

Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019

"Todos hemos visto impávidos cómo los dólares que deberían haber financiado el desarrollo productivo acabaron fugándose del sistema financiero, llevándose los recursos y dejándonos la carga de la deuda. Esas prácticas son absolutamente reñidas con cualquier idea de progreso. Es la especulación más dañina que puede enfrentar una sociedad: endeudarse solo para el beneficio de los especuladores y del prestamista.

Debemos saber lo que pasó, quiénes permitieron que ello suceda y quiénes se beneficiaron con esas prácticas. Necesitamos no hacernos los distraídos ante lo ocurrido, porque el riesgo que acarrea tal distracción es la concreción de un daño inmenso que deberían sopor tar varias generaciones de argentinos.

Nunca más a un endeudamiento insostenible.

Nunca más a decisiones que se toman con ínfulas tecnocráticas de la noche a la mañana, y de espaldas al pueblo.

Nunca más a la puerta giratoria de dólares que ingresan por el endeudamiento y se fogan dejando tierra arrasada a su paso."

Alberto Fernández | **Presidente de la Nación**
Apertura de Sesiones Ordinarias del Congreso de la Nación
1º de marzo de 2020

Contenidos

Pág. 4 | Resumen ejecutivo

Pág. 6 | Introducción

Pág. 8 | 1. Las crisis de deuda externa en perspectiva

Pág. 10 | 2. Los pilares del sobreendeudamiento externo

Pág. 16 | 3. El ciclo de endeudamiento y la fuga de capitales

Pág. 29 | 4. Consideraciones finales

Pág. 30 | 5. Bibliografía

Pág. 31 | 6. Anexos

Resumen ejecutivo

- A finales de 2015 se puso en marcha un profundo cambio de paradigma en el enfoque de la política cambiaria, monetaria y de endeudamiento tendientes a una desregulación de los mercados. Al igual que en anteriores experiencias de extrema liberalización, las medidas resultaron el punto de partida de una grave crisis que afectó a la economía argentina.
- Durante la fase de ingreso de capitales comprendida entre diciembre de 2015 y principios de 2018, **aproximadamente 8 de cada 10 dólares que ingresaron al país desde el exterior tenían su origen en colocaciones de deuda y capitales especulativos**. El ingreso de divisas por deuda pública, privada e inversiones especulativas de portafolio sumó USD 100.000 millones en el período. En 2018, a partir del cierre de los mercados voluntarios de crédito, se inició una fuerte reversión en los flujos de capitales, ante lo cual las autoridades decidieron recurrir al **Fondo Monetario Internacional (FMI)**, que desembolsó un préstamo record de **USD 44.500 millones**.
- A lo largo de todo el período, la **formación de activos externos (FAE) de los residentes (coloquialmente llamada “fuga de capitales”)** se triplicó, superando los **USD 86.000 millones**. Aún durante la primera fase de auge e ingreso de capitales, la formación de activos externos de los residentes alcanzó los USD 41.100 millones. En la etapa de aceleración de salida de capitales, a partir de mayo de 2018, la FAE alcanzó los USD 45.100 millones.
- La fuga de capitales presenta en el período una notable concentración en unos pocos actores económicos. Un reducido grupo de 100 agentes realizó compras netas por USD 24.679 millones. Por su parte, la FAE de los 10 principales compradores explica USD 7.945 millones.
- Al diferenciar entre personas humanas y personas jurídicas, se observa que apenas el 1% de las empresas que realizaron compras netas, adquirió USD 41.124 millones en concepto de formación de activos externos. En el caso de las personas humanas, tan sólo el 1% de los compradores acumuló USD 16.200 millones en compras netas durante el período.
- Tras una severa crisis cambiaria, la aplicación del control de cambios a fines de octubre de 2019 resultó una herramienta efectiva para mitigar la “fuga de capitales” en un contexto de extrema volatilidad macroeconómica.
- En una economía que históricamente encuentra en la restricción externa (esto es, la insuficiencia crónica de divisas) uno de los principales límites al desarrollo, los más de USD 86 mil millones

que se fugaron en concepto de formación de activos externos tienen su equivalencia en términos de menor crecimiento e inversión, mayor desempleo y deterioro en la distribución del ingreso.

- El dramático proceso de ajuste desencadenado en el contexto de desregulación, permite observar que los niveles de tipo de cambio requeridos para equilibrar la demanda para ahorro en un entorno de liberalización extrema son a todas luces insostenible política y socialmente. Los controles sobre la cuenta capital y financiera del balance de pagos son por lo tanto una condición necesaria no sólo para la recuperación económica del país, sino también en el marco de una estrategia integral de desarrollo.

Introducción

El origen de la grave situación económica y social que enfrenta Argentina desde principios de 2018 se remonta a la adopción de un conjunto de políticas económicas que, desde diciembre de 2015, crearon las condiciones para la irrupción de un nuevo episodio de crisis por sobreendeudamiento externo.

Lejos de ser una novedad, las crisis de deuda son para Argentina un fenómeno conocido y largamente estudiado. De forma reincidente, se ensayaron en nuestro país programas de liberalización y endeudamiento, alcanzando siempre los mismos resultados: severas crisis económicas que afectan negativamente las condiciones de vida de la población, al tiempo que reducen los márgenes de soberanía política y los grados de independencia para la decisión económica.

La crisis actual no es la excepción y sus dramáticas consecuencias resultan hoy palpables. El modelo económico que se gestó desde diciembre de 2015 alimentó, como no podía ser de otra manera, un ciclo de endeudamiento que condujo a una severa crisis de balance de pagos, devolución del peso, aceleración inflacionaria, recesión y desempleo creciente.

Argentina concluyó el año 2019 con una de las fases contractivas más prolongadas de su historia, una tasa de inflación que marcó el nivel más alto de los últimos 28 años, registros record de desempleo en 13 años y niveles de pobreza que alcanzaban a más del 35% de la población.

Lejos de las auspiciosas promesas, la deuda externa no trajo consigo el desarrollo de nuevas y mejores capacidades productivas que favorecieran el crecimiento y desarrollo del país. Por el contrario, se convirtió en una gravosa carga a todas luces desproporcionada. En 2019, el peso de la deuda pública alcanzó una incidencia del 90% del PBI y sus intereses comprometieron más del 20% de los recursos tributarios. La deuda denominada en moneda extranjera representa 5,6 veces el valor de las reservas internacionales en poder del BCRA y 3,8 veces el monto de las exportaciones anuales de bienes.

La contracara de esta fenomenal deuda, fue una abultada fuga de capitales cuyos beneficiarios constituyen un reducido grupo de empresas y personas que aprovecharon las ventajas transitarias de un modelo que ofrecía importantes rendimientos financieros. En el período comprendido entre diciembre de 2015 y octubre de 2019, la fuga de capitales superó los USD 86.000 millones. Apenas el 1% de las empresas explica las tres cuartas partes de la formación de activos externos realizada por personas jurídicas. De igual forma, tan sólo el 1% de las personas humanas, dieron cuenta del 22% de la fuga de capitales realizada por los individuos.

En este contexto, la Presidencia de la Nación solicitó a este Banco Central la confección de un informe pormenorizado de lo ocurrido en materia de regulación, acceso y funcionamiento del mercado de cambios en el período comprendido entre diciembre de 2015 y diciembre de 2019.

Dados sus recursos estadísticos, el BCRA se encuentra en una posición privilegiada para exponer y analizar algunos de los procesos económicos y financieros que desembocaron en la crisis que hoy en día afecta al país.

Poner en evidencia los perniciosos efectos generados por un conjunto de decisiones de política económica que desataron una nueva crisis cambiaria, financiera y monetaria resulta una tarea fundamental en vistas de cumplir con el mandato establecido por la Carta Orgánica del BCRA, de promover la estabilidad monetaria y financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.

En la **Primera Sección** de este trabajo se ofrece un breve repaso de la literatura especializada que da cuenta de la historia y dinámica de las crisis de deuda externa en América Latina.

A continuación, en la **Segunda Sección** se presentan los mecanismos sobre los cuales se erigió el proceso de endeudamiento y fuga de capitales que desencadenó la actual crisis de deuda.

Finalmente, en la **Tercera Sección** se reflejan las principales conclusiones del análisis estadístico sobre las operaciones realizadas en el mercado de cambios en el período bajo estudio.

Tenemos la esperanza de que este informe pueda constituir una base para inhibir por siempre la aplicación de políticas tan gravosas que cada tanto regresan como una pesadilla. Como expresó el Presidente de la Nación en su mensaje de inauguración de las sesiones del Congreso de la Nación, así como un país se unió para desterrar el terror y la muerte, también digamos NUNCA MÁS a las políticas que instauran pobreza y dolor entre los argentinos.

1. Las crisis de deuda externa

Las crisis por sobreendeudamiento externo de América Latina han sido largamente estudiadas por la literatura académica (French-Davis; 2001; Frenkel; 2003; Ocampo; 2014). Distintas aproximaciones permiten identificar una serie de rasgos comunes tanto en las políticas económicas que dan lugar a su surgimiento, como en las dinámicas y ciclos que las caracterizan.

Como regla general se observa que dichos episodios de crisis se encuentran antecedidos por un conjunto de reformas económicas que facilitan el ingreso de capitales y el endeudamiento, desatando un ciclo de alivio transitorio sobre la restricción externa al crecimiento que afecta a las economías en desarrollo. Con la reversión de los flujos de capitales, las circunstancias económicas tienden a deteriorarse, dejando tras de sí situaciones mucho peores que las iniciales (Diamond; 1973, 1985).

Las políticas que dan lugar a los ciclos de endeudamiento suelen estilizarse en tres grandes grupos: (i) la desregulación y apertura de la cuenta capital y financiera del balance de pagos; (ii) la adopción de regímenes cambiarios y monetarios enfocados en la reducción de la inflación que tienden a incrementar el atractivo de los rendimientos financieros de los activos locales; (iii) políticas activas de endeudamiento externo (ya sea públicas como privadas) que abastecen de divisas a la economía para el funcionamiento del modelo (Canitrot; 1982, Frenkel; 2014, Manzanelli y col. 2015).

