

La fuga de capitales (2)

Informe de Heisenberg del 16/05/20

1. Conceptos generales

A continuación vamos a describir el comportamiento de la Formación de Activos Externos (FAE) del Sector Privado No Financiero (SPNF), que mide el nivel de atesoramiento en divisas del sector privado. Un saldo negativo de esta cuenta implica lo que coloquialmente conocemos como “fuga de capitales” o dólares que los privados han retirado del circuito formal. Así la **“fuga” no necesariamente significa la salida de fondos del país sino que puede referirse a la salida de dólares del sistema.**

La FAE, que forma parte de balance cambiario (BC) del BCRA, computa la totalidad de los recursos que los residentes deciden sacar del circuito de la economía doméstica e incluye 3 partidas:

- *Compra de dólares billetes* (que generalmente quedan en el colchón o en cajas de seguridad),
- *Inversiones directas que residentes hacen en el exterior.* Es una categoría de inversión internacional que refleja el objetivo, por parte de una entidad residente de una economía (inversor directo), de obtener una participación duradera en una empresa residente de otra economía (empresa de inversión directa).
- *Otras inversiones de residentes en el exterior* (mayormente apuestas financieras). Por ejemplo, inversiones de residentes en inmuebles en el exterior, o en títulos de deuda, o en derivados financieros, o transferencias al exterior asociadas a operaciones financieras, etc.

2. La magnitud de la fuga

La principal razón de esta “fuga” ha sido la demanda de billetes para ahorrar en una moneda estable y de alta liquidez, aunque no es una causa excluyente. En los años en que el público ha percibido que el tipo de cambio está “atrasado” o “barato” en términos de pesos se advierte la demanda para otros fines como viajes y compras al exterior.

En el cuadro y el gráfico 1 se volcaron los datos de la FAE SPNF del Balance Cambiario del BCRA en el periodo 2004 hasta 2019.

Los datos oficiales indican que en el acumulado hasta el 2006 la fuga de capitales fue levemente deficitaria alcanzando los US\$ -4.600 millones. Decimos “levemente” considerando las fugas que se empiezan a registrar a partir del año siguiente.

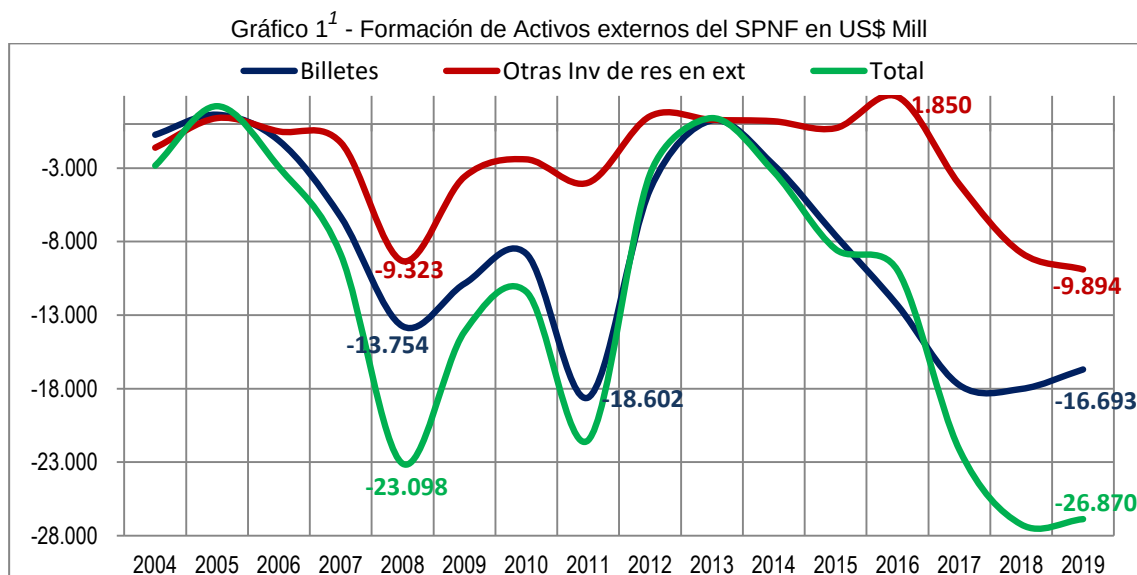
A partir de 2007 ocurrió un apercibimiento generalizado de que el ritmo de los precios comenzaba a acelerarse a una tasa de 2 dígitos lo que bien pudo explicar la notoria propensión de los argentinos por la tenencia de divisas a modo refugio.

