



CUARTO CONGRESO DE ECONOMÍA POLÍTICA

Departamento de Economía Política del Centro Cultural de la
Cooperación

Universidad Nacional de Quilmes

“DEL MODELO INDUSTRIAL CON INCLUSIÓN SOCIAL AL MODELO
FINANCIERO. ARGENTINA Y LA REGIÓN EN LA ENCRUCIJADA”

DESREGULACIÓN CAMBIARA Y FUGA DE CAPITALES: LA EXPERIENCIA ARGENTINA RECIENTE

Magdalena Rúa (FLACSO, CCC/Dto Economía Política)

Nicolás Hernan Zeolla (CEED/IDAES -CONICET, CCC/Dto Economía Política)

“Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente”

Magdalena Belén Rúa¹

Nicolás Hernán Zeolla²

Resumen

A partir del 2011, la Argentina implementó una serie de controles cambiarios, que llegaron a incluir la prohibición de adquisición de moneda extranjera para fines no productivos. En diciembre de 2015, tras el cambio de gobierno, se eliminaron todas las regulaciones cambiarias hasta niveles previos a la crisis de 2001/02. La implementación de estas reformas estuvo basada en la visión convencional, buscando revertir la salida de fondos al exterior. Sin embargo, tras el levantamiento de los controles, el monto fugado al exterior se duplicó, según la información del balance cambiario del BCRA sobre la Formación de Activos Externos (FAE). Ello fue posible a partir de garantizar la oferta de divisas mediante el aumento de los flujos de endeudamiento externo.

Palabras Clave: Desregulación cambiaria; Deuda Externa; Fuga de capitales

JEL code: F41; F38; F34

¹ Contadora pública (Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires –FCE-UBA–), maestranda en Economía Política (Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales –FLACSO–). Investigadora de delitos económicos, ex investigadora en Cefidar, investigadora en el Departamento de Economía Política y Sistema Mundial del Centro Cultural de la Cooperación (CCC), docente de la FCE-UBA. Mail: magdalenarua@hotmail.com

² Licenciado en Economía (FCE-UBA), magíster en Desarrollo Económico (Instituto de Altos Estudios Sociales, Universidad Nacional de San Martín –IDAES-UNSAM–), estudiante de Doctorado (FCE/UBA). Investigador-becario doctoral (IDAES/CONICET), asistente-investigador en el Departamento de Economía Política y Sistema Mundial del CCC, docente (FCE-UBA, Universidad Nacional de Avellaneda y Universidad Nacional de Lomas de Zamora). Mail: nicolaszeolla@gmail.com

1. Introducción

Desde el año 2011 hasta diciembre de 2015, en Argentina se implementaron un conjunto de regulaciones sobre los flujos de divisas, principalmente focalizadas en el uso y destino de la moneda extranjera que adquiría el sector privado para fines no productivos. El punto más alto de regulación fue a mediados de 2012 cuando se prohibió completamente la adquisición de moneda extranjera para varios fines, lo que provocó serias dificultades en determinados sectores de la economía, tales como el inmobiliario³, produciendo un fuerte malestar en las capas medias y altas de la sociedad argentina acostumbrada a acumular sus ahorros en dólares. A partir del año 2014, se flexibilizó parcialmente el acceso a la moneda extranjera y se buscó agilizar los controles sobre las transacciones comerciales, a pesar de que persistían estrictas regulaciones sobre el uso de las divisas.

Tras el cambio de gobierno, desde diciembre de 2015, se implementó un plan económico de corte liberal que impulsó, entre sus primeras medidas, la eliminación de todos los controles cambiarios y de capitales, con la expectativa de que dicha desregulación generase en el corto plazo una reversión de la fuga de capitales, a la par de promover un nuevo ciclo de crecimiento económico.

Sin embargo, esto no sucedió. La aceleración inflacionaria deprimió el poder adquisitivo del salario, contrayendo el consumo y la actividad económica, y la salida de divisas, lejos de revertirse, se aceleró. Como contrapartida, se dio inicio a un nuevo ciclo de endeudamiento externo, el cual había sido interrumpido durante los quince años previos.

El presente artículo se propone analizar las causas y los aspectos sobresalientes de las transformaciones recientes en el funcionamiento del mercado de cambios argentino, como evento histórico que cuestiona los presupuestos de la literatura convencional sobre la naturaleza de la fuga de capitales basada en las erróneas decisiones de política macroeconómica, la debilidad de los fundamentos o los riesgos de expropiación (Khan y Haque, 1985).

³En la Argentina más del 90% de las operaciones inmobiliarias se realizan en dólares (Nermeña y Gaggero, 2016).

Considerando que ha transcurrido más de un año del cambio de gobierno, los principales elementos que definen el cumplimiento de los objetivos iniciales de las medidas adoptadas son factibles de ser evaluados.

El marco conceptual del análisis se basa en la noción de regímenes de acumulación (Basualdo, 2006; 2013). En este trabajo, el mercado cambiario argentino y sus regulaciones son entendidos como un ámbito de disputa por la transferencia y valorización del excedente. La hipótesis que aquí se presenta es que, tras la reciente desregulación cambiaria en Argentina, un conjunto de grandes empresas locales y extranjeras, que anteriormente no podían acceder al mercado único de cambios para remitir utilidades al exterior por los mecanismos ordinarios, hoy pueden hacerlo sin restricción alguna.

El presente trabajo se divide en cinco secciones además de esta introducción. En primer lugar, son abordados los aspectos conceptuales más relevantes de la visión convencional acerca de la naturaleza de la fuga de capitales y sus diferencias con el enfoque basado en patrones de acumulación. Luego, se enfoca en el endeudamiento y la fuga de capitales en la Argentina. En la tercera sección, se analiza este proceso en términos históricos, cuantificando la fuga y caracterizando sus etapas. En la cuarta sección, se analizan las principales transformaciones del mercado de cambios y se da cuenta de la magnitud de la fuga de divisas en la etapa reciente. Por último, se exponen las conclusiones.

2. Fuga de capitales y endeudamiento externo

2.1. *El abordaje convencional*

Desde el abordaje tradicional, no toda salida de divisas de un país es un fenómeno preocupante. Por un lado, se consideran salidas “normales” a las vinculadas a movimientos de residentes y no residentes con motivo de modificar su cartera de inversiones en el curso cotidiano del desenvolvimiento de sus actividades. Considerando la paridad cubierta de tasas de interés y la ley del único precio, en el largo plazo, el balance de pagos debería equilibrarse, anulando los desbalances. De modo que la salida de divisas que se registra en la actualidad debería verse compensada por ingresos futuros.

Desde esta perspectiva, un volumen superior –transitorio- de salida de divisas no es más que el reflejo de una mayor integración al mercado mundial, en una etapa de la globalización caracterizada por la expansión de los flujos de capitales y la mundialización de las carteras de inversión (Banco Mundial, 2013). Incluso esta mayor integración financiera se entiende como beneficiosa para el desarrollo. Dada la escasez del ahorro, la mayor disponibilidad de ahorro externo y doméstico, que genera el fin de la represión financiera, se canaliza en mayores recursos de la inversión (Mckinnon, 1973; Shaw, 1973).

Por otro lado, se contempla que podría producirse una salida “anormal” de capitales, lo que se denomina *fuga de capitales*⁴. La explicación convencional que se brinda acerca de estos flujos financieros se centra en las decisiones que toman los residentes –quienes mayoritariamente están inclinados a invertir en la economía nacional- cuando alguna política de intervención estatal afecta el equilibrio; tales como el aumento de la presión impositiva y la imposición de mayores controles o regulaciones que limiten el manejo de los activos, entre otras, que provocan incertidumbre política y económica (Schneider, 2003; Cuddington, 1986; Rojas-Suarez, 1990).

Sobre la regulación cambiaria en particular, se suma la crítica a los controles estatales en términos de la eficiencia microeconómica. Siguiendo esta visión, la presencia de regulaciones para la compra de moneda extranjera da lugar a múltiples tipos de cambios (financieros, comercial de importación, comercial de exportación, etc.), lo que a la vez genera que los actores económicos exploten los beneficios del arbitraje entre mercados, intentando evadir al regulador. Esto provoca que se pospongan planes de inversión, llevando a la economía al estancamiento (Forbes, 2007).

De este modo, frente al contexto de incertidumbre, los agentes buscan resguardar su capital principal o su rendimiento invirtiendo en el exterior, debido a que no estará sujeto a los mismos riesgos que en el entorno doméstico (Khan y Haque, 1985; Alesina, Tabellini y Franco, 1989).

