

**FLACSO**

Área de Economía y Tecnología

**17**

**Internacionalización financiera y  
fuga de capitales en América Latina**

Argentina, Brasil, Chile y México en los años '90

**Matías Kulfas**

**Kulfas, Matías**

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

92 p. ; 22x28 cm.

ISBN 978-950-9379-13-8

1. Economía de América Latina. I. Título  
CDD 330.980

**FLACSO-Argentina**  
**Área de Economía y Tecnología**

[www.flacso.org.ar/economia](http://www.flacso.org.ar/economia)

Documento de Trabajo N° 17, noviembre de 2005

Este trabajo forma parte del Proyecto: "Deuda externa e integración económica internacional de la Argentina. 1990-2004", dirigido por el Dr. Eduardo Basualdo y patrocinado por la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica. (PICT 2003 N° 14072)

© by FLACSO Argentina – Área de Economía y Tecnología.

Ayacucho 551 C1026AAC Buenos Aires, Argentina

Tel: (54-11) 5238 – 9384 Fax: (54-11) 4375-1373

Email: [econo@flacso.org.ar](mailto:econo@flacso.org.ar)

<http://www.flacso.org.ar>

Queda hecho el depósito Ley 11.723.

Reservados todos los derechos.

Queda rigurosamente prohibida sin la autorización por escrito de FLACSO, la reproducción total o parcial de esta obra, por cualquier medio o procedimiento incluidos la reprografía y el tratamiento informático.

El presente documento de trabajo fue realizado en el marco del Proyecto “Deuda externa e integración económica internacional de la argentina. 1990-2004”, patrocinado por la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica (PICT 2003 N° 14072) y dirigido por Eduardo Basualdo, coordinador del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO. Forma asimismo parte del trabajo de tesis correspondiente al Programa de Doctorado en Ciencias Sociales de la FLACSO. El autor agradece los valiosos aportes y comentarios realizados por Enrique Arceo, Nicolás Arceo y Eduardo Basualdo y, naturalmente, los exime de responsabilidad por los errores y omisiones que pudiera contener el presente documento.



## ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN .....	9
II. MARCO TEÓRICO Y ANTECEDENTES.....	14
II.1) <i>Antecedentes en el estudio de la fuga de capitales</i> .....	14
II.2) <i>Una nota histórica: Keynes y Hirschman</i> .....	25
II.3) <i>La escuela francesa y la academia estadounidense heterodoxa</i> .....	28
II.4) <i>Conclusión: los debates abiertos y las hipótesis de trabajo</i> .....	32
III. ASPECTOS CONCEPTUALES Y METODOLÓGICOS .....	35
III.1) <i>Definiciones conceptuales</i> .....	35
III.2) <i>Métodos de estimación</i> .....	36
III.3) <i>Metodología a utilizar en el presente trabajo</i> .....	41
IV. LA EVIDENCIA EMPÍRICA: ARGENTINA, BRASIL, CHILE Y MÉXICO EN LOS '90.....	43
IV.1) <i>Estimaciones de fuga de capitales</i> .....	43
IV.2) <i>Las rentas de los activos financieros externos</i> .....	50
IV.3) <i>Principales inferencias obtenidas a partir de la evidencia empírica</i> .....	55
V. FACTORES DETERMINANTES Y CANALES DE TRANSMISIÓN .....	57
V.1) <i>Aspectos macroeconómicos</i> .....	58
V.2) <i>Aspectos micro y mesoeconómicos</i> .....	63
VI. CONCLUSIÓN: FUGA DE CAPITALES EN TIEMPOS DE GLOBALIZACIÓN FINANCIERA.....	73
BIBLIOGRAFÍA .....	77
ANEXO ESTADÍSTICO .....	84

## ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS

- Cuadro 1: Stock de activos externos del sector privado. Argentina, Brasil, Chile y México, 1989-2001.
- Cuadro 2: Argentina y Chile: desagregación del stock de activos externos entre sector privado no financiero y sector financiero.
- Cuadro 3: Posición de inversión internacional. Activos externos del sector privado, año 2001, Argentina, Brasil, Chile y México.
- Cuadro 4: Estimación de rentas sobre activos financieros externos y factores que influyen en la variación de stocks de activos financieros externos. Argentina, Brasil, Chile y México, 1990-2001.
- Cuadro 5: Matriz de correlaciones. Fuga de capitales, tipo de cambio real, inflación, tasa de interés real, diferencial entre tasa de interés doméstica e internacional, stock de depósitos del sector privado no financiero, stock de deuda externa, tasa de crecimiento del producto, stock de capital y fusiones y adquisiciones.
- Cuadro 6: Primeras 1000 empresas de América Latina según ventas totales. Desagregación por origen del capital (%).
- Cuadro 7: Fusiones y adquisiciones transfronterizas. Argentina, Brasil, Chile y México.
- Cuadro 8: Fusiones y adquisiciones entre empresas privadas con participación de capitales extranjeros en Argentina, Brasil, Chile y México durante la década de 1990.
- Cuadro 9: Operaciones de transferencias de empresas de grandes grupos económicos en Argentina, 1992-1999.
- Cuadro 10: Fusiones y adquisiciones en Argentina: vinculación con procesos de privatizaciones, 1992-1999.
- Cuadro A.1: Inversión de empresas chilenas en el exterior, 1990-1997.
- Cuadro A.2: Inversiones de firmas mexicanas en el exterior materializadas a través de fusiones y adquisiciones.
- Cuadro A.3: Fusiones y adquisiciones transfronterizas en México, 1994-2000. Desagregación sectorial.
- Cuadro A.4: Fusiones y adquisiciones en Argentina, 1992-1999. Desagregación sectorial.
- Cuadro A.5: Inversión Directa en el Exterior: Argentina, Brasil, Chile y México, 1989-2001.
- Cuadro A.6: Brasil: Inversión directa en el exterior. Desagregación según país de destino, sector y principales firmas.

Cuadro A.7: Argentina: proporción de activos financieros sobre activos totales en las principales 500 grandes empresas de la Argentina, 1995 – 1997.

Cuadro A.8: Chile: deuda externa bruta por sector institucional.

Gráfico 1: Evolución de las tasas de inversión en Argentina, Brasil, Chile y México, 1960-2004.

Gráfico 2: Stock de fuga de capitales en Argentina, Brasil, Chile y México, 1979-1998, estimada según el método residual.

Gráfico 3: Cociente fuga de capitales / PIB, Argentina, Brasil, Chile y México, 1979-1998, estimado según el método residual de la balanza de pagos.

Gráfico 4: Distintas estimaciones del stock de fuga de capitales bajo el método residual y método residual ajustado para la Argentina, 1970-2001.

Gráfico 5: Fuga de capitales en Argentina, Brasil, Chile y México, 1980-2003, estimada según el método “Hot Money” (saldo de errores y omisiones de la balanza de pagos).

Gráfico 6: Stock de activos financieros externos del sector privado, Argentina, Brasil, Chile y México, 1989-2001.

Gráfico 7: Stock de activos financieros externos del sector privado como porcentaje del PIB, Argentina, Brasil, Chile y México, 1991-2001.

Gráfico 8: Stock de activos financieros externos del sector privado como porcentaje del stock de deuda externa Argentina, Brasil, Chile y México, 1989-2001.

Gráfico 9: Stock de activos financieros externos del sector privado como porcentaje del stock de capital fijo Argentina, Brasil, Chile y México, 1989-2001.

Gráfico 10: Factores que explican la variación de las tenencias de activos financieros externos: capitalización de rentas y nuevas operaciones de adquisición de activos financieros externos Argentina, Brasil, Chile y México, 1990-2001.

Gráfico 11: Evolución el stock de activos financieros externos del sector privado y tipo de cambio real bilateral con EE.UU., Argentina, Brasil, Chile y México, 1991-2001.

Gráfico 12: Fusiones y adquisiciones transfronterizas (incluido privatizaciones) como proporción del PIB. Argentina, Brasil, Chile y México, 1990-2001.

Gráfico 13: Evolución el stock de activos financieros externos del sector privado y de las fusiones y adquisiciones transfronterizas, Argentina, Brasil, Chile y México, 1990-2001.





## I. Introducción

Durante los años '90, la aplicación de reformas de corte neoliberal en América Latina profundizó la integración de los países de la región en los procesos de transnacionalización productiva y financiera que se vienen produciendo en la economía mundial desde los años '70. Con diferentes matices y tiempos de implementación, la mayor parte de los países avanzó hacia procesos de privatización de empresas públicas con participación de corporaciones transnacionales, apertura comercial, liberalización de los flujos financieros y renegociación de pasivos externos, a partir de lo cual se produjo una importante afluencia de capitales hacia la región.

Esta mayor integración económica y financiera se hizo también extensiva al comportamiento de diferentes sectores de residentes locales, destacando la conformación de un selecto y reducido conjunto de grandes firmas y grupos económicos (las multinacionales latinoamericanas, según fueran definidas por la literatura económica del período) que iniciaron (o profundizaron) procesos de transnacionalización productiva. Este fenómeno, que se presentó con mucha intensidad en el caso de Chile, también se hizo extensivo a otras economías como las de Brasil, México y la Argentina.

Un aspecto de interés, no siempre tratado en el análisis económico, es que dicho proceso de transnacionalización productiva fue acompañado por otro, más intenso aún, de transnacionalización financiera, el cual no sólo incumbió al conjunto de "multinacionales latinoamericanas" sino que también incorporó a un amplio conjunto de grandes firmas y agentes económicos. En efecto, durante los años '90 fue posible apreciar cierto crecimiento en las tenencias de activos financieros externos por parte de residentes en países de la región, fenómeno que, como se analizará más adelante, presenta ciertos grados de heterogeneidad.

En realidad dicho fenómeno no es nuevo. La crisis de la deuda de comienzos de los años '80 permitió apreciar que no sólo habían crecido notablemente los pasivos externos sino que, en algunos países, también se habían incrementado los activos externos en manos de residentes.

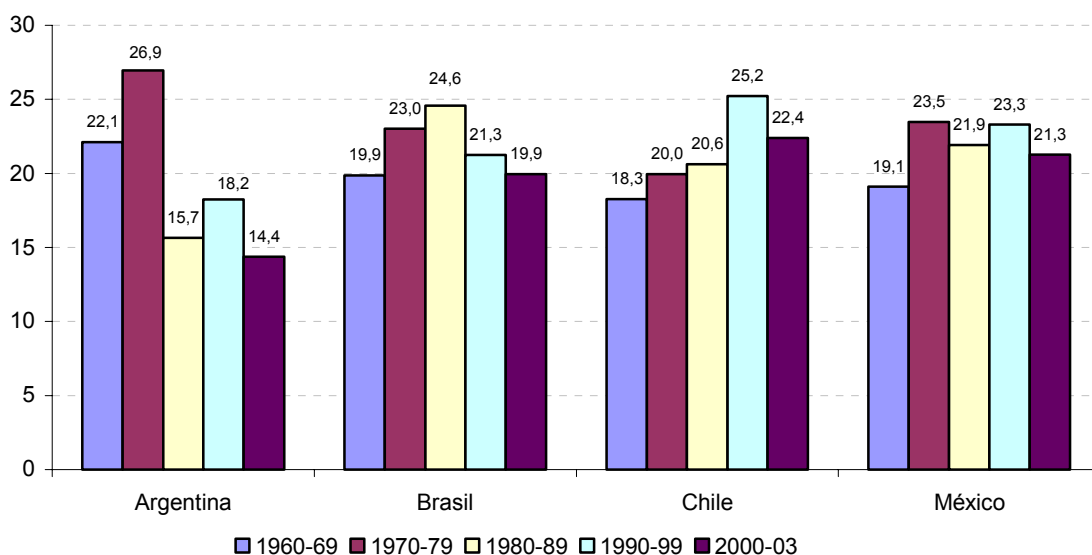
A partir de la crisis de la deuda se pudo observar un cambio en el comportamiento de determinadas fracciones del capital local en muchos países de América Latina. La creciente adquisición de activos financieros, el incremento de su importancia en la actividad de las grandes firmas y la conformación de mercados de capitales cada vez más integrados en el ámbito internacional conforman nuevas tendencias en el nivel mesoeconómico que generan profundos impactos en el nivel macroeconómico.

En tal sentido, uno de los elementos más llamativos de la etapa que se abre en los años '90, es decir, cuando la globalización se consolida plenamente a partir de la

disolución del bloque de países bajo la órbita de la ex Unión Soviética, es la fuerte caída en las tasas de inversión de los países latinoamericanos. En efecto, tal como se puede apreciar en el Gráfico 1, tanto Brasil como Argentina y México, es decir las tres economías más importantes de la región tuvieron en los '90 tasas de inversión inferiores a las de los años '70, al tiempo que en la Argentina dicha tasa fue inferior incluso a la de los años '60 y en Brasil se da la paradoja de que fue inferior a la de los años '80 (la denominada “década perdida” para los países latinoamericanos). La década que se inicia en 2000 no muestra mejora alguna. Por el contrario, en el caso argentino es la tasa de inversión más baja de todo el período analizado (influida por la estrepitosa caída originada en la crisis de los años 2001 y 2002), en Brasil vuelve a caer hasta el nivel de los años '60 y en México cae por debajo del nivel de los años '70.

Gráfico 1

*Evolución de las tasas de inversión en Argentina, Brasil, Chile y México, 1960-2004 (coeficiente formación bruta de capital / producto interno bruto a valores corrientes, en %)*



FUENTE: elaboración propia en base a datos de Banco Mundial, *World Development Indicators*

Chile constituye un caso particular. En primer lugar, porque la industrialización sustitutiva nunca alcanzó los niveles de las tres economías antes señaladas. De hecho, las tasas de inversión de dicho país en los años '60 y '70 se ubicaron sustancialmente por debajo de las tres economías “grandes” de la región. En segundo lugar, se observa un fuerte salto en la tasa de inversión durante los años '90, al punto que se trata de la más alta en dicho período considerando las cuatro economías. Sin embargo, la década que se inicia en 2000 muestra una caída importante en lo que algunos autores, como Mognillansky (1999) denominan como “el fin de un ciclo de expansión de la inversión”.

*La pregunta clave pasa entonces por analizar cómo se explica que un conjunto de economías periféricas que tienen un ingreso medio en la economía mundial, que habían alcanzado cierto grado de industrialización y desarrollo expulsen capital y tengan menores niveles de inversión que en contextos en los cuales, supuestamente, la inversión y los flujos de capitales estaban más restringidos, tanto por el régimen monetario internacional vigente como por las propias limitaciones que imponían los países periféricos.*

A esta altura resulta pertinente destacar una primera distinción referente al fenómeno de la fuga de capitales. Como se verá en la siguiente sección, las definiciones al respecto son múltiples y no existe un consenso claro acerca de los usos del término “fuga de capitales”. En algunos casos, se hace especial hincapié en las fuertes salidas de capitales vinculadas a situaciones de crisis financieras o inestabilidad política. Las crisis de México (1994), Brasil (1999) y Argentina (2001) serían ejemplos al respecto. Sin embargo, hay otra manera de analizar el fenómeno –la cual puede ser complementaria de la anterior- que consiste en analizar el comportamiento estructural de sectores locales en cuanto a la adquisición de activos financieros externos.

*En tal sentido, lo llamativo es que, superadas las crisis, los capitales fugados no regresan a las economías y el stock se mantiene en niveles persistentemente elevados.*

Para algunos autores, se trata de una mera estrategia de diversificación de cartera, la cual explicaría que –ante la existencia de asimetrías en la gestión del riesgo- los inversores locales coloquen excedentes financieros en mercados externos a pesar de que las tasas marginales de retorno del capital (siguiendo la teoría neoclásica) sean sustancialmente más elevadas en la periferia que en el centro. Desde este punto de vista, si la fuga de capitales es un tramo de un movimiento de capitales en dos sentidos (por ejemplo, que tenga una compensación a través de ingresos de capitales materializados mediante la afluencia de inversión extranjera directa o endeudamiento externo) no se producirían los impactos negativos sobre las cuentas externas y el fenómeno de la fuga de capitales debería dejar de ser tratado como un problema.

