

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

MAESTRÍA EN FINANZAS

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

Revisión de la influencia de los flujos de capitales
sobre las fases económicas en la Argentina. Periodo
2008-2015

AUTOR: MARTIN ENDLER

DIRECTOR: GERMAN PLESSEN

DICIEMBRE 2021

Resumen

El siguiente trabajo se propone investigar la relación entre los movimientos (ingresos y egresos) de capitales y los ciclos económicos (crecimiento y recesión) en la Argentina durante el periodo 2008-2015. Se intentará contribuir a comprender si las dinámicas de los flujos de capitales fueron en parte determinantes del curso económico del país, a partir de información cualitativa y de la construcción de series estadísticas. Para ello, se analizarán primero algunas de las características preponderantes propias del mercado de capitales local, las principales perturbaciones externas acontecidas y sucesos significativos internos, las políticas públicas (económicas y de otros tipos) centrales que tuvieron lugar en la región en esos años. También se reparará en los factores de los movimientos de los flujos de capitales, la dinámica de la fuga de los mismos, el comportamiento de los agentes económicos y la evolución de la balanza de pagos y de la macroeconomía. Luego, se procederá con la construcción de series estadísticas y el estudio econométrico de variables como el volumen de la fuga de capitales, el nivel de tasas de interés, los indicadores de riesgo país soberano y corporativo, la presencia de los controles sobre los movimientos de capitales y el nivel de actividad económica, con el fin de establecer relaciones entre ellas fundamentadas en datos empíricos y obtener conclusiones, y agregar además unos últimos comentarios.

El presente trabajo constituye un estudio de caso intrínseco que desarrollará de manera integrada y detallada la evolución del conjunto de factores que el autor considera pertinente a fin de caracterizar la situación financiera y económica que la Argentina transitó entre los años 2008-2015, y estableciendo sus conexiones, mediante el uso de información cualitativa y cuantitativa.

Palabras clave: fuga de capitales, controles cambiarios, financiamiento doméstico, actividad económica, cepo, mercado de capitales, movimientos de capitales, reservas internacionales

Índice general

1. Introducción	4
2. Planteamiento del tema.....	6
3. Objetivos	7
3.1. Objetivo general.....	7
3.2. Objetivos específicos.....	7
4. Hipótesis.....	8
5. Marco teórico.....	8
5.1. Integración financiera y apertura de la cuenta capital y financiera.....	8
5.2. Canal de transmisión de los shocks del sistema financiero mundial sobre las economías emergentes.....	9
5.3. Crisis financiera y la economía.....	9
5.4. Crisis financieras y flujos de capitales.....	10
5.5. Vulnerabilidades en el sector externo de los países emergentes en relación a los flujos de capitales.....	12
5.6. Formación de activos externos y fuga de capitales.....	16
5.7. Métodos de estimación de la fuga de capitales.....	18
6. Metodología.....	21
7. Relación entre ciclos de fuga y de actividad económica.....	23
8. Otras consideraciones sobre la Balanza de Pagos y la fuga de capitales.....	42
9. Modelos econométricos: selección de variables y metodología.....	48
9.1. Modelo 1: fuga de capitales, tasa Badlar, EMBI+Arg, CEMBI+Arg.....	49
9.2. Modelo 2: fuga de capitales, cepo cambiario, tasa Badlar.....	56
9.3. Modelo 3: fuga de capitales, Reservas internacionales, Base Monetaria, Badlar, EMBI+Arg, CEMBI+Arg	59
9.4. Modelo 4: Badlar, EMBI+Arg, EMAE, EMAE desestacionalizado.....	64
10. Conclusiones.....	76
11. Referencias bibliográficas y bibliografía	78
12. Anexo.....	82

1. Introducción

Desde hace varias décadas la Argentina se consolidó como un país productor y exportador de bienes primarios, provenientes del sector agropecuario. A lo largo de su historia y hasta la actualidad, dicho sector ha sido el proveedor fundamental (y uno de los pocos) de divisas provenientes del comercio para la región. Este rasgo característico nacional conlleva un riesgo pasible de poner en jaque la estabilidad interna: la volatilidad del precio de los commodities. El movimiento del mismo impacta directamente en la balanza comercial. El problema que puede traer aparejado un déficit en dicho balance al perdurar, es lo que se conoce como la “restricción externa”. Es decir, la dificultad de obtener divisas.

La importancia de acumular divisas (a modo de reservas internacionales) para el soberano radica principalmente en aportar estabilidad al país, permitir hacer política cambiaria, hacer frente al repago de deudas contraídas en moneda extranjera y amortiguar el impacto de shocks internos y externos. Para los agentes económicos privados significa un resguardo de valor de sus ingresos y/o ganancias frente a vaivenes de tipo de cambio y a periodos inflacionarios.

Por otra parte, en la década de los '70 se llevó a cabo un proceso de “valorización financiera”. El mismo se caracterizó por el avance de las privatizaciones de empresas públicas con participación de corporaciones transnacionales, apertura comercial, liberalización de la cuenta capital y financiera y el aumento de los pasivos externos. Esto provocó un importante ingreso de capitales en la región. Con el correr de los años, y mediante un fuerte empuje en los '90, dicho proceso contribuyó al desarrollo del mercado de capitales local en sintonía con la integración financiera global. Sin embargo, su nivel de desarrollo, profundidad y tamaño (sumado a las características macroeconómicas propias del país), lo han hecho dependiente del ingreso constante de flujos de capitales extranjeros, y a la vez, vulnerable en buena medida. Mientras tanto, el proceso de dolarización se intensificó como respuesta racional a etapas de espirales inflacionarias y devaluaciones del tipo de cambio de gran magnitud, que dañaron la capacidad adquisitiva de las familias y las empresas.

Es posible observar que, a través de los años, entre los cuales se ha intentado con baja eficacia llevar a cabo diferentes procesos de industrialización y sustitución de importaciones, la Argentina no supo superar la dependencia y las vulnerabilidades del sector externo. El elevado ingreso de capitales privados (tanto de residentes como de no

residentes) parece dar pie y acompañar a ciclos de crecimiento económico (fase en la cual la restricción externa disminuye o desaparece y las reservas aumentan), y a ciclos de crisis financieras y recesión cuando aquellos se retiran (y se pierde la mayor parte de las reservas y la restricción reaparece). En este último caso, el resultado de la balanza de pagos suele volverse negativo, lo cual, en caso de mantenerse en el tiempo, genera la necesidad de realizar ciertos ajustes macroeconómicos que pueden derivar en crisis financieras y recesiones. Estos fenómenos, lejos de quedar en el pasado, continúan siendo una realidad.

Desde el 2008 en adelante, en concordancia con el estallido de la crisis financiera mundial, los problemas y vulnerabilidades estructurales que se habían mantenido relativamente en calma o bajo aparente control entre 2003-2007, se han hecho sentir de forma persistente.

Es por eso que resulta importante abordar estos tópicos con el fin de desentrañar la dinámica que aún rige a la Argentina, y de contribuir al entendimiento integral de la misma que, desde ya, es compleja y abarca numerosas variables. El estudio se centrará en el periodo 2008-2015, delimitado temporalmente por el inicio de la crisis financiera mundial en su comienzo y por los dos mandatos de Cristina Kirchner al frente del gobierno nacional. Lo cual conforma una etapa que, como se mencionó anteriormente, puede ser identificada como una muestra notoria del conjunto de síntomas y fenómenos que han atravesado al país y continúan haciéndolo. El primer paso para lograr una Argentina encaminada hacia un desarrollo económico sostenible debe comenzar con un buen entendimiento de su historia y sus fracasos.

2. Planteamiento del tema

En el periodo 2003-2007 la Argentina registró las tasas de crecimiento más altas de su historia reciente. Luego de una triple crisis financiera (bancaria, cambiaria y de deuda) y recesión económica, el país era un caso ejemplar de recuperación en el mundo. Mediante condiciones internas y externas favorables, mejoraron los términos de intercambio (TDI), lo que contribuyó a que el PBI creciera a tasas chinas (promedio 8% anual). Nuevamente se observaba un superávit comercial que proveía al país de reservas y permitía financiar el gasto público sin incrementar prácticamente la deuda externa. El país también acumuló parte de los excedentes de los flujos de capital provenientes de los países desarrollados. Todo esto proporcionaba una sensación de estabilidad interna para los agentes económicos locales y extranjeros.

A mediados de 2008, tuvo lugar el estallido de la crisis financiera global, siendo los países desarrollados los más afectados. La misma desembocaría a continuación en una fuerte recesión económica.

Los efectos de la crisis se propagaron a las economías emergentes por los canales financiero y comercial. El buen desempeño económico y las mejores condiciones externas de los años previos les permitieron a los países latinoamericanos amortiguar el shock recesivo, y atenuar la transmisión por el canal financiero. Sin embargo, la magnitud y duración de la crisis comenzó a limitar los alcances de las políticas económicas nacionales.

Los fenómenos observados a partir del estallido empezaron a poner en evidencia nuevamente ciertas vulnerabilidades y rasgos estructurales del aparato productivo, de los agentes económicos y del mercado de capitales de la Argentina que, sumadas a condiciones particulares de aquel entonces, influirían de cierta forma en la evolución de la balanza de pagos y en la demanda agregada. Las características propias del mercado de capitales local, la restricción externa, el tipo de cambio, la inflación, los flujos de capitales, la formación de activos externos, los duros controles y limitantes al libre movimiento de capitales y otras condiciones internas de diversa índole jugaron un rol preponderante en los siguientes años.

Este trabajo se propone analizar la relación entre los movimientos (ingresos y egresos) de capitales y los ciclos económicos (crecimiento y recesión). Se contribuirá a comprender si las dinámicas de los flujos de capitales fueron determinantes de las fases

de crecimiento y recesión, a partir de información cualitativa y de la construcción de series estadísticas.

El presente estudio busca responder las siguientes preguntas problematizantes:

Pregunta general:

¿Cómo se relacionaron los ciclos de los flujos de capitales con los ciclos económicos en la Argentina durante el periodo 2008-2015?

Preguntas específicas:

¿Cómo se caracterizó el nuevo ciclo de fuga de capitales iniciado en 2008?

¿Qué correlación existió entre el flujo de divisas hacia dentro y fuera del país y el mercado de capitales local?

¿Qué fenómenos generó la imposición de fuertes controles al movimiento de capitales sobre el mercado de capitales doméstico y las posibilidades de que éste funcione como canalizador de una alternativa de financiamiento doméstico?

3. Objetivos

3.1 General

Analizar la relación entre los movimientos (ingresos y egresos) de capitales y los ciclos económicos (crecimiento y recesión) en la Argentina durante el periodo 2008 a 2015. Comprender si las dinámicas de los flujos de capitales determinaron en parte las fases económicas.

3.2 Específicos

Analizar las características del nuevo ciclo de fuga de capitales iniciado en 2008

Examinar la correlación entre el flujo de divisas hacia dentro y fuera del país y el mercado de capitales local

Analizar que fenómenos se generaron a partir de la imposición de fuertes controles al movimiento de capitales sobre el mercado de capitales local y sobre las posibilidades de que este último funcione como canalizador de una alternativa de financiamiento doméstico

4. Hipótesis

La hipótesis a confirmar a lo largo del presente trabajo es que, a través de datos estadísticos, se observa que durante el periodo considerado (2008-2015) se cumple la teoría de que las fases económicas en la Argentina fueron determinadas en buena medida por el movimiento de los flujos de capitales hacia dentro y fuera del país. En otras palabras, se pretende dejar en evidencia que los ciclos significativos de ingresos de flujos de capitales a la Argentina han dado lugar a episodios de crecimiento económico motorizado por la abundancia de liquidez y reducción del costo de fondeo doméstico, mientras que los ciclos de fuertes egresos o “fuga” de capitales derivaron en crisis financieras y recesión.

5. Marco teórico

5.1. Integración financiera y apertura de la cuenta capital y financiera

Se puede definir al flujo de capitales como “el incremento del endeudamiento de los sectores públicos y privados y es medido, si bien en forma imprecisa, por el superávit de la cuenta capital de la balanza de pagos” (Calvo, Leiderman y Reinhart (1994, p.3).

La literatura tradicional relaciona la apertura de la cuenta de capital y financiera y el ingreso de flujos de capitales con beneficios como el incremento del financiamiento externo (privado y público), la mejora en la asignación de recursos, el aumento del ahorro, lo cual se canaliza hacia inversiones más productivas (CEPAL, 2018). También se observan como posibles consecuencias el aumento de las reservas internacionales, el incremento de los precios de los activos financieros y la aceleración del crecimiento económico (Calvo *et al.*, 1994). Por último, se destaca que, con el auge del crédito interno motivado por el endeudamiento externo, el costo de capital doméstico disminuye. Esto motiva la inversión productiva e impulsa el desarrollo de los mercados de capitales.

5.2. Canal de transmisión de los shocks del sistema financiero mundial sobre las economías emergentes

La valorización financiera ha hecho que exista una mayor interdependencia entre los mercados de productos básicos (así como de otros) respecto de las variables financieras globales. Éstas condicionan e influyen sobre los países emergentes exportadores de bienes primarios. Los shocks que puedan producirse en dichas variables, generan modificaciones en las posiciones comerciales, fiscales y de inversión internacional de las regiones productoras de estos bienes. Se pueden identificar principalmente dos canales de transmisión de estos efectos: el financiero y el comercial. Por medio de ellos, ciertos shocks exógenos como cambios en la tasa de interés internacional, en la aversión al riesgo de los inversores extranjeros o en el nivel de actividad de los países desarrollados, afectan en los precios de los commodities y en el ingreso de los flujos de capitales a las economías emergentes, lo cual repercute sobre la restricción externa y el volumen de ingresos tributarios y no tributarios (CEPAL, 2018).

Cómo se verá, aquellos factores provenientes del exterior y que afectan a la economía local, se los llama factores “*push*” o “de presión”. Por otra parte, los factores internos, propios de la contexto interno o doméstico, son los llamados “de atracción” o “*pull*”, cómo el crecimiento económico nacional, el tipo de cambio, la inflación, etc.

5.3. Crisis financiera y la economía

Las crisis financieras conllevan efectos o costos directos e indirectos. Los costos directos abarcan las pérdidas para los tenedores de activos cuando sus precios caen y las pérdidas ocasionadas debido a la quiebra de entidades financieras. Cuando esto sucede, los dueños de la entidad pierden su capital, y sus acreedores, los fondos prestados. Si se trata de un banco, las pérdidas alcanzan también a los clientes cuyos depósitos no están asegurados.

Si bien estos costos directos pueden ser elevados, los mayores costos de las crisis financieras provienen de los efectos indirectos.

Una caída en los precios de los activos hace que también sea más difícil para los individuos y las compañías obtener préstamos. Precios a la baja significan una caída en

el valor del activo colateral en posesión de los acreedores, necesario para no caer en el “riesgo moral”¹ y/o en la “selección adversa”² en los mercados de crédito.

El resultado de esta consecución de eventos es una crisis de crédito. El volumen de préstamos bancarios cae fuertemente, algunos prestatarios sufren recortes o cancelaciones en sus créditos o deben afrontar tasas de interés más elevadas.

Las quiebras de entidades financieras también pueden derivar en una crisis de crédito. Cuando algunos bancos comerciales quiebran, dejan de emitir préstamos. Los bancos aún en funcionamiento podrían temer correr la misma suerte, por lo que se vuelven más conservadores a la hora de prestar dinero, e incluso reducen el crédito con el fin de aumentar su nivel de liquidez, protegiéndose así frente a una corrida. Cuando los bancos de inversión quiebran, la securitización cae, lo cual reduce los fondos disponibles para préstamos bancarios.

5.4. Crisis financieras y flujos de capitales

Existen tres tipos de crisis financieras según el objeto afectado: la cambiaria, la bancaria y de deuda (Laeven y Valencia, 2012). Las mismas no son excluyentes entre sí, es decir, pueden convivir más de un tipo de ellas a la vez. Si coexisten dos, se las llama “crisis gemelas”. Si en cambio, conviven todas a la vez, “crisis triples”.

Entre el periodo 1970-2011, los autores identifican 147 crisis bancarias, 218 cambiarias y 66 de deuda soberana a nivel global.

En términos de los efectos reales de las crisis bancarias, encontramos que las economías desarrolladas tienden a experimentar mayores output losses³ y subas de deuda pública más grandes que los países emergentes y en desarrollo. Estos mayores outputs losses en economías desarrolladas en cierto punto son

¹ Riesgo moral (*moral hazard*) se refiere a que una de las partes de una transacción tiene la oportunidad de asumir un riesgo adicional que afecta negativamente a la otra parte, y por la cual la primera considera que no sufrirá ninguna consecuencia. Es común en los mercados de seguros y de crédito. La decisión no se basa en lo que se considere como apropiado o correcto, sino en lo que provea un mayor beneficio

² Selección adversa (*adverse selection*) describe una situación de asimetría en la información en una transacción entre dos partes. En general, la parte vendedora cuenta con más y/o mejor información que la compradora en referencia a algún aspecto de la transacción, y dicha asimetría es explotada.

³ Pérdidas de producto o producción

impulsados por sistemas bancarios más profundos, lo que hace más disruptivas a las crisis bancarias (Kroszner, Laeven y Klingebiel, 2007, p.189).

El mayor aumento de la deuda pública en economías avanzadas está relacionada entonces a la mayor pérdida de producto y a una mayor utilización de políticas fiscales anti-cíclicas.

Según Laeven y Valencia (2012), las crisis bancarias se consideran sistémicas, es decir, afectan a todo el sistema, al identificarse dos condiciones:

- Se caracterizan por la presencia de tensiones en el sistema bancario, generalmente bajo la forma de corridas y retiros masivos de depósitos, pérdidas y deterioro del patrimonio de los bancos y quiebras de entidades
- Se llevan a cabo acciones de intervención significativas en respuesta a las sustanciales pérdidas en el sistema bancario. Dichas acciones se consideran significativas si al menos tres de las mismas son practicadas. Ellas son:
 - Asistencia de liquidez extraordinaria
 - Costo bruto de reestructuración de bancos del 3% del PBI
 - Nacionalizaciones sustanciales de bancos
 - Otorgamiento de garantías significativas
 - Adquisición de activos financieros, en general, afectados por la crisis (por lo menos de un 5% del PBI)
 - Congelamiento de depósitos

Existen dos teorías a la hora de determinar que significa una crisis de deuda. La definición tradicional la describe como la cesación de pagos y/o el canje de deuda en situaciones de *distress*. Una definición más moderna y amplia, abarca también a las situaciones de tensiones financieras sobre el costo marginal de nueva deuda y la disponibilidad de nuevo financiamiento. Es decir, según esta segunda definición, una crisis de deuda no necesariamente termina o es producto de un default o una reestructuración.

Las crisis de tipo de cambio se caracterizan por devaluaciones nominales de gran magnitud en intervalos cortos de tiempo. Frankel y Rose (1996) definen una crisis cambiaria como una depreciación nominal de la moneda frente al dólar norteamericano

de por lo menos 30% que además es al menos 10 puntos porcentuales más alta que la tasa de depreciación del año previo.

Suelen suceder a partir de reversiones o parates súbitos en el ingreso de flujos de capitales, conocidos como *sudden stops*.

La bibliografía vinculada a las tendencias de los flujos de capitales destaca que la volatilidad de los mismos está relacionada a un grupo de factores externos (*push*) e internos (*pull*) a las economías emergentes. En cuanto a los *push*, se encuentran la aversión global al riesgo, el nivel de actividad de los países industrializados y la tasa de interés internacional, mientras que los *pull* abarcan el crecimiento económico, el contexto y estabilidad política y macroeconómica, las tasas de interés locales, la inflación, el tipo de cambio, el déficit fiscal, el nivel de reservas internacionales, la sustentabilidad de la deuda, etc. (CEPAL, 2018).

A su vez, dichos factores pueden clasificarse también como cíclicos o estructurales, según su variabilidad en el tiempo.

Tabla 1

Factores *push* y *pull* de los flujos de capitales para economías emergentes

Factores	Cíclicos	Estructurales
Push	Tasas de interés Internacionales (-)	Políticas de diversificación de portafolios (+)
	Apetito por el riesgo (+)	Crecimiento potencial de las economías avanzadas (-)
	Crecimiento global (+)	
Pull	Crecimiento doméstico (+)	Apertura comercial (+)
	Tasas de interés domésticas (+)	Desarrollo financiero (+)
	Fundamentals macroecon. positivos (+)	Influencia del gobierno en la economía (-)

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Cosentino, Isasa, Mayer, De Achaval, Coretti y Dall’O (2017), Calvo *et al.* (1994), CEPAL (2018)

5.5. Vulnerabilidades en el sector externo de los países emergentes en relación a los flujos de capitales

La moneda en la cual esta denominada la deuda pública, ya sea interna o externa, puede incrementar de forma considerable la probabilidad de que el país ingrese en una situación de insolvencia a partir de descalces cambiarios (Cosentino *et al.*, 2017). Estos últimos se refieren a la asimetría con la cual los activos y pasivos de la balanza de pagos pueden terminar siendo valuados debido a movimientos del tipo de cambio, lo cual

impacta en la capacidad de repago de las obligaciones contraídas. En este contexto, una devaluación en el tipo de cambio real aumentaría la proporción de la deuda con respecto al PBI, en tanto que una apreciación real la reduciría, lo que introduce un riesgo de exposición a fluctuaciones cambiarias.

Calvo, Izquierdo y Talvi (2003) aclaran “Los Sudden Stops son típicamente acompañados por un incremento sustancial del tipo de cambio real que causa estragos en países que están fuertemente dolarizados en sus pasivos, transformando la posición sustentable fiscal y corporativa en una insustentable” (p.1). Los autores destacan que, en el caso de Argentina, dos consideraciones jugaron un rol crucial en magnificar el efecto de los *sudden stops* en los flujos de capitales y en crear los problemas fiscales y financieros que eventualmente el país tuvo que confrontar (haciendo referencia al periodo post crisis rusa de 1998):

- Contar con una economía relativamente cerrada, es decir, con una porción pequeña de producción de bienes transables (más específicamente, productos que pueden transformarse rápidamente en exportaciones) en relación a la absorción interna de bienes transables
- Contar con una dolarización de sus pasivos (más específicamente, grandes descalces de tipo de cambio) en los sectores público y privado

El primer factor implica que la interrupción súbita puede significar un fuerte incremento en el tipo de cambio real de equilibrio. Por otro lado, el hecho de la dolarización de los pasivos implica tener deuda denominada en moneda extranjera en sectores productores de pesos, incluyendo al Estado, lo que acarrea grandes descalces en la hoja del balance cuando el tipo de cambio real aumenta. “(...) estos dos factores representan un cocktail financiero peligroso para el sector privado y el gobierno” (Calvo *et al.*, 2003, p.3).

La práctica de tomar deuda en moneda extranjera por parte de un país emergente es lo que se denomina el “pecado original”. Generalmente está relacionada a la incapacidad de dicha región para financiarse en moneda local. Eichengreen y Hausmann (1999) mencionan que los países en desarrollo son más vulnerables que los desarrollados a las crisis financieras internacionales precisamente debido a la elevada composición en moneda extranjera de sus pasivos.

Cosentino *et al.* (2017) destacan al menos cinco grandes factores que causan el pecado original para los emergentes:

- La conducta pasada del deudor: relacionada al historial de malas políticas fiscales, cambiarias y/o monetarias, que llevan al inversor a desconfiar de la moneda local como reserva de valor
- Las estrategias de inversión que presenta la base de inversores: existe poco interés generalmente en diversificar la cartera en monedas emergentes por parte de aquellos
- La configuración del sistema monetario internacional: solo unas pocas monedas funcionan como monedas internacionales (el dólar, el euro, el yen, etc.) de uso y reserva a nivel global
- La existencia de controles y regulaciones que limitan la entrada y la salida de capitales: dichos controles y regulaciones en la cuenta capital acotan la libertad de conversión a moneda extranjera, lo cual quita flexibilidad a los inversores
- La dimensión legal basada en la Doctrina de la Inmunidad Soberana: la mayor capacidad de exigir el cobro de las deudas por parte de los inversores está relacionada a la moneda en la cual está denominada la deuda.

A fin de cumplir con las obligaciones en moneda extranjera, el país debe hacerse de la cantidad de dinero que precise para cancelar la deuda al vencimiento. Desde la perspectiva de la balanza de pagos, es posible identificar tres formas de obtener financiamiento en divisas (Cosentino *et al.*, 2017):

- Demanda de divisas en el mercado cambiario: la oferta proviene del superávit de la cuenta corriente (si lo hubiese) y los flujos netos de capitales correspondientes al sector privado o subnacional (IED, deuda corporativa o subnacional e inversiones de cartera por medio del mercado cambiario spot
- Emisión de deuda denominada en divisa o pasible de suscripción en la misma
- Uso de Reservas Internacionales (RRII) u otros activos que puedan hacerse líquidos

De las fuentes mencionadas, solo el superávit de la cuenta corriente constituye una fuente de ahorro “genuina” de la economía como un todo. El resto de las fuentes a mencionadas implican que, o bien generarán flujos de repago en el futuro (las deudas

deberán ser cubiertas por el capital y los intereses), o son agotables (como es el caso de las reservas internacionales).