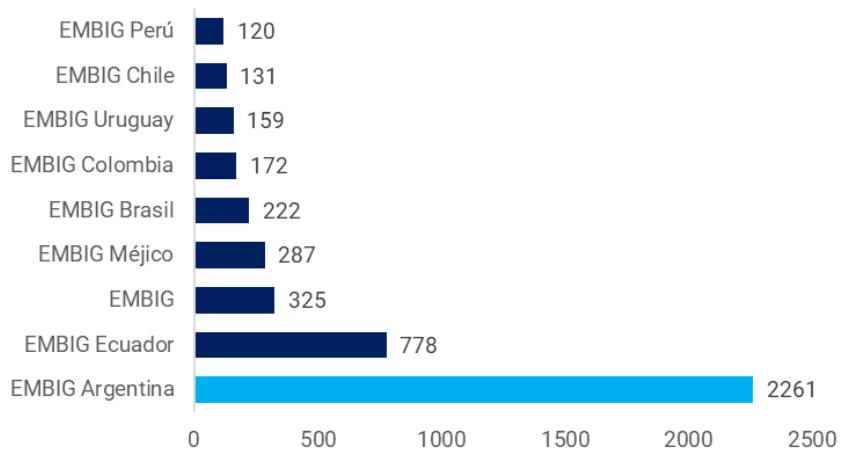
Dicha combinación de políticas desata una dinámica de ciclo cuya primera fase se caracteriza por el ingreso de capitales y la expansión económica, una segunda etapa de retracción económica y aumento en la vulnerabilidad externa, y una fase terminal en la que se desencadena una crisis de balance de pagos. Estos ciclos, que eran usuales dentro de la dinámica pendular que caracterizó el funcionamiento de la economía argentina durante los años de la industrialización sustitutiva, tendieron a profundizarse con la irrupción de la globalización financiera a mediados de la década de 1970 (Canitrot; 1981, Damill, Frenkel y Rapetti; 2005).

De esta manera, la apertura financiera y el diferencial de rendimientos generado por la política monetaria y cambiaria auspicia el ingreso de capitales que abastecen las necesidades de divisas de la economía, generando tendencias a la apreciación cambiaria y a un auge de los negocios financieros y actividades no transables. Con el paso del tiempo, las necesidades de financiamiento externo aumentan, tanto por la vía de las mayores importaciones de bienes y servicios, como por la creciente carga de intereses, utilidades y dividendos y la formación de activos externos. En este contexto, se incrementa la percepción de riesgo y vulnerabilidad externa de la economía, elevando la prima de riesgo de la deuda y reduciendo el plazo de las nuevas colocaciones. La ruptura del ciclo puede ocurrir o bien de forma gradual, o bien de forma abrupta a partir del cambio en las condiciones financieras internacionales. La interrupción del financiamiento externo acelera la salida de capitales y la pérdida de reservas internacionales hasta desencadenar una crisis de balance de pagos. El ajuste ocurre de forma brusca con maxidevaluaciones que impactan sobre la dinámica de los precios, la distribución del ingreso, el crecimiento económico y el desempleo. Al finalizar el ciclo, la economía se encuentra afectada no sólo por la crisis económica, sino también condicionada por la carga de una deuda externa insostenible.

El patrón de funcionamiento anteriormente descripto caracterizó a una serie de episodios de crisis macroeconómicas que afectaron a la mayoría de las economías de América Latina a principios de los años ochenta del siglo XX y entre finales y principios del siglo XXI (Ocampo; 2014).

Los sucesos económicos observados en Argentina desde diciembre de 2015 responden exactamente a la secuencia descripta. Sin embargo, a diferencia de experiencias anteriores, el caso constituye una excepción en el escenario regional. La situación financiera de las economías vecinas con anterioridad a la irrupción de la pandemia ocasionada por el COVID-19, permite confirmar que a pesar de las dificultades económicas que afectaban a la mayoría de las economías latinoamericanas, Argentina ha sido un caso prácticamente único de reincidencia en materia de crisis por sobreendeudamiento externo en el período.

Gráfico 1 | Prima de riesgo país de países de AL antes del COVID-19



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Bloomberg

La excepcionalidad que revista a la actual crisis en el contexto regional, obliga a reflexionar sobre la capacidad de incorporar al funcionamiento de las instituciones y regulaciones argentinas una serie de aprendizajes que permitan evitar nuevos tropiezos. En particular, cabe aquí destacar a una serie de regulaciones macroprudenciales orientadas a resguardar a la economía de los movimientos desestabilizantes de los capitales especulativos internacionales, que resultan hoy por hoy una pieza esencial de cualquier estrategia de desarrollo. Se trata, por lo tanto, de una serie de aprendizajes que deberían acompañar los esfuerzos de política pública en materia de inclusión social, promoción productiva y desarrollo tecnológico. Es sólo en el marco de un programa integral de desarrollo, que el endeudamiento dejará de ser un limitante, para transformarse en un facilitador del desarrollo económico.

2. Los pilares del sobreendeudamiento externo

2.1 La apertura y desregulación cambiaria

Desde diciembre de 2015, las autoridades económicas iniciaron un profundo cambio de paradigma en lo que refiere a la regulación que afectaba al mercado cambiario. El nuevo enfoque de política modificó la estructura normativa y operativa, flexibilizando y eliminando regulaciones. Las iniciativas no sólo desandaron más de una década de aprendizaje institucional en el manejo y regulación del mercado de cambios, sino que a su vez incorporaron modificaciones sobre los regímenes de información y el esquema organizacional con que contaba el BCRA para sus tareas de fiscalización (Feldman y Formento; 2019).

De forma temprana se inició un proceso de flexibilización para el acceso al mercado de cambios para la formación de activos externos. Por medio de la Comunicación "A" 5850 del BCRA de diciembre de 2015 se eliminó el sistema de interconsulta con la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) y el requerimiento de conformidad previo del BCRA para operaciones por montos inferiores a los 2 millones de dólares. El proceso se profundizó durante 2016 y 2017, hasta plasmarse en un nuevo marco de liberalización completa que sentó las bases para un fuerte incremento de la demanda de divisas en concepto de formación de activos externos.

Un proceso similar afectó a los requerimientos que pesaban sobre los flujos internacionales de capitales. También en diciembre de 2015, el Ministerio de Hacienda decidió la eliminación de los encajes vigentes y la reducción de los plazos de estadía mínima que regulaban a los movimientos trasfronterizos de capitales. La desregulación facilitó el ingreso de fondos de inversión de corto plazo, que se vieron además beneficiados por la posibilidad de invertir en letras del Banco Central, las Lebac, pensadas originalmente como instrumentos de regulación monetaria, y convertidas en instrumentos de especulación financiera. Hacia 2017 se eliminaron definitivamente las regulaciones que pesaban sobre la cuenta capital del balance de pagos, exponiendo al mercado de cambios local a los vaivenes de los movimientos de capitales internacionales¹.

En lo que refiere a las obligaciones vinculadas a operaciones de comercio exterior, se inició también un proceso de flexibilización en los plazos y obligaciones de liquidación de divisas en el mercado de cambios. Las primeras modificaciones se concretaron en enero de 2016, y finalizaron un año más tarde mediante la eliminación definitiva de la obligación de ingreso y liquidación de divisas en el mercado cambiario local. Bajo el nuevo régimen, los exportadores no se encontraban obligados a ingresar las divisas al país, al tiempo que se flexibilizaban sus posibilidades de financiamiento. La decisión implicó debilitar un flujo estable de divisas genuinas, en detrimento de la creciente importancia que asumieron los flujos financieros.

En 2016, en paralelo a los menores requerimientos y obligaciones para la operatoria en el mercado de cambios se flexibilizó también el sistema de información correspondiente al Régimen Informativo de

¹ Los controles al ingreso y salida de capitales forman parte en la actualidad de las regulaciones vigentes en la gran mayoría de los países de la región y se cuentan dentro del conjunto de recomendaciones que realizan diversos organismos internacionales (FMI; 2012).

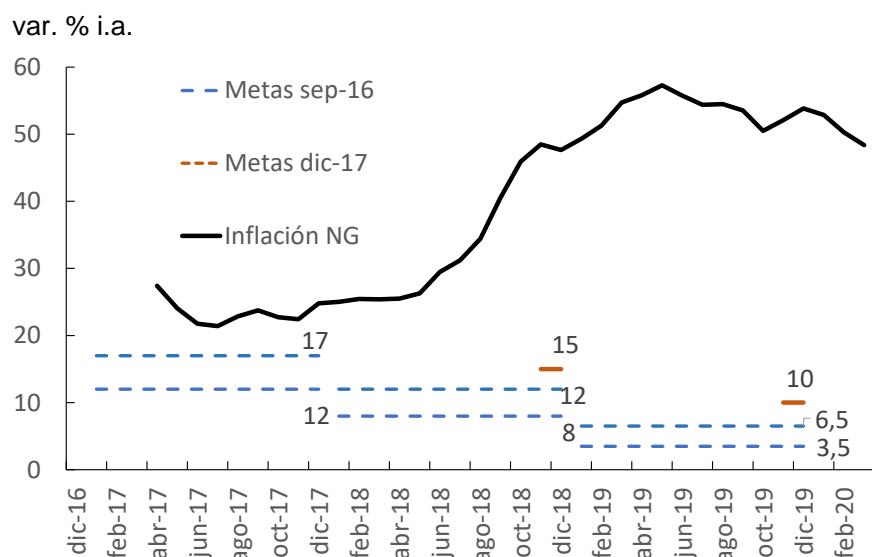
Operaciones de Cambio (RIOC), eliminando en algunos casos la obligación de registro y reduciendo los requerimientos de información. La modificación de los regímenes de información tendió a reducir el grado de desagregación de la información con la que contaba el BCRA para encarar sus tareas de fiscalización.

El conjunto de iniciativas de flexibilización y desregulación del mercado cambiario generó las condiciones de posibilidad para el inicio de un nuevo ciclo de endeudamiento y valorización financiera. La desaparición de un entramado de regulaciones llamadas a mitigar el impacto de los movimientos de capitales sobre las variables económicas locales aumentó exponencialmente la vulnerabilidad de la economía argentina a los shocks externos.

