance de eventuales medidas oficiales que puedan reducir su valor, disminuyen la capacidad del país para absorber bienes y servicios o para liquidar obligaciones externas; la fuga de capitales reduce entonces la disponibilidad de recursos reales con que cuenta el país. No obstante, se reconoce que si luego esas divisas se utilizaran para la importación de bienes o servicios o para el pago de obligaciones externas, equivaldría a una entrada de capital que compensaría la fuga inicial.

Para otorgarle una connotación negativa al tipo de movimientos de capital que componen la "fuga", se ha considerado que en lugar del paradigma de mercado se debe aplicar uno que considere las brechas entre el bienestar privado (en la búsqueda de cuya maximización los agentes domésticos fugan capitales) y el social.<sup>24</sup> Pero si se considera la fuga de capitales como una fuente de desutilidad se debe adoptar una medida nacionalista de la utilidad. Ciertos estudios<sup>25</sup> señalan múltiples casos en que las salidas de capital doméstico podrían reducir el bienestar social interno, si bien elevan el bienestar privado tanto de los residentes domésticos como de los extranjeros que participan en las transferencias de capital. Estos estudios consideran que las salidas de capital especulativo reflejan la existencia de discrepancias entre las tasas de retorno privada y social de los proyectos domésticos. Cuando éstas tienen lugar introducen movimientos bruscos en la tasa de interés y en el tipo de cambio, que desestabilizan el mercado financiero doméstico, mientras elevan las necesidades de endeudamiento bruto del país (incrementando el costo marginal de su deuda externa). Una vez que el capital se fuga, afirman, ya nunca regresa, por tanto reportan una contracción de la inversión doméstica y de la base impositiva.

Otros autores<sup>26</sup> entienden que no son las salidas de capitales privados en sí las que crean el problema de la fuga de capitales, sino aquella parte de las mismas que en cierto sentido se pierden para el país debido a que los ingresos generados por esos activos permanecen en el exterior o bien retornan por canales extraoficiales, de forma tal que no pueden ser utilizados para enfrentar las erogaciones externas del país.

Por otra parte, hay quienes sostienen que se puede buscar solamente una definición que mida la adquisición neta de activos externos, o algún subconjunto de los mismos, por parte del sector privado, adoptando la postura de no

23. Meyer, Arno y Bastos Marques, María Silvia, *A fuga de capital no Brasil* (Río de Janeiro, 1989).

24. Cumby, R. y Levich, R., *op. cit.*,

25. Cuddington, John, "Macroeconomic Determinants of Capital Flight: An Econometric Investigation", en Lessard, D. y Williamson, J. (eds.), *op. cit.*, pp. 85-102.

26. Khan, Mohsin S. y Ul-Haque, Nadeem, "Foreign Borrowing and Capital Flight: A Formal Analysis"; *IMF Staff Papers*, Vol. 32, Nro. 4, 1985, pp. 606-628.

complicarse buscando clasificar los movimientos de capital en normales o fugados.<sup>27</sup>

### *Algunas definiciones de fuga de capitales*

Las dificultades antedichas indujeron diversas definiciones de lo que se entiende por fuga de capitales, muchas de las cuales parecen construidas a la medida de las estadísticas disponibles en lugar de responder a consideraciones teóricas.

Como toda definición, son parciales y están abonadas por un elevado número de supuestos; tanto ellas mismas como los guarismos que arrojan son altamente opinables, si bien no se han encontrado otras aproximaciones al fenómeno bajo estudio.

Una de las definiciones más utilizadas es la que en su momento aplicara Díaz-Alejandro<sup>28</sup> y luego Dornbush<sup>29</sup> y el Banco Mundial.<sup>30</sup> Según ésta, la fuga de capitales de un país se estima en forma residual sumando las entradas de capital que registra, en la forma de incrementos netos en la deuda externa (pública y privada) y de inversiones extranjeras directas netas, y restando el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos y el aumento de las reservas internacionales oficiales. El resultado representa un incremento de los activos externos en manos del sector privado doméstico, a los que se considera fugados. Es decir que todos los activos externos que no se aplican como reservas oficiales y/o para financiar el saldo neto del intercambio de bienes y servicios, se consideran capitales fugados. La adopción de este criterio no puede generalizarse y su aplicación se limita a los países periféricos, ya que supone que se considera que un país carente de recursos no debería registrar salidas netas de capital por parte de sus residentes,<sup>31</sup> lo que excluye de la definición a todos aquellos países que no experimenten esa carencia.