En las últimas décadas, los flujos de capitales externos han sido una fuente de financiamiento importante de divisas. Sin embargo, esta se caracteriza por ser sumamente volátil y de carácter pro-cíclico, verificándose interrupciones súbitas impulsadas por factores globales que han llevado a los países a aplicar fuertes ajustes en su cuenta corriente para balancear los desequilibrios resultantes en la balanza de pagos frente a la retracción del financiamiento privado (Cosentino *et al.*, 2017). Aquellos factores internacionales tienen la capacidad de afectar los términos de intercambio, la restricción externa, la inflación, los ingresos tributarios y no tributarios, la distribución del ingreso y la composición sectorial del producto, entre otras variables relevantes de política macroeconómica (CEPAL, 2018).

Se puede identificar entonces, un círculo vicioso entre la reversión súbita, el pecado original y la crisis cambiaria y de deuda: Un *sudden stop* de los flujos de capitales creará presiones cambiarias que podrán culminar en depreciaciones de la moneda local, con pérdidas significativas de reservas internacionales mediante. Si la devaluación no genera un *pass through* a precios, aumentará la carga de la deuda sobre el PBI en moneda extranjera, lo cual disminuirá la solvencia del país y motivará aún más el egreso de capitales y la formación de activos externos. Esto provocará el aumento de las tasas de interés y, por lo tanto, el costo del nuevo financiamiento que consiga el soberano. Si no se es capaz repagar ni refinanciar las deudas al momento de su vencimiento, la situación podrá derivar en una crisis de deuda.

El hecho de no poder acceder al mercado de crédito sumado a la devaluación de la moneda, acompañada por los demás efectos adversos, no harán más que presionar sobre la necesidad de disminución del déficit de cuenta corriente, ahora imposible de financiar. Deberán recortarse las importaciones, y de la mano de ello, caerá el nivel de actividad y, en consecuencia, el consumo y el empleo, generando una recesión económica.

5.6. Formación de activos externos y fuga de capitales

Como se ha explicado anteriormente, las economías emergentes y, sobre todo, las que cuentan con una moneda local poco estable e incapaz de generar confianza tanto en el mercado interno como externo, poseen una buena parte de sus pasivos dolarizados.

En épocas de inestabilidad o desconfianza en los mercados financieros, los inversores locales y extranjeros desarman sus posiciones en aquellos países y “fugan” sus capitales a destinos más seguros, invirtiendo en divisa internacional. En general, la moneda refugio suele ser el dólar. Las posiciones de estos inversores extranjeros en países emergentes están fondeadas con endeudamiento tomado en los mercados internacionales. En tales circunstancias, los inversionistas abandonan los activos locales y demandan moneda extranjera para repagar sus obligaciones (CEPAL, 2018).

El concepto de fuga de capitales suele significar cosas diferentes para personas diferentes, pero además posee una fuerte carga emocional a causa de su estrecha asociación con actividades ilegales (Buitter y Szevari, 2002).

Teniendo en cuenta la amplia bibliografía al respecto, Kulfas (2005) afirma que existen tres conjuntos de definiciones acerca de la fuga de capitales:

La primera es la definición más amplia que asocia la fuga con toda salida de capitales que habrían generado un retorno social más elevado si hubiesen sido invertidos en la economía doméstica. Bajo esta mirada, prácticamente todas las salidas de capitales correspondientes a residentes y no residentes (en momentos de crisis e incertidumbre) deben considerarse como fuga de capitales. Se suele vincular a la misma con fases de elevada incertidumbre derivada de turbulencias en el sistema político o de crisis económica y financiera.

La segunda definición acota en parte el universo de la salida de capitales que debe considerarse como fuga. Bajo esta mirada, solo las salidas influenciadas por momentos de incertidumbre política o económica deben catalogarse como fuga. Existen entonces, salidas “normales” de capitales de residentes, que no son fugas de capitales, y salidas “anormales”, que sí lo son. Según Schneider (2003), desde la crisis de deuda de la década de los '80, la fuga de capitales fue considerada como un indicador razonable del clima del mercado y de la confianza de los residentes de su sistema económico local, pero simultáneamente, pueden tener lugar salidas de capitales normales.

Por último, el tercer conjunto delimita el universo solo a las salidas de capitales provenientes de actividades ilegales. Esto es, los capitales salientes con el fin de financiar actividades de contrabando y otros ilícitos se consideran como fuga.

Kulfas (2005) destaca que cada conjunto de definiciones conlleva alguna motivación (incertidumbre, actividades ilegales, arbitraje, etc.) y que los límites que las separan no son nada claros. Y agrega: “las definiciones suelen chocar contra dificultades insalvables de estimación estadística. Ello se debe a que, para empezar, no siempre existen registros oficiales consistentes sobre fuga de capitales sino estimaciones indirectas bajo diferentes métodos (que suelen divergir entre sí), los cuales captan una idea aproximada del fenómeno, pero lejos están de poder aportar demasiado acerca de las motivaciones reales” (p.16).

Por otro lado, la fuga de capitales puede ser entendida como la acumulación de activos externos por parte de residentes que escapa al control de las autoridades domésticas (Dooley y Kletzer, 1994). Según esta definición, la fuga se debe calcular sobre la porción de activos externos que generan ingresos fuera del alcance de la balanza de pagos.

Basualdo y Kulfas (2002) por su parte, afirman:

La fuga de capitales locales tiene lugar cuando los residentes de una economía remiten fondos al exterior para realizar diversas inversiones y adquirir activos que pueden ser físicos (inversiones directas, etc.) o financieros (títulos, acciones, depósitos, etc.). No se trata de una operatoria necesariamente ilegal (aunque presumiblemente una parte significativa podría considerarse como tal), sino de la transferencia de capital líquido hacia el exterior para realizar inversiones directas, o adquirir títulos, acciones e inmuebles, o efectuar depósitos bancarios (p. 59).

Dichos autores agregan a la forma de fuga de capitales mencionada, la salida de capitales mediante los denominados precios de transferencia y los créditos *intercompany*, que continúan siendo métodos de remisión de utilidades y de elusión y evasión impositiva utilizados por los capitales extranjeros para aumentar su rentabilidad y poder remitir utilidades al exterior. El mismo mecanismo es utilizado por los capitales nacionales con inversiones directas en el exterior (Basualdo y Kulfas, 2002).

Un t3pico central es la relaci3n entre el endeudamiento externo y la fuga de capitales. Boyce (1990) identifica cuatro formas en las que ambas variables pueden vincularse (p. 65-73):

- Endeudamiento externo que conduce a la fuga de K: el ascendente endeudamiento externo genera expectativas de devaluaci3n, crisis fiscal o desplazamiento de la inversi3n local, lo que deriva en una adquisici3n de activos externos
- Endeudamiento externo que intensifica la fuga de K: situaci3n similar a la anterior, pero en este caso el endeudamiento externo incrementa el nivel de fuga, no la genera
- Fuga de K que conduce al endeudamiento externo: la creciente fuga de capitales causa un desequilibrio externo que se termina financiando a trav3s de endeudamiento externo
- Fuga de K que intensifica el endeudamiento externo: los residentes dolarizan su tenencia, la depositan en el exterior, y luego toman pr3stamos. Se intenta arbitrar los diferenciales de rendimiento. De este modo, el capital reingresa al pa3s como deuda externa.

En cada una de estas relaciones, Boyce (1990) asegura que el capital fluye en ambas direcciones como si se tratara de una puerta giratoria.

Es importante destacar que todos los autores analizados coinciden en el hecho de que la fuga de capitales se ha transformado en una parte integrante de la l3gica de acumulaci3n de capital de los inversores locales.

5.7. M3todos de estimaci3n de la fuga de capitales

La fuga de K puede estimarse de diversas maneras. La literatura suele destacar tres m3todos por sobre el resto (Basualdo y Kulfas (2002); Marini (2018); Kulfas (2005); Bona (2018); Barrera y Bona (2018), entre otros:

- M3todo de Stock: es una estimaci3n oficial que realiza el Instituto Nacional de Estad3sticas y Censos (INDEC), y se publica en el documento llamado "Posici3n de Inversi3n Internacional" (PII), emitido anualmente. Se basa en el relevamiento de los dep3sitos bancarios, el dinero en efectivo, los bonos y t3tulos p3blicos y privados, los inmuebles, las inversiones directas y otros

activos que los residentes locales mantienen en el exterior. La información se obtiene de diversos organismos locales e internacionales. El cálculo da como resultado un stock de los capitales fugados. Mediante las diferencias entre las estimaciones de dos periodos, se desprende el flujo de la fuga.

- Método residual de la Balanza de Pagos (MRBP): es el más difundido a nivel internacional. Capta los flujos de capitales de forma indirecta a partir de la información de la Balanza de Pagos. Consiste en sumar los ingresos netos de capitales (bajo la forma de inversión extranjera directa (IED) y endeudamiento externo público y privado (DE)), el saldo de la Cuenta Corriente (SCC) y la variación de reservas internacionales (RI). La fórmula es la siguiente:

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

Cuando el resultado es positivo, se observa una salida de capitales, y cuando es negativo, una repatriación de capital local.

El mayor riesgo de este método es la sobrestimación de la fuga de capitales, mientras que su ventaja es que, al estar basado en datos estadísticos de la Balanza de Pagos, su cálculo es simple y permite elaborar series largas.

Por último, es importante aclarar que bajo esta metodología no es posible diferenciar las tenencias de divisas que se encuentran dentro del país como reserva de valor o para ciertas transacciones de las que se encuentran fuera.

- Método del balance cambiario del BCRA: es elaborado por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) y abarca parte las operaciones llevadas a cabo a través del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC). Esto es, todas las transacciones autorizadas de compra-venta de divisas. La fuga entonces, se enfoca en este caso en la formación de activos externos por parte del sector privado no financiero.

Quedan fuera del conteo los aumentos de depósitos de entidades financieras en moneda extranjera en el balance del BCRA. Tiene la ventaja de ser el más preciso, ya que es elaborado por la entidad bancaria ya mencionada, se releva mensualmente y contabiliza las operaciones correspondientes entre residentes y no residentes. Por otro lado, posee la desventaja de no contemplar las operaciones realizadas por el mercado informal.

A lo largo de la presente investigación se utilizarán los 3 cálculos al permitir analizar diferentes particularidades, fenómenos ocurridos y características de la fuga de capitales durante el periodo en análisis.

Tabla 2

Métodos de cálculo de la fuga de capitales en la Argentina y sus características

	Método de Stocks	MRBP	Método del balance cambiario (BCRA)
Fórmula	FK = Variación de los activos externos del Sector Privado no Financiero (SPNF)	FK = DE + IED + SCC - RI	FK = FAE del SPNF - los aumentos de depósitos de entidades financieras en moneda extranjera en el balance del BCRA
Características	Método directo. La realiza el INDEC a través del informe anual de la PII. Se basa en el relevamiento de los depósitos bancarios, el dinero en efectivo, los bonos y títulos públicos y privados, los inmuebles, las inversiones directas y otros activos que los residentes locales mantienen en el exterior. La información se obtiene de diversos organismos locales e internacionales	Método indirecto a partir de la información de la Balanza de Pagos. Es el más difundido a nivel internacional. Se interpreta como fuga a todos los ingresos de capitales que no terminen en poder del BCRA ni en el pago neto de intercambio de bienes y servicios. Se registra según el criterio de devengado. Incluye al sector público	Estimado por el BCRA. No considera como fuga a los activos externos que son reinsertados en el sistema, a diferencia del MRBP. Calcula la fuga a partir de los activos externos del SPNF que registra el MULC. Se registra según el criterio de percibido o caja

Ventajas	Permite estudiar el volumen de fuga acumulado en un periodo largo. Ofrece información desagregada de los AE en el exterior, permitiendo observar su nivel de liquidez	Permite construir series largas ya que su cálculo proviene de la información de la balanza de pagos	Resulta ser el más preciso y el más difundido actualmente, debido a que es estimado por la autoridad monetaria y es relevado mensualmente. Contabiliza operaciones entre residentes y no residentes, así como también cualquier transacción en divisa realizada por el MULC, por lo que estima todos
-----------------	---	---	--

			los activos que escapan del sistema
Desventajas	No tiene en cuenta las subdeclaraciones de exportaciones ni las sobredeclaraciones de importaciones. Solo asume como fuga las salidas de capitales de los residentes. Su estimación está muy influida por los precios de los activos externos, interpretando como fuga o ingreso de capitales las variaciones en las valuaciones y del tipo de cambio de los activos externos	Su mayor riesgo es no contemplar las subdeclaraciones de exportaciones ni las sobredeclaraciones de importaciones. Solo asume como fuga las salidas de capitales de los residentes. Al aplicarse el criterio de devengado, puede incluir operaciones aún no realizadas efectivamente. Incluye depósitos bancarios que permanecen en el sistema	No tiene en cuenta las operaciones realizadas mediante el mercado informal (operaciones en cuevas, dólar CCL, dólar MEP, etc.), que fueron en aumento a partir de las restricciones cambiarias impuestas a fines del 2011

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Basualdo y Kulfas (2002), Bona (2018) y Marini (2018)

6. Metodología y técnicas a utilizar

Según los posibles enfoques de una investigación planteados por Sampieri (2010), este trabajo se abordará bajo un enfoque cualitativo-cuantitativo (mixto) y bajo un diseño descriptivo. Se definen a los datos cualitativos como “(...) descripciones detalladas de situaciones, eventos, personas, interacciones, conductas observadas y sus manifestaciones. El enfoque cualitativo evalúa el desarrollo natural de los sucesos, es decir, no hay manipulación ni estimulación con respecto a la realidad” (Sampieri, Collado, Lucio, 2010, p.51).

Sampieri resalta que las metas de la investigación cualitativa son “describir, comprender e interpretar los fenómenos a través de las percepciones y significados producidos por las experiencias de los participantes” (Sampieri et al., 2010, p.53).

Por otro lado, el enfoque cuantitativo se verá reflejado en la naturaleza numérica de los datos que se reflejarán, y en la construcción de series estadísticas a partir de ellos. Estos tipos de datos son “confiables y duros” (Sampieri et al., 2010, p.55).

Teniendo en cuenta lo anterior, mediante un enfoque mixto, se analizarán primero algunas de las características preponderantes de los movimientos de capitales en la Argentina, las principales perturbaciones externas acontecidas y sucesos significativos internos, las políticas públicas (económicas y de otros tipos) centrales que tuvieron lugar en el país en el periodo 2008-2015. Además, se identificarán ciertos aspectos centrales en relación a la evolución de la balanza de pagos y la economía doméstica. Por otra parte, se llevarán a cabo construcción de series estadísticas y el estudio econométrico de las variables anteriormente destacadas.

El diseño de la presente investigación está sujeto al tipo descriptivo, ya que éste “busca especificar propiedades, características y rasgos importantes de cualquier fenómeno que se analice. Describe tendencias de un grupo o población” (Sampieri et al., 2010, p.121).

Los estudios descriptivos son útiles para mostrar con precisión los ángulos o dimensiones de un fenómeno, suceso, comunidad, contexto o situación. En esta clase de estudios el investigador debe ser capaz de definir, o al menos visualizar, qué se medirá (qué conceptos, variables, componentes, etc.) y sobre qué o quiénes se recolectarán los datos (personas, grupos, comunidades, objetos, animales, hechos, etc.) (Sampieri et al., 2010, p.122).

Por otro lado, comprende una investigación longitudinal, ya que se centrará en el periodo 2008 a 2015, analizando la evolución de diversas variables preponderantes (nivel de actividad económica, fuga de capitales, reservas internacionales, deuda externa, tasas de interés, etc.) a lo largo de esos años. Los diseños de investigación longitudinales son aquellos que analizan cambios a través del tiempo dentro de alguna población en particular. Se caracterizan por centrar su atención en la población. Se examina la evolución de esa población en el tiempo, apoyándose en determinados factores o variables. Los estudios longitudinales se fundamentan en “hipótesis de diferencia de grupos, correlacionales y causales. Estos diseños recolectan datos sobre categorías, sucesos, comunidades, contextos, variables o sus relaciones, en dos o más momentos, para evaluar el cambio en éstas” (Sampieri y Mendoza, 2008, p.161).

A fin de poder describir y analizar las características del ciclo de fuga de capitales iniciado en 2008, se utilizarán diferentes tipos de fuentes secundarias de datos. Entre ellas, libros y *papers* de autores como Bona, Kulfas, Nemiña, Marini, etc., informes del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec), y series de datos históricos de fuentes como el BCRA, Indec, el Banco Mundial, etc.

Por otra parte, con el objetivo de examinar las relaciones entre la fuga de capitales y el mercado de capitales local y el conjunto de controles y limitaciones sobre los movimientos de capitales impuestos desde 2011, se recurrirá al uso de fuentes secundarias como *papers* de autores como Medici, Marini, Bona, Wainer, Barrera y Bona, etc., y a series históricas de datos extraídas de Datos Macro, del BCRA e Indec. A partir de estos últimos se realizará el estudio estadístico y econométrico de las variables, para así sacar conclusiones.

7. Relación entre los ciclos de fuga y de actividad económica

La salida del régimen de convertibilidad a principios del 2002 dio inicio a una configuración macroeconómica definida por un tipo de cambio elevado (devaluación del 300%) que mejoró los términos de intercambio, y por un superávit fiscal y comercial que empujaron al país hacia años de fuerte crecimiento. Al mismo tiempo, se logró mantener una baja y controlada inflación. Para esto último, fue clave el acuerdo general que supo alcanzar el gobierno con los distintos sectores económicos y la estabilización del tipo de cambio, que ahuyentó las expectativas devaluatorias, gracias a un conjunto de medidas como la obligación sobre los exportadores de liquidar las divisas en el mercado interno y el restablecimiento de controles de capitales.

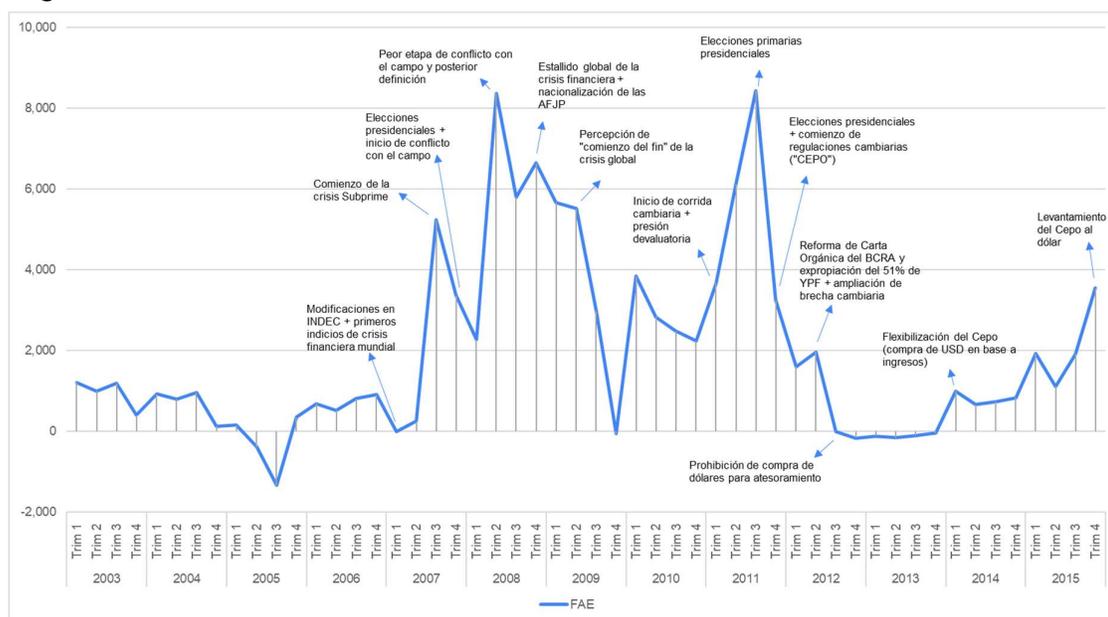
Desde el 2003 en adelante comenzaron a llegar capitales desde el exterior motivados por las perspectivas de crecimiento impulsadas por el rendimiento del sector agropecuario en buena medida. El ingreso de capitales junto al superávit comercial le permitió al Banco Central ir acumulando importantes niveles de reservas año a año.

La nueva fase de crecimiento económico post recesión del 1998-2001 disminuyó la fuerte fuga de capitales que había tenido lugar en dichos años, e incluso en el año 2005 la Argentina llegó a tener una entrada neta de capitales. Durante el año

posterior, la fuga sería nuevamente positiva, aunque manteniéndose en niveles bajos (3.000 millones de dólares), lo que representaba el 1% del PBI.

Sin embargo, en 2007 la salida de capitales comenzaría a tomar nuevamente magnitudes importantes que encenderían las alarmas. Este salto se originó sobre todo a partir de tres situaciones, algunas relacionadas al ámbito interno y otra al externo.

Gráfico 1. Evolución de la fuga de capitales (trimestral – en millones de dólares). Argentina, 2003-2015



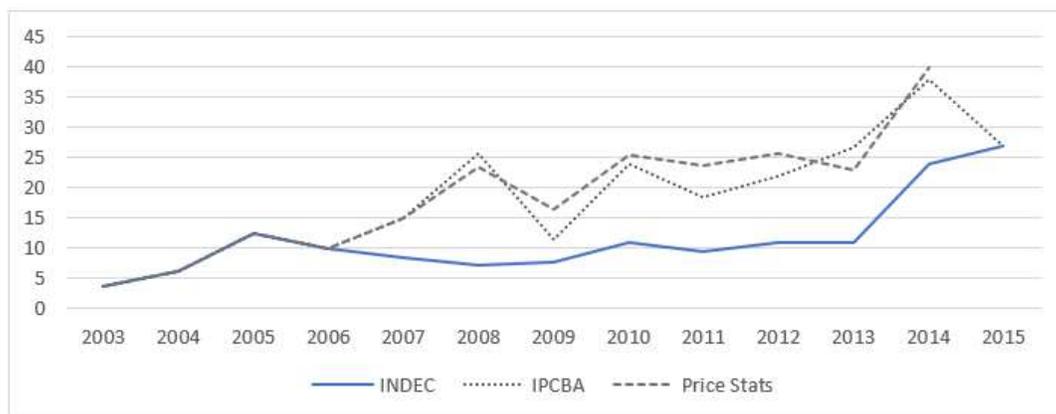
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

Por un lado, a mediados de 2007 comenzó en Estados Unidos la crisis financiera relacionada a las hipotecas *Subprime*. La misma se desataría con mayor intensidad y se expandiría a nivel internacional a partir de septiembre del 2008, cuando se produjo la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, la venta de Merrill Lynch a Bank of America y los gigantescos rescates a otras entidades bancarias y financieras. La crisis y el pánico de los mercados internacionales impulsaron una fuerte salida de capitales desde los países emergentes hacia activos de mínimo riesgo de los países centrales, como el dólar y los bonos del Tesoro americano, fenómeno conocido como *fly to quality*. No obstante, inicialmente, la crisis global no fue particularmente "agresiva" con los mercados emergentes. Incluso aquella generó un aumento de los precios de los *commodities*, lo cual favoreció a la Argentina en términos de la balanza comercial durante esos meses, hasta que finalmente la crisis tomó escala mundial en septiembre de 2008.

Por otro lado, en el ámbito interno comenzó a acelerarse a partir del 2007 el proceso inflacionario. Este redujo la rentabilidad de las inversiones en activos financieros denominados en pesos, generándose luego de varios años, nuevas expectativas devaluatorias que incentivaron la compra de dólares como reserva de valor. El incremento en el nivel general de precios tuvo que ver en buena medida con la saturación del aparato productivo local que, tras años de aumentos en el uso de la capacidad instalada ociosa, el mismo estaba llegando a su techo (de la mano de un consumo en alza). Además, a principios de 2007 se introdujeron una serie de modificaciones en el esquema de medición del Índice de Precios del Consumidor (IPC), herramienta utilizada por el Indec para calcular la inflación a nivel provincial y nacional. A partir de dichos cambios, la medición de la inflación oficial comenzó a arrojar cifras significativamente más bajas que las realizadas por organismos independientes privados y públicos provinciales, cuyos cálculos tendían a coincidir con los del Indec previo a las modificaciones. Según muchos analistas y autores, este hecho tuvo lugar en gran medida debido a que la tasa de interés de una porción de los bonos soberanos locales denominados en pesos ajustaba por CER, lo cual significaba un repago de intereses mayor cuanto más se elevaba el nivel de precios. También se le otorga cierta preponderancia al factor del ocultamiento intencionado de los niveles reales de pobreza e indigencia. Este hecho, no solo redujo entonces el atractivo de una porción de los activos soberanos, sino que también aportó una cuota importante de desconfianza sobre la veracidad de la información que el Estado publicaba, lo cual no era un dato menor.