2.2 El régimen cambiario y monetario

El BCRA reorientó su política monetaria desde diciembre de 2015 hacia el objetivo primordial de bajar la inflación, subsumiendo a un papel secundario los demás objetivos establecidos en su carta orgánica². Para ello, se implementó un esquema de metas de inflación que definía un sendero de desinflación que convergería a 5% en 2019³, bajo el supuesto de que el aumento sostenido del nivel general de precios obedecía a fenómenos exclusivamente monetarios. Las exigentes metas en materia de desinflación que se autoimpuso la autoridad monetaria justificaron elevados tipos de interés, que resultaron un factor de atracción para los flujos de capitales externos.

Gráfico 2 | Inflación interanual y metas de inflación



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

² Ver Anexo I. Discurso y lineamientos de gestión del entonces Presidente del BCRA en http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Institucional/ObjetivosBCRA_2016.pdf

³ La meta fue modificada en diciembre de 2017 y se pospuso la convergencia a 5% anual recién en 2020.

Adicionalmente, en las primeras semanas de gobierno, la liberalización abrupta del mercado cambiario y el abandono temporal de las intervenciones del BCRA ocasionaron una devaluación del orden del 40% del peso. El temprano salto cambiario, junto a las elevadas tasas de interés asociadas al régimen de metas de inflación, se convirtieron en un poderoso atractivo para el ingreso de capitales de corto plazo desde el exterior. Como se mencionó anteriormente, se habilitó la inversión de no residentes en instrumentos de regulación monetaria (Lebacs), incorporando financiamiento de muy corto plazo para la acumulación de reservas internacionales, que disimuló por algún tiempo la fragilidad del esquema macroeconómico.

En el marco de la estrategia monetaria, el ingreso de capitales generó no solo tendencias a la apreciación cambiaria, sino que a su vez sobrecargó la utilización de los instrumentos de deuda del Banco Central. En tanto la autoridad monetaria relajaba regulaciones e intervenía indirectamente en el mercado de cambios para evitar una baja excesiva del dólar, se generaba una expansión de la cantidad de dinero que debía ser posteriormente esterilizada por los instrumentos de deuda del Banco Central.

La relevancia que asumió el endeudamiento en moneda extranjera configuró un singular escenario. Las divisas provenientes de la deuda externa eran ingresadas al país y canjeadas por pesos. Dichos pesos eran luego absorbidos por los instrumentos de deuda del Banco Central en el marco de su estrategia de regulación monetaria. De esta manera, el Gobierno emitía deuda en dólares para solventar sus necesidades fiscales y externas, al tiempo que el Banco Central emitía deuda para neutralizar los efectos monetarios de la deuda del Tesoro. El país desarrollaba así una peculiar estrategia según la cual el Estado Nacional contraía deuda para compensar los efectos monetarios de sus propias emisiones de deuda. Con el inicio de la crisis de 2018, los pasivos remunerados del BCRA fueron parcialmente transformados en deuda del Tesoro a través de un amplio conjunto de nuevos instrumentos, algunos de ellos denominados en moneda extranjera.

2.3 El endeudamiento externo

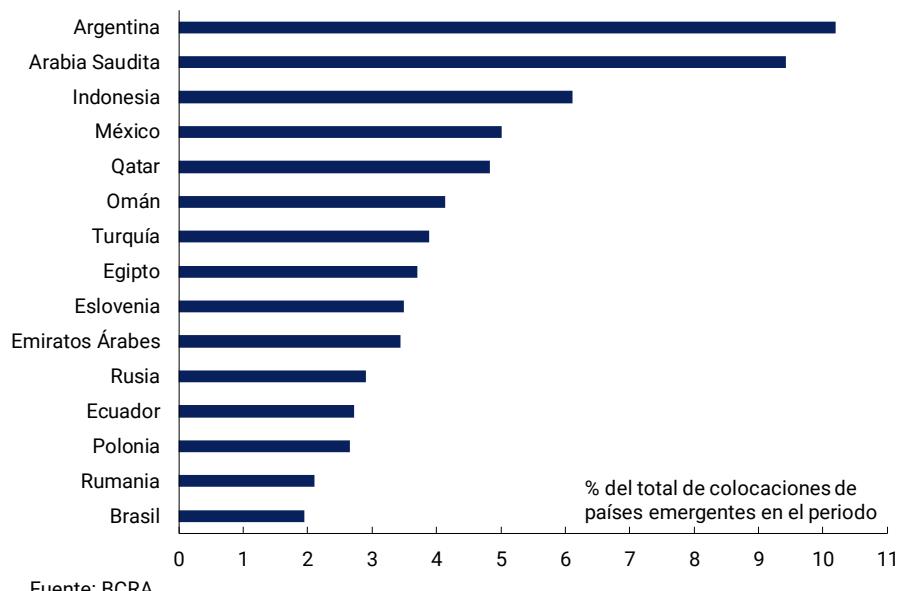
El cambio de administración en diciembre de 2015 trajo consigo un cambio radical en la política de endeudamiento público. Las necesidades financieras del Tesoro Nacional dejaron de atenderse principalmente con fuentes domésticas y comenzaron a cubrirse a través de un proceso acelerado de endeudamiento externo, predominantemente en moneda extranjera.

La política de endeudamiento se inició de manera temprana en diciembre de 2015, a través de la suscripción de un conjunto de títulos que se utilizarían para afrontar el fallo por el litigio que Argentina mantenía en tribunales de Nueva York con los fondos buitres. Los casi U\$S13.700 millones de deuda emitidos bajo legislación extranjera con vencimientos en 2022, 2023 y 2025, fueron la llave que destrabó el acceso del sector público a los mercados financieros internacionales.

A partir de ese momento, la deuda adquirió un ritmo vertiginoso, en particular la denominada en moneda extranjera. El endeudamiento fue de tal magnitud y tan veloz que llevó a un rápido crecimiento del stock de deuda luego de tan sólo dos años de gobierno. Argentina resultó el principal colocador de títulos so-

beranos en los mercados internacionales entre enero de 2016 y abril de 2018, superando a países cuya población y PIB son sustancialmente superiores.

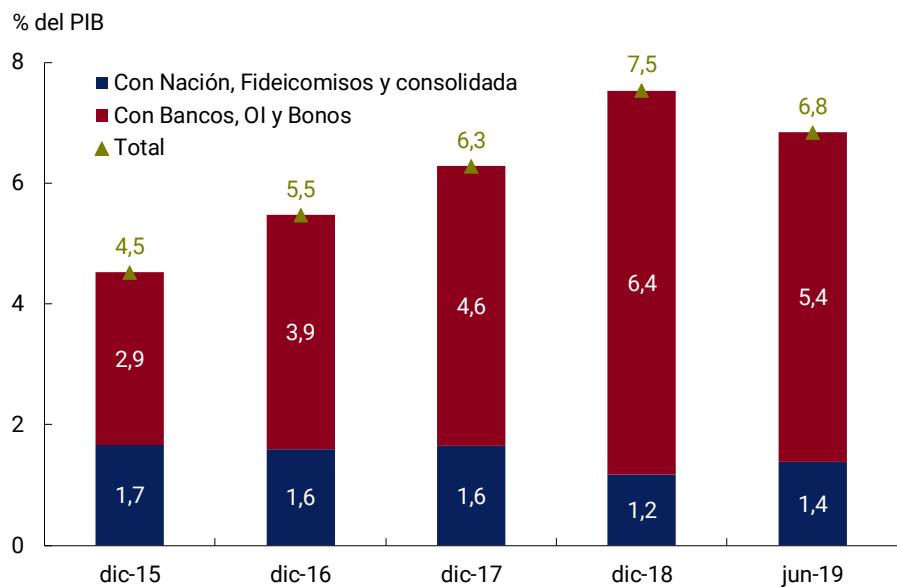
Gráfico 3 | Principales Colocadores de Bonos Soberanos en los Mercados Internacionales. Periodo Ene2016-Abr2018



Fuente: BCRA

En simultáneo, varias provincias se alinearon con la estrategia nacional y buscaron financiar sus déficits fiscales colocando deuda en moneda extranjera en los mercados internacionales. En efecto, el endeudamiento provincial agregado pasó de representar 4,5% del PIB a fines de 2015 a 6,8% del PIB en junio de 2019 (último dato disponible). Es decir, el peso de la deuda provincial en el PIB aumentó más de 50% en menos de 2 años.

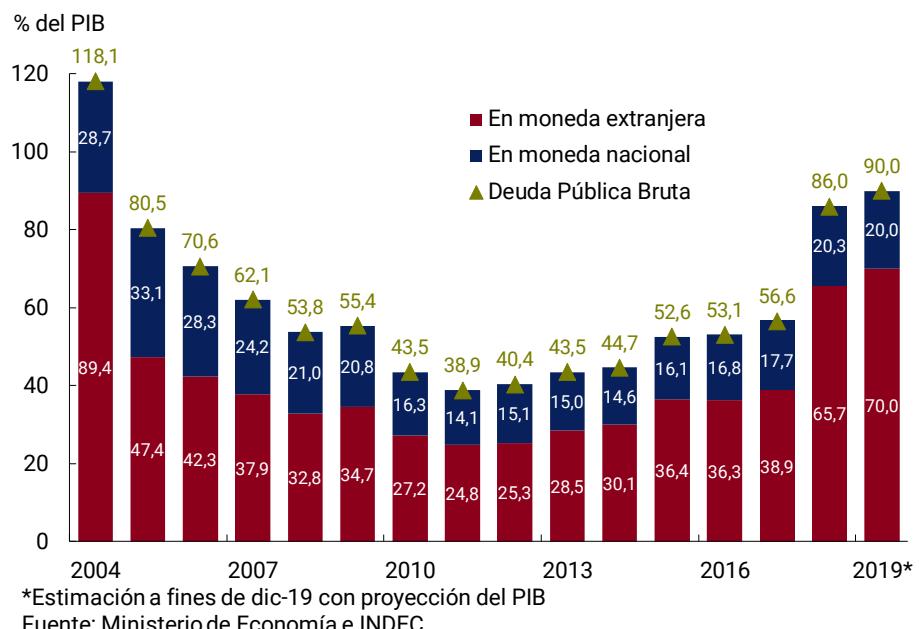
Gráfico 4 | Deuda Pública Provincial



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía e INDEC

La velocidad y magnitud del endeudamiento público del Estado Nacional, junto a la preminencia de las emisiones en moneda extranjera, generaron tras el arribo de los primeros episodios de crisis cambiaria un notable salto en el peso de la deuda. La deuda pública pasó así de representar 52,6% del PIB a fines de 2015, a 90% cuatro años más tarde. La importancia de la deuda denominada en moneda extranjera prácticamente se duplicó en el mismo período al pasar del 36,4% al 70% del PBI.