Si bien desde la perspectiva del análisis macroeconómico esta argumentación puede asumir ciertos visos de validez, desde el punto de vista de la teoría del desarrollo este tipo de movimientos no representa necesariamente una contribución positiva. En particular, algunos autores como Amsden (2001; 2004), Chang (2003) o Fajnzylber (1983) han hecho hincapié en diversos trabajos que en los casos exitosos de desarro-

llo en economías periféricas han tenido un peso central el papel de la inversión proveniente de firmas y conglomerados nacionales<sup>1</sup>.

De allí que surja un amplio conjunto de preguntas que, entre otras, han guiado la presente investigación, entre las que se puede mencionar: ¿la creciente adquisición de activos financieros externos responde a estrategias de diversificación de cartera o nos habla de un fenómeno que refleja problemas estructurales tales como escasa oportunidades de inversión o comportamientos rentísticos? ¿A qué se deben los valores persistentemente elevados en los stocks de activos financieros externos de residentes independientemente de la existencia o no de situaciones de inestabilidad económica o política? ¿Cómo se vinculan las alzas en las tenencias de activos financieros externos con la evolución de los *fundamentals*? ¿En qué medida se trata de un fenómeno asociado a los agentes económicos en su conjunto y en cuánto corresponde asignarlo a sectores específicos? Y, en un sentido más amplio, ¿se han estrechado los espacios para la inversión en América Latina? ¿En cuanto puede incidir la adopción de un patrón de inserción internacional a la *Ricardo* y la renuncia expresa a una política industrial autónoma? En este último sentido, ¿el diferente comportamiento observado en las economías de industrialización reciente del este asiático refleja también estas diferencias con respecto al proyecto de desarrollo productivo e inserción internacional?

La fuga de capitales es un aspecto polémico en el debate sobre la restricción externa en América Latina. Desde el punto de vista de la distribución del ingreso, es evidente su carácter regresivo. Ello se debe a que la salida de capitales refuerza el desequilibrio externo, obligando al Estado a intensificar la presión fiscal sobre los sectores que no fugaron sus recursos de la economía para, de este modo, poder atender los servicios de la deuda. Desde la perspectiva del sector externo, la fuga de capitales puede profundizar los desequilibrios e incluso introducir situaciones de crisis y mayor volatilidad. Asimismo, la fuga de capitales resta recursos que hubiesen podido contribuir a incrementar los niveles de inversión de la economía y reforzar el crecimiento.

---

<sup>1</sup> “En los casos de Corea, Taiwán, Hong Kong y Singapur, y particularmente en los dos primeros, se observa que la presencia de las empresas extranjeras obedece a una estrategia endógenamente definida, en la cual se les asignan funciones a estas empresas convergentes con los objetivos internamente definidos y que consisten básicamente en la penetración en los mercados internacionales con productos manufacturados localmente, aunque con un contenido elevado de importación. Por consiguiente, lo que llama la atención y lo que da especificidad al caso de América Latina, no es tanto la presencia de estas empresas, sino la ausencia o debilidad de los lineamientos capaces de inducirlas a la adopción de comportamientos que serían convergentes con los atributos que se asignaban a la industrialización y a la contribución que estas empresas podrían hacer a ese proceso... De lo anterior se desprende que la responsabilidad central por el comportamiento y los efectos económicos que genera esta presencia indiscriminada de las empresas transnacionales en América Latina es eminentemente interna; si la protección ha servido para amparar masivamente la ineficiencia de empresas a las que difícilmente podrían aplicarse los criterios de “Infant industry” ha sido fundamentalmente por la relativamente frágil vocación industrializadora de la cúpula dirigente...”, Fajnzylber, 1983, pp. 142/143.

En este trabajo, la preocupación central no estará vinculada tanto con la fuga de capitales asociada con movimientos de corto plazo inherentes a situaciones de crisis (que son, sin dudas, un fenómeno preocupante) sino con la relativa “quietud” de los stocks (e incluso su incremento, o repatriaciones con cuentagotas) en fases de relativa prosperidad o estabilización. Se entiende que esta tendencia denota cambios en las economías latinoamericanas que responden a la extensión hacia la periferia de tendencias registradas en el centro.

Este trabajo analizará el fenómeno de la fuga de capitales en América Latina en los años '90 a partir del estudio de los casos de Argentina, Brasil, Chile y México. En la Sección II se presentará una revisión de los antecedentes de estudios sobre la materia y las principales conclusiones obtenidas a partir de la experiencia de los años '80. Para ello, se realiza una revisión bibliográfica de algunos estudios realizados tras la crisis de la deuda latinoamericana y la forma en que fueron reprocesados durante los años '90. Dadas las insuficiencias que, se sostiene, es posible encontrar en ese conjunto de estudios en general realizados bajo el marco teórico del *mainstream*, posteriormente se agregan enfoques adicionales, partiendo desde dos aportes históricos - Keynes y Hirschman- y de contribuciones más recientes desde la escuela francesa - Chesnais, Duménil, Lévy, Guttmann y Serfati- y la academia heterodoxa estadounidense -Crotty y Epstein-. En la Sección III se presentarán los aspectos conceptuales y metodológicos con los cuales se suelen elaborar los estudios sobre fuga de capitales, explicitando la metodología que se utilizará en el presente trabajo. En la Sección IV se presentará la evidencia empírica compilada para los casos de la Argentina, Brasil, Chile y México a partir de la metodología escogida, procurando dimensionar en términos absolutos y relativos el fenómeno en cuestión. En la Sección V se realizará un estudio de los factores determinantes del crecimiento de la fuga de capitales en Argentina, Brasil, Chile y México, enfatizando los aspectos macroeconómicos y un análisis de los canales de transmisión desde factores micro y mesoeconómicos hacia la dimensión macro. Finalmente, la Sección VII presentará las conclusiones.

## II. Marco teórico y antecedentes

### II.1) Antecedentes en el estudio de la fuga de capitales

Desde los años ochenta, más precisamente a partir del estallido de la crisis de la deuda externa latinoamericana, la producción de trabajos e investigaciones sobre el fenómeno de la fuga de capitales creció en forma considerable. Impulsada fundamentalmente desde los organismos internacionales de crédito, el interés por el tema se propagó luego hacia distintos ámbitos académicos. Si bien el interés inicial se centró en las economías latinoamericanas, rápidamente comenzaron a aparecer trabajos que extendieron sus campos de aplicación hacia otras regiones periféricas.

La constatación de un estrecho grado de correlación entre el crecimiento del endeudamiento externo latinoamericano (fundamentalmente del sector público) y la creciente acumulación de activos externos por parte del sector privado residente de dichos países, motivó un particular interés en el tema de la fuga de capitales. El aspecto saliente era entonces que los países latinoamericanos no eran deudores en términos netos, sino que se había producido una extraordinaria transferencia de recursos entre sector público y sector privado. En otras palabras, el sector privado se había quedado con activos financieros externos y el sector público con endeudamiento externo, hecho que generaba drásticas consecuencias distributivas, entre otras severas restricciones y resultantes.

Pero antes de entrar de lleno en este aspecto, que es sin dudas uno de los más importantes, vale la pena reseñar los resultados alcanzados por distintas investigaciones emprendidas sobre el tema. Para ordenar la exposición resulta pertinente sistematizar y organizar la literatura existente en torno a cinco grandes preguntas. Ellas son:

- a) ¿Qué es la fuga de capitales?
- b) ¿Cuáles son sus factores determinantes?
- c) ¿Qué nexos y vínculos son posibles de establecer entre endeudamiento externo y fuga de capitales?
- d) ¿Cuáles son las consecuencias negativas que acarrea la fuga de capitales?
- e) ¿Cuáles son las recomendaciones de política que es posible extraer a partir del análisis de las experiencias de países que sufrieron fuertes fugas de capitales?

Se dejará para la siguiente sección el análisis de los diferentes métodos de estimación de la fuga de capitales, aspecto que suele ocupar una parte considerable de la literatura sobre el tema.

A esta altura se considera pertinente aclarar que el concepto de fuga de capitales resulta a todas luces insatisfactorio a la hora de analizar los diversos problemas a los cuales la amplia gama de estudios sobre el tema hace referencia. En tal sentido, como sostienen Buitier y Szevari (2002), el concepto de fuga de capitales suele ser borroso y poco útil, “significa cosas diferentes para personas diferentes y a veces cosas diferentes para la misma persona”<sup>2</sup>.

Es posible comprobar esto cuando se afronta la primera de las preguntas. Una de las primeras definiciones realizadas sobre este concepto proviene de Kindleberger (1937), quien sostuvo que la fuga de capitales es toda salida de recursos basada en la existencia de situaciones de incertidumbre. Si bien han pasado muchos años desde aquella definición y se han producido numerosas transformaciones en la economía internacional, esa definición continúa siendo reconocida como la base de la mayor parte de las definiciones del *mainstream* en la materia.

Haciendo un esfuerzo de síntesis, puede afirmarse que existen tres conjuntos de definiciones acerca de fuga de capitales. La primera es una definición amplia que tiende a asociar la fuga de capitales con toda salida de capitales que, en caso de haber sido invertidos en la economía doméstica hubieran generado una tasa de retorno social más elevada. En esta línea es posible ubicar a los trabajos de Banco Mundial (1985), Erbe (1985), Cuddington (1986), Padilla del Bosque (1991), Schineller (1997), Ajayi (1997), Collier (1999) y Ajayi y Khan (2000). Desde este punto de vista, prácticamente todas las salidas de capitales correspondientes a residentes (y también a no residentes en fases de crisis e incertidumbre) deben ser consideradas como fuga de capitales. En esencia, esta perspectiva tiende a vincular la fuga con etapas de elevada incertidumbre como resultado de turbulencias en el sistema político o crisis económica y financiera. Por su parte, Meyer y Bastos Marques (1989), en un estudio sobre el caso brasileño, conceptualizan la fuga de capitales como una “salida desventajosa” para la economía.

Existe un segundo conjunto de definiciones que restringe parcialmente el universo de salidas de capitales que corresponde catalogar como fuga de capitales. Según estas definiciones, sólo las salidas de capitales motivadas por incertidumbre política o económica deben ser clasificadas como fuga. Desde esta perspectiva, existen salidas de capitales “normales” de residentes, que no son fugas de capitales, y salidas de capitales “anormales”, que sí lo son. Schneider (2001; 2003) ha sido uno de los principales defensores de esta definición. Según este autor, desde la crisis de la deuda de los años '80, la fuga de capitales fue tomada como un indicador razonable del clima

---

<sup>2</sup> Además, agregan los mencionados autores, el concepto de fuga de capitales posee una fuerte carga emocional debido a su fuerte asociación con actividades ilegales.

de negocios y la confianza de sus residentes en su propio sistema económico, pero, al mismo tiempo, puede haber salidas de capitales normales. En particular, Schneider (2001) hará referencia a un caso puntual que asume especial importancia a los fines de este trabajo, al cual define como flujos de salidas de capitales de residentes que representan “un tramo de un movimiento de capitales en dos direcciones”. Esta situación puede darse bajo dos modalidades: a) movimientos de capitales de residentes que financian un ingreso de capitales motivado por la intención de arbitrar impuestos o diferenciales de riesgo o b) movimientos de capitales de residentes que son financiados por una entrada de capital extranjero, por ejemplo, por endeudamiento externo. Esta última situación es la que asume especial importancia porque tanto México de fines de los '70 y los '80 como Argentina (en ese mismo período y también en los '90) son ejemplos concretos de la modalidad descripta<sup>3</sup>.

Finalmente, podemos encontrar un tercer conjunto de definiciones que limita el universo de fuga de capitales sólo a aquellas provenientes de la actividad ilegal. Desde esta perspectiva, sólo las salidas de capitales destinadas a financiar el contrabando y otras actividades ilícitas deben ser consideradas como fuga de capitales. En esta línea se inscriben los trabajos de Bhagwati (1964), Bhagwati, Krueger y Wibulswaski (1974) y Cumby y Levich (1987).

Es importante destacar que cada definición lleva implícita alguna motivación (incertidumbre, actividades ilegales, arbitraje, etcétera) y que las líneas de separación entre cada una de ellas no resultan claras en absoluto. Así, por ejemplo, muchas salidas de capitales en momentos de incertidumbre pueden provenir de actividades ilegales. Al mismo tiempo, las definiciones suelen chocar contra dificultades insalvables de estimación estadística. Ello se debe a que, para empezar, no siempre existen registros oficiales consistentes sobre fuga de capitales sino estimaciones indirectas bajo diferentes métodos (que suelen divergir entre sí), los cuales captan una idea aproximada del fenómeno pero lejos están de poder aportar demasiado acerca de las motivaciones reales. Schneider (2003) avanza parcialmente buscando establecer qué porción de las salidas de capitales de residentes corresponde a fuga de capitales (recordemos que su definición de fuga está limitada a contextos de incertidumbre política o económica). A partir de una serie de pruebas econométricas procura asociar diversos factores con la existencia de incertidumbre o con salidas consideradas como normales. Su trabajo se basa en un panel compuesto por 116 países periféricos para el período 1971-1998.

---

<sup>3</sup> Sobre la primera modalidad, el autor señala el caso de China como ejemplo de un país en que parte de los capitales fugados volvieron bajo la forma de inversión extranjera directa. También pueden hallarse casos similares en el proceso de privatizaciones de la Argentina, en que muchos grupos económicos constituyeron holdings inversores en otros países (fundamentalmente paraísos fiscales) para luego ingresar los fondos bajo la forma de inversión extranjera directa. Al respecto véase Basualdo (2000).



De acuerdo a la evidencia empírica recogida, el autor sostiene que las salidas de capitales no están asociadas a riesgos anormales en Asia Oriental pero sí en América Latina. Según el autor, entre 1982 y 1998 en México hubo fuga de capitales, en Brasil y Chile predominó el fenómeno denominado “round tripping” (que fuera definido antes como salidas de capitales que son un tramo de movimientos de capitales en dos direcciones) y en Argentina y Colombia hubo aproximadamente 50% de cada cosa. Si bien el intento es saludable, los resultados obtenidos resultan poco satisfactorios y explican poco acerca de las tendencias verificadas en América Latina, tal como mostraremos más adelante.

Ingresando más de lleno en el estudio de los factores determinantes, se afirmaba previamente que algunas definiciones llevan implícitamente un posicionamiento acerca de las causas de la fuga de capitales. Esto es claro en el caso de las definiciones que asocian la fuga con incertidumbre. Existe también un conjunto de autores que hace hincapié en la ya también mencionada voluntad de arbitrar cargas impositivas o diferenciales de riesgo. En este caso, la fuga de capitales estaría respondiendo a tratos discriminatorios hacia los inversores locales. En esta línea se inscriben los trabajos de Dooley (1986; 1988), Khan y Ul Haque (1987) y Rojas-Suárez (1991). Se trata de situaciones en que la fuga de capitales puede convivir con masivos ingresos de capitales, debido a la supuesta existencia de información asimétrica, riesgo político y económico y en que los capitales fugados suelen ingresar bajo la forma de inversión extranjera directa<sup>4</sup>.

Para Dooley y Kletzer (1994), la fuga de capitales es la acumulación de activos externos por parte de residentes que escapa al control de las autoridades domésticas. Según esta perspectiva, la fuga de capitales debe ser estimada como la porción de los activos externos que generan ingresos y no son reportados en la balanza de pagos. Asimismo, para estos autores la fuga de capitales es arbitraje debido al trato diferencial entre inversores locales y externos<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> También pueden darse situaciones en las cuales los residentes locales se retiran con antelación. Botman y Diks (2002) presentan un modelo que estudia los factores determinantes de un proceso especulativo contra un régimen de tipo de cambio fijo cuando las inversiones son heterogéneas debido a sus diferencias de localización. Según este enfoque, los residentes pueden tener menores costos tomando posiciones de corto plazo, estando menos expuestos al riesgo cambiario y poseer mejor información. Un trabajo del FMI citado por los mencionados autores señala que en el proceso que llevó a la crisis mexicana de 1994, las presiones sobre las reservas no provinieron de la fuga de inversiones extranjeras o de la especulación de estos inversores sino de residentes mexicanos.