Por ello, desde la visión tradicional, la fuga de capitales se explica principalmente por el entorno de incertidumbre a escala nacional. Eliminadas las regulaciones en pos de una libre

⁴Más adelante se dará una definición más rigurosa de la fuga de capitales desde el enfoque de este trabajo.

adquisición de divisas y recompuesta la confianza en las instituciones, la salida de fondos al exterior debiera revertirse.

Sin embargo, la experiencia de otros países y la reciente de Argentina van en contra de estos postulados. La evidencia empírica respalda la idea de que la desregulación de la cuenta capital no provoca efectos significativos sobre el crecimiento, sino lo contrario. Asimismo, la experiencia de las crisis asiáticas demuestran que la fuerte desregulación cambiaria en etapas tempranas del desarrollo puede dar lugar a episodios de crisis de balance de pagos por contagio, *suddenstops*, etc. (Rodrik, 1998; Rodrik y Subramanian, 2009).

Por ello, resulta necesario ensayar explicaciones alternativas que den cuenta de este fenómeno, que ostenta un fuerte componente histórico, vinculado al patrón productivo y a la forma de inserción en las relaciones económicas internacionales.

2.2. *La fuga de capitales y el mercado de cambio desde el enfoque de régimen de acumulación*

El enfoque del régimen o patrón de acumulación consiste en el análisis específico que adquiere la articulación de las variables económicas, políticas y sociales a partir de una estructura económica en transformación. Este arreglo institucional es dinámico y se encuentra en disputa por la hegemonía entre los distintos bloques de poder existentes. En este análisis se incluye el modo de inserción internacional, la forma específica que adquiere el Estado, las prioridades en la distribución del ingreso, etc. (Basualdo, 2006, 2011).

Desde esta perspectiva, el conjunto de regulaciones del mercado de cambios es entendido como un espacio de disputa por la apropiación del excedente. Mientras que la administración cambiaria, sin ser condición suficiente, ha servido como un poderoso instrumento complementario a la política de promoción industrial nacional en diversos momentos de la historia argentina y de otros países del mundo.⁵

⁵De acuerdo a las estadísticas de Reinhart y Rogoff (2009), en la Argentina durante la etapa más exitosa de industrialización, en un 43% de los meses que van desde 1943 hasta 1976 (150 meses) existió un desdoblamiento cambiario con una brecha superior al 50%. En Corea del Sur hasta 1996 existían prohibiciones para que las firmas tomaran deuda en moneda extranjera, que a partir de allí se fueron eliminando. Hasta el año 2002 existían controles en a los pagos externos en moneda extranjera de individuos (becas, turismo, adquisición de propiedades en el exterior, etc.)

En esta línea de ideas, la fuga de capitales no corresponde a un fenómeno aislado y exógeno como son los vinculados a la diversificación de inversiones o a las coyunturas económicas y/o políticas adversas, sino que, forma parte de un fenómeno estructural endógeno en un determinado modo de acumulación del capital (Basualdo y Kulfas, 2002; Gaggero, et al., 2013).

Aquí se entiende por *fuga de capitales* al mecanismo mediante el cual los residentes en el país, ya sean empresas o personas, remiten de manera lícita o ilícita una porción del excedente generado en la economía nacional por fuera del circuito económico local, incluyendo a la moneda extranjera acumulada en domicilios particulares o en cajas de seguridad (Gaggero, et al., 2013). Nótese que, a diferencia de la teoría convencional, este enfoque no considera solamente la salida de divisas a través de la cuenta capital y financiera del balance de pagos, sino que incluye conceptos de la cuenta corriente.

El perfil de inserción internacional, el peso de la renta de recursos naturales sobre el ingreso nacional, la concentración y participación de capital extranjero en la cúpula empresarial, la historia de crisis bancarias, de deuda, de hiperinflación y la ausencia de un mercado de capitales lo suficientemente desarrollado establecen un piso estructural de salida de divisas independientemente de los ciclos de la estabilidad económica y política del país. Si bien en etapas críticas de la economía y en momentos de inestabilidad política los flujos de salida se agudizan, este fenómeno se presenta de manera persistente y constante a lo largo de los últimos 40 años de la historia argentina (Rua, 2017). Al mismo tiempo que, una vez superadas las crisis económicas o políticas, las divisas fugadas al exterior no retornan a la Argentina (Kulfas, 2007).

En términos macroeconómicos, las consecuencias de la fuga de capitales son numerosas y han sido estudiadas en otros trabajos (Gaggero, et al., 2013).

La más difundida tiene que ver con el agravamiento de la restricción externa. La persistencia de la fuga de capitales afecta el desarrollo de la economía, ya que una porción

(Noland, 2007). China tiene medidas administrativas de declaración hasta prohibición de operaciones para el 90% del total de posiciones susceptibles de la cuenta capital susceptible a ser reguladas, incluyendo un límite de u\$s 50.000 por individuo y una declaración obligatoria sobre el origen de los fondos (Fernandez, et al., 2015).

relevante de la oferta de divisas aportada por las exportaciones debe financiar esta demanda de dólares, que se resta de los excedentes disponibles destinados a importaciones de capital e insumos para la industria (Diamand, 1972).

Peor aun cuando los dólares que financian la fuga no corresponden a recursos excedentes de exportaciones, sino que son financiados con endeudamiento externo. Esto establece una bi-direccionalidad entre los ciclos de salida de fondos con el endeudamiento externo, debido a que la salida de divisasperdura tanto como existanrecursos que la financien. Esta doble causalidad de la fuga y el endeudamiento externo ha sido de gran importancia tanto en la Argentina como en otros países en desarrollo (Boyce, 1992; Demir, 2004).

De esta forma, la salida de divisas resulta en la reducción de la inversión interna, puesto que el ahorro doméstico es volcado a plazas financieras del exterior, en lugar de insertarse en inversiones productivas locales, y retorna luego bajo la forma de préstamos extranjeros. Así, la creciente fuga de capitales opera como una severa restricción a la formación de capital y al desarrollo económico (Basualdo y Kulfas, 2002).

Asimismo, en las condiciones de la economía internacional actual, donde los flujos de capitales transnacionales y la multiplicidad de actores y activos financieros es significativamente mayor que hace 40 años, las economías en desarrollo con perfiles de regulación financiera laxos se encuentran expuestas a una mayor vulnerabilidad externa producto de la volatilidad de los capitales internacionales (Epstein, 2005; Bastourre y Zeolla, 2016)

2.3. Cuantificación de la fuga de capitales

En cuanto a su medición, existen diversas metodologías de estimación de la salida de divisas (Gaggero, et al., 2013; Gaggero, et al., 2010; Basualdo y Kulfas, 2002). En términos generales, se presentan en el cuadro 1 las metodologías más difundidas en Argentina.

Cuadro 1: Argentina. Métodos de estimación de la fuga de capitales más difundidos.

Método	Estimación	Limitaciones
Método residual del Balance de Pagos	Método de estimación indirecto, en base a datos de la balanza de pagos, sumando la inversión extranjera, deuda externa y saldo de cuenta corriente, y restando la variación de las reservas internacionales.	No permite captar la fuga de capitales vía manipulación de precios de transferencia, subfacturación y sobrefacturación y su cálculo depende de la calidad de los datos de la balanza de pagos.
Formación de Activos Externos del Sector Privado No Financiero (FAE del SPNF) -Balance Cambiario del BCRA	Método de estimación directo, basado en el registro de la compra y venta de moneda extranjera en el mercado cambiario, desde el año 2002 hasta la actualidad.	Solo registra las operaciones de compra y venta de divisas autorizadas por el BCRA y no permite calcular el stock, puesto que comenzó su registro en 2002.
Posición de Inversión Internacional (PII) - INDEC	Método de estimación directo, calculado mediante relevamientos y encuestas en el exterior, a través del cual se obtiene el stock de activos externos del Sector Privado No Financiero.	Podría subestimar el stock de capitales fugados puesto que las fuentes consultadas o encuestadas podrían subdeclarar el monto de las colocaciones.
Método comercial (o country-partner)	Estima la fuga de capitales vía manipulación de los precios de transferencia, sobrefacturaciones de importaciones y subfacturaciones de exportaciones, mediante la comparación de las cifras de comercio exterior registradas por nuestro país contra las de los principales socios comerciales (Basualdo y Kulfas, 2002).	Podrían existir errores de clasificaciones, registraciones y/o diferencias de estimación con otros países (Grondona y Burgos, 2015), lo que podría dar lugar a sobreestimaciones o subestimaciones.