Para el año 2007, la inflación según entidades no oficiales, duplicaba a la del año previo, superando el 20%.

Gráfico 2. Inflación oficial y otras mediciones (en porcentaje). Argentina, 2003-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos del Indec, Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (CIFRA)⁴ y PriceStats⁵

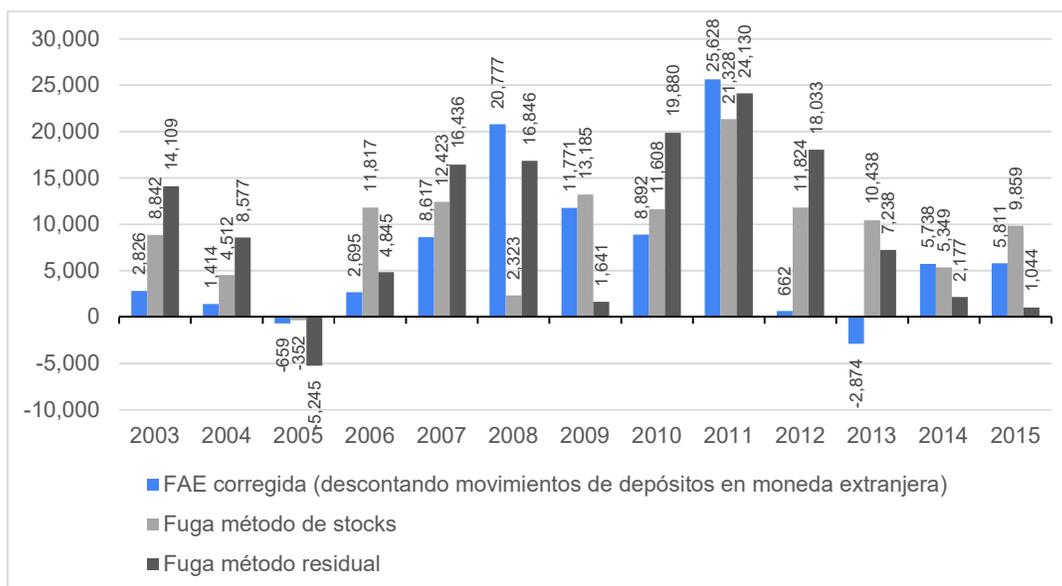
La tercera situación de importancia relacionada al inicio del nuevo ciclo elevado de fuga de capitales tuvo que ver con la dinámica política, económica y social local. Como consecuencia de la suba de los precios de los *commodities* agrícolas exportables en 2007 y de las elevadas tasas de rentabilidad alcanzadas por el sector agropecuario-exportador gracias a ello, en marzo de 2008 el gobierno sancionó, a partir de la Resolución 125/2008, el sistema de retenciones móviles, basado en un esquema de retenciones a las exportaciones ligado a la evolución de los precios internacionales. Esta medida dio inicio a un conflicto entre el sector agrario, opuesto a la medida, y el gobierno nacional, que bien pudo haber marcado un punto de inflexión en la historia de los gobiernos kirchneristas. La medida derivó en un paro patronal de alcance nacional que duró 129 días junto a paros del sector de transporte, interrumpiendo buena parte de la distribución de bienes agropecuarios, generando aumentos en los precios y desabastecimiento. Finalmente, el gobierno decidió enviar la propuesta de ley al poder legislativo, y tras un empate en la Cámara de Senadores, el vicepresidente definió la cuestión votando en contra de la propuesta de su propio partido. En consecuencia, el gobierno dio marcha atrás, eliminando la medida. Sin embargo, el conflicto generó un clima de gran enfrentamiento entre “el campo” y el gobierno, con un nivel de incertidumbre creciente, que llevaron a desmejorar las expectativas y la confianza sobre el futuro económico y político del país, motivando la salida de capitales.

Por último, otra medida relevante a destacar por parte del gobierno a fines del 2008 fue la eliminación del régimen de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), remplazándolo por un régimen estatal de reparto. Más allá de que muchos autores y periodistas definieron el suceso como un intento por parte del gobierno de hacerse de una caja de recursos millonaria (74.000 millones de pesos aproximadamente) para solventar el creciente gasto público, lo cierto fue que los diferentes agentes económicos comenzaron a observar como el control del Estado se expandía con fuerza, lo cual pudo haber estimulado también la salida de capitales.

⁴ Del cual se extrajo el IPCBA: índice de precios para la ciudad de Buenos Aires elaborado por el gobierno de la ciudad de Buenos Aires

⁵ Es la primera empresa privada en publicar índices diarios de inflación para un grupo importante de países en el mundo. Publicado en la revista *The Economist*, su índice es comparable al IPC nivel general del INDEC

Grafico 3. Fuga de capitales según distintos métodos (en millones de dólares). Argentina, 2002-2018



Fuente: elaboración propia en base a información de Leandro Bona extraída de datos del BCRA e Indec

Tabla 3. Demanda de activos externos de libre disponibilidad – Personas físicas y jurídicas (en porcentaje del valor de las operaciones totales anuales). Argentina, 2007-2011

Montos de billetes y divisas demandados por personas físicas y jurídicas					
Periodo	<1000	[1.000; 20.000)	[20.000; 50.000)	[50.000; 100.000)	> 100.000
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

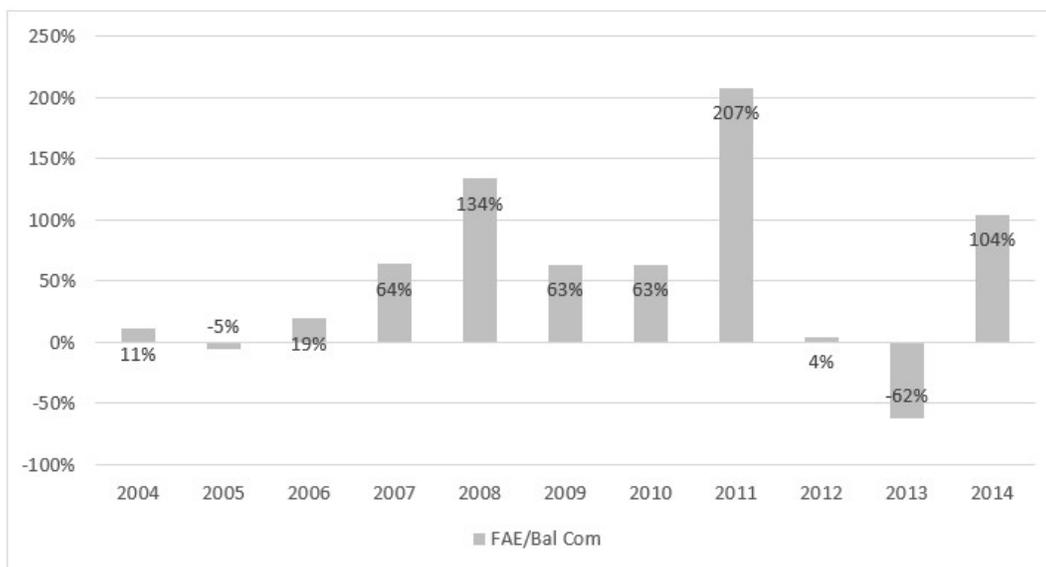
Fuente: Alejandro Gaggero, Jorge Gaggero y Magdalena Rúa (2015, p.78)

A partir del cuadro anterior, se puede apreciar que, en el pico de fuga de capitales observado en 2008 los grandes agentes económicos (personas y empresas) tuvieron un rol preponderante. El 47% de la fuga de dicho año se explica precisamente gracias a quienes adquirieron a través del Mercado Libre de Cambios (MULC) montos superiores a los 100 mil dólares. Por supuesto que también fueron importantes las compras realizadas

por personas físicas y jurídicas por montos menores (como por ejemplo entre los mil y 20 mil dólares, que abarca un 30% de la formación de activos externos dicho año).

El incremento de la fuga de capitales fue financiado gracias al superávit comercial del que se gozaba en ese periodo. Como se puede ver en el gráfico siguiente, la fuga se profundizó entre 2007 y 2008 y pasó a representar del 64% del saldo comercial al 134%, respectivamente. Vale destacar que el saldo positivo del balance comercial permitió además la acumulación de reservas en 2007. Sin embargo, esto dejaría de suceder desde el año siguiente en adelante, viéndose disminuidas las RRII.

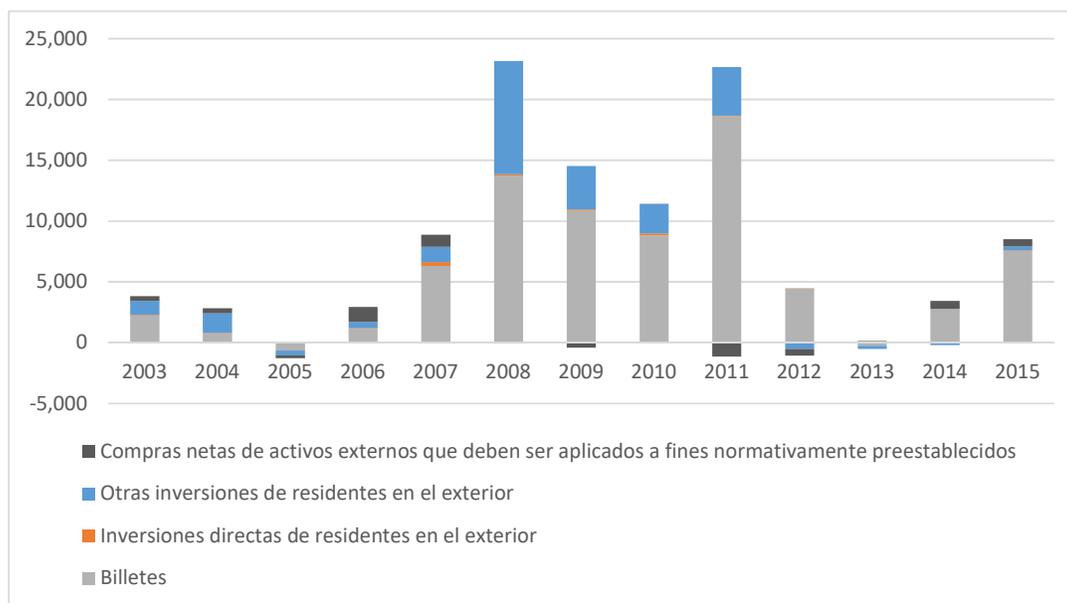
Grafico 5. Fuga de capitales como porcentaje del saldo de la Balanza Comercial. Argentina, 2004-2014



Fuente: elaboración propia en base a datos de Indec y BCRA

Por otra parte, utilizando el método de stocks, se puede entrever cual fue la composición de la fuga. Como se muestra el gráfico inferior, la salida de capitales resulta estar muy relacionada a la compra de billetes, es decir, a activos de elevada liquidez. Si bien en 2007 la porción de otras inversiones (abarcada básicamente por las inversiones de cartera, como ser la compra de acciones, bonos, entre otros.) aún era pequeña (14,2%), se ve incrementada fuertemente en 2008, participando del 40,4% del total de fuga en dicho año. Este suceso se condice con la situación de crisis financiera global, en la cual muchos inversores dolarizaron sus carteras y adquirieron precisamente activos menos riesgosos como los bonos americanos.

Gráfico 6. Formación de activos externos (FAE) del sector privado no financiero por tipo en millones de dólares. Argentina, 2002-2015



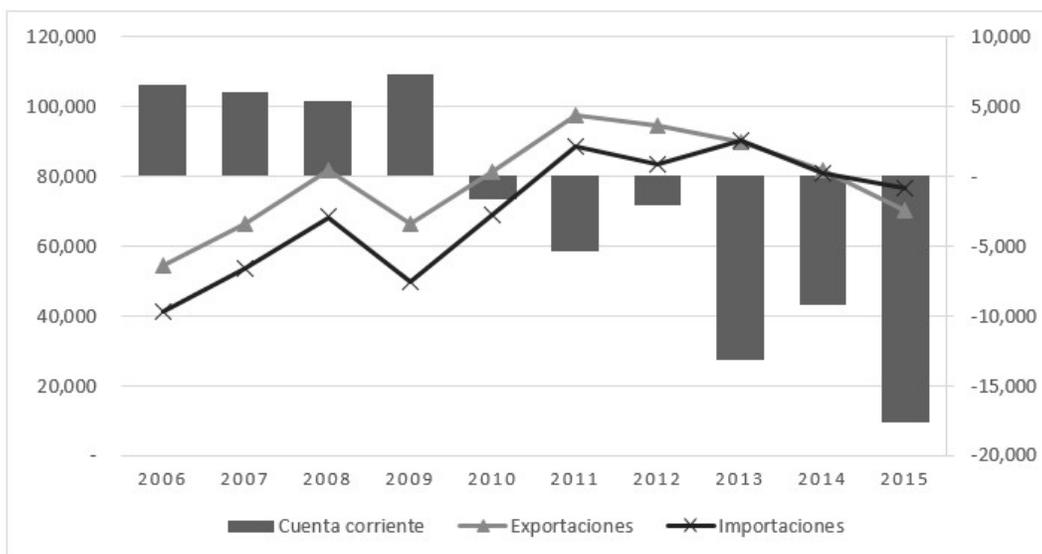
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Si bien la fuga de capitales se mantuvo en niveles elevados en 2009 y 2010, los mismos representarían una caída en relación a lo sucedido un año atrás. La mayor disminución, tal como se aprecia en el gráfico n°1, transcurre desde el segundo trimestre de 2009, encontrando su piso a fines de aquel año para comenzar una subida constante a partir del comienzo de 2010 y durante todo el periodo, aunque en términos no mayores a los 4 mil millones de dólares por trimestre todavía. Sin embargo, su evolución se aceleraría fuertemente en 2011, alcanzando nuevos máximos.

La recesión de 2009, año en el que el PBI cayó un 5,9 %, provocó una reducción en la inflación. Similares efectos sufrieron las exportaciones e importaciones, en gran medida debido a la caída en el comercio internacional producto de la crisis financiera y económica global que perjudicó a los grandes socios comerciales de la Argentina (principalmente Brasil, China y la Unión Europea), y a la crisis local. Al mismo tiempo, el país había sufrido fuertes sequías dicho año, lo cual también repercutió por el lado de la oferta. Sin embargo, la brecha positiva entre las exportaciones e importaciones se amplió, generando un mayor superávit comercial (ver gráfico n°7), y las reservas se mantuvieron estables (unos 47,9 mil millones de dólares) con tendencia ascendente. Se fue generando así, un proceso de apreciación cambiaria, en la que el nivel de inflación superaba al de la devaluación nominal de la moneda. En 2010 la economía se recuperaba

fuertemente (10.1% en todo el año) y, sumado al proceso de apreciación del tipo de cambio, las importaciones aceleraron su crecimiento, reduciendo en parte el superávit comercial. Con una inflación en alza nuevamente, comenzaron a gestarse las expectativas de que el gobierno devaluara.

Gráfico 7. Exportaciones, importaciones y Cuenta Corriente (en millones de dólares). Argentina, 2006-2015

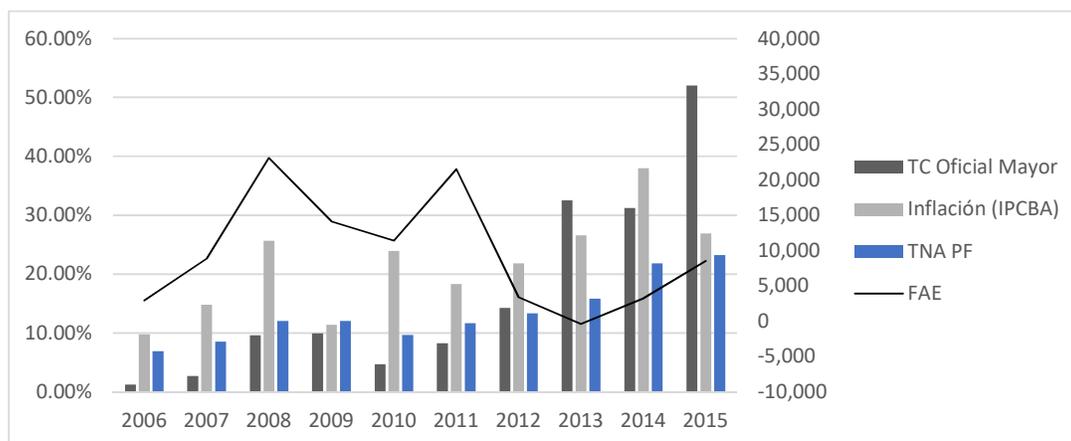


Fuente: elaboración propia en base a datos del Indec

Vale mencionar también que en 2009 el monto de la fuga representó el 63% del superávit comercial, proporción que mantuvo un año más tarde (ver gráfico n°5).

Por otra parte, las tasas de interés nominales de instrumentos de inversión o cobertura frente a la inflación como los plazos fijos, eran muy bajas (incluso resultando en tasas reales negativas). Mientras tanto, el aumento de precios nuevamente superaba el 20%, lo cual hacía poco atractivo dichos instrumentos. Al contrario, se generó un fuerte incentivo para dolarizar los ahorros, al sumar también las expectativas devaluatorias.

Gráfico 8. Inflación, devaluación, tasas de interés y fuga de capitales. Argentina, 2006-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA, Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires e Indec

La adquisición de moneda extranjera por parte de sectores adquisitivos medios fue incrementándose con los años, en detrimento de lo sucedido con el sector más acaudalado. Como puede verse en el Cuadro 1, a partir del 2009 cayó la compra de divisas de volúmenes mayores a los 100 mil dólares por parte de personas físicas y jurídicas, mientras que fue aumentando en el resto de los estratos medios, pasando a tener un papel más preponderante en la fuga de capitales. Se habría producido en cierta medida, una dolarización de los ahorros frente a la situación inflacionaria, a las expectativas devaluatorias y a las bajas tasas de interés en instrumentos de ahorro en pesos de mínimo riesgo, que fue expandiéndose con mayor magnitud a través de los años en la clase media. No hay que olvidar que los agentes económicos locales llevaban (y aún lo hacen) muy presente las experiencias pasadas relacionadas a crisis cambiarias (1975, 1982, 1989 y la última en 2002) que habían tenido lugar en las décadas anteriores, y eso pudo contribuir a la realización de profecías auto-cumplidas al respecto.

Es importante mencionar que dos pilares fundamentales del crecimiento económico que atravesaron a los gobiernos kirchneristas (sobre todo a ambos gobiernos de Cristina Fernández de Kirchner) fueron el gasto público y el fomento al consumo privado de la clase media y baja. Hasta 2008, el superávit fiscal permitió incurrir en mayores gastos sociales como asistencia y seguridad social, y suba de salarios, lo cual impactó en el consumo y éste a su vez, en la demanda agregada. A partir de aquel año comenzaron a establecerse ciertas políticas públicas enfocadas en el gasto social que

incrementarían el desembolso estatal y tornarían al sector público en deficitario, cuya magnitud se iría incrementando año tras año. Se pueden identificar por sobre el resto, dos componentes que explican la gran expansión del gasto público, y que pueden leerse también como “salarios indirectos”: los beneficios sociales y los subsidios a los servicios públicos.

En 2008 la participación del gasto público en el PBI representaba un 34,2%, mientras que para 2015 la proporción alcanzó el 47,1% (Chena, Panigo, Wahren y Bona, 2018). El conjunto de medidas sociales, junto a la dinámica económica que acompañó a ese periodo, lograron una reducción significativa de la pobreza y desigualdad, que en 2003 alcanzaba al 54,3% y en 2011 tocó su piso en 24,2%. Luego comenzaría a subir progresivamente. Algunas de las medidas llevadas a cabo a lo largo del tiempo fueron:

- 2008: a partir de la Ley 26.425 se eliminó el régimen de capitalización de las AFJP, y fue sustituido por un sistema de reparto. El estado tomó control de los aportes y contribuciones, y de las inversiones realizadas por las aseguradoras, constituyendo un Fondo de Garantía de Sustentabilidad.
- 2009: Asignación universal por hijo: beneficio económico para menores de 18 años cuyos padres tengan un trabajo informal o se encuentren desocupados o cobren un salario menor al salario mínimo, vital y móvil.
Ley de movilidad jubilatoria: se determinó un ajuste automático de las jubilaciones dos veces al año
- 2010: Entregas de notebooks a estudiantes y docentes de escuelas públicas secundarias y especiales.
- 2011: Asignación por embarazo
- 2014: Precios cuidados: programa destinado a controlar precios al alza por medio de establecimiento de precios de referencia acordados con algunas compañías importantes
Plan procrear: se lanzaron 400.000 créditos para la compra, construcción y reparación de viviendas
Ahora 12: cuotas fijas sin interés

Por otra parte, como se mencionó más arriba, un denominador común a través de los años fue el subsidio a los servicios públicos (gas, electricidad, agua, transporte, etc.). Si bien eso debería sonar a política fiscal expansiva, la otra cara de la moneda para

estos sectores fue el congelamiento de tarifas establecido por el Gobierno. A modo de ejemplo, se puede mencionar que los precios de la electricidad en Argentina representaban aproximadamente un tercio del precio promedio en los países de la región, mientras que los precios del gas natural representaban un quinto del precio promedio en los países vecinos (FMI, 2014). Estos hechos derivaron, por un lado, en un mayor consumo de dichos servicios, y por el otro, en una subinversión de las empresas comprendidas en aquellos sectores. Lo anterior, sumado a que la capacidad ociosa ya no era la de la posconvertibilidad (por lo que no quedaba margen para el crecimiento de la producción dada la capacidad instalada hasta entonces), hizo que se evidenciaran fuertes consecuencias negativas como lo fue la crisis energética, traducida en incrementos significativos de las importaciones de gas.

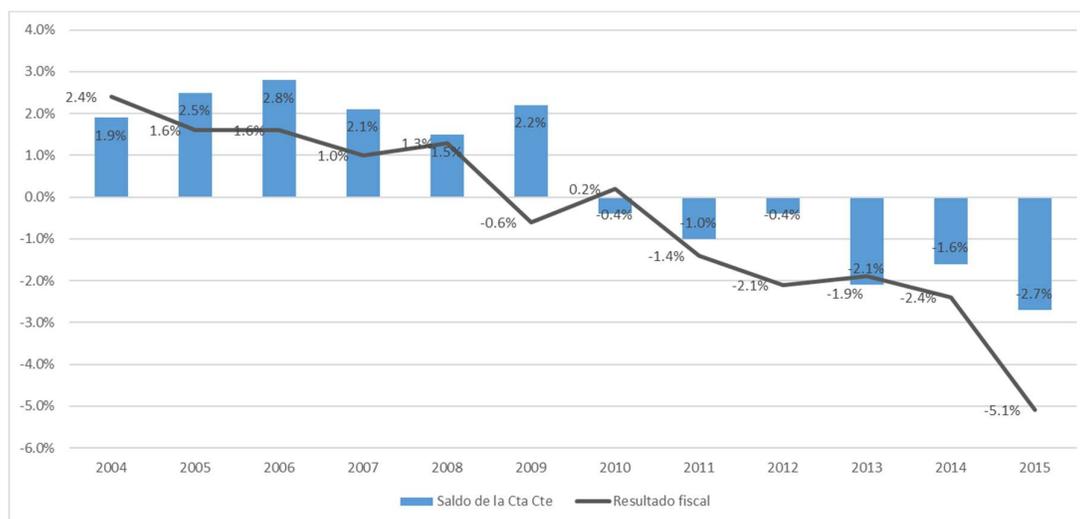
Tabla 4. Ingresos, Gasto Público, Resultado primario y Fiscal e Intereses de la Deuda Pública del Sector Público Nacional (en porcentaje del PBI). Argentina, 2004-2015

Año	Ingresos	Gasto Público	Resultado Primario	Intereses de deuda pública	Resultado fiscal
2004	24.1%	20.8%	3.6%	-1.2%	2.4%
2005	24.4%	21.2%	3.4%	-1.8%	1.6%
2006	25.1%	22.3%	3.2%	-1.6%	1.6%
2007	21.7%	21%	2.9%	-1.8%	1%
2008	22.7%	22.2%	2.8%	-1.6%	1.3%
2009	24.3%	26.2%	1.4%	-2%	-0.6%
2010	24.4%	26.2%	1.5%	-1.3%	0.2%
2011	24.4%	26.9%	0.2%	-1.6%	-1.4%
2012	26.1%	29.3%	-0.2%	-1.9%	-2.1%
2013	26.3%	30%	-0.7%	-1.3%	-1.9%
2014	26.9%	32%	-0.8%	-1.6%	-2.4%
2015	26.9%	32.3%	-3.8%	-1.3%	-5.1%

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda

Los recursos tributarios no fueron suficientes para solventar el gasto público (resultado primario más intereses de deuda pública), y desde el 2009 en adelante, el déficit fiscal se instalaría sólidamente, acompañado por un déficit de cuenta corriente desde el año siguiente (déficits gemelos).