<sup>5</sup> “La fuga de capitales y el ingreso de capitales externos pueden ser vistos como un resultado del arbitraje internacional de las políticas domésticas. Las políticas que pueden conducir a la fuga de capitales incluyen una amplia variedad de impuestos y sobre subsidios a la compra de activos domésticos, incluyendo confiscaciones, que varían según la residencia del inversor en la práctica” (Dooley y Kletzer, 1994, p.8, traducción propia).

Otros autores tienden a explicar la fuga de capitales en función de estrategias de diversificación de cartera. Según Schneider (2001; 2003) esta sería la porción de salidas de capitales que deberían ser consideradas como “normales”, y que, por ende, no deberían ser consignadas como fuga de capitales<sup>6</sup>. Para Ajayi (1997), la fuga de capitales puede ser una respuesta endógena a la percepción de oportunidades de inversión más rentables.

Por su parte, Dooley (1986; 1988) sostiene que la fuga de capitales es el stock que no genera ingresos por inversiones en la balanza de pagos, hecho que permite distinguir entre flujos normales basados en decisiones de portafolio de aquellos basados en el deseo de colocar activos fuera del control de las autoridades domésticas. En un sentido similar se expresa Reddy (1997)<sup>7</sup>.

Finalmente, un tercer conjunto de estudios procura establecer nexos entre fugas de capitales y el contexto político. Lensink, Hermes y Murinde (1998) analizan un conjunto de series de fuga de capitales y las correlacionan con seis “variables políticas” (cantidad de asesinatos por millón de habitantes, cantidad de revoluciones por año, índice de derechos políticos, índice de apertura de las instituciones, índice de apertura a la participación política y guerras). El trabajo encuentra que en etapas de crisis financieras estas variables también presentan ciertos grados de significatividad en las pruebas econométricas. Los autores encuentran que “los factores vinculados a riesgo político importan mientras otras variables macroeconómicas no hayan sido tenidos en cuenta”. No obstante la poca rigurosidad del ejercicio propuesto, los autores no vacilan en concluir que han demostrado fehacientemente la vinculación entre riesgo político y fuga de capitales.

Más ampliamente, en la segunda mitad de los años '90 se realizaron diversas investigaciones basadas en pruebas econométricas destinadas a encontrar factores determinantes de la fuga de capitales. Collier, Hoeffler y Patillo (1999) encuentran correlación entre fuga de capitales y apreciación del tipo de cambio. Kant (1996) encuentra una correlación negativa entre fuga de capitales e inversión extranjera directa. Por su parte, Sheets (1996) halla una estrecha asociación entre un pobre desempeño macroeconómico y debilidad institucional que conduciría a incrementar la fuga de capita-

---

<sup>6</sup> “Si los países en desarrollo sacan provecho diversificando sus portafolios internacionalmente, no suena razonable clasificar la diversificación de activos de residentes en los países en desarrollo como fuga de capitales” (Schneider, 2001, p. 15-16). En otras palabras, según este autor sería ilógico clasificar como inversión de cartera las salidas de capitales provenientes de países centrales y como fuga de capitales a las provenientes de países periféricos.

<sup>7</sup> “Los movimientos normales ocurren a través de canales legales para que los agentes económicos diversifiquen sus portafolios en búsqueda del máximo retorno consistente con sus preferencias de riesgo. Los flujos anormales ocurren principalmente bajo incertidumbre política o económica y una inapropiada estructura de incentivos”, Reddy (1997, p.3).

les (las variables que toma en cuenta son la inflación, el déficit fiscal, el tipo de cambio real y la tasa de interés real, entendiendo que aumentos en los dos primeros y caídas en los dos segundos conducen a incrementar la fuga de capitales). Este trabajo sirve como base para una serie de pruebas que realizaron Loungani y Mauro (2000) para el FMI. Estos autores analizan el caso de Rusia en comparación con Europa Central, los países Bálticos y América Latina y sostienen que la fuga de capitales puede ser reducida o revertida con una mejora sustentable en su *performance* macroeconómica o la implementación de una reforma institucional o ambas. Para demostrar ello elaboran un panel y correlaciona las fugas de capitales con la inflación, el déficit fiscal y el índice de calidad de las reformas del Banco Mundial. A pesar de que los estadísticos no dan buenos resultados y el  $R^2$  ajustado alcanza el magro 0,20, los autores dan por confirmada sus hipótesis y se suman al coro de economistas de FMI que sostienen que el problema de la fuga de capitales se resuelve profundizando las reformas estructurales. En un sentido similar, aunque con algunas variantes, se expide Schineller (1997)<sup>8</sup>. En suma, los resultados suelen ser ambiguos, poco contrastables con la evidencia empírica y, en algunos casos, teñidos del marco ideológico que suele caracterizar a los estudios del FMI destinados a aportar un supuesto “sustento empírico” a sus *recomendaciones de política*.

Cabe entonces avanzar hacia la tercer pregunta, es decir, sobre la vinculación existente entre deuda externa y fuga de capitales. Recordemos que esta era una de las preguntas iniciales que dio lugar al inicio de una vasta literatura sobre el tema. Los organismos internacionales de crédito y algunos académicos tendieron a analizar la crisis de la deuda de los años '80 a partir de esta constatación<sup>9</sup>. Como sostiene Padilla del Bosque (1991, p.2), en su análisis sobre los años '80, “después de que hasta 1982 la banca comercial buscó como clientes a los países en desarrollo, a partir de la crisis de la deuda han venido usando el argumento de la fuga de capitales como justificante para reducir adicionalmente los préstamos concedidos a estos países y como instrumento de crítica de las políticas de ajuste que han instrumentado”. Si bien son muchos los trabajos que mencionan esta aparente paradoja de países con alto endeudamiento externo en forma concomitante a una creciente adquisición de activos externos por

---

<sup>8</sup> “Déficits fiscales y externos sustanciales, tipo de cambio subvaluado, altas y/o volátiles tasas de inflación y una ambiciosa liberalización financiera llevan frecuentemente a la fuga. De manera similar, el ajuste macroeconómico y las reformas estructurales conducen al ingreso de capitales”, (Schineller, 1997, p. 19, traducción propia).

<sup>9</sup> Al respecto, Ajayi (1997) sostuvo: “Algunos en la comunidad internacional donante han visto estos movimientos de capitales hacia el exterior como una parte componente del problema de la gestión de la deuda externa y han sugerido que una discusión acerca de la solución del problema del endeudamiento externo debe esperar hasta que el problema de la fuga de capitales sea superado. Algunos investigadores han señalado que la solución del problema de la fuga de capitales es una pre condición para discutir el problema de la deuda” (p.5, traducción propia).

parte de residentes del sector privado, no ha habido muchos casos en que el análisis de esta vinculación se haya realizado en forma pormenorizada.

Boyce (1990) señala algunos elementos que procuran establecer un marco analítico acerca de la relación entre endeudamiento externo y fuga de capitales. Desde esta perspectiva, el vínculo entre ambas variables puede tomar cuatro formas o modalidades:

- i) Endeudamiento externo que conduce a la fuga de capitales (*debt-driven capital flight*): como consecuencia de un aumento en el endeudamiento externo, los residentes acrecientan sus adquisiciones de activos externos. En este caso, el creciente endeudamiento externo conlleva expectativas de devaluación, crisis fiscal o desplazamiento de la inversión local (crowding-out).
- ii) Endeudamiento externo que intensifica la fuga de capitales (*debt-fueled capital flight*): se trata de una situación similar a la anterior pero en la cual el endeudamiento externo no genera la fuga de capitales sino que la intensifica o incrementa.
- iii) Fuga de capitales que conduce al endeudamiento externo (*flight-driven external borrowing*): como consecuencia de la creciente fuga de capitales, se produce un desequilibrio externo que debe ser financiado mediante endeudamiento.
- iv) Fuga de capitales que intensifica el endeudamiento externo (*flight-fueled external borrowing*): en este caso, una moneda doméstica abandona el país pero reingresa bajo la forma de moneda extranjera<sup>10</sup>. Este caso es de particular relevancia para las economías latinoamericanas.

Como síntesis, Boyce (1990) señala: “en cada uno de estos vínculos, el capital fluye en ambas direcciones como si se tratara de una puerta giratoria. Siguiendo esta analogía, podemos pensar en *Endeudamiento externo que conduce a la fuga de capitales (debt-driven capital flight)* como un caso en el que el Sr. Dólar arriba a través de la puerta giratoria y el Sr. Peso se ve a sí mismo anticipando problemas y decide irse. En el caso de *Endeudamiento externo que intensifica la fuga de capitales (debt-fueled*

---

<sup>10</sup> Cabe agregar una argumentación similar de carácter más general formulada por Dooley y Kletzer (1994, pp. 22-23): “La fuga de capitales suele ser asociada a una socialización de la deuda externa privada o al subsidio de los pagos de dicha deuda. Este tema fue señalado por Díaz Alejandro, quien argumentó que los ingresos de moneda extranjera destinados a la adquisición de activos externos privados quedaron indisponibles para el gobierno, que se ve obligado a realizar pagos de intereses a no residentes. La deuda externa privada aparece por haber financiado la acumulación de activos de no residentes que se han ubicado fuera del alcance de los gobiernos locales. Cuando estas deudas son subsidiadas, el gobierno sostiene su peso mientras los inversores extranjeros y el sector privado doméstico acreedor reciben sus beneficios”. Asimismo, Schineller (1997) señala que “en el caso de que la fuga de capitales sea financiada por endeudamiento externo, esta asimetría socializa el riesgo privado, lo cual es potencialmente ineficiente e inequitativo”.

*capital flight*), en cambio, el Sr. Dólar ingresa, completa unas pocas formalidades y se retira otra vez. En el caso de *Fuga de capitales que conduce al endeudamiento externo (flight-driven external borrowing)* el Sr. Peso se retira y el Sr. Dólar es invitado a ocupar su lugar. Y en *Fuga de capitales que intensifica el endeudamiento externo (flight-fueled external borrowing)*, el Sr. Peso se retira y vuelve disfrazado de Sr. Dólar. *Endeudamiento externo que conduce a la fuga de capitales (debt-driven capital flight)* refiere al caso en el que el capital abandona el país en respuesta a las circunstancias económicas atribuibles al endeudamiento externo en si mismo... En *Endeudamiento externo que intensifica la fuga de capitales (debt-fueled capital flight)* el ingreso de recursos externos proviene de flujos originados dentro de lo posible en fuga de capitales. El mismo individuo se endeuda con el exterior y transfiere en forma parcial o total sus activos al exterior. La deuda estimula en forma directa la fuga de capitales... El lado de la demanda en *Fuga de capitales que conduce al endeudamiento externo (flight-driven external borrowing)* es directo: el drenaje de recursos domésticos hacia la fuga de capitales genera demanda para reemplazar fondos en parte del gobierno y el sector privado... En *Fuga de capitales que intensifica el endeudamiento externo (flight-fueled external borrowing)*, el Sr. Peso fuga y re-ingresa al país bajo el papel del Sr. Dólar. La fuga de capitales busca arbitrar los diferenciales de rendimiento y riesgo entre el capital domestico y externo realizando una serie de transacciones conocidas como 'round tripping' o 'back-to-back loans' (autopréstamos). El residente local esta dolarizado y deposita en bancos del extranjero y el depositante luego toma un 'préstamo' del mismo banco (para el cual el deposito puede servir como un colateral" (pp. 64-69, traducción propia).

La asociación entre endeudamiento externo y fuga de capitales en el caso argentino ha sido señalada en Basualdo (1987)<sup>11</sup> y Rodríguez (1986)<sup>12</sup> para el período

---

<sup>11</sup> "Cabe preguntarse cómo es que el sector privado aumenta su endeudamiento externo y al mismo tiempo genera una espectacular fuga de capitales al exterior. A medida que transcurre 1980 se hace cada vez más evidente que, más allá de los propósitos de la conducción económica, la política económica está agotada y no tiene viabilidad, situación que es percibida por los deudores externos pero también por los acreedores de los mismos, la banca transnacional. Ante esta situación, la banca transnacional comienza a exigirle a sus deudores locales una garantía por sus nuevos y viejos créditos, cosa que se satisface al mantener un cierto monto de divisas en el exterior. En esta operación hubo en realidad una convergencia de intereses ya que los deudores locales al remitir capitales al exterior también resultaron beneficiados porque de esta manera evitaron las pérdidas que se hubieran derivado de una devaluación que se veía como inevitable. Es necesario destacar que esta salida de capital opera como una garantía de pago y no como una cancelación de las deudas externas que, salvo aquellas que son ficticias, permanecen como tales. Las características específicas que asume la relación entre endeudamiento externo privado y fuga de capitales al exterior ponen de manifiesto que ambas son realizadas por los mismos sujetos sociales. Es decir que no son determinados sectores los que se endeudaron y otros diferentes los que remitieron excedente al exterior sino que es un mismo sector social el que realiza ambas operaciones" (Basualdo, 1987, pp. 70-71).

<sup>12</sup> "En mi interpretación el fenómeno analizado resulta ser análogo, sólo en cuanto a sus consecuencias a las del vaciamiento de una empresa. Básicamente se endeudó en dólares un estado insolvente y buena parte de dichos dólares fueron vendidos a cambio de activos en pesos a múltiples inversores locales que

comprendido entre fines de los '70 y el estallido de la crisis de la deuda y Basualdo y Kulfas (2000) para los años '90.

Pasemos entonces a la cuarta pregunta, la cual consiste en analizar los efectos de la fuga de capitales. La literatura suele coincidir en los efectos adversos que genera la fuga de capitales, no así en sus causas y recomendaciones de política (tema de la quinta pregunta). Existe coincidencia en señalar al menos cuatro efectos de la fuga de capitales sobre las economías que la sufren:

- a) La erosión de la base impositiva. Los capitales fugados quedan fuera del alcance de las autoridades locales reduciendo de este modo las posibilidades de cobrar impuestos patrimoniales y sobre las ganancias.
- b) El desequilibrio en el sector externo. La fuga de capitales puede generar desequilibrios, más aún cuando tiene lugar en forma abrupta, generando adicionalmente una mayor volatilidad. Ese desequilibrio suele requerir medidas compensatorias tales como el endeudamiento del sector público.
- c) La regresividad distributiva. Los sectores más ricos son los que, naturalmente, son propietarios de los capitales fugados pero esas tenencias de activos salen de la economía doméstica generando desequilibrios externos que suelen derivar en un incremento de la presión fiscal sobre quienes, precisamente, no fugaron sus capitales (sea por voluntad propia o porque no tienen capitales que fugar).
- d) La disminución de las tasas de crecimiento, como resultado de una menor tasa de inversión y las perturbaciones macroeconómicas que introducidas por la erosión de la base impositiva y el desequilibrio externo.