Fuente: Elaboración propia en base a la bibliografía citada.

Todas ellas tienen algunas limitaciones y distintos grados de dificultad para obtener la información. En este trabajo se utilizará la primera y la segunda metodología. El *método residual del balance de pagos* utiliza la información de las estadísticas del balance de pagos que elabora el INDEC (Instituto Nacional de Estadística y Censos) que permiten analizar largas series de tiempo. Por otra parte, la *Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero* (FAE del SPNF) que se presenta en el balance cambiario del BCRA (Banco Central de la República Argentina), por ser publicado con mayor frecuencia y de manera mensual, es ampliamente utilizada para estudiar la experiencia reciente.

Comolimitación, ambos métodos excluyen otras modalidades de fuga, como la subfacturación de exportaciones, sobrefacturación de importaciones y la manipulación de los precios de transferencia. Otros trabajos revelan la importancia de estas vías de salida para la Argentina (Basualdo y Kulfas, 2002; Gaggero et al., 2013; Grondona y Burgos, 2015).

3. Endeudamiento externo y fuga de capitales en la historia Argentina

El fenómeno de la fuga de divisas se expandió fuertemente a nivel global con la llegada del orden neoliberal y la *globalización financiera*. En Argentina, la fuga de divisas comenzó a evidenciarse como un fenómeno persistente a partir de la década del 1970, como contracara de los importantes flujos de deuda externa.

Durante el *patrón de valorización financiera* (1976-2001), la fuga de capitales resultó estrechamente vinculada al endeudamiento externo, por ser parte de un mismo proceso de valorización de la renta financiera, que consistía en la contracción de deuda externa con la finalidad de realizar colocaciones en activos financieros en el mercado interno y valorizarlos a partir de la existencia de un diferencial positivo entre la tasa de interés interna y la internacional, y posteriormente fugarlos al exterior. Durante este período, el endeudamiento externo no se orientó al financiamiento de inversión productiva o del capital de trabajo, sino que fue utilizado principalmente para financiar la fuga de capitales, como modo de obtención de una mayor renta financiera (Basualdo, 2013).

Desde esta perspectiva, la primera etapa de vinculación entre la fuga de capitales y el endeudamiento externo se inició con la dictadura cívico militar de 1976. A partir de allí, el régimen económico mutó de uno de industrialización sustitutiva de importaciones a otro centrado en la valorización financiera (Basualdo, 2011). Dos aspectos centrales de este régimen de acumulación fueron, por un lado, el desmantelamiento del aparato productivo y, por otro, la desregulación financiera. El Ministro de Economía Martínez Hoz adoptó un esquema ortodoxo basado en la visión monetarista del balance de pagos impulsado desde las economías centrales, que consistía en bajar la inflación a partir de una virtual fijación

del tipo de cambio en un contexto de devaluaciones pre-anunciadas, reducción de la oferta monetaria, endeudamiento externo y altas tasas de interés.

Otro aspecto clave de ese programa fue la reforma financiera de 1977. La nueva normativa eliminaba la participación del Estado en la determinación del destino de los depósitos⁶. Las principales medidas fueron la libre apertura de filiales de bancos extranjeros, la desregulación de las condiciones de captación de depósitos por entidades financieras privadas y la libre determinación de tasas de interés, entre otras (Cibils y Allami, 2008).

En este contexto, la deuda externa garantizaba la *bicicleta financiera* cuya renta era remitida al exterior (Díaz Alejandro, 1984). Entre 1975 y 1983 el promedio anual de fuga de capitales fue alrededor de USD 7.900 millones. La contracara de ello fue el incremento del endeudamiento externo, con un promedio anual de más de USD 9.500 millones.

A partir de 1982, la crisis mexicana interrumpió el flujo de endeudamiento para América Latina y, en consecuencia, se desaceleró el proceso de fuga de capitales en Argentina. Tras el fracaso del plan austral, entre 1987 y 1989, se profundizó la dinámica de salida de divisas, fugándose más de USD 9.000 millones solamente en tres años, lo cual, en un contexto de total sequía de dólares, culminó en una hiperinflación.

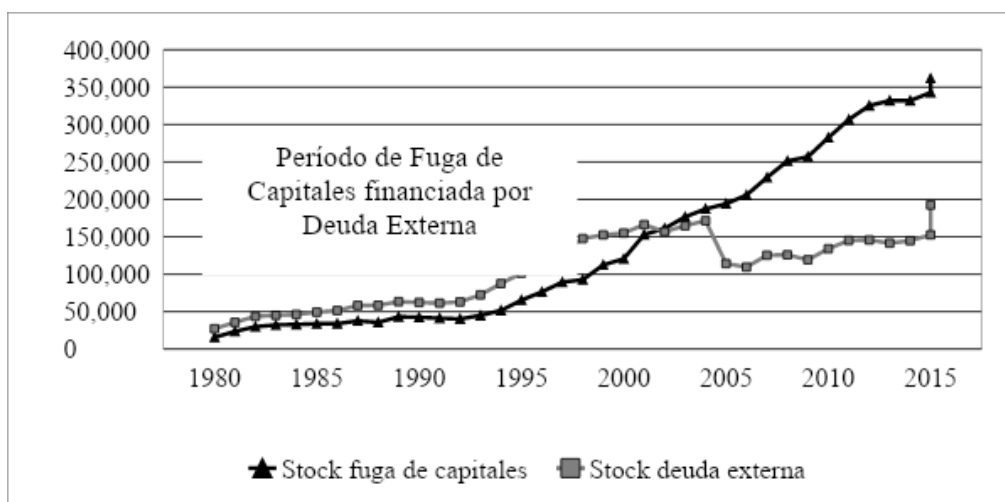
Luego, una tercera etapa de salida de divisas se inició en 1991 con la implementación del *plan de convertibilidad*, un régimen cambiario de paridad fija con respecto al dólar. Una de las características de esta etapa fue el volumen record de la fuga de capitales y la expansión del endeudamiento externo, sólo comparable con el período de la dictadura militar (Basualdo y Kulfas, 2002). Aquí se destacan dos períodos. Durante los primeros años de la década, se registró cierto desendeudamiento asociado a las privatizaciones y también la reducción de la fuga de capitales, ya que los principales grupos económicos locales participaron activamente del proceso de privatizaciones, en conjunto con operadores transnacionales y bancos de inversión. Luego, cuando este régimen comenzó a mostrar signos de agotamiento, se aceleró fuertemente la fuga de capitales. Entre otras cosas, numerosos empresarios locales vendieron las empresas nacionales a capitales extranjeros y fugaron los resultados

⁶Los marcos normativos fueron el Decreto-Ley 21.495 de descentralización de los depósitos del 17 de enero de 1977 y el Decreto-Ley 21.526 de entidades financieras del 14 de febrero de 1977.

obtenidos en esas ventas. El promedio anual de fuga de divisas desde 1990 hasta 2001 fue de USD 9.100 millones, contra un promedio de USD 8.600 millones de deuda externa.

Ante el agotamiento del modelo de valorización financiera, en el año 2002 comenzó a definirse un nuevo patrón de acumulación del capital, sustancialmente diferente al anterior (Basualdo, 2011). A partir de allí, se inició un proceso de desendeudamiento con los organismos internacionales y con los tenedores privados de títulos públicos, interrumpiendo aquel vínculo intrínseco entre la salida de divisas y el endeudamiento externo. Así, la fuga de divisas dejó de financiarse a través de préstamos del exterior, pasando a sustentarse en base al superávit de la balanza comercial. Así, en el Gráfico 1 se presenta la evolución del stock de capitales fugados y del endeudamiento externo en distintas etapas históricas del país. Allí puede apreciarse con claridad el estrecho vínculo que tuvo la dinámica de la fuga de capitales con el endeudamiento externo hasta el año 2002, la interrupción de dicha relación a partir de dicho año y a lo largo del período 2002-2015, cuando se llevó a cabo un importante proceso de desendeudamiento y la salida de divisas se nutrió esencialmente de los saldos positivos de la balanza comercial.