Gráfico 9. Resultado fiscal SPN y saldo de Cuenta Corriente (en porcentaje del PBI). Argentina, 2004-2015



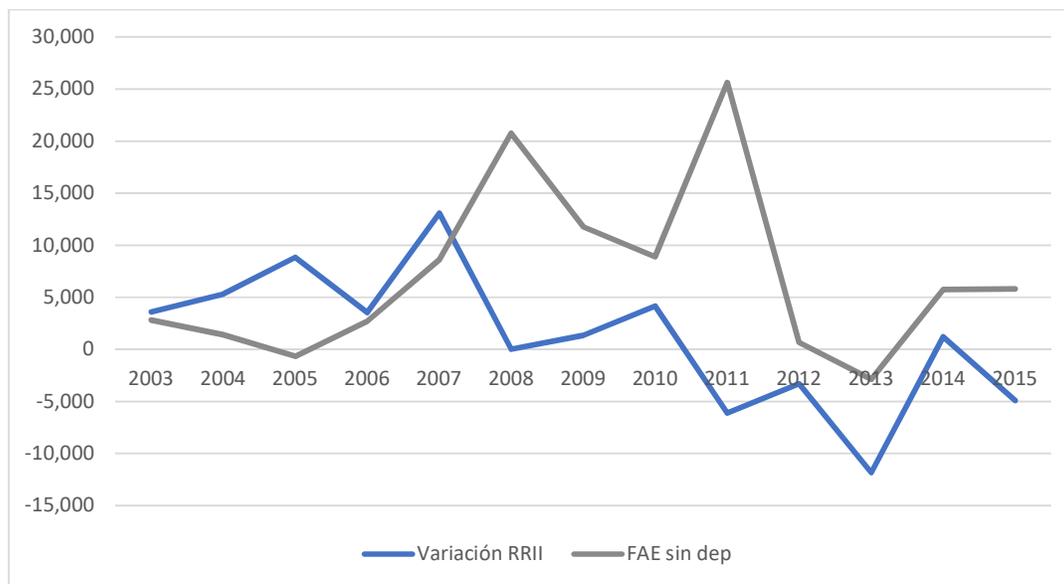
Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda e Indec

En 2011 el contexto político volvió a tener mucho protagonismo para explicar el nuevo pico de salida de capitales que tuvo lugar ese año, si bien no fue el único factor. En octubre de dicho año se llevaron a cabo las elecciones presidenciales, resultando reelegida Cristina Fernández de Kirchner. Vale mencionar que ha sido común a lo largo de la historia argentina que las épocas pre y post electorales se caractericen por ser interpretados por la sociedad y los agentes económicos como momentos de inestabilidad e incertidumbre económica y política. Esto motiva a los mismos a tomar posiciones más conservadoras, refugiándose en activos menos riesgosos ante la posibilidad de algún shock interno. Prevalecía también la idea de que, pasadas las elecciones, comenzaría un proceso devaluatorio, como se especificó anteriormente. Este proceso contribuyó al incremento de las compras de divisas, que fue más importante en el segmento de los pequeños y medianos ahorristas.

El nuevo pico alcanzado en 2011 se diferenció bastante al de 2008, y tuvo consecuencias trascendentales para el rumbo de la política económica y cambiaria del Gobierno y marcó la profundización del proceso de restricción externa. Por un lado, la fuga representó más del doble del superávit comercial (ver gráfico n°3), lo cual determinó que el BCRA perdiera 5.000 millones de dólares de RRII ese año. Además, desde mediados de 2011, las reservas continuarían cayendo sostenidamente durante los 2 años siguientes prácticamente. Esto no solo fue producto de la formación de activos externos,

sino también del pago de vencimientos de deuda pública (capital e intereses) en moneda extranjera. Entre 2010 y 2013 se utilizaron 27.000 millones de dólares de RRII para el repago de deudas del Gobierno nacional con organismos internacionales y el sector privado.

Gráfico 10. Fuga de capitales y variación de RRII. Argentina, 2003-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

El incremento en el proceso de fuga de capitales y la consecuente pérdida de reservas llevaron al establecimiento por parte del Gobierno, no solo de controles, sino también de un conjunto de normas con el objeto de limitar la compra y atesoramiento de divisas, y de ese modo reducir la salida de capitales. Las mismas fueron inicialmente impuestas en octubre 2011 a partir de la Resolución N° 3.210 de AFIP, pero irían modificándose y tornándose cada vez más restrictivas con el correr del tiempo hasta finales de 2015. Se pueden identificar las siguientes clases de medidas:

- Límites a la adquisición de moneda extranjera para atesoramiento y turismo
- Restricciones para el giro de divisas al exterior para el sector privado
- Normas para las actividades financieras, relacionadas a las tarjetas de crédito y a los créditos hipotecarios
- Regulaciones en el mercado de valores, relacionadas al control del contado con liquidación
- Blanqueo de capitales

- Regulación de importaciones

Límites a la compra de divisas: inicialmente, el BCRA reglamentó el uso de una solicitud de compra de moneda extranjera, controlada por la AFIP. Para poder acceder al MULC, se debía ingresar a la página web de AFIP y elegir el motivo de la compra (atesoramiento, turismo, y otras). Posteriormente, a mediados de 2012, el Banco Central suspendió la compra de divisas para atesoramiento. Esta medida contribuyó a desacelerar fuertemente la fuga de capitales. De todos modos, los agentes económicos fueron encontrando ciertos métodos para hacerse de dólares por el canal legal, como el uso de tarjetas de débito en cajeros del exterior, o la compra con supuesto motivo de viaje al exterior, pero que en realidad tenía destino de atesoramiento.

Puede observarse que el movimiento de capitales del sector privado no financiero comenzó a registrar un saldo neto positivo luego de decretada la suspensión. Sin embargo, dicha restricción dio lugar a un importante aumento en la actividad del mercado paralelo o *blue* de divisas. Debe recordarse que las expectativas de mayores devaluaciones debido a la caída en las reservas del BCRA y a la imposición cada vez más ardua de regulaciones, sumadas a la baja en la actividad económica, a la galopante inflación y al sentimiento de inestabilidad, motivaba aún más a los agentes económicos a considerar al dólar como principal reserva de valor. La brecha entre la cotización del dólar oficial y el dólar *blue* iría ampliándose a lo largo del tiempo. Aun así, el mercado ilegal representó un porcentaje pequeño de las compras totales de divisas. La mayor parte se realizaba a través del MULC.

Cómo el Gobierno observaba que aparecían nuevas formas de eludir las restricciones, el BCRA suspendió entonces la compra de divisas para los casos de viajes a países limítrofes y a ciertos países de Europa, estableciendo la venta de las monedas de los países de destino. También, en agosto del 2012, comenzó a regir un recargo del 15% sobre los consumos por tarjeta de crédito y débito en el extranjero, en concepto de adelanto de impuesto a las ganancias⁶. Meses más tarde abarcaría además, a compras en divisas en paquetes turísticos, pasajes al exterior, páginas de internet y la alícuota se extendería al 20% hacia marzo del 2013.

⁶ Esta medida dio origen a otra cotización del dólar conocida como “dólar turista”

Restricciones para el giro de divisas al exterior para el sector privado: el gobierno dispuso en octubre del 2011, luego de las elecciones, que el total de divisas generado por las exportaciones de productos petroleros y de sus derivados, de gas natural y gas licuado, y de productos provenientes de la actividad minera, debieran liquidarse en su totalidad en el país. Previamente, las empresas exportadoras mineras disponían libremente de sus ingresos en divisas mientras que las petroleras solo debían liquidar internamente el 30%. Además, se dictaminó en febrero de 2012 que las compañías no pudieran comprar divisas para girar regalías o dividendos al exterior. Un hecho relacionado que despertó bastante polémica fue la expropiación del 51% del paquete accionario de YPF al grupo español Repsol. A partir de ello, se detuvo la remisión de utilidades de la compañía petrolera al exterior.

Paralelamente, la Superintendencia de Seguros de la Nación dictaminó que los fondos e inversiones depositados en el exterior por parte de las empresas aseguradoras debían ser reingresados al país. El fin de esta medida, en concordancia con las anteriores mencionadas, era la de contar con un ingreso de divisas que apaciguara la fuga y la pérdida de reservas.

Nuevas normativas para las actividades financieras: en marzo de 2012 se introdujeron reformas a la Carta Orgánica del Banco Central de 1992, relacionadas a la ampliación de las funciones de tal entidad. Fueron incluidas la potestad de regular la cantidad de dinero, las tasas de interés, orientar el crédito y establecer el nivel de reservas indispensable para realizar políticas cambiarias. Previamente, el único objetivo del organismo consistía en preservar el valor de la moneda local. A partir de ésta modificación, los objetivos se multiplicaron, abarcando el compromiso de velar por la estabilidad monetaria y la del sistema financiero, del empleo y promover el desarrollo económico con equidad social.

Hacia fines del 2012, el BCRA estableció que las entidades financieras suspendieran la venta de billetes en divisa relacionados a créditos hipotecarios para viviendas. El objetivo de tal normativa era motivar la pesificación del mercado inmobiliario. Por otra parte, también se determinó que los créditos extendidos en moneda extranjera desde entidades financieras locales debieran ingresar a través del MULC, hecho que previamente no era obligatorio.

Por último, en marzo del 2013 se estipuló que las entidades financieras y prestadoras de servicios de tarjetas de crédito y débito locales debían contar con

autorización del Banco Central para realizar determinados consumos (relacionados a la participación en juegos de azar y apuestas en casinos, y el uso de redes de pagos internacionales) en el extranjero mediante uso de plásticos emitidos en el país. De esta forma, el Gobierno intentaba frenar otra vía de salida de capitales que se había amplificado en aquel momento.

Nuevos controles a las exportaciones de productos primarios: mediante un nuevo régimen de información requerida a los productores agrícolas, éstos quedaron obligados a informar los volúmenes totales de producción de granos de soja, trigo, girasol y maíz, sin importar el destino que finalmente tuvieran luego de cosechados. De no cumplirse, la AFIP tendría la potestad para suspender al productor del Registro Fiscal de Operadores en la Compraventa de Granos y Legumbres Secas. Con esta imposición, las autoridades nacionales conseguían disponer de la información relacionada a los supuestos flujos de divisas provenientes de la exportación.

Regulaciones en el mercado de valores relacionadas al control del contado con liquidación: a partir de las restricciones por las vías convencionales a la compra de divisas, aumentó el uso del contado con liquidación (CCL) como método para su obtención. El proceso consiste en la adquisición de un activo en moneda local (bonos y acciones, por ejemplo) para luego vender dicho papel en dólares en el mercado local o en el exterior. Vale aclarar que estas operaciones no se realizan a través del MULC. Algo similar sucedió con los Certificados de depósitos argentinos (Cedears). Ante la dificultad para diferenciar las compras de papeles para su tenencia de las compras relacionadas a adquirir dólares mediante CCL, desde finales de 2008 se dispuso el *parking* para estos instrumentos por 72 horas hábiles. Esto es, la obligación de mantener la tenencia del activo en cartera durante tres días hábiles, sin tener derecho a venderlo antes de dicho plazo.

Por otro lado, en marzo del 2013 la CNV determinó que la composición de los Fondos Comunes de Inversión (FCI) debían abarcar en un 75% activos emitidos y negociados en la Argentina, Uruguay, Brasil, Chile y/o Paraguay. Además, los Cedears que formaban parte de los FCI dejaron de ser considerados como activos emitidos en el país, lo cual repercutió en la composición de los fondos. Con esto, el Gobierno intentó beneficiar a las compañías locales y obviamente, limitar el acceso a divisas.

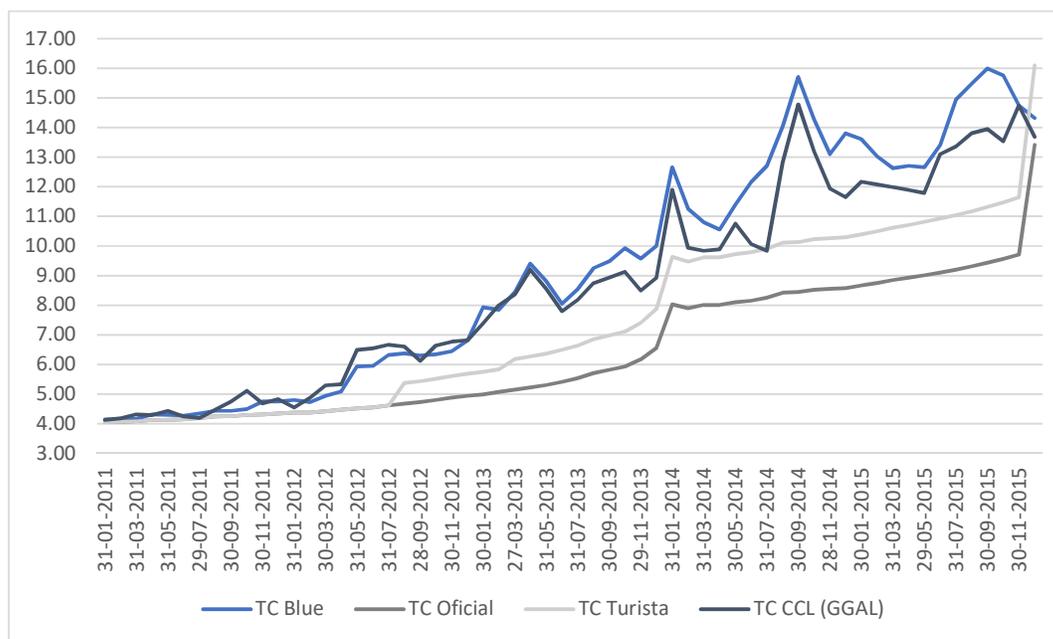
Cómo último punto a destacar, en agosto de 2013 se sancionó una nueva Ley de Mercado de Capitales (Ley 26.831), derogándose la Ley de Oferta Pública establecida en 1968. Se eliminó así la autorregulación de los mercados y se impuso a la Comisión Nacional de Valores (CNV) cómo la única entidad de registro, control y regulación de los agentes económicos que participaran en el mercado de capitales, así como también de los instrumentos ofrecidos. También se le atribuyó a la CNV la facultad de participar en reuniones de los directorios de las compañías si llegasen a ser vulnerados los intereses de los accionistas minoritarios. Por otra parte, se estableció que todos los mercados debieran contar con sistemas de negociación interconectados *online* para realizar transacciones e intercambiar información y se reguló además la actividad de las calificadoras de riesgo.

Blanqueo de capitales: a mediados de 2013, al Gobierno lanzó un nuevo blanqueo de capitales no declarados en divisa (abarcando tanto la tenencia de moneda extranjera dentro del país – “bajo el colchón” – y la tenencia en el exterior), bajo la consigna de lograr un ingreso de divisas y aliviar la presión al tipo de cambio por la falta de reservas, que continuaban en descenso. La medida no tuvo el resultado esperado, y abarcó alrededor de 100 millones de dólares, apenas un 10% de lo esperado.

Regulación de importaciones: debieron comenzar a utilizarse Licencias no automáticas (LNA) de importación y declaraciones juradas anticipadas, y se establecieron requisitos para compensar las importaciones con exportaciones.

El conjunto de políticas establecidas resultó en un marcado descenso del volumen de operaciones realizadas en el MULC (cerca del 25%) en 2012 y una pronunciada caída en el nivel de fuga de capitales. La misma pasó de 25.000 millones de dólares en 2011 a tan solo 600 millones de dólares al año siguiente (e incluso con un ingreso neto de capitales en 2013). En el mismo sentido, las reservas también desaceleraron su disminución. Sin embargo, las medidas tomadas surtieron también efectos negativos, como el crecimiento del mercado *blue* de divisas y la aparición de diversos tipos de cambio paralelos (dólar turista, CCL, Bolsa y ahorro), cuyas cotizaciones fueron aumentando al ritmo en que las restricciones se endurecían. Hacia fines de 2012, la brecha entre el TC oficial y el blue alcanzó el 40%, en 2013 un 52.6% y en 2014 un 61%, para terminar convergiendo nuevamente recién en diciembre del 2015.

Gráfico 11. Evolución del tipo de cambio del dólar oficial, turista, CCL y Blue. Argentina, 2011-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA, Ámbito Financiero y YahooFinance

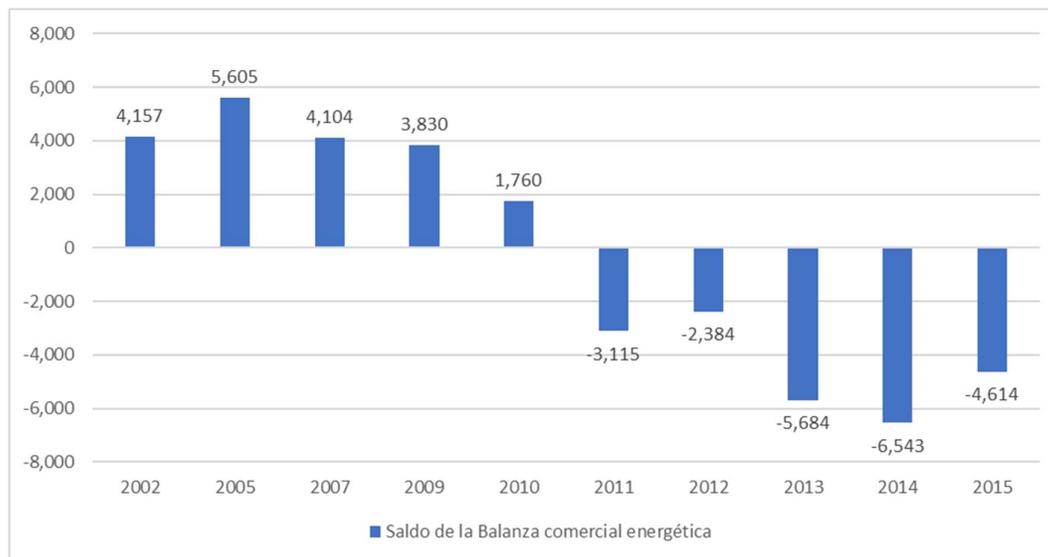
Como ya se ha mencionado, a partir del cepo cambiario, la demanda de dólares para turismo y viajes aumentó considerablemente. A la vez, los destinos turísticos permitieron obtener divisas a los viajeros argentinos a través de diferentes métodos, como la extracción de dólares en los cajeros automáticos, el uso de tarjetas de crédito para cubrir los gastos en el extranjero atesorando los comprados en billetes precisamente para fines turísticos, etc. Por lo tanto, para mediados de 2013, la demanda de divisas en el mercado de cambios alcanzaba los 5.400 millones de dólares, lo cual significaba un aumento importante frente al 2012.

Más allá de la elevada efectividad de las medidas para contener la fuga de capitales, la misma no se limitó por completo. Aún fue posible realizar maniobras a través de los precios de transferencia y otras relacionadas a la sobrefacturación importaciones y subfacturación de exportaciones. Sin embargo, el contado con liquidación se transformó en el principal instrumento financiero para dolarizar los ahorros/inversiones a partir de 2012.

Por otra parte, otros factores que podrían explicar la imposibilidad de recomposición del nivel de reservas fueron el incremento de las importaciones en el rubro

energético debido a la caída en la producción nacional, el descenso de los volúmenes exportados a los grandes socios comerciales de la Argentina (consecuencia de la caída en los precios de los cereales y oleaginosas, y por la desaceleración de aquellas economías destinatarias) lo cual amplificó el deterioro de la balanza comercial de bienes y servicios, y el pago de vencimientos de la deuda externa privada y pública. El impacto del sector energético en la macroeconomía fue a través de la pérdida de alrededor de USD 12.500 millones. Ese resultado comercial se alcanza al comparar los USD 6000 millones que aportaba en 2006 como excedente entre compras y ventas al exterior con los USD 6500 millones de déficit de 2014.

Gráfico 12. Evolución del saldo de la balanza comercial energética (en millones de dólares). Argentina, 2002-2015



Fuente: elaboración propia en base a información de Wainer (Año) extraída de datos de la Secretaría de Energía e Indec

A lo largo del 2013 la pérdida de reservas se aceleró. Las expectativas devaluatorias sumadas a la brecha cambiaria cada vez mayor incidieron en el comportamiento de los agroexportadores, que comenzaron a postergar la liquidación de sus ventas, mientras que los importadores adelantaban sus compras, procurando acumular stock, por las mismas razones. Es posible sostener además que, tanto las grandes empresas como los individuos de alto y medio poder adquisitivo, desconfiaban cada vez más de la capacidad del Estado para contener la suba del dólar y la caída de RRII. Todo ello incidió en el deterioro de un clima de negocios propicio para atraer inversiones.

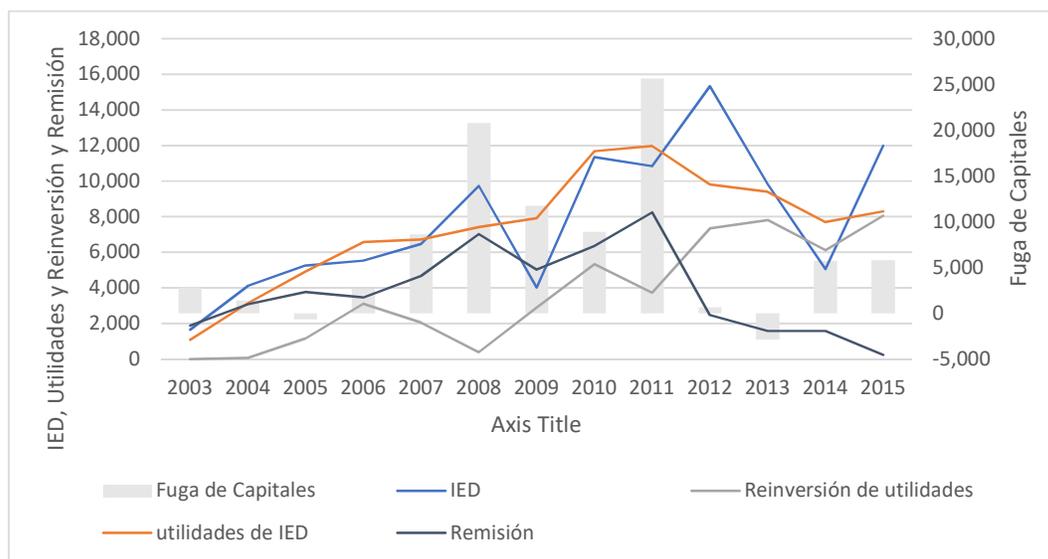
A inicios del 2014 se flexibilizó la restricción de la compra de divisas para el atesoramiento para personas físicas. El monto pasible de ser adquirido comenzó a estar relacionado a los ingresos declarados ante AFIP, manteniéndose el cargo extra del 20% en concepto de cobro de percepción anticipada de impuesto a las ganancias o bienes personales.

8. Otras consideraciones sobre la Balanza de Pagos y la fuga de capitales

El comercio de mercancías con el exterior ha sido, a lo largo del periodo en análisis y hasta 2014, el único rubro superavitario de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos. Se ha descrito también parte de lo sucedido en cuanto al intercambio de servicios. Por lo tanto, resulta necesario poner el foco en el rubro de Rentas. Estas abarcan, sobre todo, la remisión de utilidades y dividendos, y el pago de intereses de la deuda externa.

Al analizar la evolución de las Inversiones Extranjeras Directas (IED), se puede observar que la variable mantiene un crecimiento constante hasta 2008, para luego caer bruscamente en 2009, producto del estallido de la crisis internacional en parte. Luego marca una rápida recuperación desde 2010 y hasta 2012, para más tarde volver a caer de forma pronunciada los siguientes dos años, periodo en el cual el cepo cambiario se tornaba bastante más restrictivo, y recién comienza a recuperarse en 2015, cuando las medidas cambiarias se relajaban.

Gráfico 13. Evolución de las IED, sus utilidades, reinversión y remisión (en millones de dólares). Argentina, 2003-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos del Indec

Por otro lado, las utilidades provenientes de las IED trazan un crecimiento constante desde 2003 hasta 2011, año en el que el cepo cambiario se inicia y la economía comienza a marcar años de estancamiento, recesión y un mayor déficit de cuenta corriente.