---

jugaron exactamente la estrategia opuesta a la del gobierno. El mismo estado licuó luego el valor real de los activos en pesos a través de sucesivas devaluaciones con lo cual este se quedó con la deuda y los inversores locales con los dólares... Lo que en realidad ocurrió fue un sector del país se endeudó en divisas en tanto que otro se dedicó a acumularlas. Un sector creyó que el crédito externo era barato y otro que la situación era insostenible y el dólar habría de subir de precio... A partir de 1976 y especialmente en 1978-1980 el país experimentó altísimas tasas de retornos en dólares sobre las inversiones en pesos. Las tasas eran altas precisamente porque el mercado esperaba un cambio en el valor de la divisa. Sin embargo dicha opinión no parece haber sido homogéneamente compartida por todos los agentes o al menos algunos no parecen haberle prestado atención (particularmente las empresas públicas que recurrieron extensivamente al crédito externo). En definitiva, el individuo o empresa A que cree que las tasas domésticas son atractivas toma un crédito externo, ingresa las divisas al Banco Central declarando la deuda, obtiene pesos a cambio y los invierte a plazo fijo. El individuo B, que cree que el dólar va a subir de precio, toma un crédito en pesos por el mismo monto que el depósito del señor A y compra dólares en una casa de cambios. Al haber libre convertibilidad, el individuo B no debe declarar su tenencia de dólares. En definitiva, la deuda bruta crece, los activos externos también (pero nadie sabe quién los tiene). Todas las operaciones que han ocurrido son perfectamente legales y podrían pasar en cualquier país con moneda convertible (como casi todos los países desarrollados). Lo que no ocurre en los países desarrollados son las tremendas oscilaciones en los precios relativos que ocurren en nuestro país. Llegado 1981, ocurren las sucesivas devaluaciones sorpresivas (o esperadas por muchos) que licúan los activos y pasivos en pesos. El señor A se queda con la deuda en dólares y un activo en pesos que no vale nada en tanto que la deuda en pesos del señor B desaparece quedándose éste con sus dólares. **Alrededor de esta explicación simple surgen varias alternativas. En primer lugar, el señor A y el señor B bien podrían ser la misma persona. En efecto, el señor A, al salir del Banco Central con sus pesos podría haber recomprado los dólares en una casa de cambio y repagado su deuda sin avisar al Banco Central**

Finalmente, cabe analizar las recomendaciones de política que emanan de las principales líneas de la literatura sobre el tema. Coherentes con su diagnóstico acerca de que la fuga de capitales se funda en un clima de incertidumbre económica y política, la mayor parte de los estudios sobre el tema tiende a sugerir y proponer la necesidad de implementar o profundizar reformas estructurales bajo los parámetros que han venido vociferando los organismos multilaterales de crédito. En tal sentido, la mayor parte de las recomendaciones apuntan a profundizar la liberalización comercial y financiera, eliminar trabas y distorsiones que pudieran generar tratos inequitativos entre inversores locales e inversores extranjeros y promover mercados financieros más transparentes. Loungani y Mauro (2000), en su análisis sobre el caso de Rusia, concluyen que la fuga de capitales sólo podrá ser frenada mediante una estrategia de reformas de mediano plazo mejorando la calidad de gestión y la performance macroeconómica. Schineller (1997) encuentra evidencia econométrica (un tanto débil, por cierto) de que un programa con el FMI puede reducir la fuga de capitales<sup>13</sup>. Cabe señalar que Schneider (2001) encuentra poca evidencia acerca de que la liberalización financiera desestime la fuga de capitales. El autor estudia doce casos observando que las salidas de capitales tienen lugar con o sin controles de capitales. En tal sentido, “la creencia de que los controles de capitales conducen a movimientos de capitales no registrado por la balanza de pagos no puede ser confirmada en nuestro estudio. Los movimientos de capitales de residentes han ocurrido con y sin controles de capitales” (Schneider, 2000, pp., 36-37).

La mayor parte de los autores suele tener una opinión muy crítica respecto de la implementación de controles sobre movimientos de capitales. Auguste, Domínguez, Kamil y Tesar (2005) analizan el caso del control de cambios impuesto en Argentina a través del corralito, mostrando cómo una parte importante de residentes fugó capitales a través de la compra de ADRs<sup>14</sup>. Loungani y Mauro (2000) señalan que la imposición de controles a los movimientos de capitales ha sido ineficaz para detener la fuga en el caso de Rusia. Schneider (2003) sostiene que muchos de los movimientos de capita-

---

**de esta cancelación. Esta operación es bien conocida en el mundo financiero y se llama Back to Back Lending (autopréstamo)** (Carlos Rodríguez, 1986, énfasis propio).

<sup>13</sup> No obstante dicha “constatación”, la autora agrega: “De todas formas, una presencia del FMI conlleva diferentes implicancias en distintos países. Esto puede agravar la restricción doméstica y exacerbar la fuga de capitales. Alternativamente, puede capturar el mero hecho de que la economía requiere un significativo ajuste macroeconómico, el cual implica una relación positiva con la fuga” (p.17).

<sup>14</sup> “Los inversores locales pueden comprar acciones en moneda local, convertirlas en ADRs, revenderlas en New York por dólares y depositar esos dólares en bancos de EE.UU.” (Auguste, Domínguez, Kamil y Tesar, 2005). Según el mismo trabajo, las tasas de descuento implícitas en dichas operaciones llegaron hasta un 55%.

les no ameritan intervenciones de política en tanto ni siquiera está comprobado que sean nocivos para las economías<sup>15</sup>.

En suma, el problema de la fuga de capitales se solucionaría con un mejor desempeño macroeconómico, mejores instituciones y la implementación o intensificación de reformas económicas en el sentido de las que sostienen los organismos multilaterales de crédito. A la luz de las experiencias más recientes, la evidencia empírica muestra una débil vinculación entre ambos aspectos, tema sobre el cual se aportarán elementos de análisis para cuatro países latinoamericanos.

Ahora bien, resulta pertinente realizar, como cierre de este apartado, un breve examen crítico de los alcances de la literatura expuesta. En primer lugar, es importante señalar la escasa vinculación del fenómeno en cuestión con el proceso histórico y las transformaciones acontecidas durante los últimos treinta años. La emergencia del proceso de globalización financiera supera ampliamente la mera integración de los mercados financieros. Produjo transformaciones de relevancia en la estructura y conformación de las corporaciones transnacionales que modificaron sus patrones de acumulación, las relaciones entre activos líquidos y activos fijos y, por ende, alteraron su incidencia en la actividad financiera. A tal punto llega esta situación que, como sostienen algunos autores como Serfati (1999), la empresa en sí misma se transforma en un activo financiero.

Vinculado a este proceso, señalar a los procesos de formación de activos externos de residentes como meras estrategias de diversificación de cartera es, como mínimo una simplificación de un proceso mucho más amplio, profundo y complejo. Al mismo tiempo, no apreciar las severas implicancias que estos procesos tienen sobre las economías periféricas, máxime en países en que las tasas de inversión se han reducido significativamente, ya no sólo con respecto a los países centrales sino con relación a las tasas exhibidas hace tres décadas, resulta cuestionable. La fuga de capitales, cualquiera sea su definición, representa una clara merma en el producto potencial, en la acumulación de capital y provoca consecuencias negativas sobre la distribución del ingreso.

Al mismo tiempo, resulta difícil explicar sólo bajo el argumento de la diversificación de cartera que en forma concomitante haya inversores extranjeros ingresando capitales a un país mientras sus residentes los retiran. Evidentemente deben existir aspectos vinculados a la gestión de las carteras, a diferenciales de riesgo y otros factores, pero aún así la explicación resulta parcial e insuficiente.

---

<sup>15</sup> "Two-way flows are possible as a direct response to trade and financial market integration. That type of flow does not need any policy intervention, as such flows lead to an increase in welfare" (Schneider, 2003).



Con el objeto de complementar esta sección, en los siguientes apartados se analizarán algunas referencias expuestas por Keynes y Hirschman, para luego introducir algunos lineamientos de un marco teórico más amplio y heterodoxo a partir del análisis de algunos autores de la escuela francesa y la academia estadounidense heterodoxa.

## II.2) Una nota histórica: Keynes y Hirschman

Una de las principales insuficiencias que se encuentran en la literatura sobre fuga de capitales es su escasa contextualización histórica. En tal sentido, se entiende que los escritos de Keynes, tanto con anterioridad como con posterioridad a la segunda guerra mundial, aportan elementos de interés para analizar el fenómeno en cuestión en perspectiva histórica. Recuérdese que para Keynes, para lograr un sistema capitalista más estable y funcionando a niveles de pleno empleo, era necesario estimular la “eutanasia del rentista”, fenómeno que demandaría alrededor de dos generaciones (unos treinta años) en los cuales la tasa de interés fuera lo suficientemente baja como para desahuciar a la clase rentista.

James Crotty (1983) analiza comparativamente la posición de Keynes con respecto a los movimientos internacionales de capitales antes y después de la segunda guerra mundial. Su tesis es que ambas son consistentes. La primera proviene de un artículo publicado en 1933, titulado “National Self-Sufficiency”, el cual fue escrito durante la crisis mundial y puede ser leído como una fuerte inclinación en favor de la autarquía, si bien, como aclara Crotty, esa autarquía estaba acotada fundamentalmente a los movimientos de capitales y ciertos bienes del comercio internacional.

Según Keynes, para garantizar la paz y el pleno empleo era necesario generar un sistema de planificación y gestión del ahorro y la inversión, el cual era imposible de implementar en economías de libre comercio. “Keynes estaba convencido de que la integración de Gran Bretaña en un sistema de economía de libre comercio internacional era un obstáculo insuperable no sólo para promover la *‘eutanasia del rentista’* sino también para lograr el pleno empleo” (...) “las relaciones económicas con el resto del mundo deberían ser controladas y reducidas en tamaño y alcance. Para evitar la fuga de capitales, el libre movimiento de capitales fuera de las fronteras de Gran Bretaña debía ser eliminado” (Crotty, 1983).

Para Keynes, la pérdida de eficiencia económica causada por la disminución de los grados especialización internacional serían más bajos y aumentarían el potencial para la paz y prosperidad cuanto mayor sea la autosuficiencia. La experiencia de plani-

ficación de la inversión no podría ser exitosa con una integración plena. Según Crotty, Keynes se refirió específicamente al problema de la fuga de capitales como un ejemplo de los peligros de una economía abierta. Al respecto, decía Keynes: “la transformación de la sociedad requeriría una reducción de la tasas de interés hacia un *vanishing point* dentro de los próximos 30 años. Pero bajo un sistema en el que la tasa de interés encuentra un nivel uniforme en el ámbito internacional bajo el accionar de las fuerzas normales de las finanzas, es muy improbable que ocurra”<sup>16</sup>. En tal sentido, ciertas políticas domésticas aconsejables podrían no obstante ser fácil de acomodar, si el fenómeno conocido como fuga de capitales pudiera ser controlado. Más aún, según Crotty: “su propuesta de autosuficiencia fue específicamente señalada para eliminar el problema de la fuga de capitales y aislar el experimento de planificación económica de las disrupciones originadas en la economía internacional”.

Desde la perspectiva de Crotty, después de la guerra la posición de Keynes continuó siendo la misma: “la determinación de Keynes por eliminar los problemas causados por la fuga de capitales fueron, si es posible, más fuertes que antes. Al principio, señaló que cada banco central debería monopolizar su oferta de moneda extranjera para controlar los movimientos internacionales de capitales. En 1941 Keynes escribió: “el control centralizado de los movimientos de capitales, tanto entradas como salidas, debería ser un aspecto permanente del sistema de posguerra”. Cuando quedó claro que EE.UU. no compartía este punto de vista, Keynes argumentó, al igual que en los años '30, que el libre movimiento de capitales *a través de los países* haría imposible la planificación doméstica para el pleno empleo *en todos los países*. Nótese entonces que la reflexión acerca de los movimientos de capitales no se acotaba al destino de una nación o del conjunto de países desarrollados sino que hacía referencia al funcionamiento integral del sistema capitalista.

En una carta dirigida a Harrod, Keynes escribe: “la gestión integral de la economía depende de la libertad para tener la adecuada tasa de interés sin referencia alguna a tasa prevalente cualquiera fuera en el mundo. Los controles de capitales son un corolario de esto”.

Como sabemos, la eutanasia del rentista nunca se produjo y el sistema capitalista avanzó hacia una nueva fase de predominio de las finanzas.

Pasemos ahora a un apartado de la obra de Hirschman que, se considera, presenta un aporte a los fines del análisis en cuestión. Albert Hirschman (1958) realizó un exhaustivo análisis de los obstáculos y senderos alternativos para los países subdesarrollados en la implementación de estrategias para su desarrollo. Resulta de interés

---

<sup>16</sup> Keynes, John M.: “National Self-Sufficiency”, 1933, citado por Crotty (1983).

extraer el análisis que hace de los casos en que los capitalistas de dichos países reducen sus flujos de inversión aún en contextos en los que, supuestamente, los proyectos tienen rentabilidad positiva y son competitivos con la tasa de interés.

Dice Hirschman: “otra manifestación que se ha observado frecuentemente con respecto a la misma preocupación excesiva por las nuevas oportunidades, consiste en rechazar o posponer proyectos perfectamente sólidos, con base en que pueden existir o sobrevenir otros proyectos mucho más remunerativos. En los países en proceso de desarrollo, como resultado de estas expectativas exageradas, se observa frecuentemente un fenómeno entre los inversionistas – empresarios que tiene mucho en común con el de la *preferencia por la liquidez*. Los inversionistas guardan sus fondos en forma líquida o los invierten en divisas, acciones o bienes raíces, porque la tasa de utilidades que se espera obtener con los proyectos propuestos en el momento no alcanza a sus expectativas (exageradas). En otras palabras, mantienen dinero o activos fácilmente realizables porque esperan que la tasa de utilidades de las empresas de mañana sea más alta que la de las empresas de hoy, en la misma forma que, de acuerdo con la teoría de la preferencia por la liquidez, algunos inversionistas están manteniendo su dinero porque esperan obtener una mayor tasa de interés.

Aquí no nos estamos ocupando de alzas generales, es decir de la sensación de que la tasa de utilidades aumentará en el futuro en todas las empresas cualquiera que sea el momento en que se quieran acometer. Un alza de este tipo no detendría hoy a las inversiones directas, siempre que la tasa de utilidades que se espera obtener en un futuro inmediato sea mayor que la tasa de interés. Más que nada, lo que suponemos aquí es 1) un optimismo peculiar que supone que, en general, las empresas de mañana serán más remunerativas durante su vida activa, de lo que se espera en las de hoy durante la suya; y 2) una situación en la cual los inversionistas – empresarios no pueden abandonar su inversión una vez que la han seleccionado. Este último supuesto es bastante realista en los países subdesarrollados donde no existen los mercados de capital, o son extremadamente imperfectos. Bajo estas condiciones puede verse fácilmente cómo los inversionistas – empresarios pueden mantener sus fondos y *mantenerse ellos mismos* en posición “líquida” o cuasilíquida durante bastante tiempo, antes de tomar la decisión de meter su dinero y energías en una nueva empresa.

La extensión y la personalización del concepto de preferencia por la liquidez ayuda a explicar la situación, algo confusa, en que se encuentran tantas personas capaces y pudientes dentro de los países subdesarrollados (“donde existen tantas oportunidades”) y en la que se mantienen ellos y sus fondos en posición “líquida” o disponible para así poder aprovechar la oportunidad excepcional, cuando se presente. Desde el punto de vista monetario, una fuerte preferencia por la liquidez de este tipo no

actuará necesariamente como freno a la inflación, pues es posible que los fondos se inviertan en activos de fácil realización ya mencionados” (pp.31-32).

La teoría de las expectativas exageradas indica entonces la posible aparición de situaciones en las cuales, a pesar de existir negocios rentables, los poseedores de capital eligen no realizar inversiones sino, antes bien, mantener en forma líquida sus recursos a la espera de concretar negocios de una rentabilidad mayor. En el sentido expresado por Hirschman, estas situaciones no están vinculadas a inestabilidad o crisis financiera.

La teoría de las expectativas exageradas de Hirschman, al igual que el corolario de Keynes, resultan de utilidad para analizar y contextualizar el fenómeno de la fuga de capitales, tema que se retomará cuando se estudie la evidencia empírica compilada para los casos de Argentina, Brasil, Chile y México.

### **II.3) La escuela francesa y la academia estadounidense heterodoxa**

En el primer apartado de esta sección se analizaban algunos aspectos de las principales líneas de investigación acerca del fenómeno de la fuga de capitales en los países periféricos, sus implicancias, factores determinantes y diferentes interpretaciones del fenómeno. Se encontraba asimismo cierta descontextualización histórica, una escasa inserción del fenómeno bajo análisis en el marco de las transformaciones introducidas por los procesos de globalización financiera y preeminencia de las finanzas, la expansión de las corporaciones transnacionales y la transnacionalización de los procesos productivos y, en lugar de ello, cierto apego a teorías más asentadas en la tradición neoclásica, particularmente en lo atinente a las teorías microeconómicas de formación de portafolios y gestión del riesgo.