Gráfico 5 | Deuda Pública Bruta Nacional por moneda



*Estimación a fines de dic-19 con proyección del PIB

Fuente: Ministerio de Economía e INDEC

A fines de diciembre de 2019 el stock de deuda pública nacional ascendía a USD 323,2 mil millones, de los cuales el 60% se concentraba en títulos públicos, 25% en préstamos y 10% en instrumentos de corto plazo (letras).

Cuadro 1 | Deuda Pública Nacional (en millones de US\$)

| | dic-19 | % |
|---|----------------|----------------|
| A- DEUDA BRUTA (I + II + III) | 323.177 | 100,00% |
| B- DEUDA BRUTA (EXCLUIDA LA ELEGIBLE PENDIENTE DE REESTRUCTURACIÓN) (I + II) | 320.742 | 99,25% |
| I- DEUDA EN SITUACIÓN DE PAGO NORMAL | 320.638 | 99,21% |
| TÍTULOS PÚBLICOS | 194.153 | 60,08% |
| - Moneda nacional | 38.723 | 11,98% |
| - Moneda extranjera | 155.416 | 48,09% |
| - Amparos y excepciones | 15 | 0,00% |
| LETRAS DEL TESORO | 31.340 | 9,70% |
| - Moneda nacional | 13.097 | 4,05% |
| - Moneda extranjera | 18.243 | 5,65% |
| PRÉSTAMOS | 80.907 | 25,03% |
| PRÉSTAMOS GARANTIZADOS | 640 | 0,20% |
| ORGANISMOS INTERNACIONALES | 67.987 | 21,04% |
| ORGANISMOS OFICIALES | 5.392 | 1,67% |
| BANCA COMERCIAL | 2.868 | 0,89% |
| PAGARÉS DEL TESORO | 1.623 | 0,50% |
| AVALES | 2.397 | 0,74% |
| ADELANTOS TRANSITORIOS BCRA | 14.237 | 4,41% |
| II- DEUDA EN SITUACIÓN DE PAGO DIFERIDO | 104 | 0,03% |
| III- DEUDA ELEGIBLE PENDIENTE DE REESTRUCTURACIÓN | 2.435 | 0,75% |

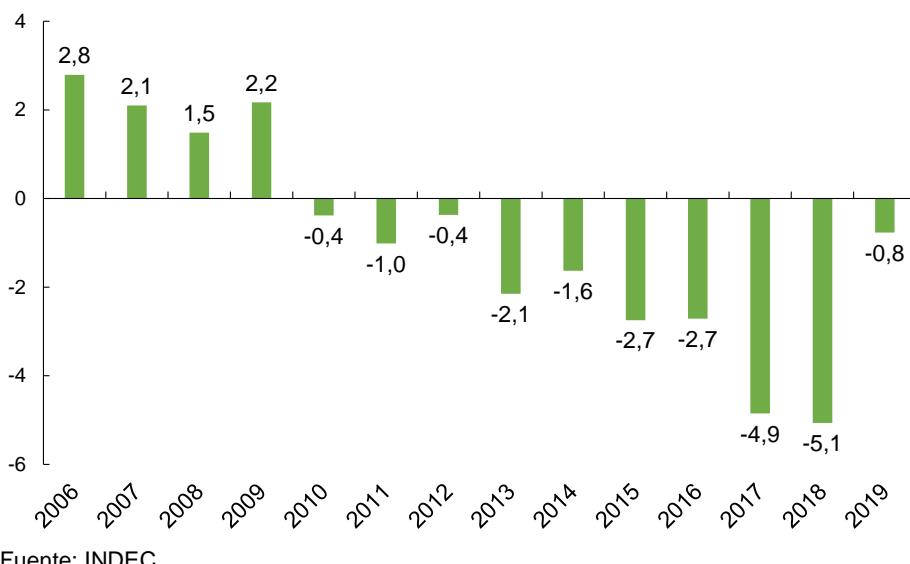
Fuente: Ministerio de Economía

3. El ciclo de deuda y la fuga de capitales

3.1 Dos etapas de especulación financiera y formación de activos externos

Desde finales de 2015 y hasta principios de 2018, Argentina experimentó uno de los procesos de endeudamiento de mayor magnitud y velocidad de toda su historia. El vertiginoso crecimiento de la deuda permitió durante poco más de un año combinar la recuperación económica con un drástico empeoramiento del resultado de las cuentas externas.

Gráfico 6 | Cuenta corriente -en porcentaje del PIB-



Fuente: INDEC

A principios de 2018, frente a un desbalance record en las cuentas externas y el cambio de humor de los mercados internacionales, sobrevino la crisis, y el gobierno recurrió a la asistencia del FMI para evitar un default inminente. La decisión evidenció que los compromisos de deuda asumidos resultaban ya por entonces impagables sin el acceso a nuevo financiamiento.

Los dólares del endeudamiento mediante colocaciones de bonos hasta principios de 2018, y con el FMI después, alimentaron un ciclo de especulación financiera que terminó en una severa crisis de sobreendeudamiento, devaluación del peso, aceleración inflacionaria, profunda recesión, desempleo, pobreza creciente y deterioro de la distribución del ingreso.

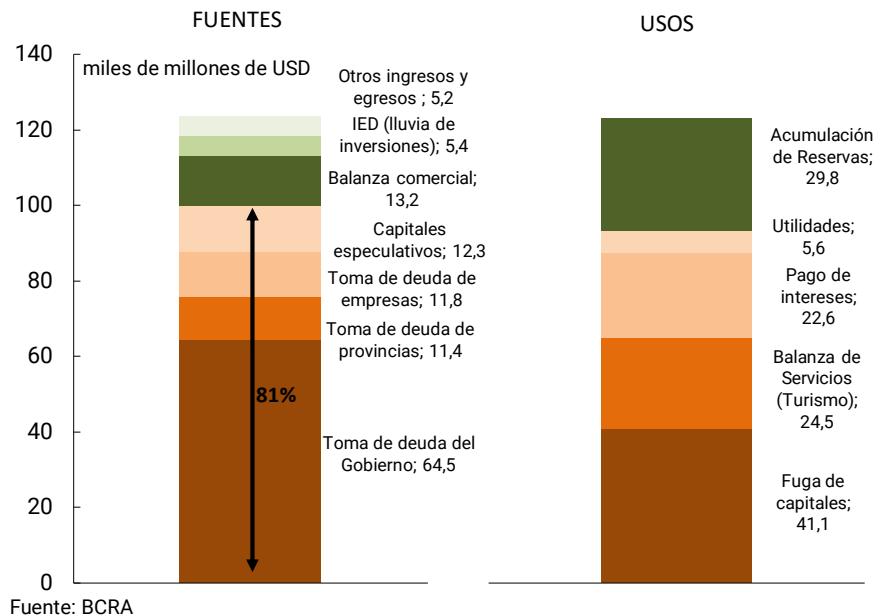
En la **primera etapa**, los mercados internacionales de deuda funcionaron como la principal fuente de financiamiento para los sectores público y privado. Entre enero de 2016 y abril de 2018 se alimentó el ciclo de endeudamiento y valorización financiera con el ingreso de divisas por deuda pública, privada e inversiones especulativas de portafolio por USD 100.000 millones.

El 81% de las divisas que ingresaron al mercado de cambios provinieron de colocaciones de deuda del Sector Público Nacional (USD 64,5 mil millones), provincias (USD 11,4 mil millones), y de empresas (USD 11,8 mil millones), y de la entrada de capitales especulativos⁴ (USD 12,3 mil millones) atraídas por las altas tasas de interés que se ofrecían.

Por su parte, la inversión extranjera directa (IED) no logró despuntar pese a la aclamada “lluvia de inversiones”. En efecto, estas últimas apenas representaron 4,3% (USD 5,3 mil millones) de la totalidad de capitales que ingresaron en este período.

⁴ Inversiones de portafolio de no residentes.

Gráfico 7 | Balance Cambiario. Periodo Ene2016-Abr2018



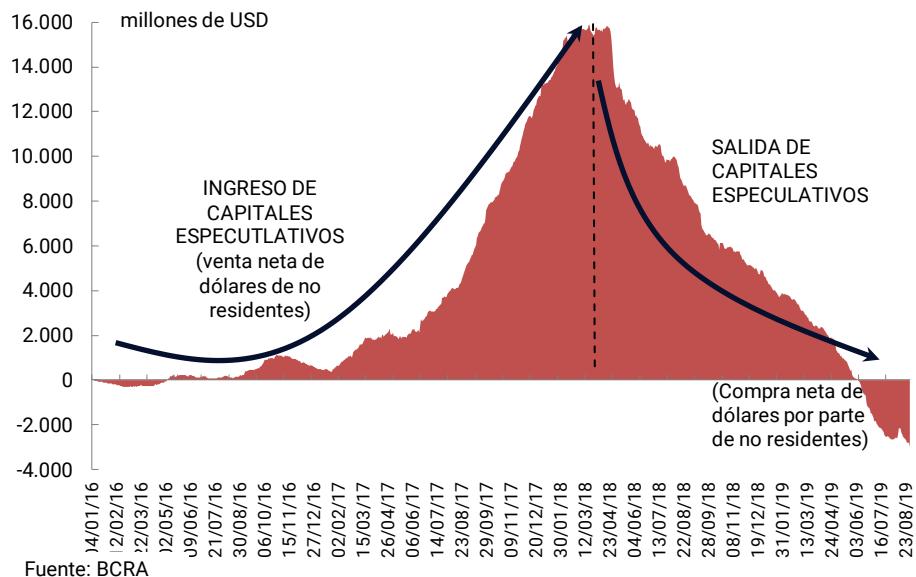
La entrada de divisas descripta financió la formación de activos externos⁵ (que totalizó USD 41,1 mil millones entre enero de 2016 y abril de 2018 (un promedio mensual de US\$1.500 millones), más el déficit de la balanza de servicios (USD 24,5 mil millones; fundamentalmente ligados al turismo) y el creciente pago de intereses (USD 22,6 mil millones).