Ahora bien, es interesante poner atención en las series de reinversión de utilidades y remisión y su efecto en los movimientos de ingresos y egresos de capitales, ya que por un lado reflejan de cierto modo el humor y la confianza de los inversores extranjeros (en capital fijo), y por otro, las consecuencias de las medidas cambiarias tomadas por el gobierno en determinados periodos. Cómo se aprecia en el gráfico anterior, en la mayoría del periodo ambas variables evolucionan de manera inversa, si bien, hasta 2011, las mismas tienen una tendencia ascendente. La suba en la remisión de utilidades y la respectiva baja en la reinversión que tuvieron lugar entre 2007 y 2008 coinciden con los episodios de turbulencia interna (crisis del campo, mayor intervencionismo estatal e inflación) y externo (crisis financiera global). Luego, entre 2010 y 2011, tanto la remisión como la reinversión aumentan, de la misma forma que lo hacen las IED. Sin embargo, a partir del 2012 se percibe el efecto de las medidas restrictivas establecidas por las autoridades, a partir de las cuales se obstaculiza y limita la remisión de utilidades y dividendos hacia el exterior (coincidiendo con la estrepitosa caída del egreso de capitales) y, en consecuencia, la reinversión muestra un incremento. Vale destacar también, que la

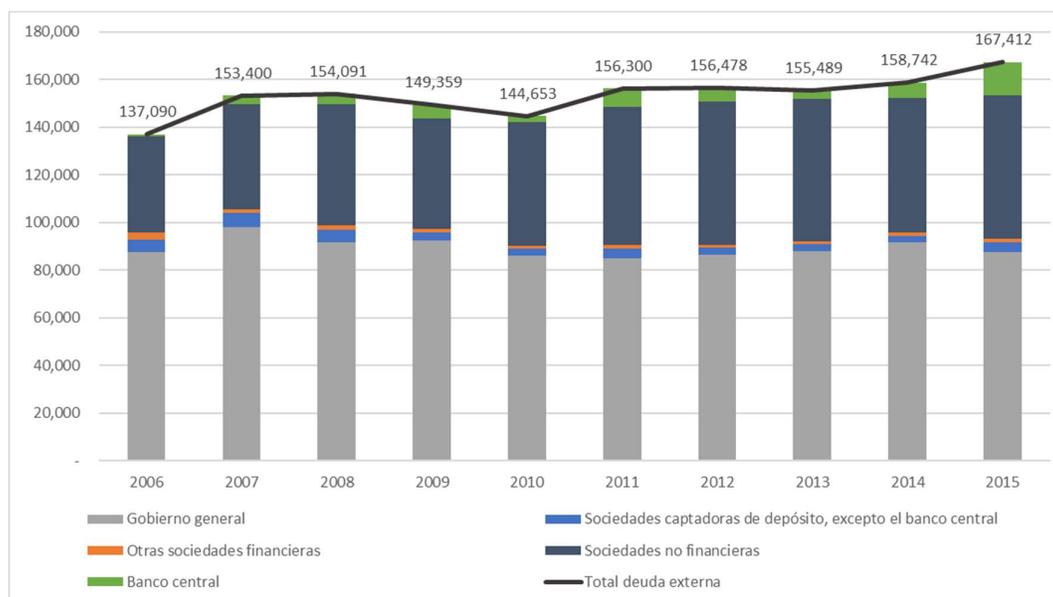
menor remisión de utilidades estuvo relacionada también a la re-estatización del 51% de la petrolera YPF.

Dejando de lado las consecuencias derivadas de las restricciones cambiarias, la tendencia general de la remisión de utilidades fue ascendente. Esto, puede deberse sobre todo al elevado grado de extranjerización de la economía argentina, a la alta rentabilidad obtenida por las empresas extranjeras durante el periodo y gracias a la baja propensión a reinvertir esas utilidades, sumado a los shocks externos provenientes de la crisis internacional, como ser la preferencia por liquidez (Wainer, 2018).

El otro componente de gran preponderancia dentro del rubro Rentas de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, es el pago de intereses de la deuda externa. Luego del default de la deuda pública declarado a fines de 2001, el gobierno se mantuvo alejado de los mercados internacionales de crédito. A partir del canje del 2005, en el que se renegoció el 76% de la deuda en *default*, los pagos de intereses comenzarían a acelerarse con la maduración de los nuevos títulos. Tal es así que, entre 2003 y 2005 se abonaron algo más de 3.000 millones de dólares anuales en promedio, mientras que entre 2006 y 2010 el importe se incrementaría a 4.800 millones de dólares y luego entre 2011 y 2015, la cifra pasaría a 6.700 millones.

Por otra parte, a medida que la fuga de capitales fue incrementándose fuertemente y lo contrario sucedía con el superávit de cuenta corriente y el nivel de reservas, la bandera del “desendeudamiento” defendida por el gobierno empezó a verse comprometida. La restricción externa reaparecería con impulso y con ello, la necesidad de un mayor financiamiento externo y en divisas. A pesar de los canjes de deuda que tuvieron lugar en 2005 y 2010 (aumentando la cantidad de deuda reestructurada - previamente en default - a 93%), la relación con los mercados financieros internacionales no retornaría a la normalidad (de hecho, muestra y causante de ello fue el prolongado conflicto con los *holdouts*, que le trajo varios dolores de cabeza al gobierno nacional). Por tal motivo, el sector público optaría por financiarse en parte con préstamos de Venezuela y con un swap de China.

Gráfico 14. Stock de deuda externa por sector residente a valor nominal (en millones de dólares). Argentina, 2006-2015

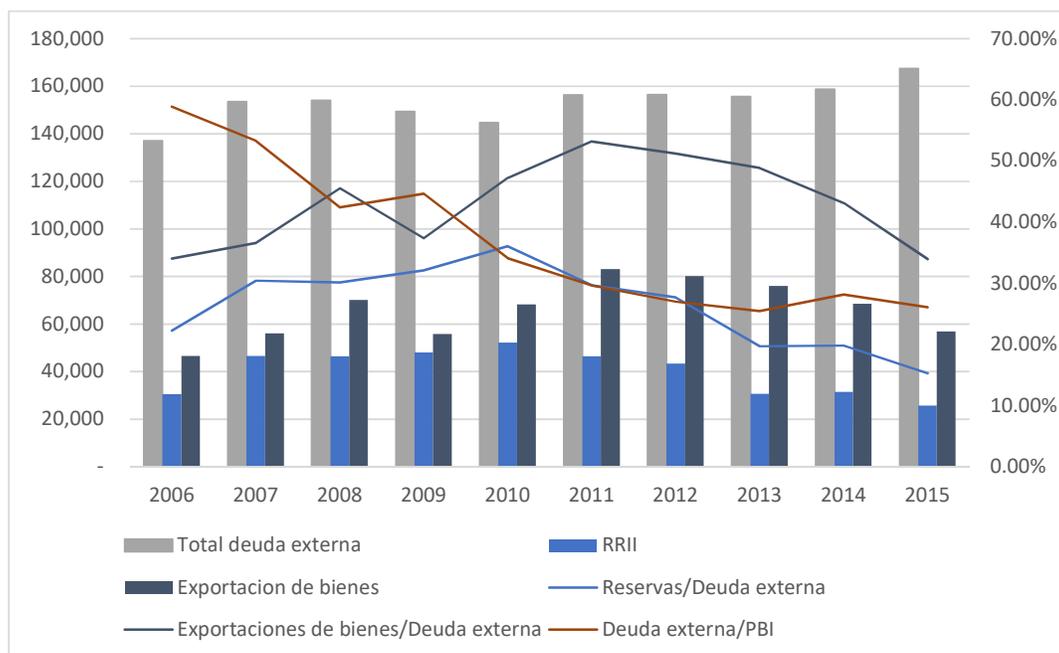


Fuente: elaboración propia en base a datos de Indec

Es importante destacar ciertos elementos al hablar de la deuda bruta total (interna y externa) del sector público. Si bien la deuda nominal siguió aumentando durante los gobiernos kirchneristas (de USD 154.000 millones en 2005 a 240.665 millones en 2015), su peso sobre el PBI se redujo significativamente (del 80,5% del PBI al 52,6%, respectivamente). De ahí, que una afirmación de los gobernantes de aquel tiempo sea el haber logrado “desendeudar” al país.

Por otra parte, la proporción de deuda en moneda extranjera disminuyó hasta 2012, alcanzando el 62% (en 2004 representaba el 75,5%, pero disminuiría en buena medida a partir del canje de deuda realizado en 2005). A partir de 2013 en adelante, nuevamente el financiamiento en divisas se incrementaría, siendo de 69,3% a fines del 2015.

Gráfico 15. Deuda externa, reservas internacionales, exportación de bienes (en millones de dólares), y cocientes entre variables. Argentina, 2006-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos de Indec

Como se puede apreciar en gráfico superior, la deuda externa se incrementó hasta 2015 (si bien, en ciertos años tuvo disminuciones frente a años previos) en términos absolutos, aunque en relación al PBI, esta disminuyó significativamente. Por otra parte, desde 2010/2011, así como la deuda externa iría aumentando progresivamente, lo contrario sucedería con el nivel de reservas y las exportaciones de bienes, lo cual empeoró la relación entre estas variables, comprometiendo la capacidad de solvencia.

A partir del gráfico 14, se observa que el gobierno general y las sociedades no financieras abarcan la gran mayoría del volumen de la deuda externa total (92,9% del total promedio anual). Al segundo grupo se lo puede dividir en: “Sociedades no financieras, hogares e Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH)” e “Inversión directa: crédito entre empresas”. A su vez, dentro de estos sectores, la mayor parte de la deuda externa está basada en préstamos, títulos de deuda y créditos y anticipos comerciales.

Tabla 5. Sectores y conceptos principales de la deuda externa. Argentina, 2006-2015

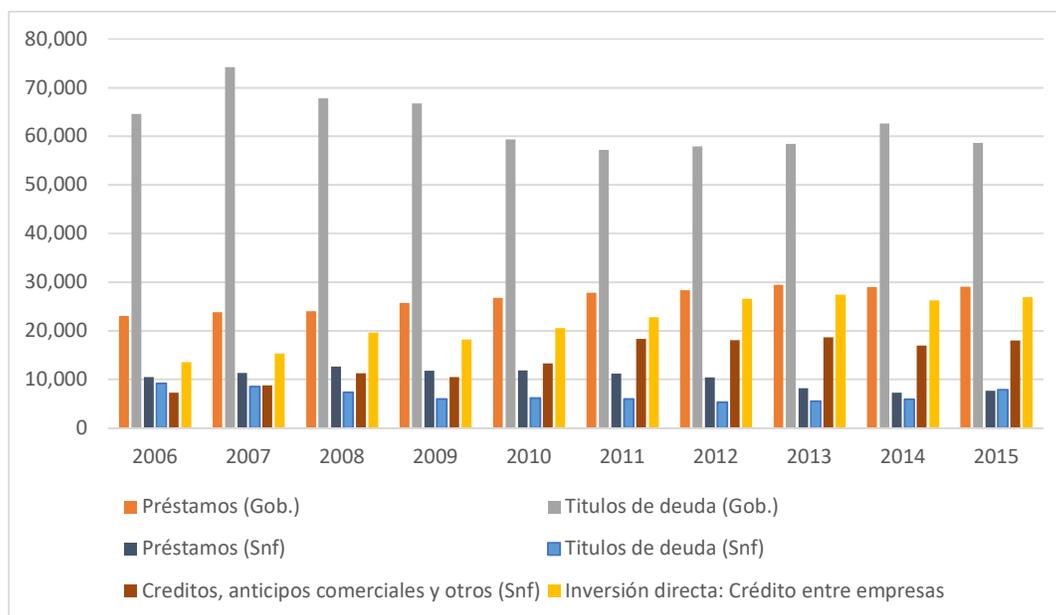
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Gobierno general	87,606	98,081	91,816	92,423	86,091	85,041	86,260	87,846	91,585	87,701
Préstamos	23,060	23,853	24,055	25,691	26,756	27,851	28,348	29,454	28,999	29,048
Títulos de deuda	64,547	74,228	67,762	66,732	59,335	57,190	57,912	58,392	62,586	58,652
Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	26,917	28,639	31,261	28,233	31,251	35,449	33,886	32,347	30,190	33,529
Préstamos	10,506	11,318	12,638	11,781	11,848	11,184	10,467	8,151	7,307	7,651
Títulos de deuda	9,134	8,520	7,357	5,972	6,120	5,972	5,322	5,526	5,898	7,878
Creditos, anticipos comerciales y otros	7,276	8,801	11,265	10,480	13,282	18,293	18,096	18,669	16,985	17,999
Inversión directa: Crédito entre empresas	13,606	15,304	19,649	18,164	20,569	22,778	26,530	27,412	26,233	26,932
Total deuda externa	137,090	153,400	154,091	149,359	144,653	156,300	156,478	155,489	158,742	167,412

Fuente: elaboración propia en base a datos de Indec

La gran mayoría de la deuda externa se encuentra bajo el sector público, en concepto de títulos de deuda. Se aprecia que dicho volumen fue disminuyendo en los últimos años analizados, mientras que los préstamos se incrementaron. De todas formas, los títulos representan a lo largo de todo el periodo el doble que el monto de deuda bajo préstamos.

Por otro lado, en lo que respecta a la deuda externa privada, más precisamente bajo los sectores de sociedades no financieras, la mayor concentración de financiamiento se encuentra bajo los conceptos de Inversión directa en primer lugar, luego créditos y anticipos comerciales y, por último, préstamos y títulos de deuda. Es posible evidenciar una caída a lo largo del periodo en el financiamiento privado bajo los modos de préstamos y títulos de deuda, mientras que, por el contrario, las inversiones directas y los créditos y anticipos comerciales aumentaron. Dicho financiamiento externo fue principalmente destinado hacia los siguientes sectores: elaboración de productos alimenticios, comercio al por mayor y/o en comisión o consignación, extracción de minerales metalíferos y de petróleo crudo y gas natural, fabricación de vehículos automotores, remolques y semirremolques, suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado y a sociedades captadoras de depósitos (excepto el banco central).

Gráfico 16. Sectores y conceptos principales de la deuda externa. Argentina, 2006-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos de Indec

9. Modelos econométricos: selección de variables y metodología

En sintonía con la hipótesis planteada al inicio de la presente investigación, en este apartado se propone un modelo empírico para comprender si existe una relación de causalidad entre la fuga de capitales y las condiciones de acceso al financiamiento en el mercado financiero a través de dos vías (por el sistema bancario y por el mercado de capitales) y, si a su vez, ambas influyen en los ciclos económicos del periodo analizado. El modelo comprende también la variable situacional de las restricciones cambiarias conocida como cepo, lo cual ayudará a comprender que papel jugó el mismo en aquellas relaciones.

La selección de variables se apoya en el carácter trascendental que tiene la tasa de interés Badlar por un lado, como proxy de la tasa activa bancaria, la cual funciona como referencia de la tasa a pagar para el financiamiento a través del sistema bancario, y los indicadores de riesgo país soberano y corporativo, como referencias de la sobretasa pagada por el estado y las compañías privadas para su fondeo por medio del mercado de capitales local. Se espera que tengan un importante poder explicativo considerando el periodo reciente de la Argentina. Para todas las variables se utilizan series de datos de tipo mensual.

9.1. Modelo 1

1) Selección de variables:

- Tasa de interés Badlar: es la tasa pasiva que pagan las entidades bancarias para depósitos superiores a un millón de pesos en un plazo de 30 a 35 días y que es mayor a la que se paga en depósitos de plazo fijo. Se trata de una tasa de carácter variable, calculada de forma diaria por el BCRA. La misma se refleja como TNA medida en porcentaje en el presente modelo
- EMBI+ Argentina: El EMBI (*Emerging Markets Bonds Index* o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es el principal indicador de riesgo país⁷ de la Argentina y está calculado por banco JP Morgan Chase desde principios de la década de los '90. Es la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países emergentes (en este caso, por la Argentina), y los bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran libres de riesgo.

Este diferencial, también denominado *spread*, se expresa en puntos básicos (pb). Una medida de 100 pb significa que el gobierno en cuestión estaría pagando un punto porcentual (1%) por encima del rendimiento de los bonos libres de riesgo, los Treasury Bills (T-Bills). Para calcularlo, se toman en cuenta las emisiones de bonos soberanos en dólares por encima de los US\$ 500 millones y se los compara con títulos norteamericanos de igual plazo. Los bonos más riesgosos pagan un interés más alto, por lo tanto, el *spread* de estos bonos respecto a los bonos del Tesoro de Estados Unidos es mayor. Esto implica que el mayor rendimiento que tiene un bono riesgoso es la compensación por existir una probabilidad de incumplimiento

- CEMBI+ Argentina: el CEMBI (*Corporate Emerging Markets Bond Index*) es el *spread* de rendimiento de deuda corporativa de la Argentina

Un indicador de riesgo país elevado afecta negativamente las inversiones de largo plazo y complica las necesidades financieras de un país. No solo afecta al soberano, sino también a las empresas privadas que buscan financiarse en el exterior, e influye en

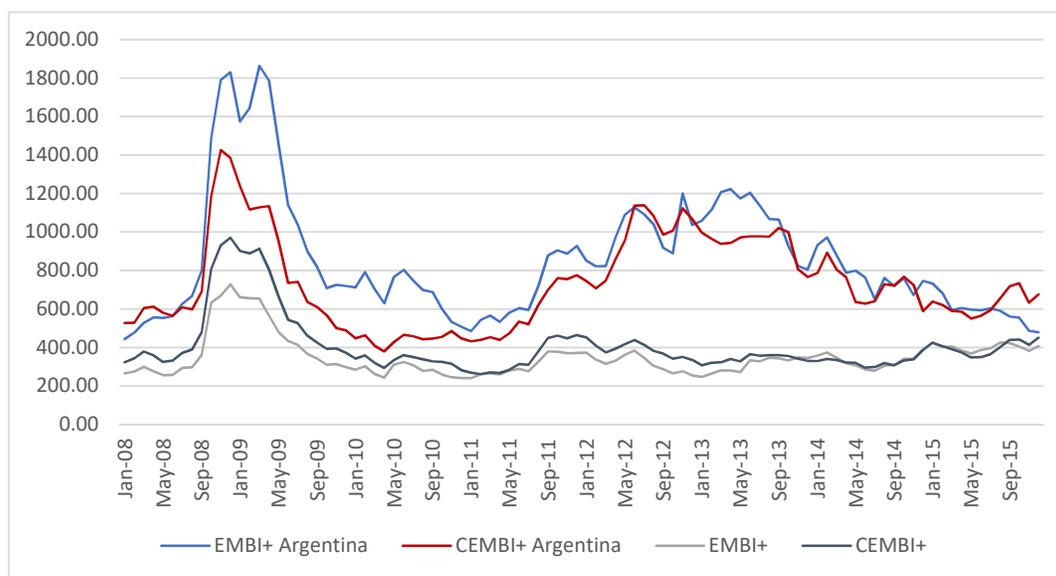
⁷ El riesgo país es un indicador utilizado como referencia para determinar el riesgo de que no se paguen las deudas contraídas entre las distintas economías del mundo. En la práctica, refleja la sobretasa de interés que paga el soberano en función de los bonos que cotizan en el mercado

el nivel de tasas de interés en moneda local (agregándole una prima por riesgo cambiario), lo cual encarece aún más el crédito.

Un aspecto que debe tenerse presente es que tal indicador es el fiel reflejo, expresado bajo la forma de un índice, de la opinión de los inversores. Esto es así debido a que la tasa de interés corre en sentido contrario al precio. Entonces, cuanto más alta sea la confianza que genera un país, mayor será la demanda de sus bonos y, por lo tanto, ello elevará su precio, reduciendo su rendimiento. Sin embargo, cuando por el contrario los inversores comienzan a desconfiar y venden sus títulos, el rendimiento de los mismos se eleva. Es entonces cuando el riesgo país no hace más que reflejar la opinión general del mercado en cuanto a la eventualidad de que el soberano se vea imposibilitado o reacio a cumplir con sus obligaciones. Cuanto mayor es ese riesgo, más elevada es la tasa que tiene que pagar el país para poder endeudarse.

Los datos numéricos de ambos indicadores de riesgo país fueron sustraídos del BCRA.

Gráfico 17. Indicadores de Riesgo País latinoamericanos y argentino soberano y corporativo. Periodo 2008-2015

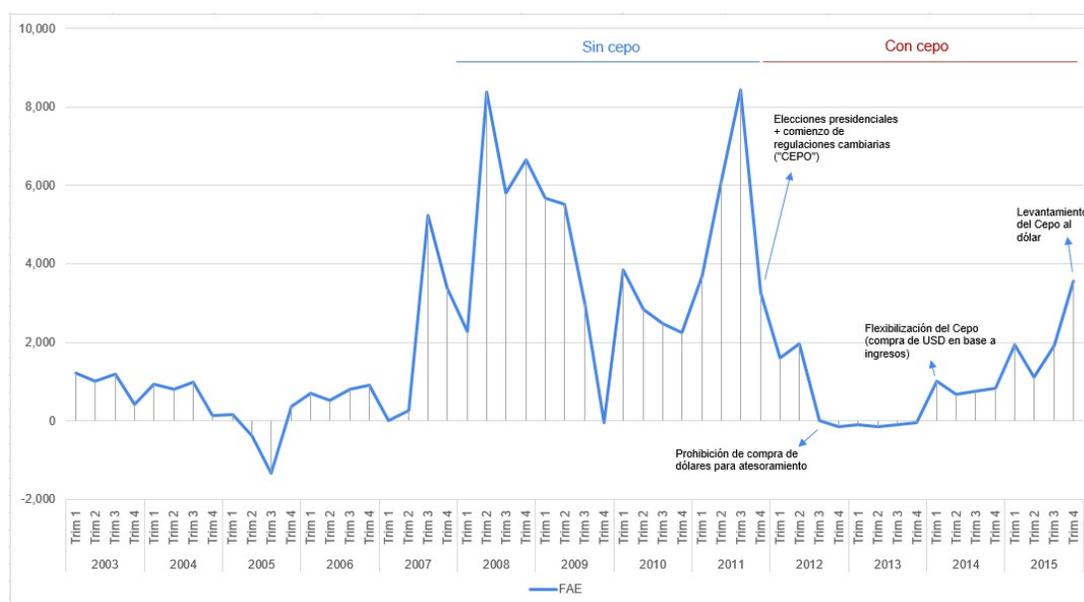


Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA⁸

⁸ Riesgo País EMBI – América Latina: Serie histórica del riesgo país para América Latina, incluyendo Argentina, Brasil, Uruguay, Paraguay, República Dominicana, El Salvador, Chile, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú, Venezuela

- Fuga de capitales: Se utilizará el método de Formación de Activos Extranjeros (FAE) del sector privado no financiero por tipo en millones de dólares medido por el BCRA
- Cepo cambiario: Se utilizará la variable de las restricciones cambiarias haciendo referencia a las normativas aplicadas por el gobierno y las autoridades monetarias con el fin de reducir la formación de activos externos. Como se ha descrito previamente, las primeras medidas comprendidas comenzaron luego de las elecciones presidenciales de noviembre de 2011, por lo cual es utilizada como variable binaria, diferenciándose dos periodos: el periodo sin cepo (enero 2008 hasta noviembre 2011) y con cepo (diciembre 2008 hasta finales de 2015).

Gráfico 17. Evolución de la fuga de capitales (trimestral – en millones de dólares) y cepo cambiario. Argentina, 2008-2015



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCRA

2) Análisis de datos y procedimientos

Para el análisis estadístico se utilizó la serie de datos de las variaciones mensuales del EMBI+ Argentina, CEMBI+ Argentina, de la tasa Badlar y de la fuga de capitales según el método de formación de activos externos, calculado por el BCRA. Las

series abarcan el periodo que va desde enero 2008 hasta diciembre de 2015 inclusive y fueron obtenidas de la página web del Banco Central de la República Argentina. La muestra consta de 96 observaciones para cada serie, las cuales corresponden al valor del último día hábil de cada mes para las series dependientes (Badlar y riesgo país) y a la sumatoria total de cada mes en el caso de los valores de salida de capitales.

Para llevar a cabo el presente modelo se utilizó el software R⁹ para todas las pruebas estadísticas descritas a continuación.

En primera instancia se procederá a obtener los coeficientes de correlación entre la variable de fuga de capitales y la tasa Badlar y los indicadores de riesgo país, utilizando el coeficiente de correlación de Spearman¹⁰, a través de los cuales se obtendrán los intervalos de confianza y los “p” valores. Cabe aclarar que se utiliza dicho coeficiente ya que las muestras de datos parecen no mostrar una distribución normal bi-variada.