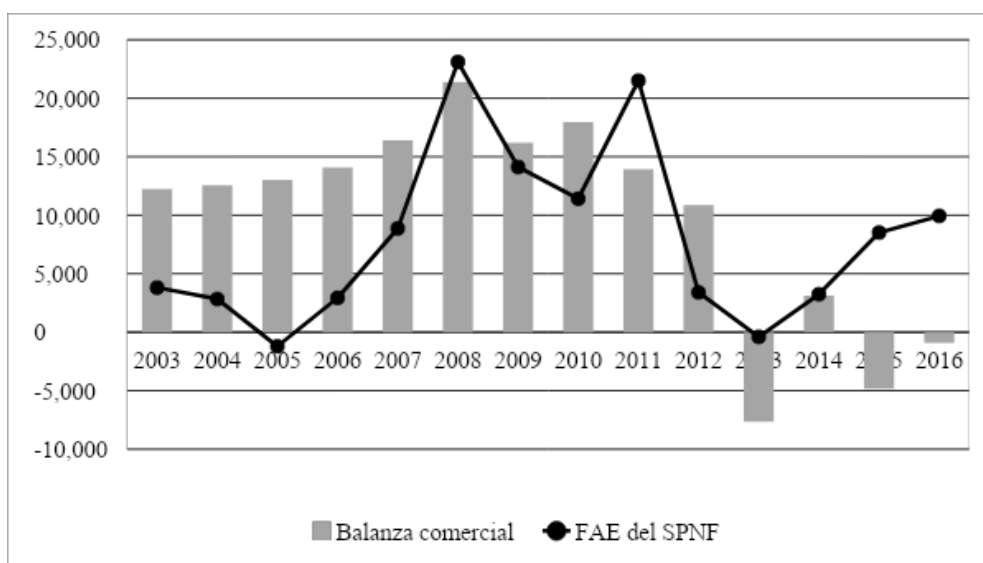
Gráfico 1: Argentina. Stock de deuda externa total vs. Stock de fuga de capitales desde 1980 hasta 2016. En millones de dólares corrientes.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de estimaciones propias con información de INDEC, BCRA y CEPAL, y estimación de método residual de Basualdo y Kulfas (2002).

Considerando la etapa reciente, en el Gráfico 2 puede observarse que durante el período 2003-2015 la fuga de capitales fue predominantemente financiada por el superávit de la balanza comercial, a excepción de los años 2008, 2011, 2013 y 2015, cuyos saldos comerciales no alcanzaron para soportar el gran volumen de salida, por lo que se vieron afectadas las reservas internacionales del BCRA. Por otra parte, para el año 2016, la balanza comercial continuó resultando negativa y la fuga de divisas comenzó a ser financiada por el endeudamiento externo, tal como sucedía en la década de 1990. Más adelante ahondaremos en este último período.

Gráfico 2: Argentina. Fuga de capitales vs. Saldo de la Balanza Comercial 2003-2016. En millones de dólares corrientes.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de estimaciones propias con información de BCRA.

4. Regulación y desregulación cambiaria: la experiencia argentina reciente

4.1. La regulación cambiaria en el periodo 2011-2015

En términos generales, la experiencia reciente de regulación cambiaria estuvo enfocada casi exclusivamente sobre la demanda y muy aisladamente sobre la oferta.

Los controles cambiarios se implementaron en un contexto de fuerte presión sobre el mercado de cambios. En los 4 meses que fueron desde julio a octubre de 2011 -cuando Cristina Kirchner logró ser reelecta-, se fueron, en concepto de Formación de Activos Externos (FAE), que es la estadística que registra la adquisición de moneda extranjera, un total de USD 11.420 millones, un monto equivalente a un 25% de las reservas del BCRA a esa fecha.

A partir de este momento se iniciaron un conjunto de medidas orientadas a administrar la demanda de dólares. Las principales medidas se resumen en el cuadro 2, a continuación.

Cuadro 2: Argentina. Principales medidas de control a la compra de dólares en el mercado de cambios.

Fecha	Medida
28 de octubre de 2011	Se implementa el requisito de autorización especial de AFIP para la compra de moneda extranjera sin un fin específico para individuos.
18 de noviembre 2011	Se prorroga la excepción de compra de moneda extranjera solo para aquellos que tengan créditos hipotecarios aprobados.
8 de febrero de 2012	Implementación de autorización informal del BCRA para comprar moneda extranjera por empresas para importaciones y remisión de utilidades. En junio-octubre de 2013 se reforzó el control.
26 de abril de 2012	Límite de hasta 15 días para la liquidación de moneda extranjera de exportaciones. Alcanza 800 posiciones arancelarias.
9 de mayo de 2012	Reducción del límite para la compra de moneda extranjera para individuos. Límite anunciado del 25% de los ingresos.
24 de mayo 2012	Se incluye un régimen especial para compra de moneda extranjera de agencias de turismo, que hasta el momento tenían libre acceso a la moneda extranjera al tipo de cambio oficial.
15 de junio 2012	Se elimina la opción <i>ahorro</i> dentro de las posibilidades de compra de moneda extranjera mediante el sistema web de la AFIP. Solo queda la opción <i>turismo</i> .
15 de agosto 2012	Límite para las operaciones de turismo, con plazo de 7 días de anticipación al viaje. Para países limítrofes solo se vende moneda local de destino.
31 de agosto 2012	Retención del 15% al valor de la moneda extranjera para pagos con tarjeta de débito o crédito en el exterior. Hasta el momento no tenía ningún cargo extra.
1 de noviembre de 2012	Prohibición de compra de moneda extranjera para operaciones inmobiliarias con crédito hipotecario aprobado.

18 de marzo 2013	Aumenta la retención impositiva para comprar moneda extranjera por viajes del 15% al 20%. Se extiende la medida a paquetes de viajes, pasajes y otros servicios.
23 de mayo de 2013	Límite a la extracción de moneda extranjera en países limítrofes hasta USD 50 mensuales por entidad, USD 800 mensuales y por entidad para el resto del mundo.
Junio-octubre 2013	Refuerzo de autorización informal del BCRA para adquisición de moneda extranjera por empresas para importaciones y remisión de utilidades.
1 de noviembre de 2013	Prohibición a bancos a dar préstamos en moneda local a empresas exportadoras. Deben tomar deuda en el exterior como mecanismo para aumentar la oferta de divisas.
3 de diciembre de 2013	Aumenta la retención impositiva para comprar moneda extranjera para viajes del 20% al 35%.
24 de enero de 2014	Se autoriza la compra de moneda extranjera para atesoramiento con una percepción del 20% que luego podrá ser deducida del impuesto a las ganancias y bienes personales mediante formulario por página web de la AFIP. Los montos máximos no fueron informados.
5 de septiembre de 2014	Se habilita la compra de moneda extranjera con una fórmula de hasta el 22% de los ingresos, con un límite de USD 2.000 por mes por contribuyente.
27 octubre de 2015	Mayor restricción de cupos a importadores y agencias de viaje para la compra de moneda extranjera.
20 de noviembre de 2015	Suspensión de operaciones de dólar futuro en ROFEX.

Fuente: Elaboración propia en base a información de BCRA, AFIP y FMI (2016).

El 28 de octubre de 2011 se implementó una autorización especial ante AFIP para todos aquellos individuos que deseaban comprar dólares sin una finalidad productiva específica, lo que dio inicio a la política de regulación a la compra de dólares.

El 8 de febrero de 2012 se implementaron regulaciones para la compra de dólares por parte de empresas para todo tipo de operaciones, las cuales debían contar con el aval del BCRA. Al mismo tiempo, se implementaron las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación (DJAI), que consistían en un control previo por parte de la Secretaría de Comercio para la habilitación (o no) de la importación de ciertos productos. Ambas medidas dieron inicio a la regulación efectiva sobre importadores.

El 15 de junio 2012 se eliminó la opción *ahorro* del formulario de AFIP, quedando totalmente inhabilitada la compra de dólares para FAE en el mercado oficial. El 1 de

noviembre de 2012 se prohibió la compra de dólares para operaciones inmobiliarias con créditos hipotecarios aprobados.

De allí en adelante, las regulaciones se alternarían entre regulaciones de AFIP y autorizaciones más o menos rigurosas por parte del BCRA.

El primer gran cambio sucede el 24 enero de 2014. Luego de una importante devaluación de la moneda, se estableció un sistema más flexible de acceso a la moneda extranjera para atesoramiento, con límites de compra de acuerdo al nivel de ingresos, abonando un impuesto adicional del 35%, que luego podía ser computado como percepción del impuesto a las ganancias. Esta medida fue la primera apertura del mercado de cambios para compradores minoristas. Esta flexibilización implicó la salida de USD 3.248 millones durante 2014 y USD 6.495 millones entre enero y noviembre de 2015.