Si bien esta política de endeudamiento permitió que durante este primer período se acumularan reservas internacionales (USD 29,4 mil millones), ya se destacaban signos importantes de alerta. Casi el 70% de los dólares financieros que ingresaron al país, salieron en ese mismo período en concepto de formación de activos externos del sector privado y pago de intereses y utilidades.

La insostenibilidad del programa macroeconómico se hizo evidente con la imposibilidad de refinanciar las deudas ante el cierre parcial de los mercados internacionales para Argentina a principios de 2018. De esta forma comenzaba una **segunda etapa** signada por la inestabilidad cambiaria, la salida de capitales especulativos, la aceleración de la fuga y la pérdida de reservas internacionales.

⁵ FAE, coloquialmente llamada “fuga de capitales”

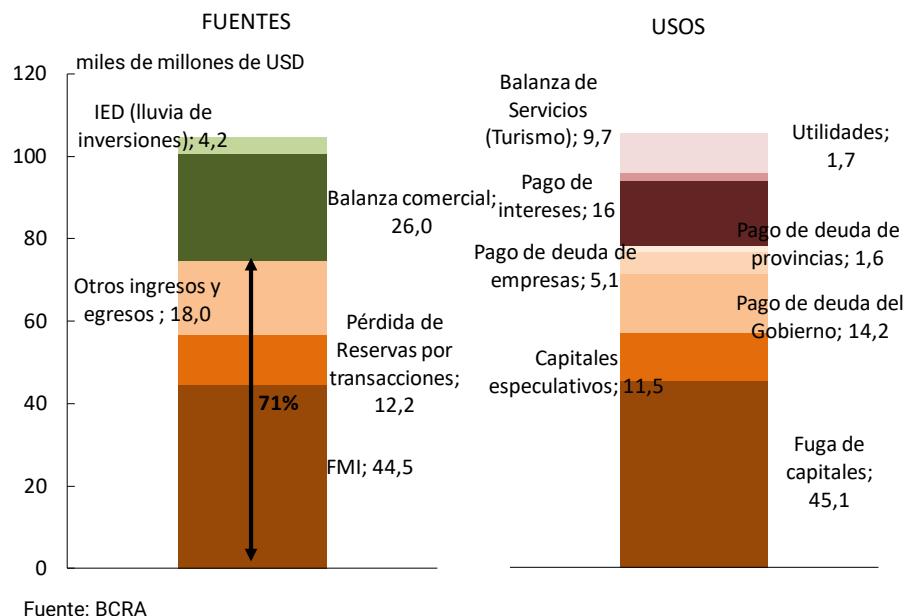
Gráfico 8 | Evolución diaria acumulada de los flujos de “no residentes” y títulos valores en mercado secundario



El préstamo del FMI pasó a ser la fuente primordial de nuevo financiamiento durante el período comprendido entre mayo de 2018 y octubre de 2019. El país enfrentaba una creciente demanda de divisas en concepto de atesoramiento de residentes, salida de capitales especulativos y pagos de deuda.

Entre mayo de 2018 y hasta que fueron establecidos los controles cambiarios más estrictos en octubre 2019, del total pactado con el FMI llegaron a desembolsarse cerca de USD 44,5 mil millones. Estos fondos junto a las reservas internacionales, abastecieron una fuga de capitales del sector privado, que alcanzó los USD 45,1 mil millones, una salida de capitales especulativos por USD 11,5 mil millones y los servicios de la deuda (pública y privada) por USD 36,9 mil millones.

Gráfico 9 | Balance Cambiario. Periodo May2018-Oct2019



3.2 La “fuga de capitales” o formación de activos externos de los residentes

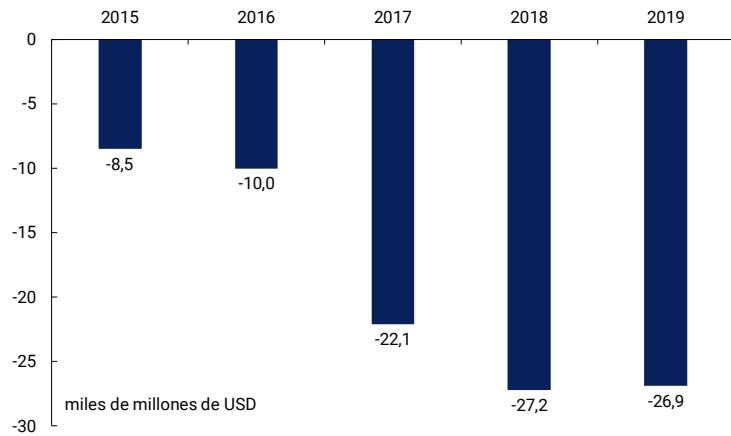
La “fuga de capitales” del período comprendido entre enero de 2016 y octubre de 2019 alcanzó los USD 86,2 mil millones⁶. Durante la primera fase del ciclo de endeudamiento y valorización financiera la formación de activos externos de los residentes alcanzó los USD 41,1 mil millones, mientras que los restantes USD 45,1 mil millones se formaron durante el ciclo de aceleración de la fuga de capitales.

La evolución de la formación de activos externos, que operó prácticamente sin restricciones desde 2016, se triplicó en cuatro años al pasar de USD 8,5 mil millones en 2015, a niveles cercanos a los USD 27 mil millones en los años 2018 y 2019⁷.

⁶ Resulta pertinente aclarar que, en el marco de las reformas establecidas sobre el mercado cambiario, a partir del 01.07.17 y hasta el 31.08.19, la información de las operaciones de cambio careció del carácter de declaración jurada y el concepto era solicitado exclusivamente con fines estadísticos. A partir del 01.09.19 entró en vigencia la Comunicación “A” 6770 y complementarias, donde se reestableció el boleto de cambio y el carácter de declaración jurada de los datos contenidos en el mismo.

⁷ Hacia finales de octubre de 2019 el gobierno finalmente endureció los límites del control cambiario luego de las elecciones presidenciales.

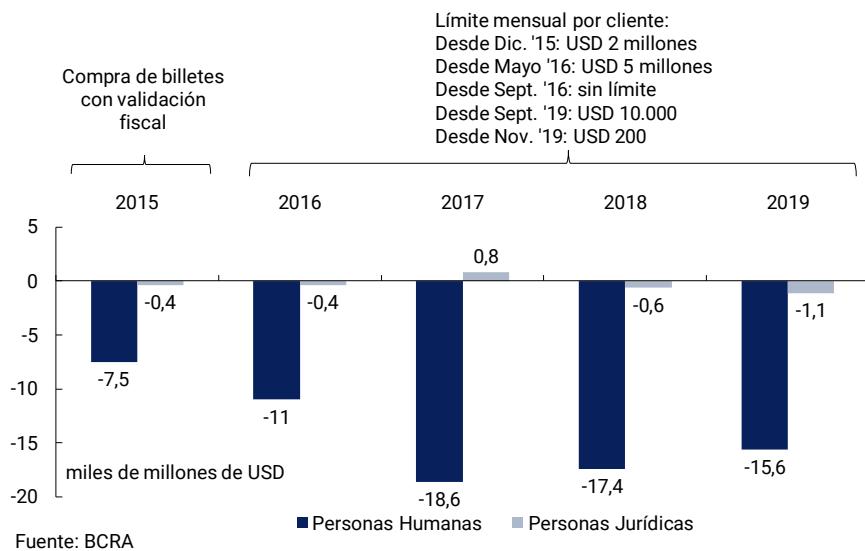
Gráfico 10 | Formación de activos externos del sector privado no financiero



Fuente: BCRA

Las estadísticas cambiarias permiten diferenciar las operaciones que involucran el movimiento físico del dinero (Billete) de aquellas que no (Divisa). El 74% de la demanda neta de activos externos en el período fue explicada por las operaciones con billetes, realizadas prácticamente en su totalidad por personas humanas. Entre 2016 y 2019, la compra neta de billetes por parte de las personas humanas superó los USD 62,6 mil millones.

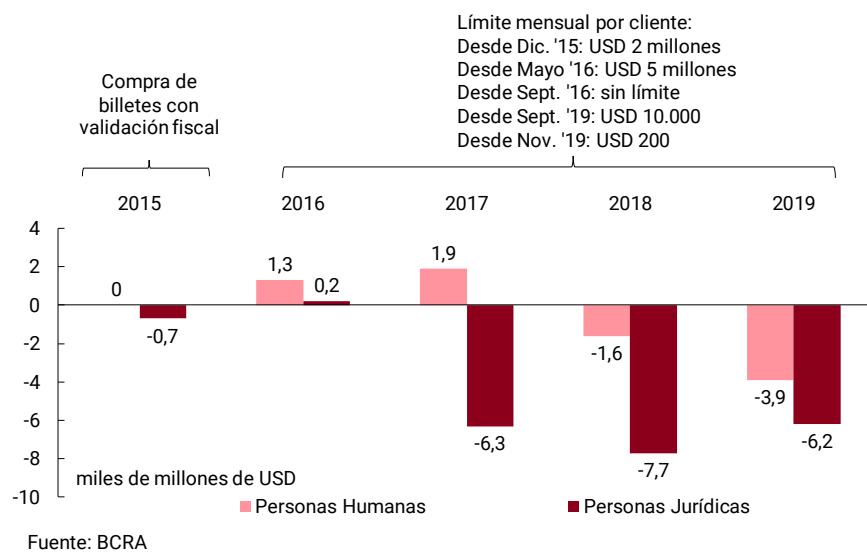
Gráfico 11 | Formación de activos externos del sector privado no financiero. Billetes



Fuente: BCRA

Por su parte, las transferencias netas al exterior (divisas) fueron efectuadas en su mayor parte por personas jurídicas y otros (empresas y fondos comunes de inversión⁸). No obstante, la formación de activos externos de los individuos bajo la forma de compras netas de divisas se aceleró en 2019, llegando a los USD 4 mil millones.