También la sensación de que el dólar empezaba a estar “barato” dio inicio a una nueva zaga del “deme 2” y fue así el comienzo de una masiva incursión

de la clase media (y más media) argentina a los centros de compra del exterior.

Cuadro 1 - FAE SPNF Mill US\$

	Billetes	Otras Inv de res en exterior	Total
2004	-736	-1.616	-2.837
2005	627	399	1.206
2006	-1.136	-507	-2.939
2007	-6.318	-1.263	-8.872
2008	-13.754	-9.323	-23.098
2009	-10.860	-3.590	-14.123
2010	-8.828	-2.409	-11.410
2011	-18.602	-3.995	-21.504
2012	-4.457	522	-3.404
2013	239	280	397
2014	-2.794	183	-3.248
2015	-7.597	-288	-8.520
2016	-12.326	1.850	-9.951
2017	-17.757	-4.110	-22.148
2018	-18.019	-8.757	-27.230
2019	-16.693	-9.894	-26.870
Total	-139.012	-42.520	-184.549



La compra de billetes (línea azul) fue la partida más activa en el periodo 2004/19 con US\$ -139.012 millones. Se observa que la salida de billetes del sistema tuvo un aumento pronunciado en el 2011, quizás por una mezcla de factores entre atraso cambiario y observación del progresivo deterioro del resultado de cuenta corriente. Una situación similar a la ocurrida a partir del 2017: en el primer semestre del 2018 la fuga fue record.

Las “otras inversiones de residentes en el exterior” (línea roja) son movimientos especulativos que no tiene oscilaciones extremas pero igual que la anterior es negativa en la mayoría de años, en especial durante la crisis 2008/09 y a partir del 2017. También en el 2019 la incertidumbre electoral hizo migrar muchos fondos de activos en pesos a dólares.

Las causas de ambas partidas son idénticas y eso se puede comprobar a través de la correlación entre ambas series que es muy cercana (0,71).

El ítem de “inversiones directas que residentes hacen en el exterior” obviamente tiene una expresión muy baja a nivel del BC y por lo tanto no fue incluido en los cuadros y gráficos de este documento.

3. Causas de la fuga

A finales de 2011 el gobierno puso restricciones a la demanda de divisas y regulaciones en los flujos de capitales, por lo que se observa en el periodo 2012-2014 una drástica caída de fuga de capitales. Eso se comprueba especialmente en la serie de “otras inversiones” que se compone mayormente de movimientos especulativos.

En diciembre de 2015, desde el inicio, la gestión de MM retiró bruscamente todas las regulaciones del mercado de cambios, lo cual se tradujo rápidamente en el inicio de una nueva espiral de inflación y devaluación, que se aceleró a partir del 2018 y nos mantiene en vilo hasta la fecha.

Lo que se puede dar sentado en base a la evidencia empírica del cuadro 1 es una persistente demanda de divisas (ver la serie de billetes). Así sus valores son muy oscilantes pero la tendencia es muy firme al alza a lo largo del tiempo.

La insuficiencia crónica de divisas es explicada a través de la conocida “**restricción externa**”, según la cual desde los años 50 Argentina padece reiterados desequilibrios del balance de pagos cuyo desenlace mayormente ha consistido en episodios de devaluación, inflación, caída de los salarios reales y del nivel de actividad.

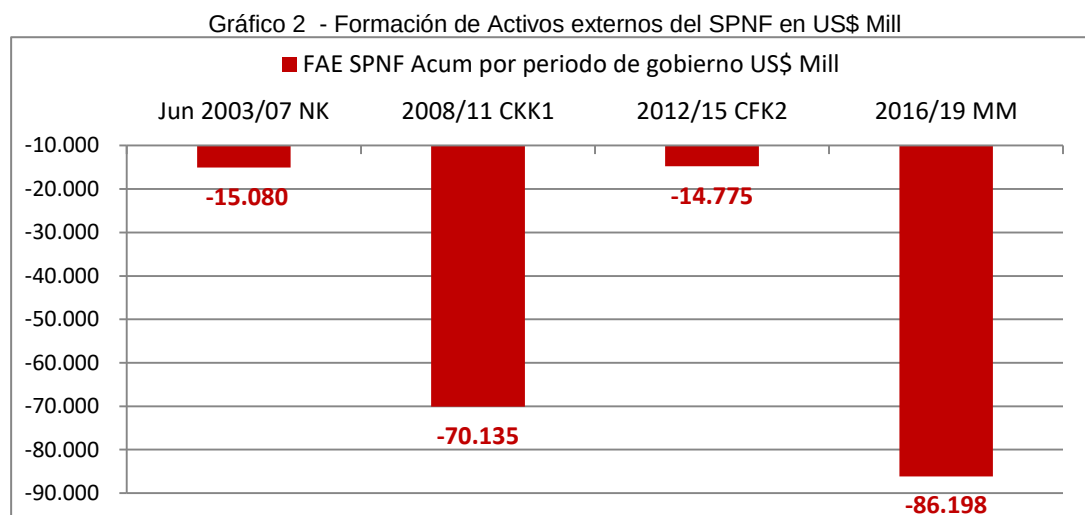
Esta foto de la “restricción externa” ha estado muy presente en el primer periodo de CFK y desde el tercer año del gobierno de MM, pero el matiz esta vez subyace en que a CFK se