En esta sección se procurará compilar elementos de análisis que permitan contextualizar en forma más adecuada el fenómeno de la fuga de capitales, de manera tal de poder elaborar un marco interpretativo que sirva de utilidad a la hora de analizar la evidencia empírica que se presentará en las siguientes secciones. En tal sentido, se entiende que algunos trabajos desarrollados por la escuela francesa y sectores de la academia heterodoxa estadounidense constituyen aportes en la dirección indicada.

Con respecto a la escuela francesa, cabe por una parte destacar los aportes de autores como Chesnais (1999), Guttmann (1999) y Serfati (1999), en cuanto a su caracterización del proceso de globalización financiera, señalado, al igual que por Duménil y Lévy (2000), como una fase de preeminencia de las finanzas. Recuérdese que durante la segunda posguerra, y en particular bajo el influjo de las ideas de John M.

Keynes, se procuró sentar las bases de un orden internacional que tuviera, entre otros objetivos, la estabilidad económica, las restricciones a los flujos internacionales de capital y el pleno empleo. Este escenario produjo una de las etapas de mayor crecimiento de la economía mundial, tanto en los países centrales como en parte de la periferia, pero también llevó paulatinamente a una reducción de las tasas de ganancia<sup>17</sup>.

Durante los años '60, la liquidez internacional comenzó a crecer en forma exponencial debido a la creación del euromercado, un mercado financiero que escapaba a los controles nacionales y se ponía por afuera del orden keynesiano de posguerra. Como sostienen Duménil y Lévy (2000), este primer hito en la expansión de las finanzas por encima de los requerimientos del comercio y la producción tiene lugar en forma concomitante a otro proceso de relevancia no menor, como es la transnacionalización de los procesos productivos. Las corporaciones transnacionales comienzan a diseñar sus procesos de producción y comercialización en forma global, conformando sistemas de producción integrados. Si bien este proceso tomaría forma verdaderamente global en los años '90, sus orígenes se remontan a los '70 y tienen lugar en paralelo al proceso de integración financiera global. En tal sentido, pareciera existir un vínculo entre las necesidades de expansión de las corporaciones transnacionales bajo estos nuevos parámetros y la mencionada globalización financiera<sup>18</sup>. Esto dio lugar a una nueva fase de preeminencia de las finanzas que, como se podrá ver, no resulta en absoluto contradictoria con la expansión del capital industrial sino que se complementa, generando la preeminencia de grupos transnacionales con fuerte asiento en la actividad financiera aunque no desarrollen formalmente dicha actividad.

En tal sentido, como señala Serfati (1999), puede observarse que las corporaciones transnacionales gestionan una masa cada vez mayor de activos financieros<sup>19</sup>, participan activamente en los mercados financieros globalizados y los procesos señalados modifican la lógica de acumulación a tal punto que las empresas que componen un grupo transnacional<sup>20</sup> se vuelven en sí mismas un activo financiero<sup>21</sup>.

---

<sup>17</sup> Según Duménil y Lévy (2000), la tasa de ganancia se redujo aproximadamente un 35% en los EE.UU. entre fines de los años '60 y comienzos de los años '80 y un 25% para la media de Alemania, Francia y Gran Bretaña en ese mismo período.

<sup>18</sup> "Había empresas implantadas en diversos países que necesitaban de instituciones que les garantizaran la circulación de capitales a nivel mundial. Estas necesidades hubieran podido quedar satisfechas a través de instituciones internacionales puestas bajo un control también internacional; pero fueron las finanzas privadas las que asumieron esta función", (Duménil y Lévy, 2000, p.75).

<sup>19</sup> Con relación al ataque especulativo que tuvo lugar durante el verano de 1992, se señala que "si bien los *hedge funds* actuaron como vanguardia, las verdaderas fuerzas de choque financieras fueron los inversores institucionales y las empresas no financieras (es decir, los grandes grupos multinacionales). En el mercado de *swaps* (contratos de cambio), que tiene un crecimiento explosivo, las empresas realizan casi el 50% de las operaciones de *swaps* de monedas y más del 35% de los *swaps* de tasa de interés", (Serfati, 1999, p.176).

<sup>20</sup> "El grupo es el conjunto formado por una sociedad madre (llamada generalmente holding del grupo) y las sociedad filiales ubicadas bajo su control. La sociedad madre es, entonces, antes que ninguna otra

Por una parte, los grupos transnacionales procuran una gestión centralizada de sus recursos financieros, los cuales pueden ser volcados hacia los mercados financieros en función de las condiciones de mercado y las estrategias, lo cual puede llevar en forma recurrente a que muchas empresas se endeuden aunque no requieran fondos para financiarse. De esta forma, “las formas productiva y financieras se cruzan de manera permanente” (Serfati, 1999, pp.171). Esto conduce asimismo a cierta reducción en las tasas de inversión<sup>22</sup>.

Para Serfati, un hecho que ejemplifica esta transformación pasa por el movimiento de fusiones y adquisiciones empresarias que comenzó en los años '80 y se profundizó en los '90. “Este movimiento indica que los grupos son considerados en primer lugar, cada vez con más frecuencia, como activos financieros ‘vinculados’, lo que da testimonio del giro que se ha operado a partir de los años '80... en lugar de contribuir a una recuperación duradera de la acumulación del capital productivo, se han traducido generalmente en un refuerzo de la ‘financiarización’ de los grupos. Los estudios realizados sobre el movimiento de fusiones y adquisiciones en los EE.UU. indican que, con bastante frecuencia, la intención era meter mano en las empresas objetivo, en la medida en que éstas eran activos financieros cuyos valores nominales se esperaba que aumentaran en el clima de euforia bursátil. De esta suba en la cotización de los títulos, los grupos adquirentes esperaban confortables plusvalías en caso de reventa, o tomarlas en consideración bajo la forma de plusvalía latente. Empresas y grupos enteros fueron adquiridos con esta perspectiva, muchas veces desguazados, y luego revendidos. Ciertamente, la ‘racionalización’ y la modernización del capital pro-

---

cosa, un centro de decisión financiero, mientras que las sociedades ubicadas bajo su control, sólo son, la mayoría de las veces, sociedades productoras. De esta manera, el papel esencial de una sociedad madre es el arbitraje permanente de las participaciones financieras que posee, en función de la rentabilidad de los capitales involucrados. Es la función de arbitraje de la sociedad madre la que confiere al grupo su carácter financiero” (Morín, 1974, citado por Serfati (1999)).

<sup>21</sup> “Nos parece claro que esta presencia activa de los grupos con predominio industrial en el seno del sistema financiero mundializado, que se viene constituyendo progresivamente desde hace unos veinte años, ha modificado profundamente sus decisiones estratégicas en lo referente al modo de valorización de su capital. En realidad, se vuelven cada vez más claramente grupos financieros. Es cierto que tienen un predominio industrial pero, en un contexto económico de fuerte incertidumbre acerca de las perspectivas económicas, sus decisiones relativas a las actividades de producción están cada vez más encerradas en la red de restricciones y oportunidades creadas por las ‘finanzas globalizadas’. Este comportamiento explica que los grupos, siguiendo el ejemplo de las instituciones bancarias y financieras, hayan contribuido ampliamente a la financiarización de la economía mundial”, (Serfati, 2000, p.166).

<sup>22</sup> “Estudiar la relación entre las inversiones productivas y las ‘inversiones’ financieras exige no considerarlas como simples opciones alternativas, fácilmente reversibles y mutuamente excluyentes, operadas por individuos racionales a partir de ‘señales’ de rentabilidad que están a su disposición. Requiere, más bien, volver a la naturaleza del capital-dinero centralizado por los *holdings* de grupos, así como al movimiento de valorización que le imprime la globalización financiera”, Serfati (1999, p.190). “La globalización de los mercados (desregulación, desintermediación y liberalización) hace posible que, para cualquier interviniente, la interconexión estrecha de las operaciones de endeudamiento, de colocaciones, de cobertura (opciones, *swaps*), etc. Esto puede llevar al gerente financiero a endeudarse, no porque la empresa tenga una imperiosa necesidad de fondos, sino simplemente porque las condiciones del mercado son ventajosas”, (Ruffini, 1992, citado por Serfati (1999, pp.191)).

ductivo también estuvieron en el origen de este movimiento de fusiones y adquisiciones, pero no habría que sobrestimar esta causa. Según un estudio realizado por la propia Reserva Federal, más de un tercio de las empresas adquiridas entre 1984 y 1989 fueron revendidas durante el mismo período” (Serfati, 1999, pp.202-203).

En un sentido similar, un sector de la academia heterodoxa estadounidense analiza los fenómenos financieros a la luz de las transformaciones acontecidas a partir de los años '60, pero a diferencia de la escuela francesa, estudia en forma más específica el fenómeno de la fuga de capitales. En tal dirección, los trabajos de James Crotty<sup>23</sup>, Gerald Epstein<sup>24</sup> y otros académicos del *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts, Amherst<sup>25</sup>, parten del estudio de las transformaciones en el orden de posguerra y las implicancias de la intensificación de los flujos de capitales.

Crotty y Epstein (1995) sitúan a fines de los años sesenta el inicio de la fase de globalización, ascenso de la clase rentista y revancha de las elites dirigentes: “el poder económico y político de las clases trabajadoras en los países avanzados fue vigorizado por el pleno empleo sostenido y el creciente salario social. Este período observó una erupción de huelgas, demandas militantes por mejores salarios y condiciones de trabajo y presiones por un control más democrático de los procesos de trabajo. Estos desafíos al capital redujeron la tasa de ganancia. Al mismo tiempo, el capital industrial estaba intentando reducir el poder de los trabajadores trasladando la producción hacia sectores no sindicalizados, sea en el ámbito local o en el exterior; la inversión extranjera comenzó a tener una creciente importancia ante este conflicto. Los ciudadanos de todo el mundo desarrollado demandaron un salario social más generoso, creando restricciones en las cuentas públicas. Este es también el período inicial del resurgimiento de la clase rentista global. La moderna clase rentista global evolucionó a través del crecimiento en el tamaño y poder de los intereses rentistas en algunas economías avanzadas combinado con la creciente apertura de los mercados financieros mundiales. Mientras este se agrandaba, la clase rentista comenzó a formar coaliciones con segmentos del capital industrial y comercial, que en algunos casos resultaron en la creación de conglomerados industriales y financieros, una fusión entre intereses de rentistas e industriales bajo el techo de una corporación. El signo más claro de esta nueva unión ocurrió en los años '60, en el contexto de la implementación de un programa de control de capitales en EE.UU., y el ascenso del Euromercado” (Crotty y Epstein, 1995, pp.10-11).

---

<sup>23</sup> Crotty (1983); Crotty y Epstein (1995).

<sup>24</sup> Epstein (2005); Zhu, Li y Epstein (2005).

<sup>25</sup> Lee y Jayadev (2005); Bener y Dufour (2005); Eryar (2005); Beja, Junvith y Ragusett (2005); Almounsor (2005).

Los autores ven en la fuga de capitales movimientos nocivos para los países periféricos, siendo abiertos defensores de la implementación de controles de capitales generalizados, en un sentido similar al del régimen de posguerra: “en lugar de utilizar a las instituciones para promover la movilidad del capital, deberían ser usadas para limitar los efectos destructivos de la fuga de capitales. Un sistema de controles sobre la fuga de capitales podría ser negociado y requerir a los países que regresen el capital que cruzó las fronteras en violación a las leyes domésticas. Estos controles serían especialmente beneficiosos para los países más pequeños y pobres. Mientras los países pequeños implementen controles de capitales, los costos de un *enforcement* unilateral pueden ser altos, especialmente si el país es muy dependiente de importaciones, exportaciones o inversión extranjera... La cooperación internacional en el monitoreo y el control de los movimientos de fondos... Lo que es necesario es una extensión de los esfuerzos de cooperación internacional en la restricción de los flujos financieros para incorporar cooperación obligatoria en el soporte de los controles nacionales” (Crotty y Epstein, pp. 24).

En un estudio sobre el caso de China, Zhu, Li y Epstein (2005) encuentran que, en sentido diferente al de las explicaciones neoclásicas, la fuga de capitales tiene su origen en la liberalización, la privatización y la corrupción (en parte asociada a los primeros dos fenómenos). Este aspecto constituye uno de los grandes dilemas (*puzzle*) de la economía china, caracterizada por la convivencia simultánea de alto crecimiento y atracción de capitales con fuga de capitales. En tal sentido, los autores se oponen a quienes sostienen que la solución al problema de la fuga de capitales en China se soluciona con más liberalización.

En un sentido más amplio, Crotty y Epstein (1995) encuentran en diversos mecanismos fiscales (impuesto Tobin, impuesto Keynes) y cambiarios (deshdoblamiento del mercado cambiario, con un mercado controlado para transacciones comerciales y otro para transacciones financieras) diversas instancias para afrontar las consecuencias adversas de los movimientos de capitales.

#### **II.4) Conclusión: los debates abiertos y las hipótesis de trabajo**

El repaso de la literatura sobre el fenómeno de la fuga de capitales en países periféricos nos lleva a plantear una primera hipótesis de trabajo, la cual consiste en señalar que la creciente formación de activos financieros externos en estos países resulta –al menos en forma parcial- de una extensión de las tendencias del escenario internacional hacia fracciones del capital doméstico. En otras palabras, se entiende



que la fuga de capitales debe ser examinada a la luz de las mutaciones en sectores del capital interno y su creciente transformación en grupos transnacionales de características similares a las señaladas por Serfati, sumado a la creciente internacionalización de los sistemas financieros domésticos y sus actores centrales.

Desde esta perspectiva es posible comprender la no constatación de una de las hipótesis centrales de la teoría neoclásica, según la cual los capitales deberían fluir (y permanecer) en los países periféricos en tanto los retornos marginales del capital son mayores en esos países y la falta de ahorro doméstico para financiar las inversiones.

La caída en las tasas de inversión en los países bajo análisis es el indicador más evidente de esta situación, con la excepción de Chile, si bien esta tendencia ha tendido a revertirse en los últimos años y, como se mostrará más adelante, la caída en las tasas de inversión se ha dado en forma concomitante a un crecimiento de las tenencias de activos financieros externos por parte de residentes privados de dicho país, tanto del sector financiero como del no financiero.

La conformación de grupos transnacionales en el sentido de Serfati en Argentina y México<sup>26</sup> data de fines de los años setenta. La situación de Chile nos habla de una posible emergencia de un fenómeno similar hacia fines de los '90 al tiempo que en Brasil aún no es posible encontrar elementos similares. En tal sentido, los años '90 marcan la consolidación de las tendencias que se verifican en el ámbito internacional desde fines de los años '70.

La segunda hipótesis de trabajo, que se desprende de la primera, es que esta tendencia al crecimiento de los stocks de activos financieros externos, asume un carácter permanente y estructural, pudiéndose modificar las tenencias de corto plazo pero no las tendencias de largo plazo. Esto significa que sea por un creciente aumento del capital de giro asociado a un incremento de los grados de transnacionalización de las firmas, por una mayor preferencia por activos financieros y una creciente participación de las rentas financieras en las ganancias de las firmas o por otras causas adicionales, existe una tendencia estructural a una mayor incorporación de activos financieros externos en la estructura de activos de las empresas (y también en los individuos y familias más ricas).