Inicialmente se corrieron las correlaciones entre las variables tomando el total de la muestra sin separación entre periodos sin y con restricciones y no se hallaron resultados significativos (ver tabla 1 del anexo). Sin embargo, a partir de los gráficos presentados, resulta de interés obtener los coeficientes discriminando la presencia de cepo. Es por ello, que luego se han testeado las correlaciones separando la muestra total en dos: la muestra del periodo sin cepo (enero 2008 a noviembre 2011 inclusive) y la muestra con cepo (diciembre 2011 a diciembre 2015 inclusive).

La hipótesis alternativa de estas pruebas es:

- Ante un incremento en el volumen de fuga de capitales, existe un empeoramiento de las condiciones de fondeo o crédito en la economía.

3) Resultados

Para las series de datos incluidas en el periodo sin presencia de restricciones cambiarias se obtuvieron correlaciones significativas para las tres combinaciones de variables de interés bajo la hipótesis alternativa, brindando evidencia de que estas combinaciones se relacionan positivamente. Para las variables de fuga de capitales y

⁹ R Core Team (2021). R: A language and environment for statistical computing. R Foundation for Statistical Computing, Vienna, Austria. URL <https://www.R-project.org/>.

¹⁰ Paquete de correlacion según Makowski, D., Ben-Shachar, M. S., Patil, I., & Lüdtke, D. (2019). Methods and Algorithms for Correlation Analysis in R. *Journal of Open Source Software*, 5(51), 2306. doi:10.21105/joss.02306

Badlar se obtuvo un rs de 0.42 (S = 9338.53, IC = [0.14, 0.64], p = 0.002). Para las variables fuga y EMBI+ Arg, el rs obtenido fue de 0.38 (S = 10038.81, IC = [0.09, 0.61], p = 0.005), y para el conjunto Fuga-CEMBI+ Arg, un rs de 0.30 (S = 11289.85, IC = [0.01, 0.55], p = 0.020).

Tabla 6. Correlaciones entre variables (fuga de capitales, tasa Badlar e índices de riesgo país) sin cepo

p obtenidos bajo la hipótesis alternativa de que hay una correlación positiva

Parameter1	Parameter2	rho	95% CI	S	p
Fuga	BADLAR	0.42	[0.14, 0.64]	9339.53	0.002**
Fuga	EMBI	0.38	[0.09, 0.61]	10038.81	0.005**
Fuga	CEMBI	0.30	[0.01, 0.55]	11289.85	0.020*

p-value adjustment method: none

Observations: 46

Fuente: elaboración propia en base a datos de Indec, BCRA y R

Para los datos del período con cepo, no se hallaron correlaciones significativas para ninguna de las 3 combinaciones de variables de interés bajo la hipótesis alternativa acerca de que estas combinaciones correlacionen positivamente. Para las variables de fuga y Badlar se obtuvo un rs de -0.03 (S = 20133.18, IC = [0.31, 0.26], p = 0.574), para fuga y EMBI+Arg se obtuvo un rs de 0.05 (S = 18659.88, IC = [0.24, 0.33], p = 0.372), y para fuga y CEMBI+Arg, (S = 15598.49, IC = [0.09, 0.47], p = 0.080).

Tabla 7. Análisis de correlación entre variables (fuga de capitales, tasa Badlar e índices de riesgo país) con cepo

p obtenidos bajo la hipótesis alternativa de que hay una correlación positiva:

Parameter1	Parameter2	rho	95% CI	S	p
Fuga	BADLAR	-0.03	[-0.31, 0.26]	20133.18	0.574
Fuga	EMBI	0.05	[-0.24, 0.33]	18659.88	0.372
Fuga	CEMBI	0.20	[-0.09, 0.47]	15598.49	0.080

p-value adjustment method: none

Observations: 49

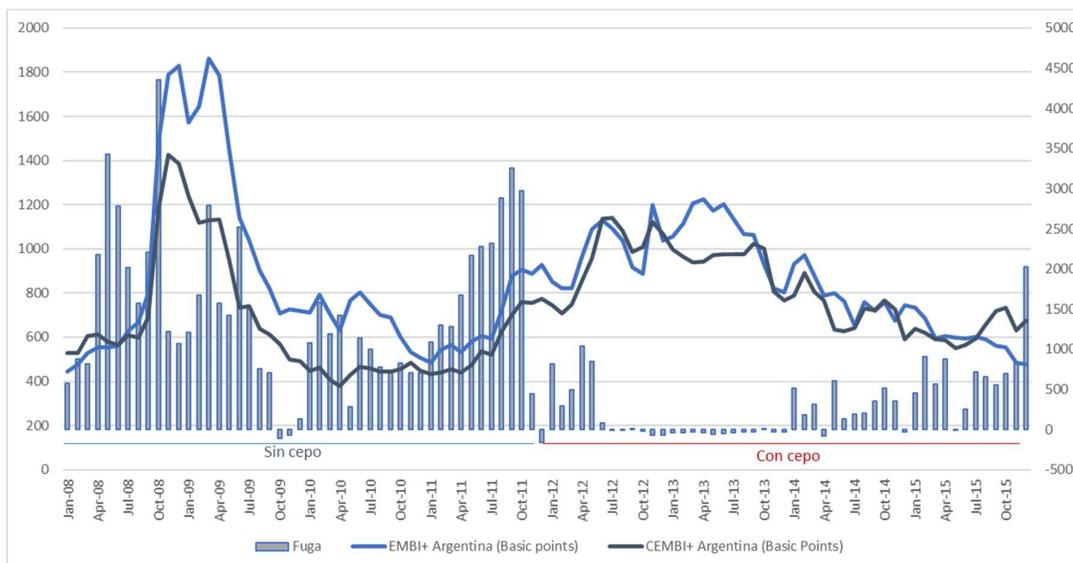
Fuente: elaboración propia en base a datos de Indec, BCRA y R

4) Discusión

A partir de los resultados provenientes del estudio de correlaciones, se puede afirmar que cuando tienen lugar situaciones de salidas netas de capitales, las condiciones de fondeo dentro de una economía tienden a empeorar. Esto se debe a que el egreso de capitales significa previamente una disminución en la demanda de activos locales, es decir de la oferta de dinero destinada a la compra de activos financieros y un desarme de carteras de activos denominados en moneda local y de activos en dólares con el fin de adquirir divisas en billete, lo cual produce una tendencia *bearish* que se traduce, por un lado, en la disminución del precio de los activos como ser un bono soberano o una ON, y por el otro, en un alza en la tasa de interés implícita del mismo. A su vez, al verse afectada negativamente la oferta de dinero por parte de los agentes económicos para financiar al estado y a las compañías privadas, las nuevas búsquedas de financiamiento en forma de nuevas emisiones deberán prometer tasas de interés más atractivas para captar fondos. Esto impacta en el resto de las tasas de interés de una economía. La contracara de ello, por supuesto, es un riesgo más alto de incumplimiento de pago.

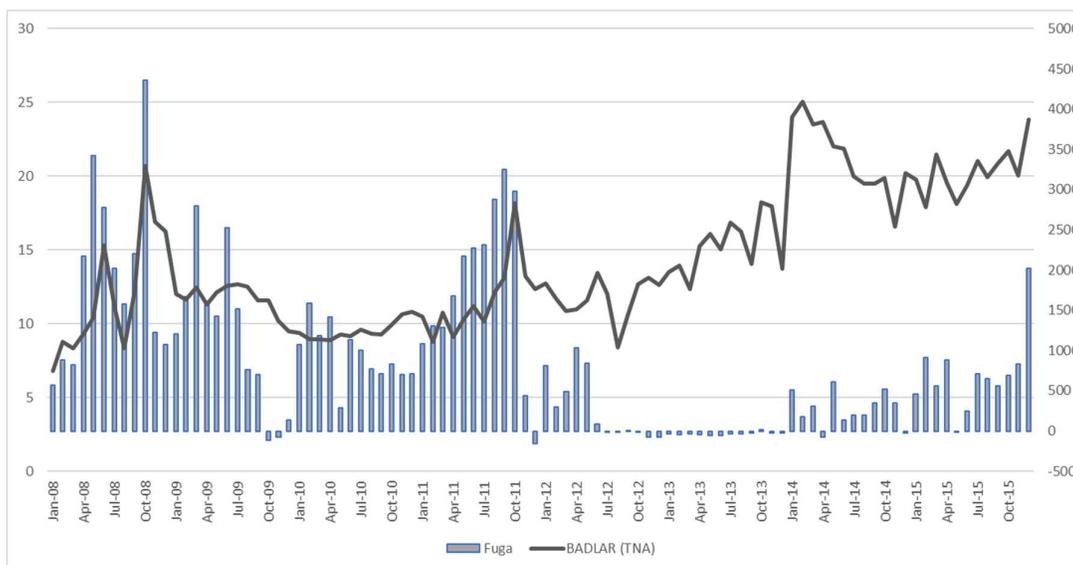
Por otro lado, la situación evidenciada a partir de la implementación del cepo es algo diferente. No solo ya no se aprecia una correlación positiva significativa, sino que además parece darse un fenómeno inverso en varios sub-periodos en los que las tasas continúan subiendo por más de que la fuga sea negativa (es decir, haya ingreso neto de capitales) o se encuentre en niveles muy bajos. Desde el vamos, resulta lógico suponer que con la implementación de una gran cantidad de normativas que intervinieron el mercado cambiario e impactaron de lleno en los mercados de capitales y de bienes y servicios, el funcionamiento “normal” de una economía quede trastocado, lo cual se refleja en dinámicas particulares, generalmente contraproducentes para la salud del sistema macroeconómico y financiero.

Gráfico 18. Evolución de la fuga de capitales (en millones de dólares) y riesgo país soberano y corporativo (en puntos básicos). Argentina, 2008-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

Gráfico 19. Evolución de la fuga de capitales (en millones de dólares) y de la tasa de interés Badlar (TNA en porcentaje). Argentina, 2008-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

Cómo se ha comentado previamente, la suba de la tasa Badlar y de los indicadores de riesgo país durante el periodo de restricciones cambiarias puede deberse en parte al mayor riesgo cambiario y de default con el que el mercado evaluaba los activos

locales, con expectativas de un mayor estrés financiero, previendo una posible crisis de deuda o bancaria inclusive, y por ello, la elevada tasa de rentabilidad exigida por el mercado y propuesta por el emisor para lograr captar fondos. De la mano de lo anterior, se puede mencionar que, si bien la fuga se detuvo en ciertos periodos, e incluso se dio una entrada neta de capitales, el nivel de reservas internacionales no se pudo recuperar. El Banco Central continuó perdiendo RRII (vía mayores importaciones de bienes y servicios y por la creciente carga de intereses de deuda), y aun así la presión al alza del tipo de cambio permaneció, lo cual alentó una sensación de insolvencia e incapacidad de hacer frente a las obligaciones contraídas por el gobierno, justificando y reforzando la suba del riesgo país.

A partir de los resultados obtenidos, se corrió un segundo test en el que se buscó, en línea con lo evaluado en el procedimiento anterior, testar la hipótesis alternativa que se verá a continuación.

9.2. Modelo 2

2) Análisis de datos y procedimientos

La hipótesis alternativa del segundo modelo es la siguiente:

- La presencia de cepo y el aumento en la fuga agravan las condiciones de financiamiento a través del sistema bancario

Se utilizarán las variables: tasa Badlar (en este caso, la tasa de interés total), cepo y fuga. Se propone realizar este análisis con dicha serie de datos debido a la mayor correlación de tal variable con la de fuga de capitales.

Para aquello, se utilizará una regresión lineal¹¹ según el método de los mínimos cuadrados, en la que se tomará como variable de respuesta a la tasa Badlar y como predictores a la fuga y el cepo. Esta última variable se ha codificado usando *dummy coding*, considerando la ausencia de cepo como valor de referencia (con lo cual, estará incluido en la intersección). Si bien hubiese sido interesante testear una interacción entre

¹¹ Paquete Stats, R Core Team (2021). R: A language and environment for statistical computing. R Foundation for Statistical Computing, Vienna, Austria. URL <https://www.R-project.org/>.

ambas variables, se eligió el modelo apropiado según la cantidad de datos contenida en las series.

Por último, se analizarán los residuos mediante la prueba llamada Shapiro-Wilk normality test, con el fin de entender si existe una distribución normal para los residuos, lo cual confirmará si el modelo llevado a cabo es significativo.

3) Resultados

El modelo de regresión lineal con la estructura descripta más arriba, arrojó resultados significativos para los dos predictores incluidos y la intersección.

Para las variables de fuga de capitales se obtuvo un coeficiente de 0.0017 (SE = 0.0005, $t = 3.55$, $p < 0.001$). Si bien el coeficiente es bajo, se tiene que tener en cuenta que la fuga en la muestra empleada se expresa en magnitudes elevadas que van desde -159 hasta 4355, mientras que los de la tasa van desde 8.31 hasta 25.06. Para la variable cepo se obtuvo un coeficiente de 7.84 (SE = 0.91, $t = 8.61$, $p < 0.001$). Dado que se utilizó *dummy coding*, este valor es relevante para el periodo con presencia de cepo (cepo *true*). Por último, para la intersección el coeficiente fue de 8.72 (SE = 0.88, $t = 9.88$, $p < 0.001$). El R cuadrado ajustado de este modelo resultó ser de 0.46.

Tabla 8. Análisis de regresión Fuga de capitales y tasa de interés Badlar con existencia de cepo

```
Residuals:
  Min       1Q   Median       3Q      Max
-8.1673 -2.3426 -0.2111  2.3750  8.2062

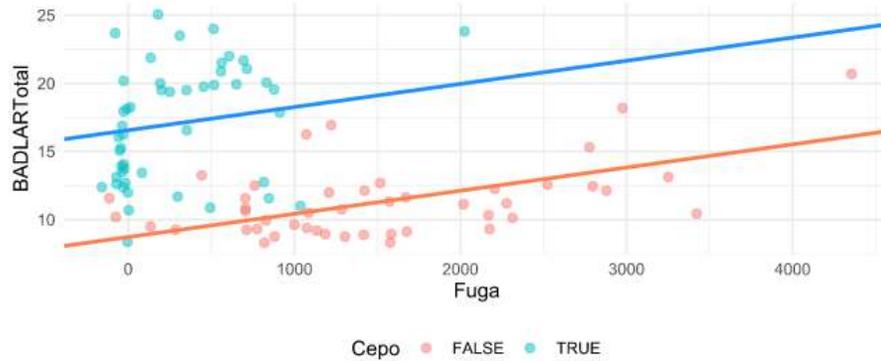
Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  8.7168120  0.8824515   9.878 4.12e-16 ***
Fuga         0.0016973  0.0004787   3.546 0.000618 ***
CepoTRUE     7.8356432  0.9103375   8.607 1.94e-13 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 3.406 on 92 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.4671,    Adjusted R-squared:  0.4555
F-statistic: 40.32 on 2 and 92 DF,  p-value: 2.672e-13
```

Fuente: elaboración propia en base a datos de Indec, BCRA y R

La interpretación geométrica del modelo (rectas) junto a los datos empleados para obtenerlos (puntos) se ve graficada a continuación:

Gráfico 19. Evolución de la fuga de capitales (en millones de dólares) y de la tasa de interés Badlar (TNA en porcentaje). Argentina, 2008-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y R

Por último, se realizó el Shapiro Wilk normality test, en la que se toma como hipótesis nula que la distribución de los residuos del modelo es normal, y cuyos resultados fueron los siguientes:

Data: residuals(x2)

$W = 0.99526$, $p\text{-value} = 0.9849$

$W > 0.99$, $p = 0.98$

La imposibilidad de rechazar la hipótesis nula, permite afirmar que los residuos están distribuidos normalmente. Esta verificación le da significancia (o garantía) al modelo.

4) Discusión

Los resultados provenientes del modelo permiten afirmar que tanto la presencia de cepo como de un aumento en el volumen de fuga son predictores significativos de las condiciones de financiamiento a través del sistema bancario argentino dentro del periodo analizado. El modelo además permite inferir que, ante la existencia de restricciones

cambiarías, el costo de fondeo resulta ser mayor en 7,8 puntos porcentuales, independientemente del nivel de salida de capitales (ver gráfico n°19). Esto puede deberse a que, como se argumentó previamente, la elevada desconfianza del mercado y la incertidumbre reinante en aquellos años, motivaba el retiro de los fondos volcados a inversiones en pesos de bajo riesgo y retorno como los plazos fijos, para volcarse a activos externos. Estas decisiones se sustentaban en varios factores ya descriptos a lo largo del presente trabajo: el mayor control sobre la actividad económica por parte del estado¹², la continua pérdida de reservas por parte del BCRA, incluso en épocas de restricciones, que aun así no lograban impedir una mayor presión al alza del tipo de cambio, la existencia de una espiral inflacionaria en aumento, una deuda externa que corría en el mismo sentido, un limitado acceso al financiamiento externo producto también del conflicto entre el gobierno y los fondos buitres, la presencia de déficits gemelos (de cuenta corriente y fiscal) junto a una dinámica económica cada año más estancada. Este conjunto de factores lograba formar un combo explosivo difícilmente apreciable con ojos optimistas de cara al futuro. En consecuencia, se precisaban mayores tasas de retorno para captar fondos, tanto en el sistema bancario, así como también en el mercado de capitales, que justificaran todos los riesgos a tomar para el inversor.

9.3. Modelo 3

Cómo se ha señalado hasta ahora en los modelos previos, la implementación de duros controles y limitaciones a la cuenta capital y financiera durante el periodo analizado, trajo aparejado distorsiones en el sistema económico doméstico en relación a las posibilidades de financiamiento para los agentes locales. En línea con esto, el siguiente modelo intentará comprobar si dichas restricciones implementadas a partir de situaciones de salida de capitales, terminan ejerciendo una desvinculación de la economía respecto del mercado de capitales internacional.

¹² De acuerdo con el ranking de libertad económica realizado por la Heritage Foundation, la Argentina pasó de ubicarse en el puesto 44 en el 2002 al puesto 169 en 2015, de un total de 180 países analizados (ver anexo, gráfico n°1 y tabla n°2).

1) Selección de variables

- Variación de Reservas Internacionales: Las RRII son los activos externos bajo el control de las autoridades monetarias (BCRA) para satisfacer necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, para intervenir en los mercados cambiarios a fin de influir sobre el tipo de cambio, y para otros fines conexos (como el mantenimiento de la confianza en la moneda y la economía y servir como base para el endeudamiento externo)
- Variación de la Base Monetaria (BM): La base monetaria está constituida por todo el dinero de curso legal en circulación (billetes y monedas), sumado a las reservas de los bancos comerciales en el BCRA. La misma es controlada por el Banco Central y representa su vía principal para controlar la oferta monetaria. Está compuesta por los billetes y monedas en poder del público, los billetes y monedas en entidades, cheques cancelatorios (estos tres forman la circulación monetaria) más el dinero en cuenta corriente en el BCRA
- Variación de volumen negociado de Lebac y Nobacs: las Lebac eran letras emitidas semanalmente por el Banco Central para financiarse en el corto plazo en pesos y eran utilizadas también como instrumento de política monetaria. Cada martes la entidad realizaba licitaciones en las que se negociaba la tasa de interés que pagaba. Las Nobacs eran títulos de deuda emitidos también por el BCRA a un plazo de tres años. El interés pagado por las Nobacs provenía de tasas fijas o de estar indexado tomando como referencia indicadores como la tasa Badlar. Ambos tipos de papeles se comercializaban en el mercado secundario.
- También se utilizarán las series de fuga de capitales, tasa de interés Badlar y los indicadores de riesgo país EMBI+Arg y CEMBI+Arg, en iguales condiciones en las que fueron utilizadas para los modelos ya desarrollados

Tanto las Lebac como las Nobacs eran utilizadas como herramientas de esterilización. Durante fases de ingresos de capitales, se amplía la oferta de dólares en la economía doméstica y la autoridad monetaria interviene en el mercado de cambios para sostener el tipo de cambio y acumular reservas. Cuando el Central adquiere dólares, expande la base monetaria, lo cual incidiría en la tasa de interés (que tendería a la baja). Sin embargo, dicha expansión puede compensarse absorbiendo el incremento de liquidez.

De esta forma se logra mantener tanto el nivel de BM como de tasa de interés. Es así como, mediante la oferta aquellos títulos y un mayor volumen negociado, se absorbe el exceso de dinero.

Por el contrario, cuando se evidencian procesos de fuga de capitales, sucede lo inverso: el BCRA interviene vendiendo reservas, la base monetaria disminuye, a menos que el Banco Central recompre los títulos suficientes como para dejar inalterada la BM y la tasa. Sin embargo, como se ha comprobado hasta el momento, ante procesos de salidas de capital (sin existencia de controles) el costo de financiamiento tiende al alza finalmente. Se analizará entonces, si la dinámica descrita se condice con lo ocurrido durante el periodo abordado, teniendo presente la implementación de las duras medidas restrictivas a fines de 2011.

2) Análisis de datos y procedimientos

La hipótesis alternativa de este modelo es la siguiente:

- La presencia de controles de capital ejerce una desvinculación de la economía local con respecto a los mercados de capitales internacionales

Se utilizarán las series de datos de las variaciones mensuales de volúmenes negociados de Lebac y Nobacs en millones de pesos (VarLEBACS), la variación mensual de la base monetaria en millones de pesos (VarBM), los volúmenes de fuga de capitales y la variación de reservas internacionales medidos en millones de dólares (VarRRII), los indicadores mensuales de riesgo país soberano y corporativo y la tasa de interés Badlar.

Para llevar a cabo el análisis de correlación se utiliza el software R, mediante el coeficiente de correlación de Spearman, a través del cual se obtendrán los intervalos de confianza y los “p” valores. Es preciso señalar que se utiliza tal coeficiente ya que las muestras de datos parecen no reflejar una distribución normal bi-variada. Se ha dividido la muestra total de observaciones en dos nuevamente: la muestra del periodo sin cepo (enero 2008 a noviembre 2011 inclusive) y la muestra con cepo (diciembre 2011 a diciembre 2015 inclusive).

3) Resultados

Para las series de datos incluidas en el periodo sin presencia de restricciones se obtuvieron correlaciones significativas para dos de las combinaciones de variables de interés, brindando evidencia de que las mismas se relacionan negativamente. Para el conjunto Fuga-VarRRII se obtuvo un rs de -0.60 (S = 25994.30, IC = [-0.76, -0.37], $p < 0.001$), mientras que para el conjunto Fuga-VarLEBACS, el rs obtenido fue de -0.51 (S = 24523.26, IC = [-0.70, -0.25], $p < 0.001$).

Tabla 9. Análisis de correlación entre variables Fuga, VarRRII, VarBM, VarLEBACS, EMBI+Arg, CEMBI+Arg y Badlar sin existencia de cepo

p obtenidos bajo la hipótesis alternativa de que hay una correlación negativa

Parameter1	Parameter2	rho	95% CI	S	p
Fuga	VarRRII	-0.60	[-0.76, -0.37]	25994.30	< .001***
Fuga	VarBM	-0.26	[-0.52, 0.04]	20397.13	0.042*
Fuga	VarLEBACS	-0.51	[-0.70, -0.25]	24523.26	< .001***
BADLAR	VarRRII	-0.30	[-0.55, 0.00]	21069.95	0.022*
BADLAR	VarBM	0.03	[-0.27, 0.33]	15728.81	0.578
BADLAR	VarLEBACS	-0.11	[-0.40, 0.19]	18016.72	0.231
EMBI	VarRRII	-0.15	[-0.43, 0.15]	18674.00	0.157
EMBI	VarBM	-0.15	[-0.43, 0.16]	18612.00	0.163
EMBI	VarLEBACS	-0.25	[-0.51, 0.05]	20232.00	0.048*
CEMBI	VarRRII	-0.10	[-0.38, 0.21]	17778.00	0.262
CEMBI	VarBM	-0.09	[-0.38, 0.22]	17616.00	0.284
CEMBI	VarLEBACS	-0.09	[-0.37, 0.22]	17598.00	0.287
VarRRII	VarBM	0.08	[-0.23, 0.37]	14974.00	0.693
VarRRII	VarLEBACS	0.35	[0.05, 0.58]	10604.00	0.991
VarBM	VarLEBACS	0.08	[-0.23, 0.37]	14980.00	0.693

p-value adjustment method: none

Observations: 46

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y R

Para las series de datos incluidas en el periodo con presencia de controles sobre la cuenta capital y financiera no se obtuvieron correlaciones significativas para ninguna de las combinaciones de variables de interés, lo cual induce a pensar que las relaciones estrechas entre las variables señaladas el sub-periodo anterior se quiebran.