¹ Los datos de cada cuadro y gráfico fueron obtenidos de las series del Banco Central de la República Argentina BCRA https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables_datos.asp

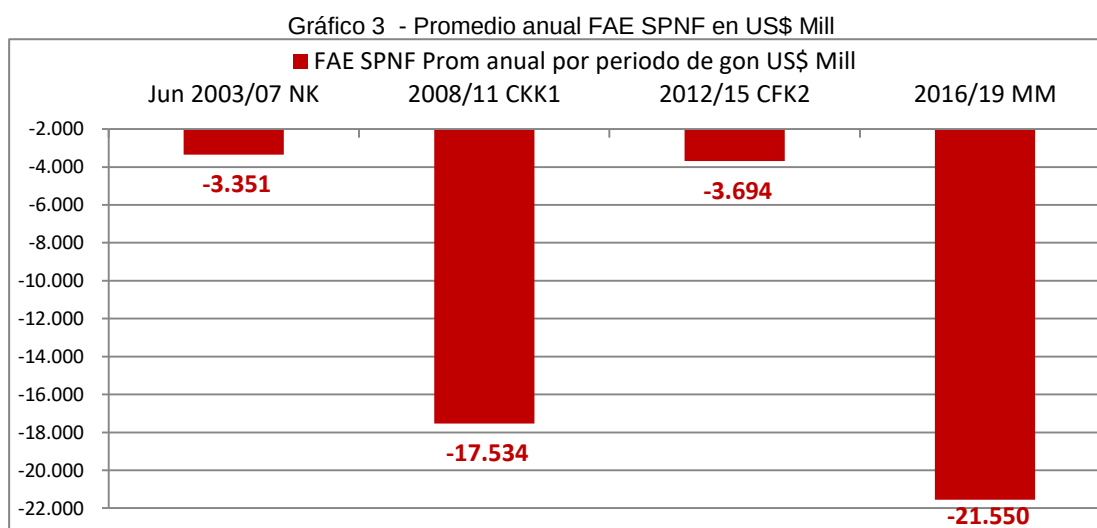
le sumó la crisis 2008/09 de las subprime, y en el periodo de MM se trata de 4 años de volatilidad con alto nivel de endeudamiento y severas afecciones para el nivel de actividad.

En el gráfico 2 se registran los datos de la fuga de divisas por periodo de gobierno. Se observa que sumado los 2 periodos de CFK (2008-15) la fuga en ese periodo alcanzó los casi US\$ -85.000 millones, y si a eso le agregamos el periodo de NK (jun03-2007) la suma fue de casi US\$ -100.000 millones para jun03 hasta dic15 (esto sería la contrapartida de 12,5 años de “década ganada”?).

Pero en el país nadie se queda corto. Si observamos el periodo de MM, con 4 años de gestión, logró superar los US\$ -86.000 millones. Si durante los dos primeros años del ciclo de MM, en un contexto de todavía cierta popularidad, el nivel de fuga era superior a US\$ -32.000 millones como no se va a reproducir es fenómeno cuando ocurre una hecatombe y además se acercan las elecciones.



En el gráfico 3 se registran los datos de la fuga de divisas promedio anual por periodo de gobierno. Para que quede más claro y se vean los esfuerzos de cada gestión por neutralizar la fuga de capitales. Como se muestra en el cuadro la medalla de oro se la lleva MM con un record de promedio anual de US\$ -21.500 millones (digno de figurar en el Guinness World Record), seguido del primer periodo de CFK con US\$ -17.500 millones (merecería la medalla de plata), y finalmente los 2 periodos de CFK2 y NK con promedios anuales mucho más reducidos.



4. Analizar el contexto

En síntesis, a los efectos de analizar el proceso de fuga de capitales en un periodo determinado conviene tener en cuenta las siguientes variables que pueden ser motivo de causa para fugarse en el corto o mediano plazo:

Cuestión estacional 1: para fines y principios de año la demanda de dólares aumenta cíclicamente por cuestiones vacaciones y cierre de ejercicio en muchas empresas. Se puede ver en la partida de “viajes y pagos con tarjeta” del Balance Cambiario.