Por otra parte, lo que se considera fuga de capitales en un momento de la historia de un país puede no serlo en otro. Por ejemplo, en un momento en que la economía se expande a una tasa muy alta, tal que torna difícil el hecho de que todo el excedente se pueda acumular internamente, los residentes pueden efectuar inversiones directas en el exterior sin otra meta que conquistar mercados y expandir la actividad productiva del país.

---

27. Padilla del Bosque, Rodolfo, *op. cit.*

28. Díaz-Alejandro, Carlos F., "Latin American Debt: I Don't Think We're in Kansas Anymore", *Brookings Papers on Economic Activity*, Nro. 2, 1984, pp. 335-403.

29. Dornbush, Rudiger, "External Debt, Budget Deficits, and Disequilibrium Exchange Rates", en Smith, Gordon W. y Cuddington, John (eds.), *International Debt and the Developing Countries* (Washington, 1985), pp. 213-235.

30. Banco Mundial, *Informe sobre el Desarrollo Económico Mundial, 1985* (Washington, 1986).

31. El Banco Mundial utiliza la información de deuda externa proveniente de los registros anuales de la misma y no la que se puede obtener a partir del análisis de los balances de pagos, dado que supone que esta última fuente es menos confiable.

La banca Morgan<sup>32</sup> aplica un método que es una variante del utilizado por el Banco Mundial. Su cálculo resta de las entradas totales de capitales, además del déficit en cuenta corriente y el aumento de reservas, como lo hace el Banco Mundial, el aumento de los activos externos de corto plazo que son propiedad del sistema bancario.

Cuddington<sup>33</sup> plantea un método simple: considera que las fugas de capitales típicas se corresponden con las salidas netas de capital especulativo de corto plazo, que no sólo pueden responder a cambios de portafolio del sector privado sino también a cambios en el crédito destinado a las actividades comerciales. Para Cuddington las entidades bancarias y oficiales también pueden sacar capitales del país con intención de fugarlos. En el supuesto de que el rubro Errores y Omisiones del balance de pagos se explica, en su mayoría, por los movimientos de capitales de corto plazo no registrados en las cuentas correspondientes, calcula la fuga de capitales sumándole a éste ciertas subcategorías relativas a los movimientos de capital de corto plazo del sector privado no bancario. No obstante, dichas subcategorías no son generales sino que se determinan para cada país en particular, de forma tal de identificar aquello que allí pueda considerarse fuga.<sup>34</sup>

Otra definición mide la fuga de capitales a partir del saldo de los depósitos bancarios que los residentes mantienen en el exterior, cuya evolución es recogida para las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI. La trayectoria de estos saldos permite evaluar la tendencia de la salida de capitales bajo la forma de depósitos bancarios y el grado de liquidez que los residentes domésticos mantienen en el exterior, pero pierde de vista el resto de las inversiones externas no registradas que pudieran efectuar los mismos.

Hay otros tipo de criterios que comparten entre sí la intención de distinguir entre salidas "normales" y "fuga", midiendo el *stock* de activos externos que generan ingresos que no se registran en el balance de pagos. Dentro de éstos algunos ponen el acento en la medición de los activos externos en manos del sector privado doméstico cuyos rendimientos no son repatriados. Dooley<sup>35</sup> y Khan y Ul-Haque<sup>36</sup> identifican la fuga de capitales con los activos externos que generan ingresos no registrados en el balance de pagos, bajo el supuesto de que los inversionistas que no reportan sus ingresos lo hacen para evitar el control de las autoridades domésticas.

- 
32. Morgan Guaranty Trust Company, "LDC Capital Flight", *World Financial Markets*, marzo de 1986; y "LDC Debt Reduction: A Critical Appraisal", *World Financial Markets*, diciembre de 1988.
  33. Cuddington, John, "Capital Flight: Estimates, Issues and Explanations", *Studies in International Finance*, Nro. 58; Department of Economics, Princeton University, NJ, 1986.
  34. Para el caso argentino esta definición se puede expresar como la adición del rubro Errores y Omisiones y el de Capital Privado No Bancario de Corto Plazo. Padilla del Bosque, R., *op. cit.*
  35. Dooley, Michael, "Country-Specific Risk Premiums, Capital Flight and Net Investment Income Payments in Selected Developing Countries", *IMF Departmental Memorandum* 86/17, Washington, 1986.
  36. Kahn, M. y Ul-Haque, N., "Capital Flight from Developing Countries", *IMF Finance and Development*, marzo de 1985.