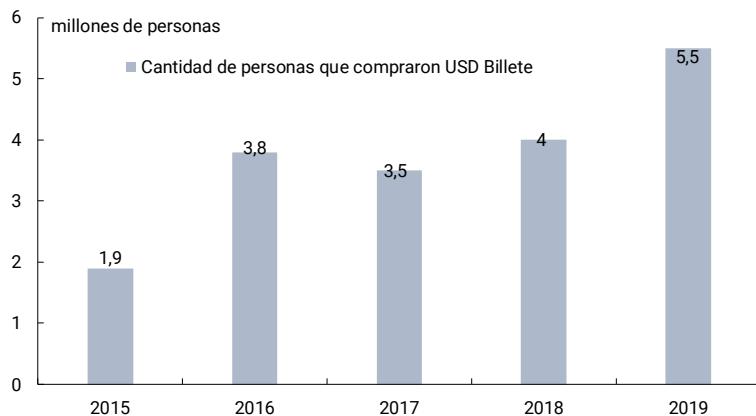
Gráfico 12 | Formación de activos externos del sector privado no financiero. Divisas



Por su parte, la cantidad de personas que accedió al mercado de cambios se mantuvo en torno a los 4 millones de individuos entre 2016 y 2018. En cambio, en 2019, se registró un máximo de 5,5 millones de individuos que accedieron al mercado para adquirir billetes comprando unos USD 3.900 per cápita.

⁸ Dentro de este total puede haber pagos de obligaciones externas, tanto comerciales como financieras. Se debe a que tal como se mencionó anteriormente, durante el período considerado se “relajaron” los requerimientos informativos exigidos por parte de los agentes financieros a los clientes.

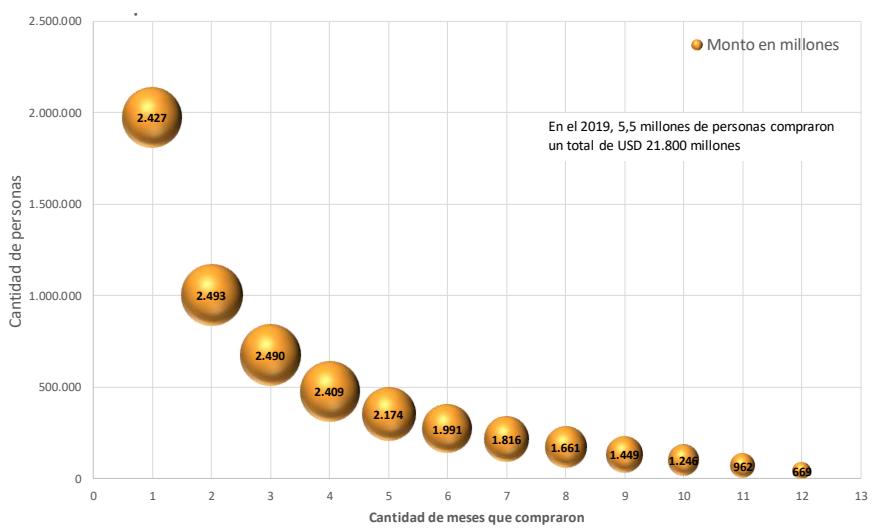
Gráfico 13 | Personas humanas que compraron billetes



Fuente: BCRA

Al contemplar la intensidad con la que los individuos accedieron al mercado de cambios (considerando períodos mensuales), se evidencia que más de la mitad de los compradores de billetes accedió al mercado, como máximo, en 2 meses. El monto adquirido por éstos representó el 23% del total de las compras brutas de billetes. En el otro extremo, menos de 1000 personas humanas adquirieron moneda extranjera en más de 10 meses del año 2019.

Gráfico 14 | Compra bruta de billetes de las personas humanas



Fuente: BCRA

La fuga de capitales mostró a lo largo del período elevados niveles de concentración. Los 100 mayores compradores demandaron USD 24.679 millones entre diciembre de 2015 y octubre de 2019. Al consider-

rar las operaciones realizadas en concepto de FAE por los mayores 10 compradores, sus operaciones alcanzan en el período los USD 7.945 millones⁹.

Cuadro 2 | Compradores netos de activos externos del sector privado (billetes y divisas) entre 17.12.2015 y 27.10.2019¹⁰

| Orden | Total (en millones de USD) | Participación acumulada en el total |
|-------------------------------------|-------------------------------|--|
| Top 10 | 7.945 | 6,1% |
| Top 50 | 19.153 | 14,8% |
| Top 100 | 24.679 | 19,1% |
| Top 200 | 30.353 | 23,5% |
| Top 300 | 33.619 | 26,0% |
| Top 500 | 37.644 | 29,1% |
| Top 1.000 | 42.338 | 32,7% |
| Top 2.500 | 47.705 | 36,9% |
| Top 5.000 | 51.305 | 39,7% |
| Top 10.000 | 54.879 | 42,4% |
| FAE de los compradores netos | 129.376 | |

Fuente: BCRA

Al analizar el grado de concentración de las compras netas dentro de las operaciones realizadas exclusivamente por personas humanas, se observa que tan sólo el 10% de quienes tuvieron una formación de activos externa neta positiva, concentró aproximadamente el 63,8% de las compras netas realizada por individuos (USD 47.006 millones). Si por el contrario se considera únicamente el 1% de personas humanas con mayores compras netas, tan sólo 66.639 personas demandaron USD 16.206 millones en concepto de FAE, lo que representa el 22% del total¹¹.

⁹ Para una desagregación entre personas humanas y personas jurídicas de los mayores compradores netos ver Anexo.

¹⁰ La FAE de los compradores netos (USD 129.376 millones) supera a los registros de la FAE en el período (USD 86.198 millones), debido a que esta última considera las operaciones de agentes que resultaron vendedores netos.

¹¹ La persona humana que más dólares compró en el período de referencia realizó operaciones por un monto neto total de USD 40,5 millones. Para más detalles sobre la concentración de compra de billetes y divisas por parte de personas humanas y jurídicas ver Anexos.

Cuadro 3 | Formación de activos externos (billetes y divisas) de las personas humanas que resultaron compradores netos entre 17.12.15 y 27.10.19

| Decil | Escala de compras netas | | Cantidad de personas | | Compras netas de activos externos en ME | | |
|--------------------------|-------------------------|---------|----------------------|------------------------------------|---|---|--------------------------------|
| | Desde | Hasta | Cantidad por decil | Porcentaje de cantidad de personas | Total por decil | Porcentaje de las compras netas totales | Compras netas medias por decil |
| | USD | USD | Unidades | % | Millones de USD | % | USD |
| Deciles | 1 | 1 | 200 | 669.361 | 10 | 67 | 0,1 100 |
| | 2 | 200 | 500 | 669.360 | 10 | 234 | 0,3 350 |
| | 3 | 500 | 973 | 669.361 | 10 | 472 | 0,6 705 |
| | 4 | 973 | 1.539 | 669.360 | 10 | 800 | 1,1 1.196 |
| | 5 | 1.539 | 2.518 | 669.361 | 10 | 1.352 | 1,8 2.019 |
| | 6 | 2.518 | 4.190 | 669.360 | 10 | 2.206 | 3,0 3.295 |
| | 7 | 4.190 | 6.969 | 669.361 | 10 | 3.631 | 4,9 5.424 |
| | 8 | 6.969 | 12.002 | 669.360 | 10 | 6.177 | 8,4 9.228 |
| | 9 | 12.002 | 25.403 | 669.361 | 10 | 11.695 | 15,9 17.472 |
| | 10 | 25.403 | 40.540.001 | 669.360 | 10 | 47.006 | 63,8 70.226 |
| Percentiles del decil 10 | 91 | 25.403 | 28.098 | 66.936 | 1 | 1.788 | 2,4 26.716 |
| | 92 | 28.098 | 31.266 | 66.936 | 1 | 1.985 | 2,7 29.651 |
| | 93 | 31.266 | 35.252 | 66.936 | 1 | 2.222 | 3,0 33.199 |
| | 94 | 35.252 | 40.191 | 66.936 | 1 | 2.520 | 3,4 37.655 |
| | 95 | 40.191 | 46.700 | 66.936 | 1 | 2.898 | 3,9 43.301 |
| | 96 | 46.700 | 55.389 | 66.936 | 1 | 3.402 | 4,6 50.820 |
| | 97 | 55.389 | 67.576 | 66.936 | 1 | 4.090 | 5,6 61.105 |
| | 98 | 67.577 | 86.106 | 66.936 | 1 | 5.094 | 6,9 76.095 |
| | 99 | 86.106 | 122.423 | 66.936 | 1 | 6.801 | 9,2 101.610 |
| | 100 | 122.423 | 40.540.001 | 66.936 | 1 | 16.206 | 22,0 242.105 |
| Total | | | 6.693.605 | | 73.640 | 100,0 | 11.002 |

Nota: Datos provisorios sujetos a revisión en base al Régimen Informativo de Operaciones de Cambio

En el caso de las personas jurídicas y otros (principalmente empresas y fondos comunes de inversión), la concentración de la fuga de divisas en pocas manos es todavía más marcada. El 10% de los mayores compradores (8.527 empresas) demandó USD 51.742 millones en concepto de FAE (el 92,9% de los montos totales adquiridos por empresas). Por su parte, el 1% de las mayores empresas compradoras (853 firmas) adquirieron divisas por USD 41.124 millones (equivalente al 73,8% de las compras netas de las empresas¹².

¹² La persona jurídica que más dólares compró en el período de referencia realizó operaciones por un monto neto total de USD 1.200 millones.