Dichas compras fueron realizadas esencialmente por ahorristas minoristas que utilizaban el dólar como forma de preservar el poder adquisitivo de sus ahorros, en un contexto en el cual no existía un instrumento de ahorro lo suficientemente claro y difundido (plazo fijo indexado por CER, bonos dolarizados, etc.).

Para los grandes jugadores, el mercado de dólar oficial permaneció cerrado durante toda esta etapa. Estos debían recurrir a la ventanilla de dólar financiero (contado con liquidación) que se operaba en la bolsa y en el exterior. Vale destacar que éste era un mercado legal, cuyo tipo de cambio era mayor al del oficial y no existía límite para la adquisición de dólares. El precio lo fijaban libremente los operadores y el BCRA no intervenía allí directamente⁷.

Por el lado de la oferta de divisas, las medidas de regulación e intervención fueron muy pocas. El 26 de abril de 2012 se redujo el plazo para la liquidación de dólares de exportaciones hasta 15 días para más de 800 posiciones arancelarias. Luego de la devaluación en 2014 se observó más de cerca la posición de dólares máximos que podían tener en cartera los bancos.

⁷Aunque el gobierno sí intervenía de manera indirecta, mediante la ANSES, los bancos oficiales o regulaciones de la CNV, vendiendo títulos y otras posiciones en dólares como forma de operar sobre el “contado con liquidación”.

Aquellos que querían vender dólares a un precio mayor, lo hacían en un mercado en el cual el BCRA no participaba. Pero, uno de los principales problemas fue que el BCRA era el único dispuesto a vender dólares al precio oficial, respondiendo únicamente con reservas internacionales.

4.2. Periodo 2015-2016

Tras el cambio de gobierno, la nueva gestión eliminó todos los controles implementados desde 2011 e incluso más, como la eliminación del plazo máximo de liquidación de divisas que regía desde 2001 y el requerimiento de encaje mínimo no remunerado para los flujos de capitales de inversión en cartera desde el exterior que regía desde 2005.

Cuadro 3: Argentina. Eliminación de las medidas regulatorias sobre la compra de dólares y los flujos financieros desde el exterior.

Fecha	Medida
16 de diciembre 2015	Se eliminan todos los requisitos administrativos a la compra de moneda extranjera por individuos para un fin no especificado (FAE). Los requisitos son los previos a octubre de 2011. Se mantiene el tope de hasta USD 2 millones por mes por persona. Se elimina la percepción del 20% de impuesto a las ganancias y bienes personales a la compra de moneda extranjera sin un fin específico por individuos. Se elimina trámite web y retención de ganancias del 35% para la compra de moneda extranjera por turismo. Se elimina el requisito de encajes no remunerados del 30% por 365 días, implementados en 2005.
11 de enero 2016	Eliminación de los límites para extraer moneda extranjera en cajeros del exterior.
5 de mayo 2016	Se eleva el tope a la compra de moneda extranjera para un fin no especificado (FAE) de USD 2 millones a USD 5 millones. Se elimina la declaración jurada de percepción de divisas de exportadores.
11 de mayo 2016	Amplían a 365 días el ingreso de moneda extranjera para 97 nomenclaturas exportaciones, incluyendo granos y cereales.
17 de junio 2016	Trámite exprés para la devolución de la percepción de impuesto a las ganancias y bienes personales para aquellos que compraron moneda extranjera para atesoramiento.
8 de agosto 2016	Se elimina el techo máximo para la compra de moneda extranjera para cualquier fin.
30 de agosto 2016	Amplían a 1825 días corridos (5 años) el ingreso de moneda extranjera de exportaciones.
21 de enero de 2017	Amplían a 3650 días corridos (10 años) el ingreso de moneda extranjera de exportaciones de granos y sus derivados.

Fuente: Elaboración propia en base a información de BCRA, AFIP y FMI (2016).

A partir del 16 de diciembre de 2015 se eliminaron las regulaciones a la adquisición de moneda extranjera para atesoramiento y turismo. La unificación cambiaria se realizó con una devaluación del 40% del tipo de cambio oficial en el transcurso de unos pocos días, llevándolo hasta los niveles del tipo de cambio *financiero*.

En términos generales, la eliminación de los controles a la compra de dólares tenía tres objetivos. El primero de ellos era la unificación cambiaria. Desde la concepción ideológica del gobierno, la existencia de múltiples ventanillas para la compra de dólares generaba rentas sectoriales ineficientes que iban en perjuicio de la asignación de recursos que garantiza el libre mercado. El segundo era la eliminación de controles para la compra de dólares, cualquiera sea el fin. La administración del dólar oficial restringía la remisión de utilidades y dividendos, y la compra de dólares para importaciones de empresas que no exportaban incumplían con los planes de inversión, y de individuos, ya sea para ahorro o un fin no especificado (FAE). En tercer lugar, se encontraba el objetivo de facilitar el ingreso de flujos financieros desde el exterior. Estos capitales especulativos tienen como condición la valorización de corto plazo, de modo que ingresan velozmente siempre y cuando puedan retirarse rápidamente. Por ello, también se eliminó la obligatoriedad de encajes no remunerados de permanencia temporal.

Esta desregulación total del mercado de cambios no tuvo un correlato en la disminución de la fuga de divisas, sino todo lo contrario. Como se verá en la siguiente sección, la fuga de capitales se incrementó significativamente durante el último año.

4.3. ¿Hacia un nuevo ciclo de fuga de capitales y endeudamiento?

La principal característica luego del levantamiento de los controles cambiarios fue la aceleración y la persistencia de la fuga de capitales.

En el gráfico 3 se presenta un detalle mensual de la Formación de Activos Externos (FAE) neta del Sector Privado No Financiero (SPNF) que publica el balance cambiario del BCRA.

Luego del levantamiento de los controles, desde diciembre de 2015 hasta abril de 2017 la FAE-SPNF fue de USD 17.658 millones⁸. Si no se incluyesen los ingresos extraordinarios del mes de diciembre por el blanqueo de capitales, el monto sería, en solamente un año y 5 meses, de USD 21.750 millones.⁹

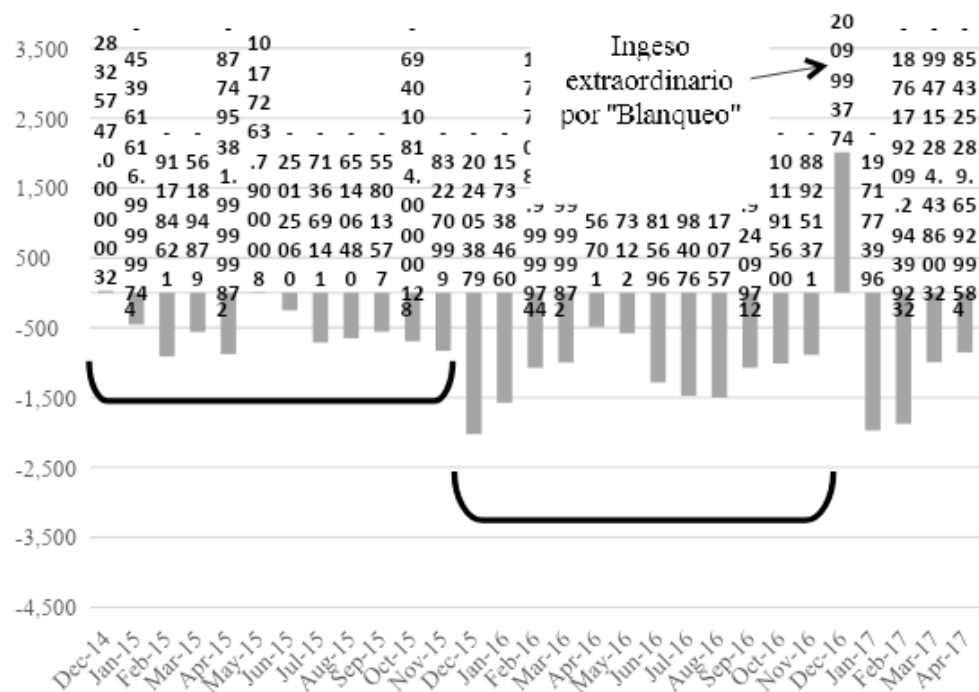
Para realizar una comparación contra un período de 12 meses durante la etapa de restricciones cambiarias, entre diciembre de 2014 y noviembre de 2015 la FAE fue de USD 6.466 millones, mientras que, entre diciembre de 2015 y noviembre de 2016, fue de USD 13.971 millones, más del doble.