Dooley estima la fuga en forma residual, para lo cual descuenta del *stock* total de activos externos identificados el *stock* de activos externos calculado de acuerdo con los rendimientos registrados en el balance de pagos por concepto de inversiones en el extranjero y una tasa de interés de mercado (representada por la correspondiente a los Bonos del Tesoro de EE.UU.). La fuga de capitales corresponde entonces al *stock* de activos externos cuyos intereses devengados no están contabilizados en el balance de pagos.

Esta medida refleja la intencionalidad de los poseedores de activos externos. De acuerdo con Dooley, la magnitud de la fuga de capitales puede experimentar cambios sin que se observen movimientos de capital en el balance de pagos, para ello es suficiente con que los rendimientos de los activos externos no sean registrados en el mismo. Esto significa que si todas las salidas de capitales y sus respectivos rendimientos fueran declarados, no existiría fuga de capitales en cuanto tal, si bien el país sufriría una reducción en la base impositiva y en el ingreso de divisas.

### *Límites de las definiciones*

Cualquiera de las definiciones adoptadas sufre dos fuertes restricciones. Una de tipo general, debido a que todas ellas hacen caso omiso de las fugas de capitales que se canalizan a través de las prácticas comerciales ilegítimas y que en su huida distorsionan los cálculos de la cuenta corriente del balance de pagos, como la subfacturación de exportaciones y la sobrefacturación de importaciones. Otra es particular de cada definición, y tiene que ver con la adopción de algunos supuestos que requiere cada una de ellas, los que pueden ser altamente opinables.

En primer lugar, cuando en un mismo espacio nacional conviven dos mercados de cambios —uno oficial y otro paralelo o “negro”— las estimaciones de fuga de divisas basadas en los cálculos del balance de pagos son insatisfactorias. Esto es así porque se pueden estar computando como fuga las transferencias del mercado oficial al mercado paralelo, o porque estos registros omiten la fuga de capitales que tiene lugar en el mercado paralelo. Este sesgo es inevitable en tanto que todas las economías que han experimentado fuga de capitales presentan mercados de cambios duales. La única solución estaría dada por la disponibilidad de un balance consolidado que registrara las operaciones oficiales y las paralelas, lo que, *per se*, no es factible.

Pero todas las mediciones de fuga de capitales propuestas a partir del análisis del balance de pagos enfrentan la restricción de que el mismo no permite identificar directamente la fuga de capitales. Entonces hay que identificar correctamente aquellas partidas que permitan inferir la fuga. Sin embargo, hay distorsiones y deficiencias estadísticas difíciles de detectar que distorsionan los resultados de las cuentas oficiales. Ese es, por ejemplo, el caso del contrabando, que distorsiona el rubro Errores y Omisiones y puede confundirse con la fuga de capitales, o de algunas modalidades de fuga, como la subfacturación de exportaciones y la sobrefacturación de importaciones, que no

aparecen en el balance de pagos y que sólo pueden advertirse comparando los datos de comercio exterior del país con los de sus socios comerciales, bajo el supuesto de que esas estadísticas no tengan distorsiones.

Por otra parte, las mediciones de la fuga de capitales a través del análisis de las fuentes y usos de recursos omiten que la cuenta corriente del balance de pagos toma como ingresos a los depósitos de los residentes domésticos en bancos externos, si bien se trata de entradas virtuales con su correspondiente salida en la cuenta de capital, a título de reinversión de intereses. Si se elimina este ingreso aumenta el déficit de la cuenta corriente que es preciso financiar y se reducen las supuestas fugas de capitales. De allí que, por todas las restricciones señaladas, las hipótesis como la adoptada por el Banco Mundial son muy fuertes, porque se imputa como fuga a todas las salidas netas de capital de los residentes domésticos, con excepción de aquellas que van a acumulación de reservas.

La hipótesis del Morgan Guaranty Trust comparte las mismas restricciones, pero presenta una restricción adicional debida a que, al considerar la adquisición de activos externos por parte del sistema bancario como una salida normal de capitales y la del resto de los residentes como fuga, omite la fuga de capitales que se produce a través del sistema bancario.