---

<sup>26</sup> Para la Argentina véase, por ejemplo, Basualdo (2000). Para México, Basave Kunhardt (1996). Cabe asimismo señalar algunos datos. De acuerdo a los datos de la Encuesta Nacional de Grandes Empresas (ENGE) del INDEC, en la Argentina, hacia 1997 las 500 empresas más grandes del país sumaban activos totales por un total de 147.853 millones de dólares, de los cuales 50.273 millones de dólares –el 34%– eran activos financieros. Abeles (2004) realiza un análisis basado en la ENGE y encuentra un alto grado de especulación financiera, tanto en firmas locales como extranjeras. El ratio entre activos financieros externos y pasivos internos se incrementa del 8% al 19% entre 1995 y 2001 para las firmas domésticas, y del 17% al 29% en el mismo período para las firmas extranjeras, induciendo a pensar en la existencia de mecanismos de cobertura (hedging). Tanto en Argentina como en Chile, el experimento monetarista de fines de los años '70 marcó un punto de inflexión al respecto. En Chile, la proporción de activos financieros con respecto al activo total creció del 18% en 1977 al 28% en 1980 (Moguillansky, 1999).

La tercera hipótesis de trabajo es que la tesis de Serfati, quien entiende que las mutaciones en el orden internacional introducen cambios de comportamiento que transforman a la firma en un activo financiero en sí mismo, se observan en algunos países latinoamericanos, fundamentalmente a partir del intenso proceso de fusiones y adquisiciones que tuvo lugar tras las privatizaciones.

La evidencia empírica que se presenta en la Sección IV procurará aportar elementos que permitan analizar y confirmar las hipótesis señaladas.

### **III. Aspectos conceptuales y metodológicos**

#### **III.1) Definiciones conceptuales**

A los fines del presente trabajo, se considera “fuga de capitales” a los recursos que los residentes de una economía destinan a la adquisición de activos financieros externos. Recordemos que los activos externos pueden ser clasificados entre fijos y financieros. La primera categoría comprende la realización de inversiones directas en otras economías, bajo la modalidad de inversión en empresas (siempre y cuando dicha inversión implique el control efectivo de la firma) o la adquisición o construcción de inmuebles con fines de uso privado. En segundo lugar, se incluye entre los activos financieros a las inversiones de cartera en bonos, acciones y distintos tipos de títulos públicos y privados emitidos en el exterior, las colocaciones de depósitos en bancos del exterior, las tenencias de divisas (excluidas las que fueran colocadas en bancos del sistema financiero doméstico) y los créditos comerciales o financieros contra no residentes. En este trabajo se dará especial importancia a la adquisición de activos financieros externos, entendiendo que dicha tendencia constituye el hecho menos explorado en América Latina en los '90, a diferencia de la expansión de las grandes firmas de la región (por algunos denominadas como “multinacionales latinoamericanas”<sup>27</sup>). Naturalmente, la formación de activos fijos externos no se encuentra relacionada con las definiciones de fuga de capitales a las que se hará referencia en el presente trabajo.

A los efectos del presente trabajo, la fuga de capitales no hace referencia a la naturaleza o legalidad de las operaciones destinadas a la adquisición de los activos externos ni a la legitimidad de los fondos. En esta definición no se procura aludir a dicho tipo de operación, si bien es probable que una parte de la formación de activos externos se encuentre asociada con la generación de recursos provenientes de actividades ilegales o al menos informales.

Por otra parte, en numerosos trabajos el concepto de fuga de capitales se encuentra estrechamente asociado a las salidas de recursos típicas de fases de crisis financieras. Una vez más, la definición que se adopta en este trabajo incluye dichas salidas cuando hablamos de recursos que son propiedad de residentes de una economía, pero excede dicho marco, haciendo también referencia a formación de activos externos en etapas “normales”, es decir, aquellas en que la marcha de la economía no presenta turbulencias ni señales de crisis económica o financiera. Este trabajo adopta

---

<sup>27</sup> Al respecto véase Kosacoff (1998), Kulfas y Hecker (1998), Mendes de Paula (2003).

entonces una definición amplia del fenómeno, procurando aportar elementos que expliquen estrategias de internacionalización financieras inherentes al nuevo contexto internacional y las formas específicas en que las economías nacionales se insertan en la economía mundial y particularmente en la fase actual caracterizada por el predominio de las finanzas.

### III.2) Métodos de estimación

El fenómeno de la fuga de capitales ha sido (y continúa siendo) de difícil medición. En algunos países, la balanza de pagos releva y registra las variaciones de activos externos del sector privado, pero ello no ocurre en la generalidad de los casos y, por otra parte, varían las modalidades de estimación. Históricamente, la forma en que se estima la fuga de capitales en los casos de economías periféricas, es el denominado “método residual de la balanza de pagos”. Dicho método consiste en estimar, por una parte, los ingresos de capitales de una economía y, por otra, sus aplicaciones. El primer subconjunto comprende los ingresos por endeudamiento externo (público y privado) e inversión extranjera directa neta, variables conocidas por las autoridades económicas. El segundo subconjunto comprende el saldo de la cuenta corriente y la variación de las reservas. *El método residual señala que todos los ingresos de capitales que no sean destinados a financiar un déficit en cuenta corriente o un aumento en las reservas deben ser atribuidos a fugas de capitales o, en otras palabras, que las divisas que no fueron aplicadas a los fines señalados, lo que hicieron fue financiar la adquisición de activos externos por parte de residentes*<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> El método residual de la balanza de pagos se estima de la siguiente manera. La balanza de pagos parte de la siguiente ecuación:

$$CC + CK = \Delta R \quad [1]$$

donde CC = saldo de la cuenta corriente; CK = saldo de la cuenta de capital y financiera y  $\Delta R$  = variación de reservas internacionales.

Por su parte la cuenta de capital se compone de ingresos netos de inversión extranjera directa, flujos netos de endeudamiento (que incluyen inversión de cartera) y formación de activos financieros externos:

$$CK = IED + \Delta D + \Delta AE \quad [2]$$

donde IED = inversión extranjera directa neta;  $\Delta D$  = variación del endeudamiento externo y  $\Delta AE$  = variación en la formación de activos externos (fuga de capitales).

Reemplazando en la primera ecuación obtenemos que:

$$CC + IED + \Delta D + \Delta AE = \Delta R$$

de donde surge que

$\Delta AE = CC + IED + \Delta D - \Delta R$ , que es la ecuación que permite estimar, en forma residual, la formación de activos financiero externos.

El principio implícito en este método es que el factor no explicado en la medición de balanza de pagos –el residuo- está constituido por capitales que se han fugado de la economía.

Este método ha sido frecuentemente utilizado para realizar mediciones sobre fuga de capitales para los años '80 y también en estudios que pretenden cubrir un amplio número de casos que implicaría un trabajo de homogeneización estadística de difícil resolución. Sin embargo, el método residual presenta diferentes problemas que pueden conducir a errores de estimación, algunos de ellos insalvables. En primer lugar, cabe señalar que, tal como se mencionó anteriormente, bajo esta modalidad, la fuga de capitales es un residuo que, en principio, incluye necesariamente otros problemas de estimación. Así, otras salidas de capitales no registradas, tales como la subfacturación de importaciones (modalidad típica de contrabando en economías periféricas), debería formar parte de ese residuo, en tanto se trata de una salida de divisas no reflejada adecuadamente en la cuenta corriente. Por otra parte, las estimaciones de deuda externa también presentan cierta complejidad que dificulta una adecuada estimación de la fuga de capitales a través del método residual<sup>29</sup>.

Algunos países han implementado técnicas de estimación de fuga de capitales a través de métodos directos, los cuales consisten en relevar, por una parte, las tenencias de activos financieros externos en bonos, títulos, acciones, créditos contra no residentes y depósitos en bancos del exterior y, por otra, en estimar las tenencias de divisas en manos de residentes no depositadas en el sistema bancario. En este caso cabe realizar la distinción entre las tenencias de activos externos del sector privado no financiero con respecto a las correspondientes al sector privado financiero. El primer caso comprende a empresas y familias y el segundo a los bancos y otras entidades financieras. Como se verá más adelante, las tendencias que rigen la formación de activos externos del sector privado no financiero obedece más cabalmente a los objetivos del presente trabajo, por cuanto reflejan el comportamiento económico del sector privado, su posicionamiento ante señales de precios, cambios estructurales y las estrategias de mediano y largo plazo. Por su parte, en la formación de activos externos

---

donde  $\Delta AE = (-)$  significa salida de capitales, es decir fuga;  $CC = (-)$  significa déficit en cuenta corriente;  $IED = (+)$  significa ingresos netos de inversión extranjera directa;  $\Delta D = (+)$  significa endeudamiento neto  $\Delta R = (-)$  desacumulación de reservas internacionales.

<sup>29</sup> Las series de stocks de deuda externa no siempre resultan consistentes con los flujos de la balanza de pagos, los cuales son ajustados por valuaciones de mercado, variaciones de tipos de cambio y otros factores. Asimismo, la quinta edición del manual de balanza de pagos que edita el FMI introdujo el criterio de residencia en la estimación de deuda externa, de modo tal que las operaciones en el mercado secundario (que ocurren en forma diaria e involucran a residentes y no residentes) tienen incidencia directa en los stocks de deuda externa y sus permanentes modificaciones. El resultado final de este proceso es la existencia de ciertas inconsistencias entre stocks y flujos y dificultades para hacer comparables las series que se publican en la balanza de pagos, con las relacionadas a las finanzas públicas y, más aún, entre diferentes organismos internacionales, como el Banco Mundial y el FMI.

del sector financiero pueden estar influyendo –aunque de manera no excluyente- algunas cuestiones regulatorias, tales como ciertas exigencias de inversión, encajes, acumulación de reservas líquidas, etcétera.

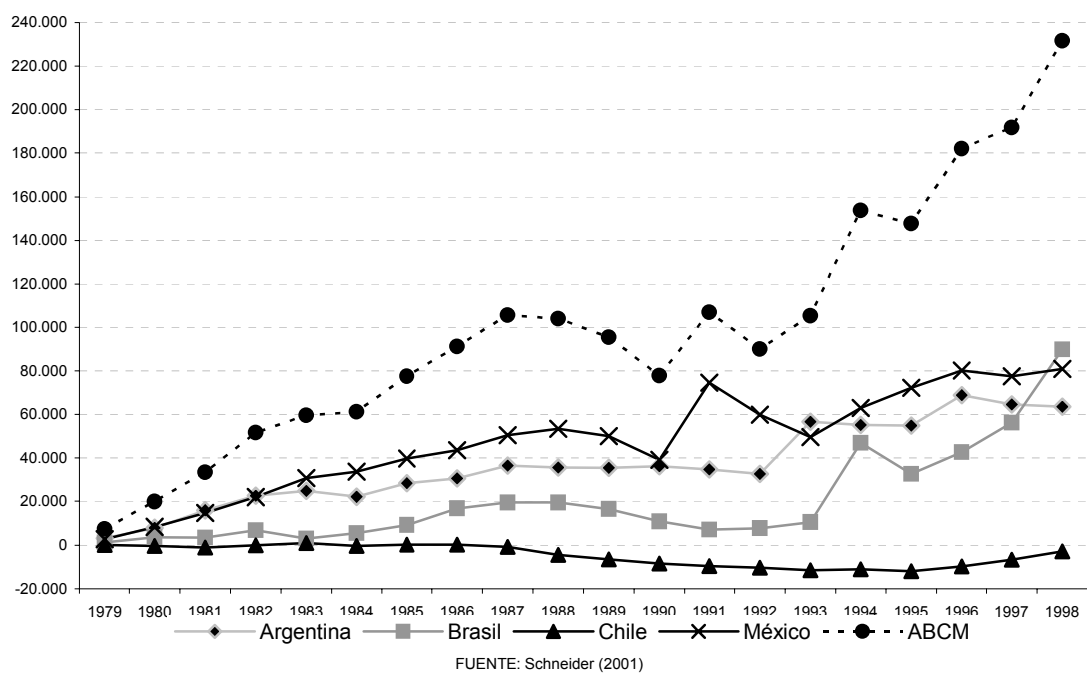
Si comparamos ambos métodos (el residual y el de estimación directa) podremos concluir que mientras con el primero son evidentes los riesgos de incurrir en sobreestimaciones, el segundo puede padecer el efecto contrario. En efecto, un método que dependa en buena medida de la disponibilidad de fuentes directas se ve expuesto a subestimar activos externos cuya nacionalidad del propietario no pueda ser claramente identificada, e incluso a subestimaciones debido a problemas de información con respecto a tenencias depositadas en paraísos fiscales. Ante ello, algunos autores proponen realizar algunos ajustes. Un ejemplo de ello es el trabajo de Guzmán y Álvarez (1987) quienes estiman la fuga de capitales como la suma de la variación de los activos externos y el saldo de errores y omisiones netos de la balanza de pagos. Este método presupone que esta última cuenta incluye, predominantemente, salidas de capitales no relevadas adecuadamente por las estadísticas externas. Si bien es altamente probable que buena parte este saldo sea atribuible a las razones mencionadas, una vez más nos encontramos ante el mismo problema anteriormente atribuido al método residual: el saldo de errores y omisiones puede deberse a varios motivos, entre los cuales, además de fugas de capitales no registradas, pueden incluirse, entre otros, a operaciones de subfacturación de importaciones<sup>30</sup>.

En suma, el método residual posee cierta efectividad para analizar tendencias generales pero puede presentar algunas falencias e imprecisiones. El Gráfico 2 presenta estimaciones de fuga de capitales realizadas por Schneider (2001) para Argentina, Brasil, Chile y México durante el período 1979-1998. Por su parte, en el Gráfico 3 se presentan los flujos anuales de fuga de capitales en términos del PIB para los mismos países. En el Gráfico 4 se muestran distintas estimaciones de stocks de fuga de capitales realizadas para la Argentina basadas en el método residual y en ajustes al mismo incorporando subfacturación de exportaciones y el saldo de errores y omisiones (Kulfas y Schorr, 2003).

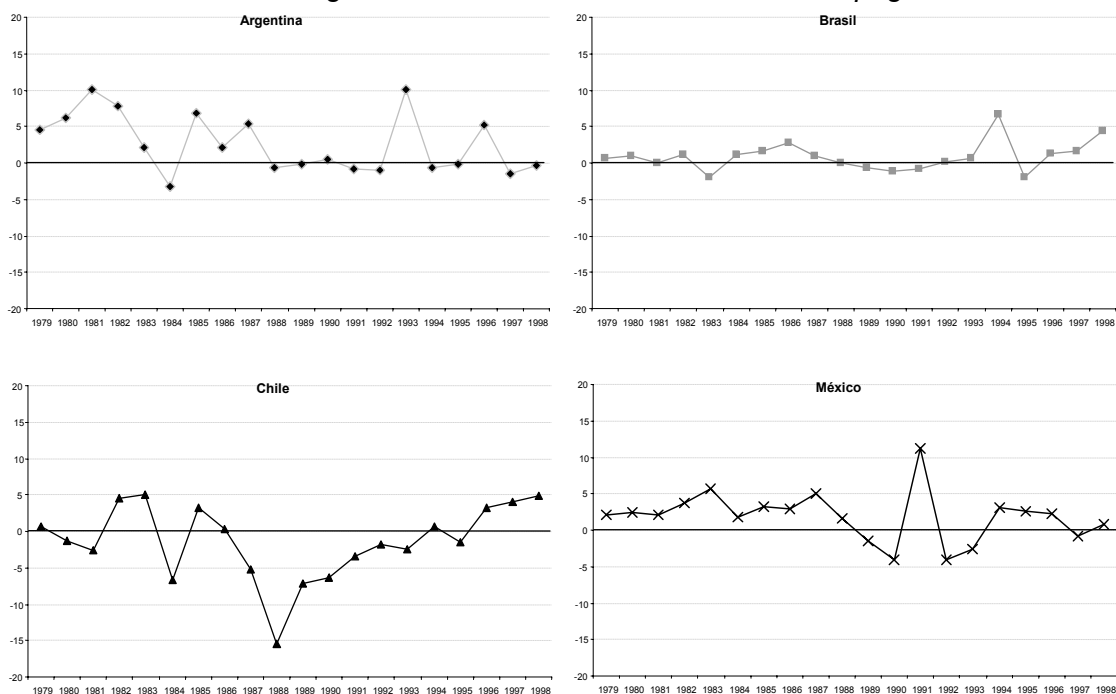
---

<sup>30</sup> Por otra parte, es fundamental analizar el signo del saldo de errores y omisiones, lo cual nos lleva a una pregunta adicional: si el saldo fuera positivo, aunque fuere en unos pocos períodos, ¿debemos concluir que en dicha ocasión hubo repatriaciones de capitales no registrados? La respuesta es seguramente ambigua y nos pone una señal de alerta ante este problema. Asimismo, si excluimos la inversión de cartera podemos comprobar que el método residual y el ajuste Guzmán-Álvarez son equivalentes.