Es decir que, tras el levantamiento de las restricciones cambiarias, la FAE neta se duplicó. Y lejos de ser un fenómeno producido por una demanda reprimida luego de un periodo de fuertes regulaciones, la salida de dólares continuó.

Gráfico 3: Argentina. Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero. Con y sin controles de cambios. Diciembre de 2014 – abril de 2017. En millones de dólares corrientes.

⁸ Siete días hábiles del mes de diciembre corresponden al gobierno anterior, durante los cuales el mercado único y libre de cambios operó con restricciones. Por lo tanto, para mayor exactitud, del monto expuesto debería descontarse el equivalente a USD 250 millones, aunque, por ser un monto de tan escasa significación, no se ha hecho tal distinción.

⁹ La Ley N° 27.260 (julio de 2016) incluye un régimen de blanqueo de capitales bajo el título *Régimen de Sinceramiento Fiscal*. Según el informe cambiario de diciembre de 2016 del BCRA, el monto ingresado desde el exterior para el pago del impuesto que estableció dicho régimen fue el equivalente a USD 4.092 millones (p. 15).



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCRA.

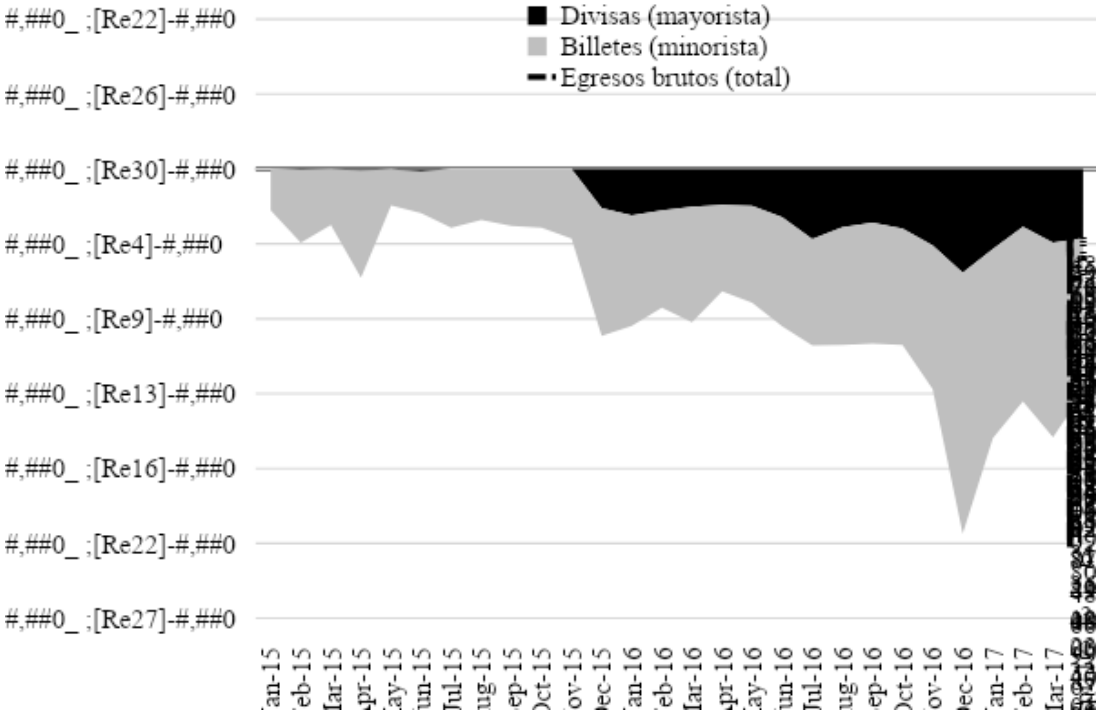
En cuanto al tipo de actores que participan en la FAE, al desagregar los compradores de dólares según el tipo de operación, se observa la vuelta al mercado de los *grandes jugadores*. En la actualidad, la compra de *dólares billetes* es realizada por alrededor de 703 mil personas, que acumulan un 45% del volumen total de compras en operaciones por menos de USD 10.000. Es decir, son compradores minoristas, que aunque movilizan un volumen significativo de la compra de dólares, utilizan la dolarización como forma de ahorro. Por mes, estas salidas netas son alrededor de USD 1.000 millones.

Por otro lado, se encuentran los que realizan transferencias brutas al exterior. Estos son alrededor de 950 clientes, que en un 82% operan volúmenes de compra de divisas mayores a los USD 2 millones por operación.

Como se observa en el Gráfico 4, hasta el año pasado, la existencia de controles virtualmente excluía a estos actores del mercado de dólares oficial (área oscura).

Desde el levantamiento de los controles cambiarios, los volúmenes operados por los “grandes jugadores” alcanzan salidas brutas por más de USD 7.530 millones. En términos netos, los montos enviados al exterior superaron los USD 2.900 millones.

Gráfico 4: Argentina. Compradores de dólares según tipo de operación en billetes y divisas. Enero de 2015- abril de 2017. En millones de dólares corrientes.



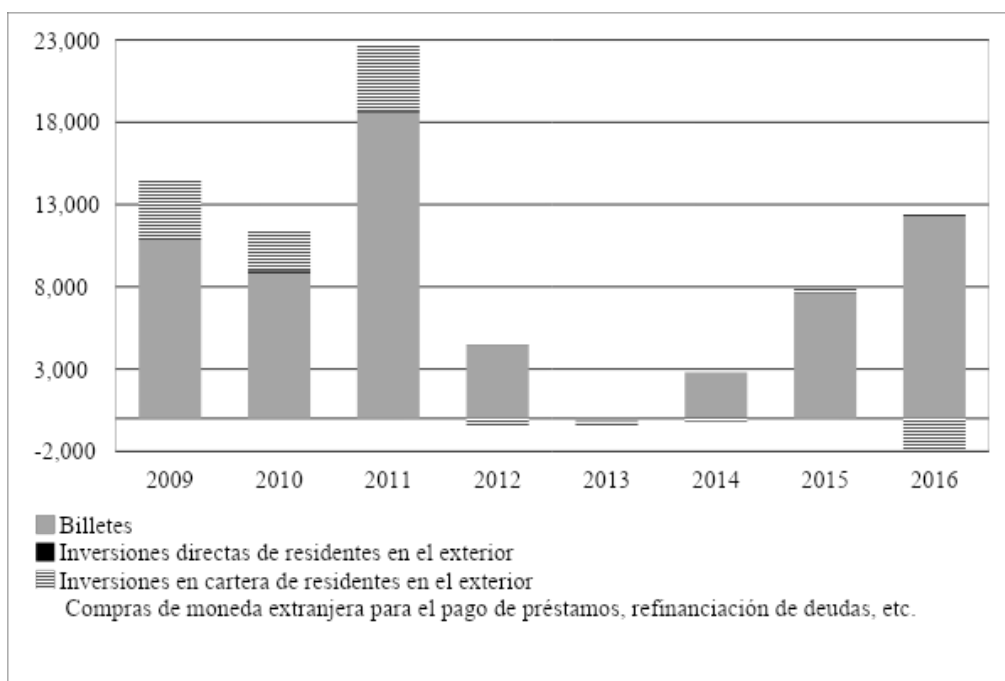
Fuente: Elaboración propia en base a información del BCRA.

Adicionalmente, al analizar los componentes de la fuga de capitales observamos que los tenedores de activos externos privilegian aquellos activos de alta liquidez y bajo riesgo, por encima de las inversiones de más largo plazo. Es decir, al momento de fugar, los individuos prefieren hacerlo en activos líquidos, típicamente dólares billetes y otros instrumentos financieros equivalentes.

En el Gráfico 5 se presenta la composición de la FAE, la cual muestra que predomina la compra de billetes (efectivo), por encima de los restantes elementos. A su vez, los activos de mayor liquidez en conjunto, *billetes* sumados a *otras inversiones* (acciones, títulos

públicos, obligaciones negociables, etc.), prácticamente reflejan la totalidad de los activos externos de residentes locales, resultando prácticamente insignificante la compra de moneda extranjera para inversión directa (participaciones accionarias superiores al 10% e inversiones inmobiliarias).