La definición de Cuddington, en tanto, también presenta flancos difíciles de defender. En primer lugar, el rubro Errores y Omisiones no se compone exclusivamente de operaciones de corto plazo del sector privado no bancario, mientras no hay razones que permitan suponer que la fuga de capitales sólo tiene lugar mediante la adquisición de activos de corto plazo, al tiempo que pueden existir transacciones de corto plazo que no respondan a una fuga.

En cuanto a la hipótesis que toma como una aproximación a la fuga de capitales a los depósitos que el sector no bancario mantiene en el extranjero, de acuerdo con las estadísticas del FMI, no considera las restricciones de las fuentes estadísticas de las que parte. Por un lado, esos registros lo son sólo de los centros financieros que consideran, si bien son los principales, mientras la nacionalidad del depositante no siempre es fidedigna. Asimismo, aun en caso que se suponga que esto no introduce distorsiones significativas en las estimaciones, no todos los recursos fugados al exterior se mantienen en la forma de depósitos bancarios.

Por último, las definiciones que consideran a la fuga de capitales como equivalente al total de activos externos en poder del sector privado doméstico cuyos rendimientos no son computados en el balance de pagos, como la de Dooley y la de Khan y Ul-Haque, parten de la hipótesis de que esos rendimientos no se registran porque sus propietarios desean colocar sus recursos fuera del alcance de eventuales medidas de las autoridades domésticas, y en ese sentido constituyen una "pérdida para el país".

Dooley trata de diferenciar la fuga de las salidas normales de capital. Además de los inconvenientes derivados de trabajar con el rubro Errores y Omisiones del balance de pagos, supone que son reales los ingresos virtuales en la cuenta corriente que se imputan a partir de los rendimientos de los activos de los residentes domésticos identificados en el exterior y las tasas de interés

de mercado. Además supone que la magnitud de la fuga puede variar sin que tengan lugar entradas o salidas de capital, en caso de que los rendimientos sobre los activos externos no sean repatriados, pero el *stock* de estos activos y el rendimiento de los mismos son de difícil medición y pueden tener variaciones muy significativas de acuerdo con la tasa de interés que se escoja.

## RESUMEN

Más allá de la hipótesis atinada de que mientras muchos países periféricos se endeudaban externamente en grandes cantidades, sus respectivos residentes privados adquirirían activos externos en proporciones considerables, el artículo infiere las condiciones para la acumulación de capital que tienen lugar en el país en este momento histórico, sus límites y restricciones.

Los resultados que se obtienen permiten alcanzar dos conclusiones. En primer lugar, que ante una situación de crisis permanente, como la experimentada por Argentina en el período bajo estudio, los capitales son muy sensibles a los rendimientos externos. Lo cual determina que, bajo esas condiciones, la tasa de interés internacional condicione a la tasa de interés doméstica. Esto se podría interpretar como una presión permanente introducida por la transnacionalización financiera.

Por otra parte, se obtiene un corolario apto para la reflexión epistemológica. El ajuste econométrico que se presenta aquí, alcanza buenos indicadores utilizando variables sustancialmente distintas de las que otro autor aplica para estudiar el mismo tema, también en este caso con buenos resultados. Esto mueve a pensar que las inferencias econométricas deben ser tomadas con cierta prudencia, y que su valor probatorio puede ser puesto, por lo menos, en duda.

## ABSTRACT

Going beyond the reasonable hypothesis that, while many countries of the periphery acquired enormous foreign debts, their respective private citizens amassed considerable external assets, this article infers the conditions for capital accumulation that hold in this country at this point in history, their limits and constraints.

The results obtained allow two conclusions to be drawn. In the first place, that in the face of a situation of constant crisis, as it was the case in Argentina in the period under study, capital is very sensitive to foreign yields. Which means that, in such conditions, the international interest rate influences the domestic rate. This could be interpreted as a constant pressure introduced by the process of financial transnationalization.

On the other hand, there is a suitable corollary for epistemological reflection. The econometric adjustment presented here gives good indicators by using substantially different variables from those applied by another author to study the same topic, also with good results. This leads us to think that econometric inferences should be taken with a certain degree of caution and that their value as proof can at least be questioned.