**Gráfico 2**  
**Stock de fuga de capitales en Argentina, Brasil, Chile y México, 1979-1998,**  
**estimada según el método residual.**  
**Montos acumulados en millones de dólares corrientes (1978=0).**

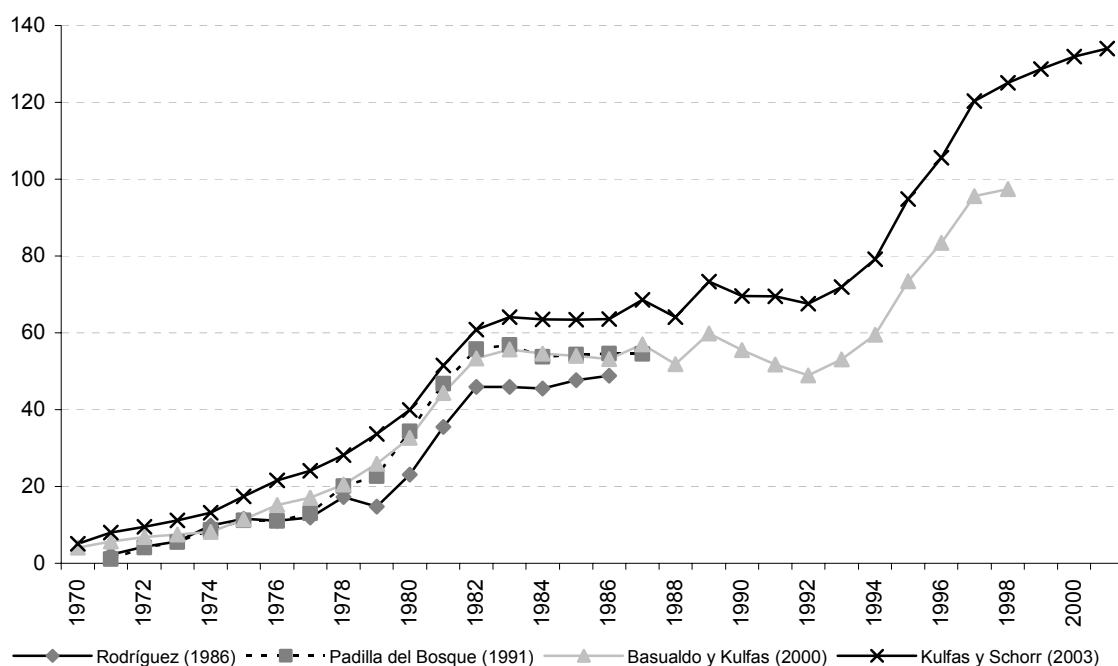


**Gráfico 3**  
**Cociente fuga de capitales / PIB, Argentina, Brasil, Chile y México, 1979-1998,**  
**estimado según el método residual de la balanza de pagos.**



Otro método que suele ser utilizado para medir fundamentalmente salidas de capitales de corto plazo asociadas a inestabilidad financiera es el “hot money”. Mediante esta modalidad se tiende a captar salidas de corto plazo de difícil registro en la balanza de pagos. El rubro “errores y omisiones” suele ser una fuente fundamental de alimentación de dicha estimación por cuanto buena parte de las salidas no captadas van a parar a ese rubro. Cuando se observa una serie en la cual el saldo de errores y omisiones es consistentemente negativo, puede concluirse que se trata de otras salidas de capitales no registradas asociadas predominantemente a movimientos de corto plazo. El Gráfico 5 presenta estimaciones de fuga de capitales para el período 1980-2003 basadas en el método “hot Money” incluyendo sólo la variación de rubro errores y omisiones.

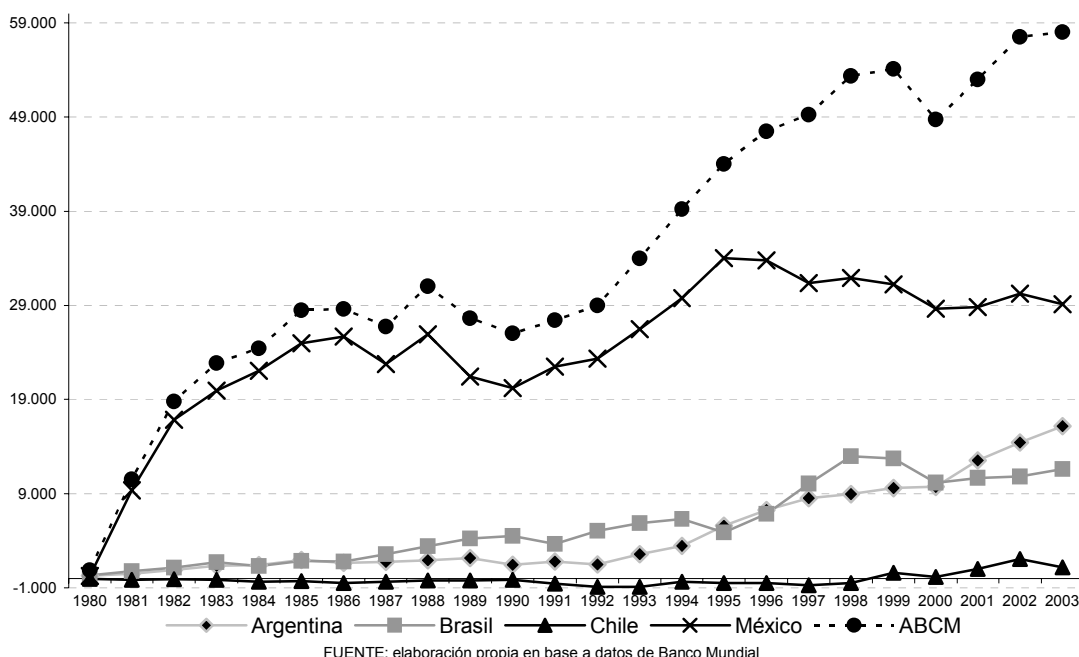
**Gráfico 4**  
*Distintas estimaciones del stock fuga de capitales bajo el método residual y método residual ajustado para la Argentina, 1970-2001.*  
 Montos acumulados en miles de millones de dólares constantes a precios de 2000.



FUENTE: elaboración propia en base a datos de Rodríguez (1986), Padilla del Bosque (1991), Basualdo y Kulfas (2000), Kulfas y Schorr (2003) y Banco Mundial, *World Development Indicators 2005*



**Gráfico 5**  
*Fuga de capitales en Argentina, Brasil, Chile y México, 1980-2003, estimada según el método "Hot Money" (saldo de errores y omisiones de la balanza de pagos). Montos acumulados en millones de dólares corrientes (1980=0).*



### III.3) Metodología a utilizar en el presente trabajo

A los fines de este trabajo, se realizaron estimaciones consistentes y comparables para el período 1989-2001 correspondiente a cuatro economías latinoamericanas: Argentina, Brasil, Chile y México. El período elegido tiene que ver con la incorporación plena de la región al proceso de globalización financiera, o más precisamente a la segunda globalización financiera y la implementación generalizada de las reformas estructurales inspiradas en el Consenso de Washington. La elección de la muestra tuvo que ver con el alto grado de representatividad regional que dichas economías tienen en cuanto a las principales variables tanto económicas (producto, población, etcétera) como financieras (ingresos de capitales, endeudamiento, etcétera)<sup>31</sup>.

Con el objeto de acceder a mediciones comparables y a evitar la utilización del método residual, se procedió a estimar el valor de activos externos según lo consignado en la posición de inversión internacional<sup>32</sup>, tomando como referencia el valor co-

<sup>31</sup> En el año 2000, las economías de Argentina, Brasil, Chile y México explicaban, conjuntamente, el 78% del PIB latinoamericano, el 63% de su población, el 71% de las exportaciones, el 82% de los flujos de ingresos de inversión extranjera directa y el 76% del stock de deuda externa.

<sup>32</sup> La Posición de Inversión Internacional (PII) registra las tenencias de activos y pasivos externos de una economía nacional. Su saldo refleja la posición neta de inversión internacional. Su estimación se realiza a partir de la información relevada en la balanza de pagos.

rrespondiente al año 2001. Cuando la información oficial no permitía elaborar las series para todo el período, se procedió a estimar los saldos a fines de cada período adicionando los flujos de balanza de pagos. El resultado obtenido es una serie en la cual es posible desagregar entre activos externos totales y activos financieros externos, concepto este último que excluye las inversiones directas en el exterior realizadas por residentes.

Las series elaboradas eluden, de esta manera, recurrir al método residual, el cual presenta diversas dificultades analíticas, sobreestimaciones y una elevada volatilidad no siempre explicada por sucesos económicos sino por posibles errores estadísticos, fundamentalmente en los métodos de valuación de las deudas. Si bien la serie de activos externos puede incurrir en subestimaciones, existe mayor certeza en cuanto a sus estimaciones y su evolución, al tiempo que permite desagregar las preferencias de los agentes económicos por distintos tipos de activos externos.

Debido a la forma en que los balances de pago de Brasil y México proceden a desagregar las tenencias de activos externos, lamentablemente no fue posible separar las estimaciones entre sector privado no financiero y sector financiero, estimación que sí es posible para Argentina y Chile aunque no para todo el período bajo estudio.

Se considera que esta serie presenta ventajas y desventajas con respecto a otras estimaciones realizadas siguiendo otros criterios metodológicos. Es evidente que esta serie puede incurrir en subestimaciones, pero posee mayores grados de certeza en las mediciones<sup>33</sup>. Asimismo, queda afuera de la estimación la posible fuga de capitales debido a subfacturación de exportaciones, la cual puede acumular montos significativos<sup>34</sup>.

En otras palabras, mediante el uso de esta serie se gana en precisión y se aporta un abordaje metodológico no utilizado anteriormente en comparaciones internacionales.

---

<sup>33</sup> El método residual suele llevar a cálculos que resultan inconsistentes y variaciones difíciles de explicar. Analizando las series de Schneider, puede observarse que, en el caso de Chile, entre 1975 y 1993 hay 5 años con salidas de capitales contra 14 años de repatriaciones. Al mismo tiempo, los montos de las salidas tampoco fueron tan elevados como para justificar semejante nivel de repatriación, siendo evidente que existen problemas en las estadísticas básicas o en los ajustes por valuación (o bien, la salida está captando otras cosas diferentes a la acumulación de activos externos). Por otra parte, muchas estimaciones de fuga de capitales para la Argentina consideran al año 1993 como un período de elevada salida (Schneider computa cerca de 25.000 millones de dólares). En ese año se produjo la renegociación de la deuda externa argentina y su incorporación al Plan Brady, hecho que llevó, desde el punto de vista de la técnica de estimación de la balanza de pagos, a realizar una serie de ajustes en tanto se produjo el canje de deudas bancarias por nuevos bonos, además de nuevas refinanciacines para adquirir garantías. No resultaría extraño que estos ajustes estuvieran sobre estimando el residuo y, por ende, el monto de fuga de capitales, cuando la evidencia disponible sugiere que ese año, lejos haber sido un período de crecimiento de la fuga, todavía registra cierto nivel de repatriación.

<sup>34</sup> Basualdo y Kulfas (2000) estiman, para el caso argentino, una subfacturación de exportaciones acumulada próxima a los 23.000 millones de dólares corrientes entre 1970 y 1998.

## IV. La evidencia empírica: Argentina, Brasil, Chile y México en los '90

### IV.1) Estimaciones de fuga de capitales

Entre 1989 y 2001, el stock de activos externos de residentes correspondiente al agregado de los cuatro países bajo análisis creció a una tasa media anual del 5%, pasando de U\$S 164.231 M a U\$S 294.354 M (Cuadro 1). El ritmo de crecimiento de los activos financieros externos (es decir, del monto antes consignado excluyendo las inversiones directas en el exterior) fue muy similar (4,9%), totalizando dichos activos externos un valor de U\$S 204.130 M, los cuales equivalen al 69% del total de los activos externos. Dado que ambas variables crecieron en proporciones casi equivalentes, es posible observar que, desde un punto de vista cuantitativo, el proceso de internacionalización en cuestión asume ribetes más asociados a lo financiero que a lo productivo.

Cuadro 1

Stock de activos externos del sector privado. Argentina, Brasil, Chile y México, 1989-2001  
Montos en millones de dólares corrientes

	Argentina		Brasil		Chile		México		Total 4 países	
	Con IED	Sin IED	Con IED	Sin IED	Con IED	Sin IED	Con IED	Sin IED	Con IED	Sin IED
1989	44.926	44.876	54.972	13.495	9.391	9.204	54.942	47.402	164.231	114.977
1990	53.720	53.670	55.703	13.601	8.506	8.905	56.288	48.748	174.216	124.924
1991	53.742	51.915	56.718	13.601	9.016	7.747	56.683	49.143	176.159	122.406
1992	53.430	50.622	56.855	13.601	8.578	8.221	52.296	44.756	171.159	117.201
1993	56.846	53.548	57.952	14.206	9.198	7.824	55.335	47.794	179.330	123.372
1994	62.710	58.658	62.046	17.611	10.255	7.532	60.389	52.849	195.400	136.650
1995	74.705	69.368	64.297	18.766	11.998	7.838	67.085	59.545	218.086	155.516
1996	83.828	77.043	64.231	19.169	14.121	8.849	73.970	66.430	236.150	171.490
1997	96.490	86.187	63.639	17.461	16.865	10.130	66.546	59.006	243.540	172.784
1998	101.866	89.372	66.950	17.918	23.779	14.779	65.346	57.806	257.942	179.875
1999	106.966	92.849	68.381	17.659	35.816	24.662	68.515	60.975	279.678	196.145
2000	112.665	97.734	72.358	19.355	36.588	24.683	62.706	55.166	284.317	196.937
2001	114.865	99.840	70.896	20.150	38.196	25.688	70.397	58.453	294.354	204.130
T.a.a.	8,1%	6,9%	2,1%	3,4%	12,4%	8,9%	2,1%	1,8%	5,0%	4,9%

FUENTE: elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía de Argentina, Banco Central de la República Argentina, Banco Central de Brasil, Banco Central de Chile, Banco Central de México y Banco Mundial.

El fenómeno descrito no está exento de heterogeneidades dentro de la muestra considerada. En efecto, mientras en Argentina y Chile el crecimiento es bastante superior al promedio de la muestra, en Brasil y México se observa el fenómeno contrario. Como se puede observar en el Cuadro 1, el stock de activos externos de la Argentina crece a una tasa anual del 8,1% mientras que en Chile lo hizo al 12,4%, si bien en este último caso cabe destacar el bajo nivel inicial, hecho que contrasta con la expe-

riencia argentina. Por su parte, en Brasil y México las tasas de crecimiento fueron del 2,1% anual en ambos casos. Más aún, de la variación total en el stock de activos externos entre 1989 y 2001, el 53,7% es explicado por la Argentina, el 22,1% por Chile, el 12,2% por Brasil y el restante 11,9% por México.

En Argentina y Chile, este proceso viene asociado a un fuerte crecimiento de la internacionalización de sus grandes empresas. Así, mientras a comienzos de los '90 la casi totalidad de los activos externos eran puramente financieros, en el año 2001 en Argentina los activos financieros eran el 87% del total de activos externos mientras que en Chile dicha proporción se elevaba al 67%.