Tabla 10. Análisis de correlación entre variables Análisis de correlación entre variables Fuga, VarRRII, VarBM, VarLEBACS, EMBI+Arg, CEMBI+Arg y Badlar con existencia de cepo

p obtenidos bajo la hipótesis alternativa de que hay una correlación negativa

Parameter1	Parameter2	rho	95% CI	S	p
Fuga	VarRRII	0.25	[-0.05, 0.50]	14755.38	0.957
Fuga	VarBM	-0.11	[-0.39, 0.19]	21733.27	0.228
Fuga	VarLEBACS	0.22	[-0.07, 0.48]	15276.45	0.936
BADLAR	VarRRII	-0.06	[-0.34, 0.23]	20775.24	0.341
BADLAR	VarBM	3.27e-03	[-0.29, 0.29]	19535.99	0.509
BADLAR	VarLEBACS	-0.08	[-0.36, 0.21]	21190.32	0.290
EMBI	VarRRII	0.08	[-0.21, 0.36]	17998.00	0.712
EMBI	VarBM	0.09	[-0.20, 0.37]	17844.00	0.730
EMBI	VarLEBACS	0.18	[-0.11, 0.45]	16004.00	0.897
CEMBI	VarRRII	0.06	[-0.24, 0.34]	18478.00	0.652
CEMBI	VarBM	0.06	[-0.23, 0.35]	18380.00	0.665
CEMBI	VarLEBACS	0.11	[-0.18, 0.39]	17384.00	0.780
VarRRII	VarBM	0.19	[-0.11, 0.45]	15932.00	0.901
VarRRII	VarLEBACS	0.34	[0.06, 0.57]	12958.00	0.991
VarBM	VarLEBACS	-0.27	[-0.52, 0.02]	24828.00	0.032*

p-value adjustment method: none

Observations: 49

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y R

4) Discusión

Los resultados del estudio reflejan lo que se viene observando a partir del primero modelo. La imposición de duros controles y limitaciones al libre movimiento de capitales altera el comportamiento de las variables y la dinámica que determina sus relaciones. Se puede aceptar entonces la hipótesis alternativa, comprobando que para el primer sub-periodo, en fases de salida de capitales, las reservas internacionales, la base monetaria y el volumen negociado de instrumentos de esterilización disminuye. Por el contrario, para el segundo sub-periodo no puede afirmarse lo mismo. Como se ha resaltado, la implementación de este tipo de controles que atraviesa todos los mercados de una economía a partir de situaciones de fuga de capitales, acaba ejerciendo una desvinculación de la economía doméstica respecto del mercado de capitales internacional. Y así como se pierde financiamiento internacional, también el fondeo doméstico disminuye y se encarece.

9.4. Modelo 4

Con el fin de completar el análisis de la presente investigación, se llevará a cabo el último modelo que permitirá relacionar las condiciones de financiamiento por medio del mercado de capitales y el sistema bancario local con el nivel de actividad económica, y así comprender si una mejora en las primeras se traduce en mayores tasas de actividad de la economía local.

1) Selección de variables

- Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE): es un indicador provisorio de la evolución del PIB a precios constantes de 2004 difundido por el Indec. El EMAE refleja la evolución mensual de la actividad económica del conjunto de los sectores productivos a nivel nacional. Este indicador permite anticipar las tasas de variación del PBI trimestral. Se publica en forma agregada como un índice mensual con base 100 en el año 2004. La publicación incluye la serie original (número índice y la variación porcentual respecto al mismo mes del año anterior), la serie desestacionalizada y la tendencia/ciclo (número índice y variación respecto al mes inmediato anterior). El indicador ofrece una pauta del comportamiento de la actividad económica real con una frecuencia mayor a la del PBI trimestral a precios constantes.

Para el presente análisis, se utilizará la serie mensual del EMAE (detallar si el original, el desestacionalizado o la tendencia)

Las actividades incluidas en el índice son las siguientes:

- Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Caza
- Pesca y servicios conexos
- Explotación de minas y canteras
- Industria Manufacturera
- Electricidad, agua y gas
- Comercio mayorista, minorista y reparaciones
- Hoteles y restaurantes
- Transporte, almacenamiento y comunicaciones

- Intermediación financiera
- Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler
- Administración pública y defensa
- Enseñanza
- Servicios sociales y de salud
- Otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales
- Servicios de hogares privados que contratan servicio doméstico
- EMAE desestacionalizado: El ajuste estacional del indicador es realizado por el Indec por el método indirecto, es decir que se obtiene como resultado de las desestacionalizaciones efectuadas a cada uno de los componentes
- Además, se utilizarán las series ya descritas anteriormente de fuga de capitales, tasa de interés Badlar y el indicador de riesgo país EMBI+Arg, en iguales condiciones en las que fueron utilizadas para los modelos ya desarrollados

2) Análisis de datos y procedimientos

- La hipótesis alternativa del siguiente modelo es: frente a un empeoramiento en los términos de fondeo (tanto vía sistema bancario como por mercado de capitales) en la Argentina, ocurre una caída en el nivel de actividad económica

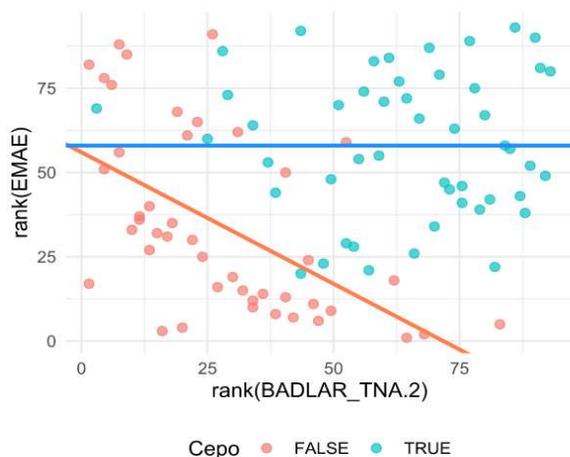
Para este análisis estadístico se han utilizado las series de datos mensuales de la tasa de interés Badlar y del indicador EMBI+ Argentina como predictores, cada uno por separado, y las series de datos del EMAE y EMAE desestacionalizado como variables de respuesta. Las series abarcan el periodo que corre desde enero 2008 hasta diciembre de 2015 inclusive. La muestra consta de 96 observaciones para cada serie, las cuales corresponden al valor del último día hábil de cada mes para las series dependientes (Badlar y riesgo país) y al índice resultante del agregado de la actividad económica nacional mensual en el caso de los valores de la serie del estimador y el estimador desestacionalizado.

Para testar la hipótesis planteada se continuó utilizando el software R en todas las pruebas estadísticas descritas a continuación.

En primer lugar, se corrieron las correlaciones (mediante coeficiente de correlación de Spearman, ya que los conjuntos de muestras parecen no poseer una distribución normal bi-variada y es más robusto frente a la presencia de *outliers*) entre los pares de variables Badlar-EMAE y EMBI+Arg-EMAE tomando el total de la muestra sin distinción de los periodos sin y con existencia de restricciones cambiarias. Los coeficientes arrojaron correlaciones muy bajas y los p valores, resultados poco significativos. El paso siguiente fue considerar la existencia de posibles *lags* que pudieran describir una relación más estrecha entre los conjuntos de datos, siendo que los cambios producidos en una de las variables analizadas pueden no influir en las otras de forma inmediata, sino más bien mostrar impactos con posterioridad. En consecuencia, se procedió a llevar a cabo el test de correlación cruzada de Spearman, tomando un lag empleado sobre las variables EMBI+Arg y Badlar de -10 a 10 periodos (meses). En este caso, los coeficientes observados resultaron bajos y los p valores poco significativos nuevamente.

Sin embargo, y tal como sucedió con el primer modelo desarrollado, los gráficos presentados reflejaban conductas diferentes para las relaciones entre las variables en presencia o no de cepo. Para simplificar la interpretación de los datos graficados, se agregaron las rectas de tendencia que fueron obtenidas a través de los mínimos cuadrados ordinarios.

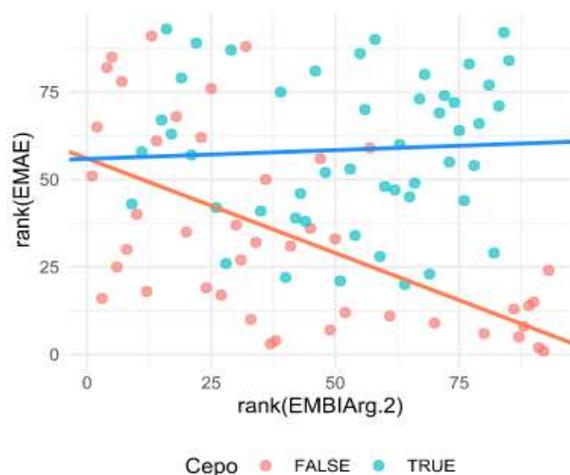
Gráfico 20. EMAE y tasa de interés Badlar (en ranks con lag de -2), con y sin presencia de Cepo. Argentina, 2008-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA e Indec y R

Los valores sobre el eje x representan el número de orden de las tasas Badlar con un lag de -2 periodos, donde el rank 1 es el valor de la tasa Badlar más bajo y el rank 93 el valor de la tasa más alto. Y del mismo modo, los valores sobre el eje Y representan el número de orden del índice EMAE entre 1 y 93 observaciones. Los órdenes graficados son los empleados en la obtención de los coeficientes de correlación de Spearman.

Gráfico 21. EMAE y EMBI+ Argentina (en ranks con lag de -2), con y sin presencia de Cepo. Argentina, 2008-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA e Indec y R

Los valores sobre el eje x representan el número de orden de las tasas EMBI+Arg con un lag de -2 periodos, donde el rank 1 es el valor de la tasa EMBI+Arg más bajo y el rank 93 el valor de la tasa más alto. Y del mismo modo, los valores sobre el eje Y representan el número de orden del índice EMAE entre 1 y 93 observaciones. Los órdenes graficados son los empleados en la obtención de los coeficientes de correlación de Spearman.

A partir de ello, se procedió a correr los consecuentes tests de correlación cruzada de Spearman separando las muestras totales en dos como sucedió anteriormente: sub-muestras sin presencia de cepo (enero 2008 a noviembre 2011 inclusive) y sub-muestras en presencia de cepo (diciembre 2011 a diciembre 2015 inclusive).

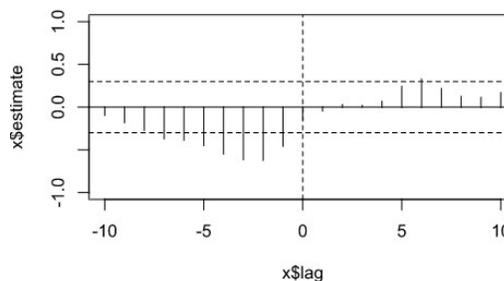
3) Resultados

Para las sub-muestras tomadas de las series sin presencia de cepo cambiario se obtuvieron para las tres combinaciones a testear, correlaciones negativas de robusta significancia sobre todo en los lags de entre -1 y -5 meses que permiten aceptar la hipótesis alternativa. Mientras que, en presencia de cepo, las correlaciones fuertes se disipan y parece no ser posible rechazar la hipótesis nula.

Para el conjunto de variables Badlar-EMAE en el sub-periodo sin cepo y con un lag de -2 meses, los resultados fueron un rs de -0.62 ($S = 22989.17$, $p = 0.000004$).

Tabla 11. Análisis de correlacion cruzada para Badlar-EMAE sin cepo:
p obtenidos bajo la hipótesis alternativa de que existe una correlación negativa

lag	rs	S	p.value
-10	-0.0945	8504.236	0.291778
-9	-0.18309	9980.549	0.139034
-8	-0.26905	11597.81	0.051194
-7	-0.36732	13509.1	0.010715
-6	-0.38773	14793.16	0.006718
-5	-0.45029	16649.35	0.001568
-4	-0.5479	19102.64	0.000086
-3	-0.60995	21322.14	0.000007
-2	-0.6201	22989.17	0.000004
-1	-0.45854	22140.61	0.000768
0	-0.14237	18523.5	0.172627
1	-0.03999	15787.12	0.397105
2	0.025938	13821.94	0.566366
3	0.018955	12992.96	0.548013
4	0.06751	11507.86	0.664506
5	0.238456	8742.523	0.933374
6	0.325577	7189.349	0.979821
7	0.216339	7742.567	0.907051
8	0.124439	8001.751	0.771674
9	0.110505	7503.779	0.74251
10	0.170185	6447.66	0.839484



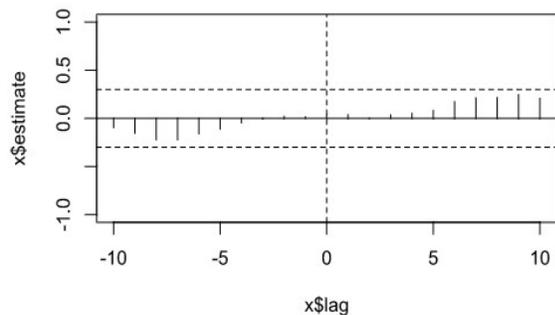
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA, Indec y R

Para el sub-periodo con existencia de cepo, utilizando el mismo lag de -2 meses, los resultados fueron un rs de 0.02 ($S = 16951.98$, $p = 0.55$).

Tabla 12. Análisis de correlacion cruzada para Badlar-EMAE con cepo:

p obtenidos bajo la hipótesis alternativa de que existe una correlación negativa

lag	rs	S	p.value
-10	-0.09272	10796.09	0.287255
-9	-0.15461	12308.15	0.170401
-8	-0.21892	13993.22	0.084538
-7	-0.22018	15058.22	0.080589
-6	-0.1582	15339.16	0.155483
-5	-0.11157	15773.11	0.235457
-4	-0.04625	15882.05	0.381451
-3	-0.00463	16290	0.48783
-2	0.01989	16951.98	0.552785
-1	0.015578	18136.98	0.541848
0	0.032961	18953.97	0.588945
1	0.034413	17789.98	0.591809
2	0.000347	17290	0.500923
3	0.035092	15645.98	0.591547
4	0.049738	14424.98	0.627207
5	0.082385	13020.96	0.702517
6	0.172311	10961.91	0.865401
7	0.211094	9735.894	0.910192
8	0.214295	9019.893	0.910754
9	0.246728	8029.877	0.937584
10	0.205577	7848.897	0.895355

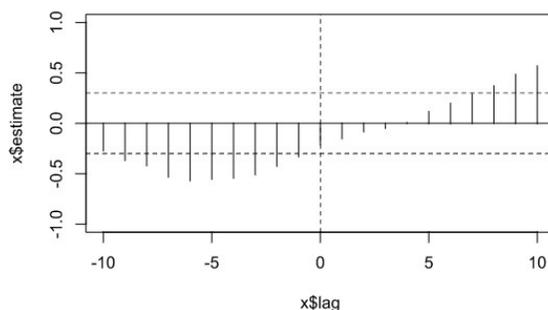


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA, Indec y R

En segundo lugar, para el conjunto de variables Badlar-EMAE desestacionalizado con un lag de -4 meses, los resultados fueron un rs de -0.55 (S = 19062.63, p = 0.0001).

Tabla 13. Análisis de correlación cruzada para Badlar-EMAE desestacionalizado sin cepo p obtenidos bajo la hipótesis alternativa de que existe una correlación negativa

lag	rs	S	p.value
-10	-0.27229	9885.681	0.054072
-9	-0.3695	11553.11	0.0122
-8	-0.42108	12987.26	0.004236
-7	-0.53296	15145.6	0.000239
-6	-0.57042	16740.71	0.000061
-5	-0.55459	17846.66	0.000084
-4	-0.54466	19062.63	0.000096
-3	-0.50761	19966.78	0.000256
-2	-0.42576	20231.49	0.00198
-1	-0.33157	20213.16	0.013041
0	-0.20991	19618.73	0.080731
1	-0.15253	17495.46	0.158583
2	-0.08226	15357.21	0.297774
3	-0.05045	13912.1	0.37401
4	0.007375	12249.99	0.518486



5	0.116919	10137.77	0.766693
6	0.19544	8576.609	0.886586
7	0.290848	7006.418	0.963777
8	0.372551	5734.255	0.989374
9	0.484468	4349.031	0.998811
10	0.566941	3364.866	0.999844

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA, Indec y R

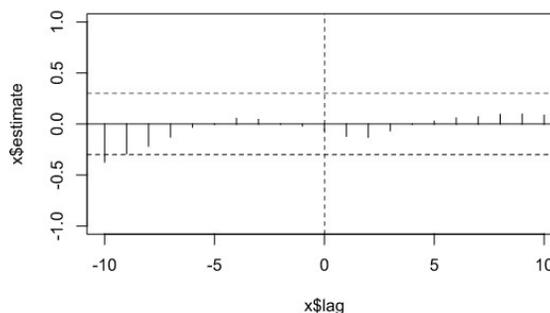
Mientras que para el sub-periodo con existencia de cepo, utilizando el mismo lag de -4 meses, los resultados fueron un rs de -0.04 ($S = 15789.04$, $p = 0.40$).

Tabla 14. Análisis de correlación cruzada para Badlar-EMAE desestacionalizado con cepo

p obtenidos bajo la hipótesis alternativa de que existe una correlación negativa

lag	rs	S	p.value
-10	-0.12764	11141.13	0.219353
-9	-0.19261	12713.19	0.116883
-8	-0.23713	14202.24	0.067746
-7	-0.22861	15162.23	0.07267
-6	-0.17836	15606.18	0.126247
-5	-0.16111	16476.16	0.148066
-4	-0.04012	15789.04	0.396787
-3	-0.03824	16835.04	0.400404
-2	0.009772	17126.99	0.525988
-1	0.072518	17087.93	0.68787
0	0.065207	18321.93	0.671892
1	0.145901	15735.93	0.838789
2	0.203463	13776.9	0.914923
3	0.228191	12514.89	0.936405
4	0.298363	10650.85	0.976746
5	0.385285	8722.807	0.995098
6	0.342281	8710.829	0.98767
7	0.370163	7772.815	0.992088
8	0.393397	6963.803	0.99453
9	0.251794	7975.874	0.941485
10	0.321879	6699.839	0.977156

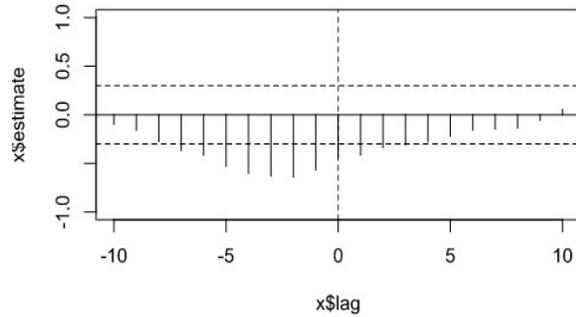
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA, Indec y R



Por último, para el par de series de datos EMBI+Arg-EMAE en el sub-periodo sin cepo y con un lag de -2 meses, los resultados fueron un rs de -0.64 ($S = 23240$, $p = 0.000003$).

Tabla 15. Análisis de correlación cruzada para EMBI+Arg-EMAE sin cepo
 p obtenidos bajo la hipótesis alternativa de que existe una correlación negativa

lag	rs	S	p.value
-10	-0.09189	8484	0.297009
-9	-0.15481	9742	0.180122
-8	-0.27213	11626	0.049181
-7	-0.367	13506	0.010775
-6	-0.41445	15078	0.003921
-5	-0.52578	17516	0.000208
-4	-0.59874	19730	0.000014
-3	-0.62942	21580	0.000003
-2	-0.63777	23240	0.000002
-1	-0.56522	23760	0.000026
0	-0.43978	23346	0.001114
1	-0.41199	21434	0.002462
2	-0.33672	18968	0.012711
3	-0.30535	17288	0.023234
4	-0.27494	15734	0.039021
5	-0.22091	14016	0.082575
6	-0.15366	12298	0.17191
7	-0.14413	11304	0.190682
8	-0.13295	10354	0.213102
9	-0.05666	8914	0.36953
10	0.053282	7356	0.621198

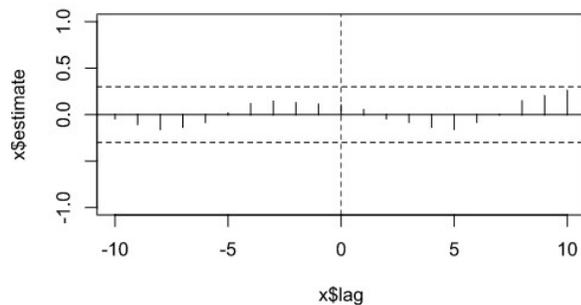


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA, Indec y R

En cuanto al sub-periodo con existencia de cepo, utilizando el mismo lag de -4 meses, los resultados fueron un rs de 0.18 (S = 13392, p = 0.78).

Tabla 16. Análisis de correlación cruzada para EMBI+Arg-EMAE con cepo
 p obtenidos bajo la hipótesis alternativa de que existe una correlación negativa

lag	rs	S	p.value
-10	-0.04332	10308	0.396717
-9	-0.10281	11756	0.263918
-8	-0.16115	13330	0.157076
-7	-0.13589	14018	0.195427
-6	-0.08487	14368	0.294219
-5	0.016631	13954	0.542666
-4	0.117787	13392	0.779525
-3	0.141659	13918	0.826156
-2	0.127544	15090	0.803544
-1	0.113439	16334	0.778666
0	0.102551	17590	0.758404
1	0.051238	17480	0.635274
2	-0.04151	18014	0.39087



3	-0.08171	17540	0.294645
4	-0.13557	17238	0.187279
5	-0.16096	16474	0.148297
6	-0.08079	14314	0.303271
7	0.002512	12310	0.506298
8	0.147038	9792	0.82053
9	0.199812	8530	0.891801
10	0.260324	7308	0.945263

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA, Indec y R

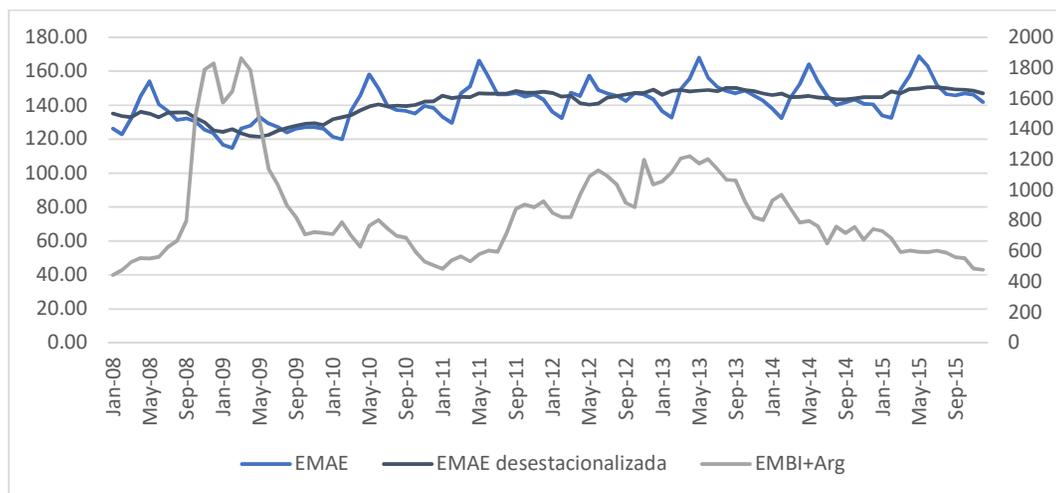
4) Discusión

Este modelo, en sintonía con los anteriores, permite reforzar el fenómeno que se ha estado observando a través de los distintos tests corridos previamente y avanzar sobre la hipótesis de la presente investigación. Por un lado, se puede afirmar que, durante el periodo sin presencia del conjunto de restricciones cambiarias, cuando las condiciones de financiación en la Argentina empeoran, el nivel de actividad económica sufre un impacto negativo. Se puede también señalar que tal efecto no se produce de forma inmediata, sino que se evidencia con cierto retardo, sobre todo entre los uno a cuatro meses posteriores, lo cual permite confirmar una relación de causalidad entre las variables. Estos resultados parecen reflejar el comportamiento de dichas variables en el marco de una economía que se rige bajo una dinámica “habitual” o que al menos no se encuentra bajo serias normativas y restricciones cambiarias producto de una crisis en el mercado de cambios que acota las libertades económicas, altera las decisiones de los agentes económicos, el funcionamiento habitual de las principales variables y sus relaciones entre sí.