Cuadro 4 | Formación de activos externos (billetes y divisas) de las personas jurídicas y otros que resultaron compradores netos entre 17.12.15 y 27.10.19

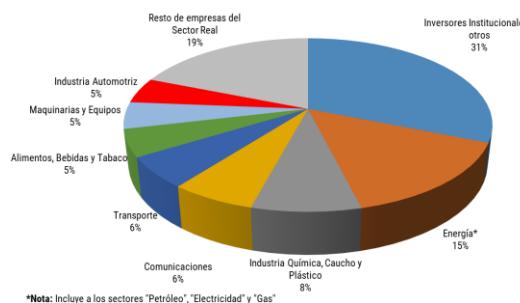
| Decil | Escala de compras netas | | Cantidad de personas | | Compras netas de activos externos en ME | | |
|--------------------------|-------------------------|---------------|----------------------|------------------------------------|---|---|--------------------------------|
| | Desde | Hasta | Cantidad por decil | Porcentaje de cantidad de personas | Total por decil | Porcentaje de las compras netas totales | Compras netas medias por decil |
| | USD | USD | Unidades | % | Millones de USD | % | USD |
| Deciles | 1 | 1 | 1.182 | 8.528 | 10 | 5 | 0,0 535 |
| | 2 | 1.183 | 3.500 | 8.528 | 10 | 19 | 0,0 2.248 |
| | 3 | 3.500 | 7.200 | 8.528 | 10 | 44 | 0,1 5.186 |
| | 4 | 7.200 | 13.017 | 8.528 | 10 | 86 | 0,2 10.026 |
| | 5 | 13.018 | 23.250 | 8.528 | 10 | 153 | 0,3 17.904 |
| | 6 | 23.250 | 40.703 | 8.528 | 10 | 267 | 0,5 31.263 |
| | 7 | 40.707 | 75.000 | 8.528 | 10 | 476 | 0,9 55.817 |
| | 8 | 75.000 | 148.000 | 8.528 | 10 | 905 | 1,6 106.126 |
| | 9 | 148.000 | 390.000 | 8.528 | 10 | 2.040 | 3,7 239.208 |
| | 10 | 390.000 | 1.248.233.482 | 8.527 | 10 | 51.742 | 92,8 6.068.020 |
| Percentiles del decil 10 | 91 | 390.000 | 445.911 | 853 | 1 | 356 | 0,6 417.049 |
| | 92 | 445.958 | 517.094 | 853 | 1 | 409 | 0,7 479.050 |
| | 93 | 517.144 | 616.207 | 853 | 1 | 482 | 0,9 565.209 |
| | 94 | 616.305 | 743.780 | 852 | 1 | 577 | 1,0 676.706 |
| | 95 | 744.274 | 938.800 | 853 | 1 | 713 | 1,3 835.629 |
| | 96 | 938.865 | 1.242.257 | 853 | 1 | 915 | 1,6 1.073.035 |
| | 97 | 1.243.714 | 1.796.421 | 852 | 1 | 1.270 | 2,3 1.490.308 |
| | 98 | 1.799.060 | 3.041.517 | 853 | 1 | 1.977 | 3,5 2.318.274 |
| | 99 | 3.043.202 | 7.126.987 | 853 | 1 | 3.919 | 7,0 4.594.700 |
| | 100 | 7.132.095 | 1.248.233.482 | 852 | 1 | 41.124 | 73,8 48.268.027 |
| Total | | 85.279 | | | 55.736 | 100,0 | 653.570 |

Nota: Datos provisorios sujetos a revisión en base al Régimen Informativo de Operaciones de Cambio

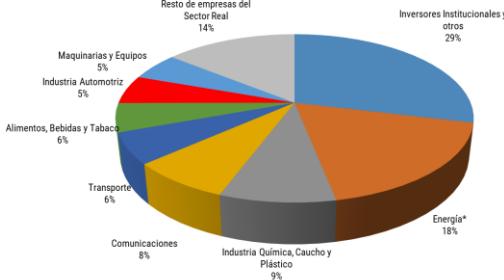
Al analizar la composición sectorial de las empresas que conformaron el primer decil en la formación de activos externos durante el período, se observa que los Inversores institucionales y otros, junto a las firmas del sector de Energía se ubican en los primeros puestos del ranking. Por detrás de ellos se ubicaron los sectores de Químicos, Caucho y Plástico, las Comunicaciones, el Transporte, Alimentos, Bebidas y Tabaco, Maquinarias y Equipos y la Industria Automotriz. Este patrón de distribución se verifica tanto para el caso del decil de mayores compras, como como para el caso del 1% que concentra mayores operaciones.

Gráfico 17 | Distribución sectorial de los principales compradores (en %)

Mercado de Cambios
Compradores netos de activos externos (billetes y divisas)
Personas jurídicas y otros - Decil 10: USD 51.742 millones
Período: 17.12.15 a 27.10.19

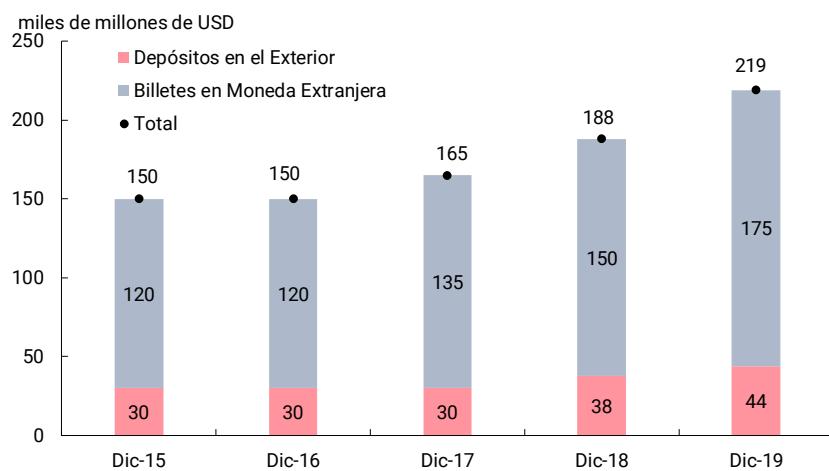


Mercado de Cambios
Compradores netos de activos externos (billetes y divisas)
Personas jurídicas y otros - Percentil 100: USD 41.124 millones
Período: 17.12.15 a 27.10.19



La mayor parte de la formación de activos externos terminó fuera del sistema financiero local. El stock de billetes que el sector privado mantiene en su poder por fuera del sistema (el denominado “colchón”), cerró 2019 en USD 175 mil de millones (aumentó USD 55 mil millones respecto de diciembre de 2015) y los depósitos en el exterior alcanzaron USD 44 mil millones, USD 14 mil millones por encima de diciembre de 2015.

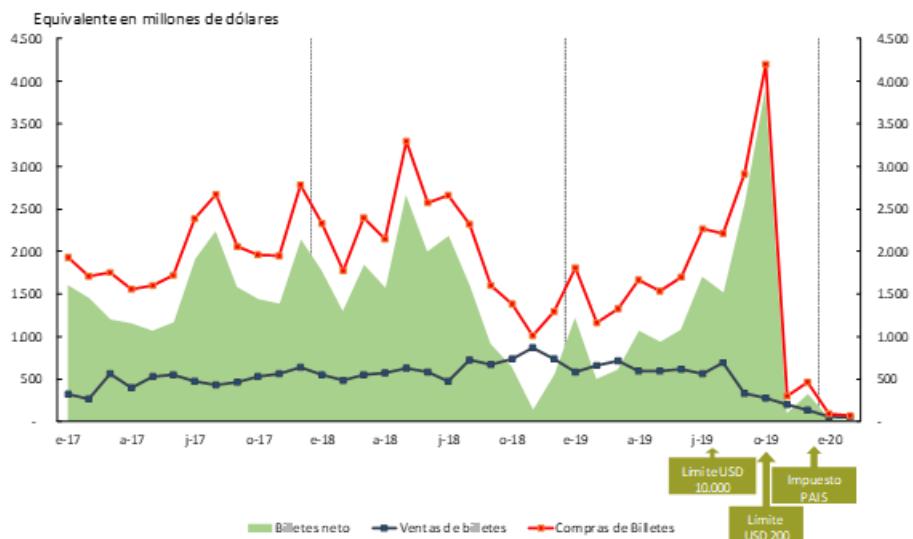
Gráfico 18 | Posición de inversión internacional. Sector privado no financiero



Fuente: BCRA en base a INDEC

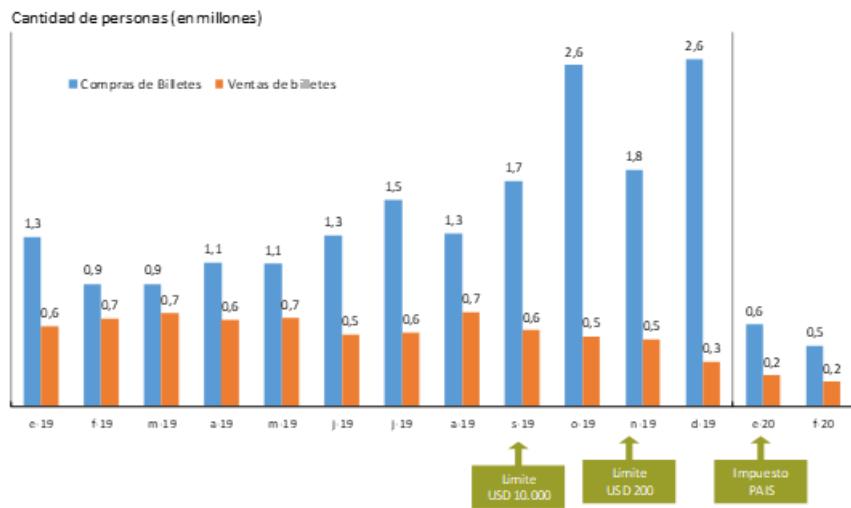
La velocidad y magnitud de la FAE se redujo una vez reincorporados los controles en el acceso al mercado de cambios. Las compras netas de billetes pasaron de un promedio mensual de USD 1.513 millones a sólo USD 214 millones mensuales en el último bimestre del año. Entre enero y febrero de 2020, las compras y las ventas de billetes de los individuos prácticamente se compensaron.

Gráfico 19 | Venta y compra de billetes por parte de personas humanas



Finalmente, la cantidad de individuos que accedieron al mercado para la compra de billetes en moneda extranjera registró una caída sustancial tras la aplicación del impuesto PAIS. En comparación con el pico de octubre y diciembre pasados, de 2,6 millones de personas por mes comprando dólares, en los últimos 2 meses tan sólo 500 mil personas accedieron al mercado de cambios para la compra de billetes.

Gráfico 20 | Cantidad de individuos que compraron y vendieron billetes en moneda extranjera



4. Consideraciones finales

La economía argentina encuentra en la restricción externa al crecimiento una de las principales explicaciones de su ciclo económico. Las grandes crisis ocurridas a lo largo de la historia tienen por lo general su raíz en ajustes violentos fruto de la acumulación de desequilibrios en el balance de pagos, que tienen a su vez por detrás factores estructurales tales como las dependencias tecnológicas y financieras.

En este contexto, la deuda externa suele asumir un rol ambiguo. Enmarcada en una estrategia económica integral orientada a potenciar las capacidad tecnológicas y productivas requeridas para superar las limitaciones estructurales del país, la deuda puede funcionar como un facilitador del proceso de desarrollo. Alternativamente, la historia demuestra que, en el marco de programas de liberalización y desregulación, la deuda asume el perjudicial rol de postergar y pronunciar los ciclos de ajuste de las cuentas externas.