Gráfico 5: Argentina. Composición de la Formación de Activos Externos del BCRA 2009-2016. En millones de dólares corrientes.¹⁰



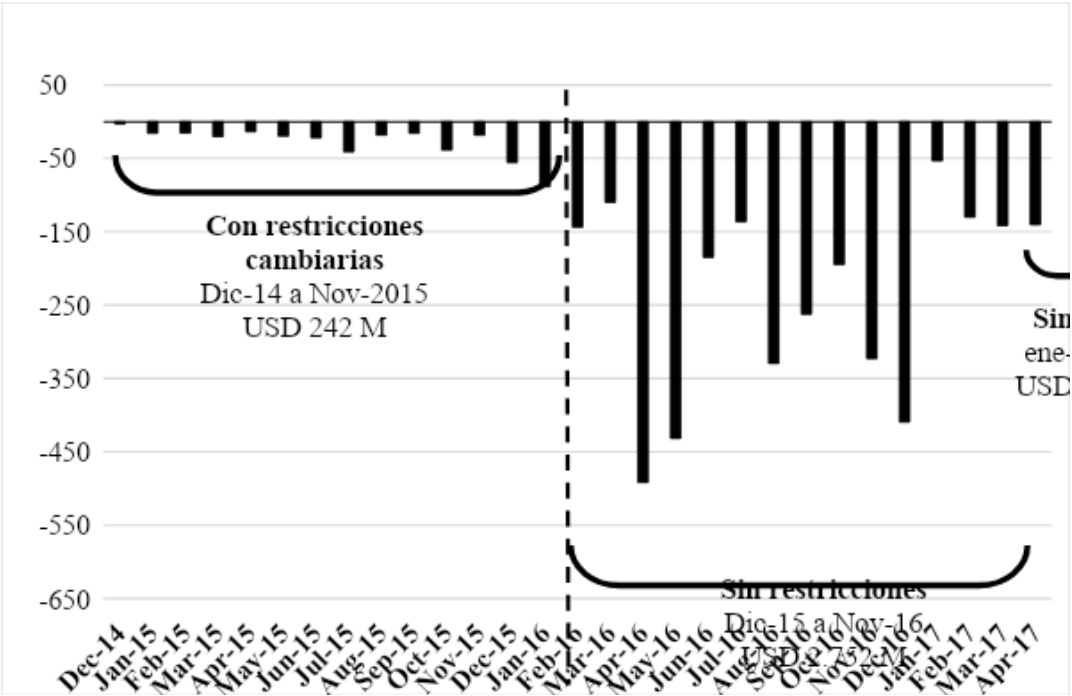
Fuente: Elaboración propia en base a información del BCRA.

Sumado a ello, la salida de divisas neta en concepto de remisión de utilidades y dividendos al exterior representó USD 2.752 millones entre diciembre de 2015 y noviembre de 2016, en contraste con USD 242 millones registrados entre diciembre de 2014 y noviembre de 2015, registrando un incremento interanual del 1037% (ver gráfico 6). El promedio mensual de salida por estos conceptos entre enero y noviembre de 2015 fue de USD 22 millones mientras que entre diciembre de 2015 y abril de 2017 fue de USD 213 millones.

¹⁰ En 2016, inversiones en cartera de residentes en el exterior (compra neta de divisas) incluye el efecto de la exteriorización de capitales.

Para los primeros meses de 2017 esta tendencia continuó y en el periodo de enero a abril de 2017 se remitieron al exterior USD 466 millones.

Gráfico 6: Argentina. Remisión de utilidades, dividendos y otras rentas en 2015 – abril de 2017. En millones de dólares corrientes.



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCRA.

Este relevante cúmulo de divisas que drenó hacia el exterior durante el primer año de gobierno tuvo como contrapartida un sustancial flujo de endeudamiento externo que permitió obtener las divisas para financiar estas salidas. La llave de acceso a los mercados internacionales en busca de crédito externo fue el pago a los “fondos buitres” (*holdouts*).

Durante el 2016, el gobierno nacional tomó deuda externa por USD 25.118 millones, de los cuales USD 12.119 millones fueron directamente destinados al pago de la sentencia a favor de los *holdouts*. Por su parte las provincias y el sector privado emitieron deuda por USD

12.643 millones. Este proceso continuó en 2017; en los primeros tres meses de 2017 se emitió un total de USD 15.747 millones.

Cuadro 4: Argentina. Emisión de deuda externa Estado Nacional, Provincias y Empresas. 2015-2017. En millones de dólares corrientes.

Año	Provincias y Empresas	Estado Nacional		E. Nacional Total	Deuda total
		Pago "Fondos buitres"	Resto		
2015	2.576,59		-3.982,83	-3.982,83	-1.482,89
2016	12.643,69	12.118,54	12.999,56	25.118,10	38.268,43
2017*	4.301,28		11.389,30	11.389,30	15.747,22

*Primeros 3 meses de 2017

Fuente: Elaboración propia en base a información del BCRA.

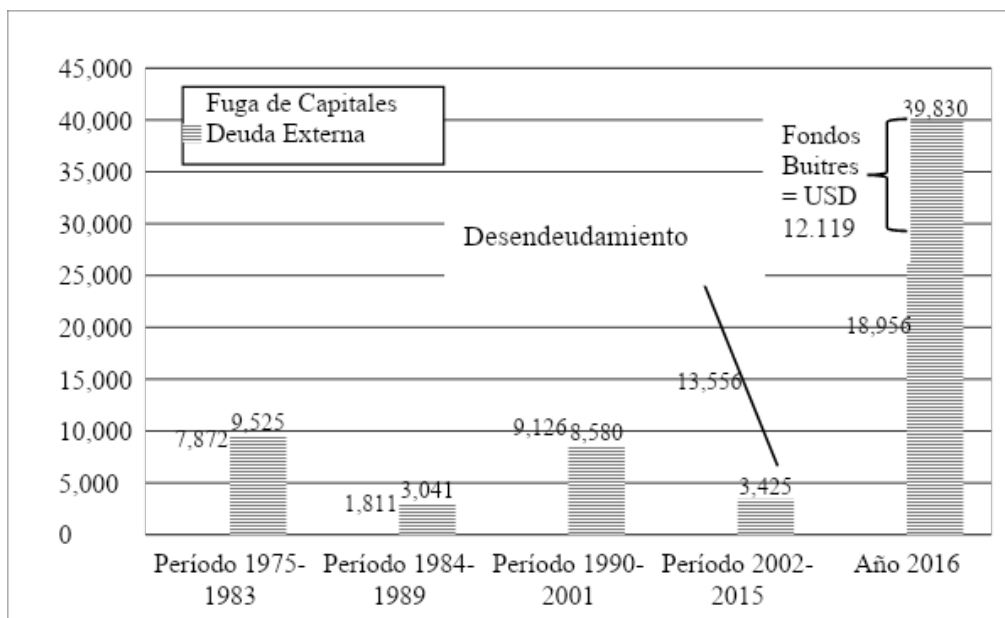
Sin embargo, esto no es un aspecto novedoso en el funcionamiento de la economía Argentina. Como se presenta en el gráfico 7, se registra una estrecha relación entre los flujos de deuda externa y la fuga de capitales durante distintas etapas de la historia argentina. En este caso, la estimación de fuga de capitales se realizó mediante el método residual.

Como se observa, ambas variables tienen una expansión muy similar a lo largo de los distintos ciclos económicos y políticos desde la década de 1970, con excepción del período 2002-2015, donde se registró un significativo desendeudamiento externo. Durante el año 2016, se advierte un retorno al circuito de endeudamiento externo y fuga de capitales, mediante el cual la salida de divisas ha vuelto a ser financiada a partir de préstamos del exterior.

Más en detalle, según puede estimarse mediante el método residual del balance de pagos, para el 2016, el flujo de fuga de capitales alcanzó los USD 18.956 millones. Como contrapartida, para el mismo período, se registró un relevante ingreso de divisas por deuda externa por USD 39.830 millones.

Este fenómeno va en línea con la literatura que explica una relación de bi-causalidad entre el endeudamiento y la fuga de capitales (Boyce, 1992; Demir, 2004).

Gráfico 7: Argentina. Promedios Anuales de Fuga de Capitales y Deuda Externa Total, desde 1975 hasta 2016. En millones de dólares corrientes.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de estimaciones propias con información de INDEC, BCRA y CEPAL, y estimación de método residual de Basualdo y Kulfas (2002).