Cuando esa serie de medidas impuestas no existen, la suba general de tasas de interés, tanto en el mercado de capitales como también en el sistema bancario, motivan la inversión financiera y desincentivan la inversión productiva. Esto último, se traduce a su vez en menos producción, en una caída del empleo, del consumo y finalmente de la demanda agregada. Se demuestra entonces que hay un impacto directamente en el nivel de actividad a partir de los términos de fondeo en la Argentina. Esto es apreciable en el primer sub-periodo de ambos gráficos que se muestran a continuación, donde ante un aumento en el riesgo país soberano y en la tasa de interés bancaria entre el periodo de junio de 2008 y mediados de 2009 (periodo coincidente con la crisis financiera internacional y de elevados picos de fuga de capitales), el nivel de actividad económica y

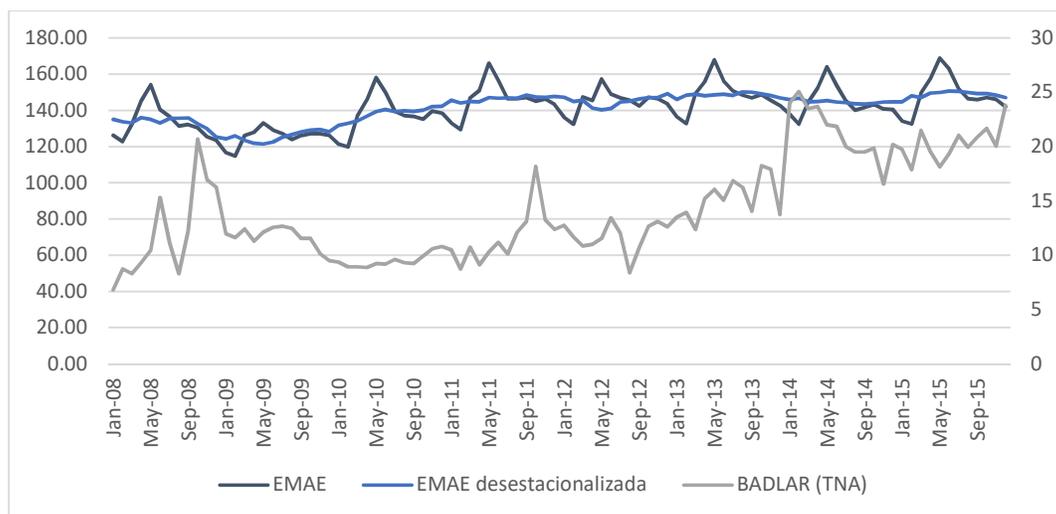
su equivalente desestacionalizado caen. Más luego, adoptan una tendencia alcista mientras que las tasas disminuyen.

Gráfico 22. Evolución del índice EMAE original y desestacionalizada (en números índice) y el índice EMBI+ Arg (en puntos básicos). Argentina, 2008-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA e Indec

Gráfico 23. Evolución del índice EMAE original y desestacionalizada (en números índice) y de la tasa de interés Badlar (en porcentaje). Argentina, 2008-2015

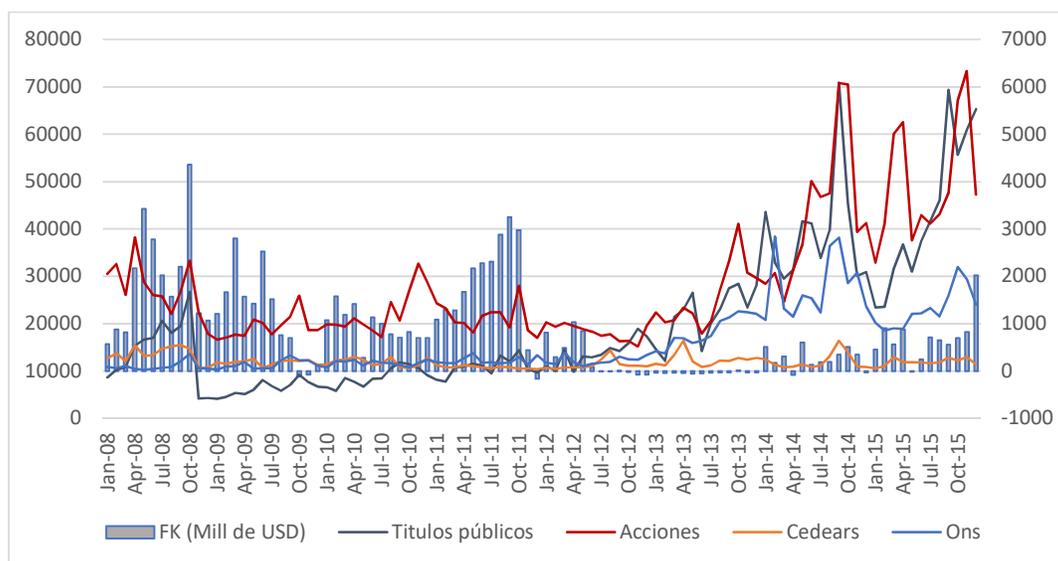


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA e Indec

Sin embargo, como ya se anticipó, con la existencia de cepo, la historia es diferente. En este marco, no es posible aceptar la hipótesis alternativa. La mera existencia de fuertes restricciones a las libertades económicas de los agentes que atraviesan todos

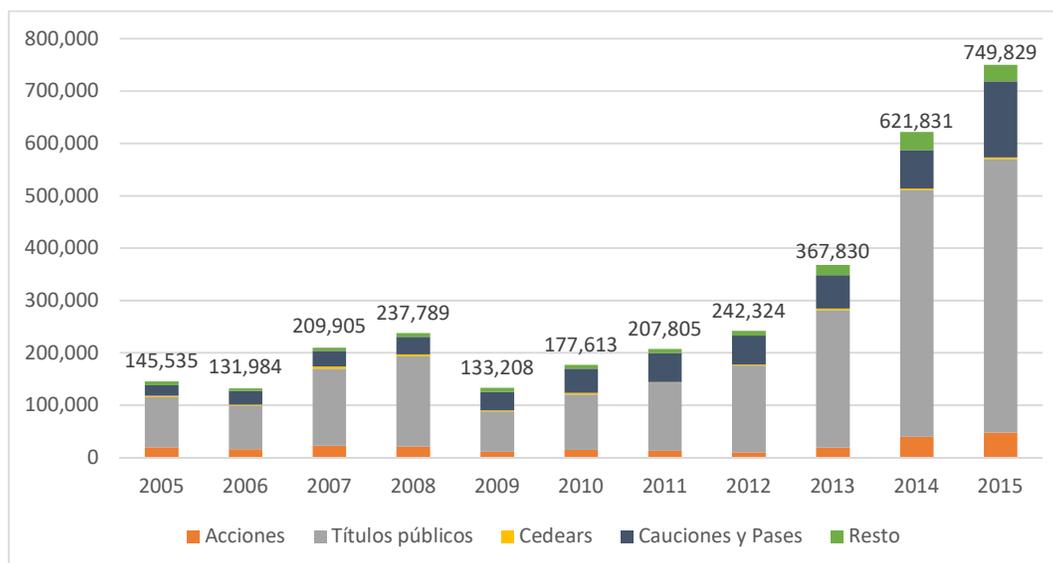
los mercados: de capitales, cambiario y de bienes y servicios, repele buena parte de las posibles inversiones extranjeras, aumenta los riesgos de default y cambiario, entre otros, y destruye aún más la confianza en las autoridades y en la moneda local. No obstante, la Argentina de los años 2012-2015 transitó una etapa de fuerte impulso al consumo, sustentado en un alza del déficit fiscal, a su vez financiado por el incremento de la emisión de moneda. Esta situación derivó en mayores desequilibrios externos, en una mayor presión al tipo de cambio que iba sufriendo frecuentes devaluaciones, pero al mismo tiempo amplificaba el nivel de consumo privado de la mano de subsidios y controles de precios para los servicios públicos y planes como “procrear” y “Ahora 12”, entre otros. Por otra parte, una de las consecuencias que trajo aparejado el cepo fue, lógicamente, y como se ha descrito previamente en esta investigación, una mayor reinversión de las ganancias en la economía local. El impedimento de transformar gran parte de dichos valores en divisas a través del MULC y retirarlos del sistema, no hizo más que empujar a las empresas a reinvertir su liquidez en el mercado de capitales y de bienes y servicios locales. Vale recordar que, en aquel entonces, el dólar CCL (y el MEP en menor medida) pasó a ser el canal legal de mayor utilización para dolarizar y fugar. Los gráficos a continuación reflejan dicho comportamiento de los agentes económicos, basado en incrementos importantes de volúmenes negociados de varios papeles, en particular los de títulos públicos.

Gráfico 24. Mercado secundario de capitales: evolución de volúmenes mensuales negociados (en millones de pesos). Argentina, 2008-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos del IAMC

Gráfico 25. Mercado secundario de capitales: volúmenes negociados anuales (en millones de pesos). Argentina, 2008-2015



Fuente: elaboración propia en base a datos del IAMC

Todo lo anterior repercutió en el nivel de actividad económica, que sufrió años de recesión y bajo crecimiento de forma intercalada (2012 y 2014 años recesivos, mientras que 2013 y 2015 de crecimiento). Los gráficos permiten observar movimientos menos verosímiles entre las variables durante el segundo sub-periodo. Mientras que el EMBI+Arg crece entre 2011 y 2013, y luego cae hasta fines de 2015, el nivel de actividad fluctúa con una tendencia lateral con presencia de oscilaciones positivas y negativas que (sobre todo en la serie desestacionalizada) reflejan los años recesivos y de leve crecimiento. Por otro lado, la tasa Badlar muestra una tendencia al alza sostenida particularmente desde el tercer trimestre de 2012 en adelante, mientras que el EMAE y el EMAE desestacionalizado continúan con el ya mencionado comportamiento.

10. Conclusiones

A lo largo de su historia la Argentina debió transitar varios episodios de fuertes fugas de capitales que, junto a otros factores, desataron crisis financieras, pusieron en evidencia la persistente presencia del problema de la restricción externa y terminaron en ciclos de retracción económica. El periodo estudiado a lo largo de este trabajo es un interesante ejemplo.

La salida de la convertibilidad, la elevada capacidad ociosa y los beneficiosos precios de los commodities trajeron consigo ganancias extraordinarias e ingresos de capitales que, en conjunto, permitieron sacar al país de las peores recesiones de su historia y catapultarlo hacia niveles de expansión económica comparables con el gigante asiático durante varios años consecutivos. Para el año 2006 la Argentina supo gozar de superávits gemelos, estabilidad cambiaria apoyada en la acumulación de reservas vía comercio internacional, con una reducción en la deuda defaulteada a fines del 2001, y un elevado nivel de productividad dado su capacidad instalada, y tasas de interés reales negativas. Sin embargo, la presión inflacionaria en aumento, el estallido de la crisis financiera y económica mundial y los conflictos internos del gobierno con los sectores agroexportadores y luego con otros, comenzaron a apartar al país de aquella próspera etapa. Tuvo lugar entonces, una siguiente fase de elevados volúmenes de salida de capitales que poco a poco mermaron las reservas, presionaron al tipo de cambio al alza, diluyeron el superávit comercial de la mano de una caída en el comercio internacional (por lo que se necesitó nuevamente de financiamiento externo para solventar la fuga), sumergiendo a la Argentina en un nuevo contexto de vulnerabilidad y restricción externa, con posterior crisis cambiaria, elevadas tasas de interés, recesión económica y una importante espiral inflacionaria.

El presente estudio permitió describir y profundizar sobre las características de aquel proceso de fuerte fuga de capitales iniciado en 2008, sus posibles causas, atenuantes y ramificadas consecuencias sobre la macroeconomía y la balanza de pagos. Se analizó también el periodo delimitado por el segundo mandato de Cristina Fernández de Kirchner, regido por mayores controles por parte del Estado y un duro cepo que atravesó tanto al mercado cambiario, como también al de capitales y al de bienes y servicios.

Fue a través de este particular y turbulento periodo (2008-2015) que se buscó analizar si el proceso de ingresos y egresos de capitales es efectivamente un determinante

en el desarrollo de ciclos de crecimiento y recesión económica, por medio de las variaciones en los términos de fondeo para los agentes económicos en la Argentina.

A partir de los modelos estadísticos llevados adelante se pudo concluir que en periodos sin presencia de cepo cambiario (desde 2008 hasta noviembre de 2011), la fuga de capitales actúa como una variable explicativa sobre las variaciones en los términos de financiamiento en la Argentina, tanto a través del mercado de capitales como también por medio del sistema bancario. Y, a su vez, estas mejoras o deterioros de las condiciones de fondeo resultan ser posteriormente determinantes sobre los cambios en el nivel de actividad económica.

Por otra parte, los modelos arrojaron resultados diferentes ante la presencia de restricciones cambiarias (desde diciembre de 2011 hasta fines de 2015). En este contexto, no fue posible verificar que tal dinámica se cumpla. Por el contrario, los datos permitieron observar que las condiciones de financiamiento en la Argentina durante el sub-periodo de restricciones fueron marcadamente desfavorables, caracterizadas por mayores tasas de interés y un riesgo país más elevado, mientras que los volúmenes de fuga de capitales fueron significativamente más reducidos en comparación con el sub-periodo previo, en línea con los resultados obtenidos en los modelos. Al mismo tiempo, dichas condiciones no fueron predictores significativos de las etapas de crecimiento y recesión transcurridas en aquellos años.

Finalmente se puede señalar que las evidencias reflejan ciertos aspectos que atravesaron a la Argentina durante el espacio temporal analizado y que no permitieron revertir la dificultosa situación externa ni el deterioro de los términos de fondeo. Aspectos que aún hoy aquejan al país seriamente.

- Lo analizado confirma que los momentos de mayor dinamismo económico no necesariamente coinciden con etapas de ingreso de capitales, lo cual puede favorecer a ciertos sectores económicos, pero no permite robustecer al mercado de capitales local ni solucionar el problema de la restricción externa
- Que el crédito doméstico desaparece cuando hay fuga, encareciendo el costo de fondeo, desincentivando la inversión productiva y limitando el crecimiento
- Que la imposición de fuertes controles cambiarios y de movimientos de capitales rompen buena parte de la lógica del funcionamiento de distintas

variables económicas y desvinculan a la economía doméstica respecto del mercado de capitales internacional

11. Referencias bibliográficas y bibliografía

- Barrera M. A. y Bona L. M. (2018). La fuga de capitales en la Argentina reciente (1976-2018). *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 26(2), 7-32. doi: 10.18359/rfce.3059
- Basualdo E. M. y Kulfas M. (2002). La fuga de capitales en la Argentina. *CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales*. Recuperado de: <http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/clacso/>
- Benigno G., Converse N. y Fornaro L. (2015). Large capital inflows, sectoral allocation, and economic performance. *Journal of International Money and Finance*, 55(C), 60-87.
- Bona L. M. (2018). *La fuga de capitales en la Argentina: sus transformaciones, alcances y protagonistas desde 1976*. Recuperado de <https://www.flacso.org.ar/publicaciones/>
- Boyce J. (1990). *The Political Economy of External Indebtedness: A Case Study of the Philippines*. Recuperado de <https://opendocs.ids.ac.uk/opendocs/>
- Burton M. y Brown B. (Ed.). (2015). *The financial system and the economy: Principles of money and banking*. Quinta Edición. New York, EE.UU: Taylor and Francis Group
- Calvo G. A., Izquierdo A. y Talvi E. (2003). Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons. *Inter-American Development Bank Research Department*. Recuperado de <https://publications.iadb.org/en/publication/>
- Calvo G., Leiderman L. y Reinhart C. (1994). The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues. *Contemporary Economic Policy*, 12(3), 54-66.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2018). *Estudios sobre financierización en América Latina* (152). Recuperado de <https://www.cepal.org>
- Cosentino A., Isasa M., Mayer P. C., De Achaval F., Coretti M. y Dall'O F. (Ed.). (2017). *Crisis y reestructuración de deuda soberana: una visión sistemática desde la*

- perspectiva de los mercados emergentes*. Primera edición. Ciudad de Buenos Aires, Argentina: Eudeba.
- Dooley M. y Kletzer K. (1994). Capital Flight, External Debt and Domestic Policies. *NBER Working Paper Series*, 4793, 29-37.
- Eichengreen B. J. y Hausmann R. (1999). Exchange Rates and Financial Fragility. *National Bureau of Economic Research*. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w7418>
- Fassio A., Pascual L. y Suárez F. (Ed.). (2002). *Introducción a la Metodología de la Investigación aplicada al Saber Administrativo*. Buenos Aires, Argentina: Ediciones Cooperativas.
- Fernandez-Arias E. y Montiel P. J. (1996). The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview. *The World Bank Economic Review*, 10(1), 51-77
- Frankel J. A. y Rose A. K. (1996). Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment. *Journal of International Economics*. 41(3-4), 351–366.
- Haldane, A. (Abril de 2011). *The big fish small pond problem*. Simposio llevado a cabo en la Tercera Conferencia Anual del Instituto para el Nuevo Pensamiento Económico (INET), Bretton Woods, New Hampshire, EE.UU.
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos
- Kroszner R. S., Laeven L. y Klingebiel D. (2007). Banking Crises, Financial Dependence, and Growth. *Journal of Financial Economics*, 84(1), 187–228.
- Kulfas M. (2005). Internacionalización financiera y fuga de capitales en América Latina: Argentina, Brasil, Chile y México en los años '90. *FLACSO-Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales*. Recuperado de www.flacso.org.ar/economia/
- Laeven L. y Valencia F. (2012). Systemic Banking Crises Database: An Update. *FMI, Fondo Monetario Internacional working paper*, 12(163), 1-33. doi: 10.2139/ssrn.2096234
- Marini I. (2018). La fuga de capitales en Argentina. *Revista Propuestas para el Desarrollo*. 2(2), 49-70.
- Minsky H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York, EE.UU: Economics Department, Washington University, 1-15

- Sampieri, R., Collado, C., Baptista. M. (Ed.). (2010). *Metodología de la Investigación*. Quinta Edición. DF, México: McGraw-Hill / Interamericana Editores S.A. de C.V.
- Shneider B. (2003). Measuring capital flight: Estimates and interpretations. *Overseas Development Institute*. Recuperado de: <https://cdn.odi.org/media/documents/>
- Wray, L. R. (2012). *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*. Nueva York, EE. UU: Palgrave Macmillan
- De Rosario J. (16 de diciembre de 2015). Paso a paso: cómo fueron los cuatro años de cepo cambiario. *Infobae*. Recuperado de <https://www.infobae.com/>
- Invecq Consultora Económica. (2020). *Meta Cumplida; futuro incierto*. Recuperado de <https://www.invecq.com/>
- Smink V. (19 de enero de 2020). Quien es responsable de la enorme deuda de Argentina (la más grande de America Latina). *BBC Mundo*. Recuperado de <https://www.bbc.com/mundo>
- Ramallo R. (15 de noviembre de 2020). ¿Qué es el riesgo país, cómo se calcula y qué impacto tiene en la economía?. *iProfesional*. Recuperado de <https://www.iprofesional.com/>
- Banco Central de la República Argentina. (2021). *Informe monetario mensual*. Recuperado de http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Cuadros_estandarizados_series_estadisticas.asp
- Banco Central de la República Argentina. (2021). *Tasas de interés y coeficientes de ajuste establecidos por el BCRA*. Recuperado de http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Cuadros_estandarizados_series_estadisticas.asp
- Banco Central de la República Argentina. (2021). *Anexo estadístico del Mercado de Cambios*. Recuperado de http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Estad%C3%ADsticas_Mercado_de_cambios.asp
- Banco Central de la República Argentina. (2021). *Informe monetario diario*. Recuperado de http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe_monetario_diario.asp
- Banco Central de la República Argentina. (2019). *Formación de Activos Extranjeros (FAE) del sector privado no financiero en millones de dólares. Período 2003-*

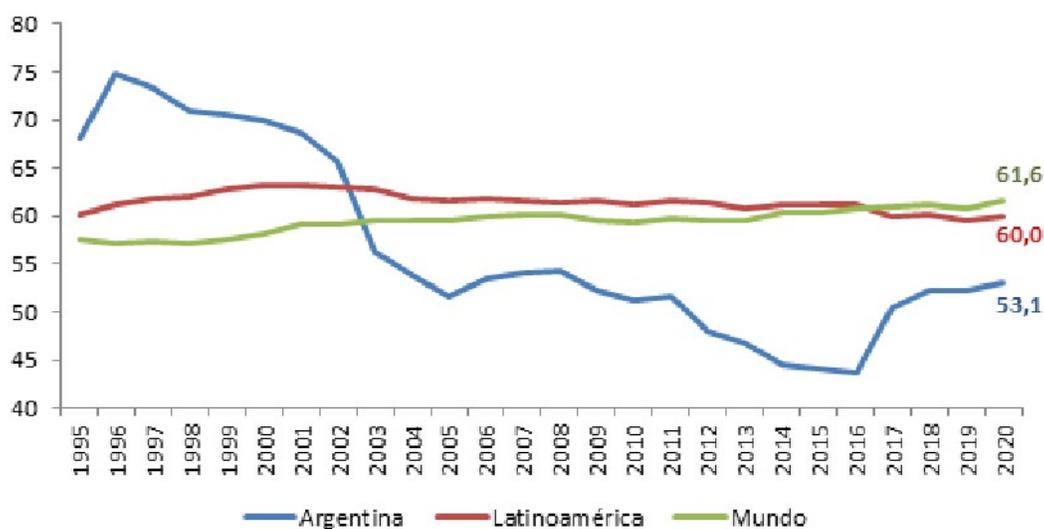
2019. Recuperado de http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Estad%C3%ADsticas_Mercado_de_cambios.asp
- Instituto Argentina de Mercado de Capitales (2015). Anuario 2015. Recuperado de <https://www.iamc.com.ar/informesanuales/>
- Banco Central de la República Argentina. (2018). Informe de Política Monetaria Julio 2018. Recuperado de http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe_politica_monetaria.asp
- Banco Central de la República Argentina. (2021) *Información diaria sobre reservas internacionales y principales pasivos del B.C.R.A.* Recuperado de http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Cuadros_estandarizados_series_estadisticas.asp
- Banco Mundial. (2021). *Banco de datos.* Recuperado de <https://databank.bancomundial.org/home.aspx>
- Datos Macro. (2021). *Banco de datos.* Recuperado de <https://datosmacro.expansion.com/paises/argentina>
- Fundación Libertad. (2021). *Ranking de libertad económica: la Argentina continúa entre los países con menores libertades económicas.* Recuperado de <https://libertad.org.ar/web/wp-content/uploads/2020/04/Informe-de-libertad-econ%C3%B3mica-final.pdf>
- Indec. (2021). *Producto Interno Bruto en dólares, Producto Interno Bruto per cápita y población.* Recuperado de <https://datos.gob.ar/>
- Indec. (2017). *EMAE. Índice Base 2004. Valores mensuales.* Recuperado de <https://datos.gob.ar/>
- Indec. (2021). Estadísticas integradas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. Años 2006-2021. Recuperado de <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-35-45>
- Indec. (2021). Estimaciones de la balanza de pagos y deuda externa. Años 1994-2016. Recuperado de <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-35-45>

12.Anexos

Tabla 1

Parameter1	Parameter2	rho	95% CI	S	p
Fuga	BADLAR	0.15	[-0.06, 0.35]	1.22e+05	0.076
Fuga	EMBI	0.21	[0.00, 0.40]	1.13e+05	0.021*
Fuga	CEMBI	0.18	[-0.03, 0.38]	1.17e+05	0.038*

Puntajes de Argentina, Latinoamérica y el mundo en el Índice de Libertad Económica, período 1995 - 2020



Fuente: Fundación Libertad en base a información de la Fundación Heritage.

Puestos de Argentina en el índice de Libertad Económica. Período 1995-2020

Edición	Puesto	Puntaje
1995	21	68
1996	8	74.7
1997	11	73.3
1998	19	70.9
1999	20	70.6
2000	23	70
2001	32	68.6
2002	44	65.7
2003	101	56.3
2004	113	53.9
2005	128	51.7
2006	119	53.4
2007	118	54
2008	113	54.2
2009	138	52.3
2010	135	51.2
2011	137	51.7
2012	158	48
2013	160	46.7
2014	166	44.6
2015	169	44.1
2016	169	43.8
2017	156	50.4
2018	144	52.3
2019	148	52.2
2020	149	53.1

Fuente: Fundación Libertad en base a información de la Fundación Heritage

Tabla: Mercado secundario: volúmenes negociados (en millones de U\$S)

Instrumentos	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Acciones	19,938	16,093	23,001	21,050	11,221	14,955	13,579	9,954	18,945	39,820	47,655
Títulos públicos	96,019	82,781	147,186	172,319	77,103	106,158	129,953	166,342	262,855	471,139	522,824
Cedears	2,298	2,316	3,957	4,238	2,240	2,306	992	1,632	2,920	2,465	2,335
Cauciones y Pases	20,396	26,187	30,024	32,916	35,005	46,598	54,935	55,513	63,951	74,045	145,900
Resto	6,884	4,607	5,737	7,266	7,639	7,596	8,346	8,883	19,159	34,362	31,115
TOTAL	145,535	131,984	209,905	237,789	133,208	177,613	207,805	242,324	367,830	621,831	749,829

Fuente: IAMC