Cuestión estacional 2: los meses de pago de aguinaldo puede ser también un factor que influya en la demanda de dólares.

Cuestión estacional 3: los meses en que el campo y sus intermediarios vuelcan la cosecha al mercado también son motivo de movimientos cambiarios. Eso sucede entre marzo y mayo y entre octubre y diciembre. Eso se observa en la partida de cobro de exportaciones de “cereales y oleaginosas”.

Cantidad de adquirentes y promedio por adquirente: es un buen medidor de que segmentos están interviniendo en el mercado, si el chiquitaje o los grandes apostadores.

Contexto macro 1: influyen en la demanda de divisas la situación del consumo y la recesión de los distintos periodos (que restan capacidad de ahorro) reducen las posibilidades de comprar dólares a ciertos sectores de la población.

Contexto macro 2: las tasas en pesos de algunos instrumentos financieros que sirven de referencia, como las Leliq o los plazos fijos, y las expectativas de inflación, que determina la tasa de interés real que rinden algunos de ellos. También la desaceleración del crecimiento de plazos fijos o el incremento de la base o de la circulación monetaria son variables que deben monitorearse.

Contexto macro 3: el nivel de tipo de cambio real (atrasado o adelantando) y el resultado de la cuenta corriente del BC son otras variables que tienen que seguirse habitualmente porque su deterioro (restricción externa) es una señal de posible devaluación y por lo tanto impulsan los reflejos de público y operadores para posicionarse ni dólares.

Contexto político: los procesos electorales en el país son motivo de incertidumbre y siempre genera stress en el mercado cambiario a pesar que muchas veces se trata de evitarlos con una mayor tasa de interés de instrumentos financieros.

Por ejemplo, un análisis que contemplara algunos de estos aspectos anteriores, vinculada con fines del 2018, podría decir:

La salida de capitales no comenzó hace dos semanas atrás, entre los años 2017 y 2018 emigraron del país casi U\$S50.000 millones, que son el 60% del total de la formación de activos externos de los 4 años.

Si tomamos los ingresos y egresos de la inversión de cartera en Argentina, observaremos que desde abril de 2018 vemos una salida de capitales especulativos muy importantes. Casualmente el mes y el año coinciden con el inicio de la guerra comercial entre Estados Unidos y China.

A eso se suma la modificación de política monetaria y financiera del Banco Central a fines del 2017 que escala el problema del corte de financiamiento internacional como consecuencia del corte de aranceles a China, y la reducción de crédito para el mundo emergente. Este episodio sumado a la sequía que afectó las cosechas del campo en buena proporción, con menos cantidades, precipito una falta de habilidad política para sobrellevar la crisis que nos colocó en la situación actual.

Los inversores se fugaron porque advirtieron que las condiciones económicas no eran las adecuadas, no había posibilidades ciertas de que el consumo interno, motor del crecimiento, creciera con la política de ajuste en el precio de los servicios públicos que les quitaron poder adquisitivo a los asalariados y afectaron el consumo. Por el lado de la exportación, un mix de altos impuestos y un tipo de cambio bajo producto de una política monetaria errada, no invitaban a invertir en proyectos ligados a la exportación. Todo esto con una legislación laboral que era nociva a los intereses de los inversores

La salida de capitales del país dejó desfinanciado a todo el sistema productivo y generó una crisis de magnitudes impensadas. En el año 2016 el PBI cayó 1,8%, en el año 2017 el PBI subió el 2,4% y en el año 2018 descendió el 2,5%. Para el año 2019 se espera una baja del PBI del 2,2%.

5. Conclusión

Por un lado, el país ha tenido una fuga de capitales desde mediados del año 2003 por un total de US\$ -186.200 millones.

Según los datos del INDEC entre inversión directa en el exterior, inversiones en carteras (títulos de deuda, por ejp.), y participaciones de capital, depósitos y préstamos, entre otros, los argentinos conservan en el exterior cerca de US\$400.000 millones. A todo esto habría que agregar el dinero “negro” cuyo monto es difícil de cuantificar. Con solo estos números, y considerando un PBI de aproximadamente US\$400.000 millones, los argentinos tenemos encanutados de aproximadamente un PBI.

Obviamente si a ese panorama le agregamos que estamos en medio de una pandemia infernal, a pesar del esfuerzo del gobierno, hay que poner mucha buena voluntad para ser optimistas. En otras épocas nos salvábamos con una cosecha, ahora ni siquiera con eso alcanza.