5. Conclusiones

Durante el último año se ha registrado un proceso de creciente desregulación cambiaria. Contrario a lo anunciado por la visión ortodoxa, luego de la liberalización de los controles cambiarios y de capital se registró una indiscriminada salida de divisas. Según da cuenta la medición de FAE del balance cambiario del BCRA que registra la compra de moneda extranjera por el sector privado, en el primer año sin controles cambiarios, el monto fugado se duplicó.

Considerando los 12 meses anteriores al levantamiento de los controles, diciembre de 2014 a noviembre de 2015, contra un periodo equivalente posterior, diciembre de 2015 a noviembre de 2016, la fuga de capitales pasó de USD 6.466 millones a USD 13.971 millones. Lejos de revertir su ritmo producto de una demanda reprimida tras los controles, en los primeros 4 meses de 2017 este fenómeno se agudizó, registrando en tan solo un cuatrimestre un total de USD 5.650 millones, casi equivalente a lo registrado entre enero y noviembre de 2015 (un 87%).

La contrapartida de ello fue un descomunal endeudamiento externo que garantizó la oferta de divisas. En el año 2016, el Estado Nacional, las provincias y los privados emitieron un total de deuda por USD 26.150 millones, neta del pago a los *holdouts*. Esto respalda la perspectiva que entiende a la fuga de capitales como un componente estructural, puesto que la desregulación cambiaria no revirtió la salida de divisas, sino que la aceleró, lo cual fue posible debido a la expansión de la oferta de moneda extranjera originada en el endeudamiento externo.

Otras etapas de la historia argentina y experiencias de otros países en desarrollo demuestran que este circuito de fuga de capitales basado en endeudamiento es un circuito de acumulación financiera de corto plazo, que expone a la economía nacional a una mayor vulnerabilidad externa. Durante las etapas de ingreso de fondos, cuando el endeudamiento externo está disponible, la economía se expande y la percepción del riesgo doméstico disminuye. Sin embargo, en cuanto la situación local o internacional se modifica de manera adversa, está latente el riesgo de una crisis financiera, cambiaria y de deuda.

Por ello, resulta imprescindible un análisis compatible con el proceso histórico argentino, que ponga en discusión las herramientas de política económica necesarias para gestionar la fuga de capitales como componente ineludible de la “restricción externa” y de la problemática del desarrollo.

Referencias

Agénor, P. R. (2003), "Benefits and costs of international financial integration: theory and facts." *The World Economy*, 26(8), 1089-1118.

Alesina, A., Tabellini, G., y Franco, Ó. (1989), "Deuda externa, fuga de capitales y riesgo político." *Estudios Económicos*, 237-260.

Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., y Volosovych, V. (2008), "Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation." *The Review of Economics and Statistics*, 90(2), 347-368.

Baba, C., y Kokenyne, A. (2011), "Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000's." *International Monetary Fund* (No. 11/281).

Banco Mundial (2013) "Capital for the Future: Saving and Investment in an Interdependent World". *World Bank Publications*.

Basualdo E. M. (2011), *Sistema político y modelo de acumulación: tres ensayos sobre la Argentina actual*. 1 ed.- Buenos Aires. Atuel, 2011.

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

Basualdo, E., M. (2013), *Estudios de Historia Económica Argentina: Desde mediados del siglo XX a la actualidad*. 2ª edición, 1ª reimposición. Buenos Aires. Siglo Veintiuno Editores.

Boyce, J. K. (1992), "The revolving door? External debt and capital flight: A Philippine case study." *World Development*, 20(3), 335-349.

Bastourre, D., y Zeolla, N. (2016), ¿ Hacia un nuevo ciclo de fragilidad financiera?. *Entrelíneas de la Política Económica*, 9.

Cibils, A., y Allami, C. (2008), "Desde la reforma de 1977 hasta la actualidad". *Realidad Económica*, 249, IADE, 1ro de Enero/15 de Febrero de 2010.

Cuddington, J., T. (1986), “Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanations.” *Princeton Studies on International Finance*.ISSN 0081-8070, No. 58, Diciembre de 1986.

Demir, F. (2004),“A failure story: Politics and Financial Liberalization in Turkey, Revisiting the Revolving Door Hypothesis.” *WorldDevelopment* Vol. 32, No. 5, pp. 851-869. 2004, Elsevier Ltd.

Diamand, M.(1972),“La Estructura Productiva Desequilibrada Argentina y el Tipo de Cambio.” *Desarrollo Económico*, Vol. 12 N° 45. 1972.

Díaz Alejandro C., F. (1984), “Good-bye financial repression, hello financial crash” Working paper 24. Kellogg Institute.Agosto de 1984.

Fernández, A., Klein, M. W., Rebucci, A. S., y Uribe, M. (2015),“Capital control measures: A new dataset” (No. w20970). *National Bureau of Economic Research*.

FMI (2016), “Argentina: 2016 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Argentina”November 2016. Washington, DC. IMF. Recuperado de:<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=44386.0>

Forbes, K. J. (2007),The microeconomic evidence on capital controls: no free lunch. In *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*(pp. 171-202). University of Chicago Press.

Gaggero, J. Rúa, M. y Gaggero, A. (2013),“Fuga de Capitales III. Argentina (2002-2012). Magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes.” *CEFID-AR*. Documento de Trabajo N° 52. Buenos Aires, Diciembre de 2013.

Gaggero, J.,Kupelian, R. y Zelada, M., A. (2010),“La Fuga de Capitales II. Argentina en el escenario global (2002-2009).” *CEFID-AR*. Documento de Trabajo N° 29. Buenos Aires, Julio de 2010.

Grondona, V. y Burgos, M.(2015), “Fuga de Capitales VI. Argentina 2015. Estimación De Los Precios De Transferencia. El Caso Del Complejo Sojero.” Con la coordinación de Jorge Gaggero. *CEFID-AR*. Documento de Trabajo N° 71, Julio de 2015.

Khan, M., S. y Haque, N., U. (1985), "Foreign Borrowing and Capital Flight: A Formal Analysis (Emprunte extérieure et évaseion de capitaux: analyse mathématique)". *Staff Papers* (International Monetary Fund) Vol. 32, No. 4, pp. 606-628. Diciembre de 1985.

Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., y Wei, S. J. (2009), "Financial globalization: a reappraisal." *IMF Staff Papers*, 56(1), 8-62.

Kulfas, M. (2007), *Internalización financiera y fuga de capitales en América Latina: Argentina, Brasil, Chile y México en los años '90*. - 1a edición - Buenos Aires: FLACSO. Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, 2007.

Manzanelli, P. y Basualdo, E. (2016), "Régimen de acumulación durante el ciclo de gobiernos kirchneristas." *Revista Realidad Económica*, Nro304, 6-40.

Manzanelli, P., Barrera, M., Wainer, A. y Bona, L. (2015), "Deuda externa, fuga de capitales y restricción externa. Desde la última dictadura militar hasta la actualidad." Coordinado por Eduardo Basualdo. Documento de Trabajo N° 68. *CEFID-AR*, Abril de 2015.

McKinnon, R., I. (1973), "Money and capital in economic development", Brookings Institution Press.

Nemiña, P. y Gaggero, A. (2016), "La vivienda como inversión: el origen de la dolarización del mercado inmobiliario durante la última dictadura cívico-militar." En Levy, G. (coord.). *De militares y empresarios a políticos y ceos: reflexiones a 40 años del golpe* (pp. 175-193). Buenos Aires: Gorla.

Noland, M. (2007), "South Korea's experience with international capital flows." En S. Edwards, *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences* (págs. 481-528). Chicago: University of Chicago Press.

Reinhart, C. M., y Rogoff, K. (2009), "This time is different: eight centuries of financial folly." *Princeton university press*.

Rodrik, D. (1998), "Who needs capital-account convertibility?" *Essays in international finance*, 55-65.

Rodrik, D., y Subramanian, A. (2009), “Why did financial globalization disappoint?.” *IMF staff papers*, 56(1), 112-138.

Rojas-Suarez, L. (1990), “Risk and Capital Flight in Developing Countries.” Unpublished mescript of the International Monetary Fund. Research Department. Aprobado por Donald J. Mathieson. Julio de 1990.

Rua, M. (2017), *Fuga de capitales IX: el rol de los bancos internacionales y el caso HSBC*. ISBN 978-987-46330-5-7, ediciones Z/Fundación SES, Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Schneider, B. (2003), “Measuring Capital Flight: Estimates and Interpretations”. Working Paper 194, *Overseas Development Institute*, London.

Shaw, E. (1973), “Financial Deepening in Economic Development”, Oxford University Press, New York.