Lo ocurrido entre finales de 2015 y 2019 responde claramente al segundo de estos casos. Las reformas encaradas en el período tendieron a acrecentar el desbalance externo de la economía argentina, al tiempo que se promovían negocios especulativos de corto plazo financiados con un masivo proceso de endeudamiento externo. Dicha situación terminó por desencadenar una grave crisis en la primera mitad de 2018, que como tantas otras veces, dejó tras de sí dramáticas condiciones sociales y una pesada carga de compromisos generados por el endeudamiento.

Las estadísticas respecto de lo ocurrido en el mercado de cambios ratifican que la fenomenal deuda externa contraída en el período tuvo como correlato principal una caudalosa formación de activos externos. Lejos de utilizarse en favor de la superación de los problemas estructurales del país, su principal uso fue el financiamiento de un régimen de especulación y valorización financiera.

Los más de USD 86 mil millones que se fugaron en concepto de formación de activos externos son, para una economía necesitada de divisas, un sacrificio significativo que puede expresarse en términos de crecimiento, inversiones y puestos de trabajo no realizados. Los registros de la fuga de capitales en el período equivalen a los gastos de más de 3 años y medio en materia de importaciones de bienes de capital e insumos de uso difundido. Los recursos derivados a la fuga de capitales condicionaron y condicionarán las posibilidades de desarrollo económico de nuestro país.

Las implicancias del modelo de endeudamiento y fuga adoptado por el gobierno anterior no se limitan al impacto negativo en el nivel de actividad económica y empleo, sino que se cuentan también en el plano distributivo. Tal como lo refleja la información del período, unos pocos individuos y empresas concentraron la mayor parte de la demanda de dólares. En paralelo, el régimen de liberalización financiera y endeudamiento desencadenó una crisis macroeconómica cuyos efectos sobre los ingresos de la gran mayoría de la población han sido desastrosos, lo que derivó en un aumento significativo de los niveles de desigualdad y pobreza.

Lo ocurrido en el período 2018-2019 evidencia, además, que los niveles de tipo de cambio requeridos para equilibrar la oferta y la demanda de divisas en contextos de plena liberalización de la cuenta capital y financiera del balance de pagos son insostenibles política y socialmente. Los movimientos abruptos del tipo de cambio bajo el régimen de flotación libre, lejos de contener la demanda de divisas por formación de activos externos, tendieron a exacerbarla, generando gravosas consecuencias sobre la dinámica de precios y salarios. A pesar de las mega devaluaciones ocurridas, la demanda para la formación de activos externos no dejó de incrementarse, al tiempo que la crisis se hacía cada vez más insoportable para la mayoría de la población.

Los controles y regulaciones cambiarias y sobre la cuenta capital y financiera del balance de pagos son por lo tanto una pieza esencial para una estrategia de desarrollo que apunte a que nuestro país supere las históricas restricciones estructurales al crecimiento sostenido con igualdad y se integre de forma inteligente a una globalización financiera en permanente proceso de transformación.

5. Bibliografía

Braun, O. (1981), "La imagen y la realidad", *Tiempos modernos*, 420/421, 83–94.

Canitrot, A. (1981), "Teoría y práctica del liberalismo: política antinflacionaria y apertura económica en la Argentina 1976–1981", *Desarrollo Económico*, 21(82), 131–189.

Canitrot, A. (1982), "Orden Social y Monetarismo", Ciudad de Buenos Aires: Centro de Estudios de Estado y Sociedad.

Damill M., Frenkel R. y Rapetti M. (2005); "La deuda argentina: Historia, default y reestructuración". CEDES, abril de 2005.

Diamond M. (1973); "Doctrinas económicas, desarrollo e independencia". Editorial Paidós, Buenos Aires 1973.

Diamond, M. (1985), "El péndulo argentino: ¿Hasta cuándo?", *Cuadernos del Centro de Estudios de la Realidad Económica*, 1, 1

Feldman G. y Formento A. (2019); "Marco regulatorio cambiario y dinámica del sector externo: un análisis del caso argentino reciente". Cuad. Econ., Volumen 38, Número 77, p. 631-654, 2019.

French-Davis R. (2001); "Crisis financieras en países 'exitosos'". CEPAL. Santiago de Chile 2001.

Frenkel R. (2003); "Globalización y crisis financiera en América Latina". Revista de la CEPAL N° 80. Agosto de 2003.

Frenkel R. (2014); "Las perspectivas de América Latina en materia de endeudamiento externo". Capítulo IV en La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica, CEPAL. Santiago de Chile, mayo de 2014.

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". Documento de Trabajo N° 68, CEFIDAR. Buenos Aires, abril de 2015.

Ocampo J. A. (2014); "La crisis latinoamericana de la deuda a la luz de la historia", en La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica. CEPAL mayo de 2014.

6. Anexos

A) Flujos Cambiarios 2016-2019

En miles de millones de dólares

(+): Fuentes de fondos; (-) Usos de fondos

| Cuentas | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | Total |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cuenta Corriente Cambiaria Privada | -3,6 | -9,1 | -2,0 | 16,3 | 1,6 |
| Cuenta Corriente Cambiaria Pública | -11,9 | -8,0 | -9,4 | -10,0 | -39,3 |
| Depósitos Privados | 11,8 | 4,0 | 2,5 | -9,5 | 8,8 |
| Títulos Públicos y BCRA | 32,2 | 42,4 | -3,7 | -26,2 | 44,7 |
| FMI y otros Organismos Internacionales | -2,1 | -0,1 | 38,4 | 16,1 | 52,3 |
| Formación de Activos externos del Sector Privado No Financiero | -10,0 | -22,1 | -27,2 | -26,9 | -86,2 |
| Resto de la Cuenta Financiera Cambiaria Privada | -2,7 | 8,7 | 12,1 | 19,2 | 37,3 |
| Reservas Internacionales del BCRA | -13,7 | -15,7 | -10,8 | 21,0 | -19,2 |

Nota: Información provisoria sujeta a revisión

Detalle de las cuentas incluidas:

Cuenta Corriente Cambiaria Privada: básicamente, ingresos netos por balance comercial de bienes neto de gastos por viajes y pagos de intereses y utilidades y dividendos

Cuenta Corriente Cambiaria Pública: básicamente, pagos de intereses por deuda por títulos y con organismos internacionales

Depósitos Privados: variación de saldos en el sistema financiero local en moneda extranjera

Títulos Públicos y BCRA, y FMI y otros Organismos Internacionales: desembolsos netos de pagos de capital

Formación de Activos externos del Sector Privado No Financiero: compras netas de billetes en moneda extranjera para tenencia y para transferencias a cuentas propias en el exterior

Resto de la Cuenta Financiera Cambiaria Privada: básicamente, IED, deuda financiera, no informado y "Canjes"

B) Compradores netos de activos externos del sector privado (billetes y divisas)

Personas jurídicas y otros

Período: 17.12.15 a 27.10.19

| Orden | Total (en millones de USD) | Participación acumulada en el total |
|---|-------------------------------|--|
| Top 10 | 7.945 | 14,3% |
| Top 50 | 19.153 | 34,4% |
| Top 100 | 24.679 | 44,3% |
| Top 200 | 30.352 | 54,5% |
| Top 300 | 33.602 | 60,3% |
| Top 500 | 37.575 | 67,4% |
| Top 1.000 | 42.082 | 75,5% |
| Top 2.500 | 46.915 | 84,2% |
| Top 5.000 | 49.831 | 89,4% |
| Total compras de compradores netos | 55.736 | |

C) Compradores netos de activos externos del sector privado (billetes y divisas)

Personas humanas

Período: 17.12.15 a 27.10.19

| Orden | Total (en millones de USD) | Participación acumulada en el total |
|---|-------------------------------|--|
| Top 10 | 217 | 0,3% |
| Top 50 | 559 | 0,8% |
| Top 100 | 823 | 1,1% |
| Top 200 | 1.159 | 1,6% |
| Top 300 | 1.388 | 1,9% |
| Top 500 | 1.740 | 2,4% |
| Top 1.000 | 2.355 | 3,2% |
| Top 2.500 | 3.510 | 4,8% |
| Top 5.000 | 4.756 | 6,5% |
| Top 10.000 | 6.500 | 8,8% |
| Top 50.000 | 13.991 | 19,0% |
| Top 100.000 | 19.860 | 27,0% |
| Total compras de compradores netos | 73.640 | |

D) Mercado de Cambios: Personas jurídicas y otros - Decil 10

Compradores netos de activos externos del sector privado (billetes y divisas)

Período: 17.12.15 a 27.10.19

| Sector | Cantidad de personas (en unidades) | Monto (en millones de USD) | Participación por monto |
|--------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------|----------------------------|
| Inversores Institucionales y otros | 3.516 | 16.114 | 31% |
| Energía* | 209 | 7.736 | 15% |
| Industria Química, Caucho y Plástico | 400 | 4.176 | 8% |
| Comunicaciones | 72 | 3.269 | 6% |
| Transporte | 400 | 2.980 | 6% |
| Alimentos, Bebidas y Tabaco | 266 | 2.624 | 5% |
| Maquinarias y Equipos | 330 | 2.577 | 5% |
| Industria Automotriz | 163 | 2.475 | 5% |
| Resto de empresas del Sector Real | 3.171 | 9.790 | 19% |
| TOTAL | 8.527 | 51.742 | |

E) Mercado de Cambios: Personas jurídicas y otros - Percentil 100

Compradores netos de activos externos del sector privado (billetes y divisas)

Período: 17.12.15 a 27.10.19

| Sector | Cantidad de personas (en unidades) | Monto (en millones de USD) | Participación por monto |
|--------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------|----------------------------|
| Inversores Institucionales y otros | 314 | 11.839 | 29% |
| Energía* | 84 | 7.442 | 18% |
| Industria Química, Caucho y Plástico | 63 | 3.634 | 9% |
| Comunicaciones | 21 | 3.179 | 8% |
| Transporte | 54 | 2.449 | 6% |
| Alimentos, Bebidas y Tabaco | 35 | 2.278 | 6% |
| Industria Automotriz | 24 | 2.251 | 5% |
| Maquinarias y Equipos | 44 | 2.203 | 5% |
| Resto de empresas del Sector Real | 213 | 5.848 | 14% |
| TOTAL | 852 | 41.124 | |