Una vez más, dicha situación contrasta con la verificada en Brasil y México. Mientras en el primero los activos financieros representan una proporción baja y estable del total (alrededor de un 25% del total de activos externos), en México, si bien la proporción es alta (alrededor de 85%), se mantuvo estable durante la década.

*En suma, el primer hecho estilizado que es posible observar es que Argentina y Chile iniciaron sus procesos de internacionalización productiva y profundizaron el de internacionalización financiera. Brasil sostuvo su internacionalización productiva y no profundizó la financiera al tiempo que México presentó una combinación de ambas tendencias pero sobre niveles más reducidos que los de Argentina y Chile.*

En el Gráfico 5 se puede observar la evolución de la tendencia que siguió la formación de activos financieros externos de los residentes del sector privado durante los '90. Destaca, en primer lugar, la clara tendencia creciente en el caso argentino a partir de 1993. En efecto, a partir de ese año el crecimiento se da en forma ininterrumpida y sostenida. Es interesante apreciar que México sigue una tendencia similar hasta el año 1996, momento a partir del cual comienza una fase descendente para luego estabilizarse entre 1997 y 2001. Brasil presenta niveles relativamente estables, si bien se produjo una leve alza hacia mediados de la década y Chile exhibe niveles estables hasta 1997, momento en que se inicia un crecimiento muy importante para luego estabilizarse entre 1999 y 2001.

En el caso argentino, el crecimiento es impulsado fundamentalmente por el sector privado no financiero (empresas y familias) mientras que en Chile también se observa una fuerte adquisición de activos financieros externos por parte del sector financiero. Como se puede observar en el Cuadro 1, si bien en Chile es cuantitativamente más relevante la tenencia de activos externos por parte del sector privado no financiero, cerca de la mitad del crecimiento del período 1997-2001 se explica por el sector financiero, situación que contrasta con la del caso argentino.

Cuadro 2  
Argentina y Chile: desagregación del stock de activos externos entre sector privado no financiero y sector financiero  
Montos en millones de dólares corrientes

	Argentina			Chile		
	1997	2001	Var 97-01	1997	2001	Var 97-01
Sector privado no financiero	79.351	107.114	35,0%	15.122	29.772	96,9%
Sector financiero	17.139	7.751	-54,8%	1.743	8.423	383,3%
Total	96.490	114.865	19,0%	16.865	38.196	126,5%

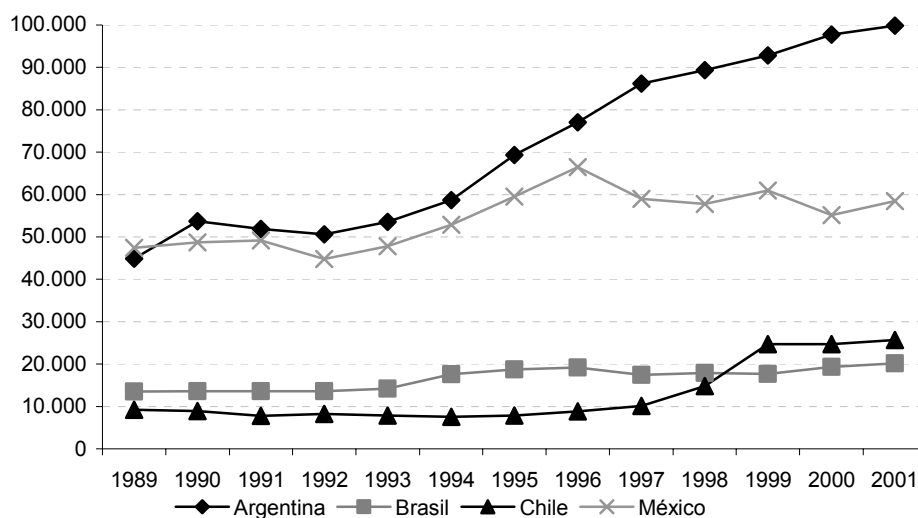
*Sin IED*

	Argentina			Chile		
	1997	2001	Var 97-01	1997	2001	Var 97-01
Sector privado no financiero	70.541	93.809	33,0%	10.012	17.867	78,5%
Sector financiero	15.646	6.031	-61,5%	1.743	8.423	383,3%
Total	86.187	99.840	15,8%	11.755	26.290	123,7%

FUENTE: elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía de Argentina y Banco Central de Chile

*Un segundo hecho estilizado es entonces que los factores que explican las grandes diferencias entre estos cuatro países son el sector privado no financiero, en el caso argentino, y el sector financiero en el caso chileno.*

Gráfico 6  
Stock de activos financieros externos del sector privado, Argentina, Brasil, Chile y México, 1989-2001.  
Montos en millones de dólares corrientes.



FUENTE: elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía de Argentina, Banco Central do Brasil, Banco Central de Chile y Banco de México

Un aspecto de interés consiste en analizar la evolución de la formación de activos externos en etapas de crisis financieras. Durante el período bajo análisis se verificaron situaciones de inestabilidad y/o crisis financiera en tres de las cuatro economías: México (1994), Brasil (1999) y Argentina (2001), las cuales a su vez tuvieron efectos de propagación sobre otras economías. La evidencia disponible indica que la crisis

mexicana repercutió en aumentos de los activos externos en México, Brasil y la Argentina, al tiempo que no habría tenido impactos sobre Chile. Sin embargo, mientras tanto México como Brasil rápidamente ven descender los niveles de activos externos en los períodos subsiguientes a la crisis, en Argentina persiste la tendencia al alza. La crisis de Brasil (1999) no parece tener impactos de corto plazo, por cuanto no se verifican quiebres en las tendencias precedentes, situación que tampoco se verifica con la crisis argentina.

*Un tercer hecho estilizado es entonces que la medición de fuga de capitales presentada no parece reflejar –al menos no necesariamente– situaciones asociadas con crisis financieras.*

Analizando la composición de los activos financieros del sector privado para el año 2001, a partir de la desagregación de la posición de inversión internacional, es posible acceder a una aproximación más detallada. Como se puede apreciar en el Cuadro 2, la inversión directa es la principal modalidad de internacionalización de los residentes brasileños (71,6% del total de activos externos), al tiempo que también se observa una participación muy importante en el caso de Chile (31,2%). En México y Argentina las participaciones son inferiores al 20% (17% en México y 13,1% en Argentina).

En segundo lugar, la inversión de cartera es reducida en Brasil y México (9,1% y 8,2% del total respectivamente) y significativa en Argentina y Chile (29,1% y 27,9% respectivamente). Con relación a estos dos últimos casos, y como ya fuera mencionado, se puede observar que mientras en Argentina la casi totalidad corresponde al sector privado no financiero, en Chile se reparte entre no financiero y financiero con mayor participación de este último.

En tercer lugar, sólo se pudieron obtener datos sobre inversión inmobiliaria para el caso argentino, en el cual se observan participaciones bajas pero significativas<sup>35</sup>.

Finalmente, se puede observar que las tenencias de divisas, los depósitos en el exterior y los créditos comerciales son de alta significatividad para los casos de México, Argentina y Chile, y de menor importancia para el caso de Brasil. En México representan nada menos que el 74,9% del total, dando cuenta fundamentalmente de la colocación de activos financieros en bancos estadounidenses y las tenencias de moneda norteamericana. En el caso argentino, representa el 53,9% del total, el cual se distribuye fundamentalmente entre tenencias de divisas (26,3%), depósitos bancarios en el exterior (22,5%) y 5,1% a préstamos y disponibilidades del sector financiero. Por su parte, en Chile explica el 40,9%, de los cuales 22% son depósitos y tenencias de divi-

---

<sup>35</sup> Se trata, principalmente, de adquisiciones y construcciones de propiedades en localidades turísticas de Uruguay, predominantemente en Punta del Este.

sas, 12,7% a créditos comerciales del sector privado no financiero y 6,2% a préstamos y disponibilidades del sector financiero.

Cuadro 3  
Posición de inversión internacional. Activos externos del sector privado, año 2001, Argentina, Brasil, Chile y México  
Montos en millones de dólares y porcentajes

	Argentina	Brasil	Chile	México
1. Inversión directa	15.026	50.746	11.905	11.944
Sector privado no financiero	13.305	...	11.905	...
Sector financiero	1.720	...	-	...
2. Inversión de cartera	33.530	6.444	10.662	5.747
Sector privado no financiero	33.387	...	4.620	...
Sector financiero	143	...	6.042	...
3. Inversión inmobiliaria	4.345	...	...	...
4. Moneda, depósitos y otras inversiones	61.965	13.706	15.628	52.707
Depósitos del sector privado no financiero*	25.878	...	8.391	...
Disponibilidades del sector financiero*	1.837	...	1.235	...
Préstamos del sector financiero	4.051	...	1.147	...
Créditos comerciales del sector privado no financiero	...	...	4.856	...
Divisas en poder del sector privado no financiero	30.199	...	...	...
<b>Total activos externos del sector privado</b>	<b>114.865</b>	<b>70.896</b>	<b>38.196</b>	<b>70.398</b>
<b>PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DE LOS DIVERSOS TIPOS DE ACTIVOS EXTERNOS</b>				
1. Inversión directa	13,1%	71,6%	31,2%	17,0%
Sector privado no financiero	11,6%	...	31,2%	...
Sector financiero	1,5%	...	0,0%	...
2. Inversión de cartera	29,2%	9,1%	27,9%	8,2%
Sector privado no financiero	29,1%	...	12,1%	...
Sector financiero	0,1%	...	15,8%	...
3. Inversión inmobiliaria	3,8%	...	...	...
4. Moneda, depósitos y otras inversiones	53,9%	19,3%	40,9%	74,9%
Depósitos del sector privado no financiero*	22,5%	...	22,0%	...
Disponibilidades del sector financiero*	1,6%	...	3,2%	...
Préstamos del sector financiero	3,5%	...	3,0%	...
Créditos comerciales del sector privado no financiero	...	...	12,7%	...
Divisas en poder del sector privado no financiero	26,3%	...	...	...
<b>Total activos externos del sector privado</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

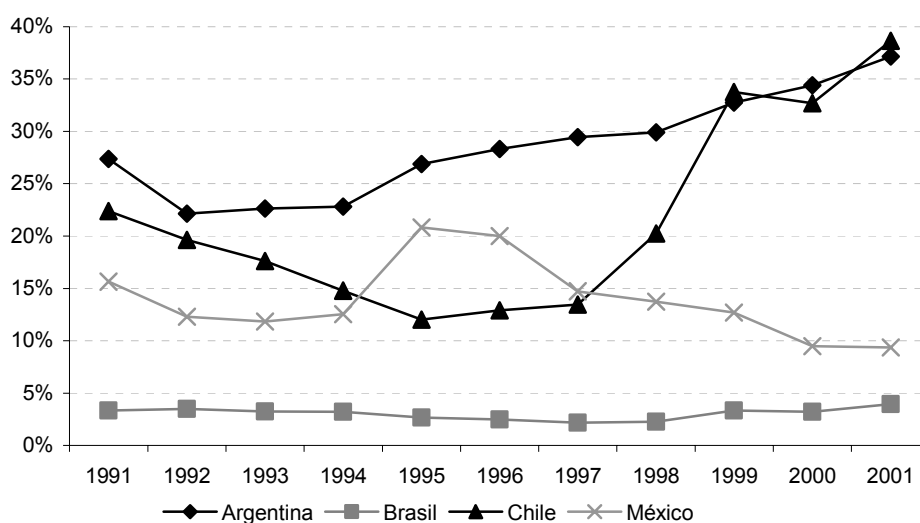
\* En el caso de Chile incluye divisas

FUENTE: elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía de Argentina, Banco Central de la República Argentina, Banco Central de Brasil, Banco Central de Chile, Banco Central de México y Banco Mundial

Los niveles de activos financieros externos que exhiben los países bajo análisis permiten observar que no reflejan los diferentes tamaños de sus economías. En efecto, la Argentina, que es la tercera economía latinoamericana, es la más importante en materia de activos externos y Chile, que es la cuarta (en esta muestra), presenta niveles de crecimiento por encima de las principales. Esta situación puede ser apreciada en el Gráfico 7, en el cual se observa que el stock de activos financieros externos del sector privado representa, en el año 2001, cerca del 40% del PIB en los casos de Ar-

gentina y Chile. Asimismo, ese stock de activos externos representa el 10% del PIB en México y el 5% en Brasil, dando cuenta de las notables diferencias entre los casos analizados y que Argentina, en primer término, y Chile, en segundo, verifican una tendencia a la adquisición de activos financieros externos, sólo que en el segundo esta tendencia se encuentra más repartida entre la dinámica de empresas, familias y sector financiero mientras que en Argentina se explica casi exclusivamente por las estrategias de empresas y familias.

**Gráfico 7**  
**Stock de activos financieros externos del sector privado como porcentaje del PIB**  
**Argentina, Brasil, Chile y México, 1991-2001.**



FUENTE: elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía de Argentina, Banco Central do Brasil, Banco Central de Chile, Banco de México y Banco Mundial

Si nos remitimos a comparar las tendencias de activos financieros con los niveles de endeudamiento externo de las economías, es posible apreciar una tendencia similar: la Argentina y Chile se ubican por encima de los otros casos, con una relación próxima al 70%, México se ubica en un nivel próximo al 40% y en Brasil explica sólo el 10%.

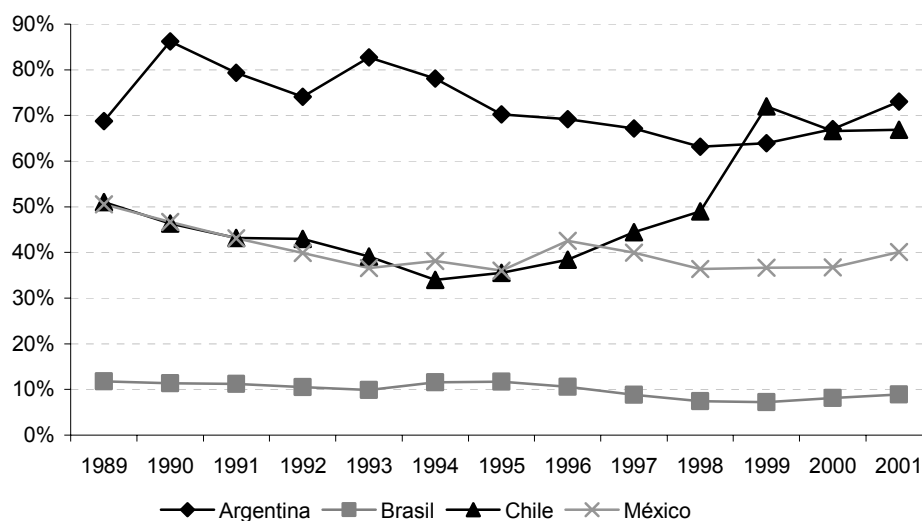
La similitud de los casos de Argentina y Chile merece una explicación adicional porque se basa en tendencias claramente diferenciadas. Mientras el endeudamiento externo argentino es fundamentalmente público, el chileno es casi exclusivamente privado<sup>36</sup>.

<sup>36</sup> En 1996, la deuda externa chilena ascendía 26.272 millones de dólares, de los cuales sólo el 11% era deuda pública. Entre dicho año y 2001, la deuda externa privada creció a una anual acumulativa del 8,8%, al tiempo que la pública lo hizo a una tasa de sólo 0,3% anual. De este modo, el peso del sector público en la deuda externa total se redujo al 8%. La situación se modificó parcialmente a partir de dicho año, cuando la deuda pública comenzó a crecer en forma significativa. Entre 2001 y 2004, la deuda externa pública creció un 63,2% (hecho que se explica por la colocación de nuevos bonos) y la privada un 10,1%, no obstante lo cual la deuda pública representa sólo el 11% de la deuda externa total, que en 2004 alcanzó los 43.963 millones de dólares. La información mencionada fue extraída del banco de datos del Banco Central de Chile.



Gráfico 8

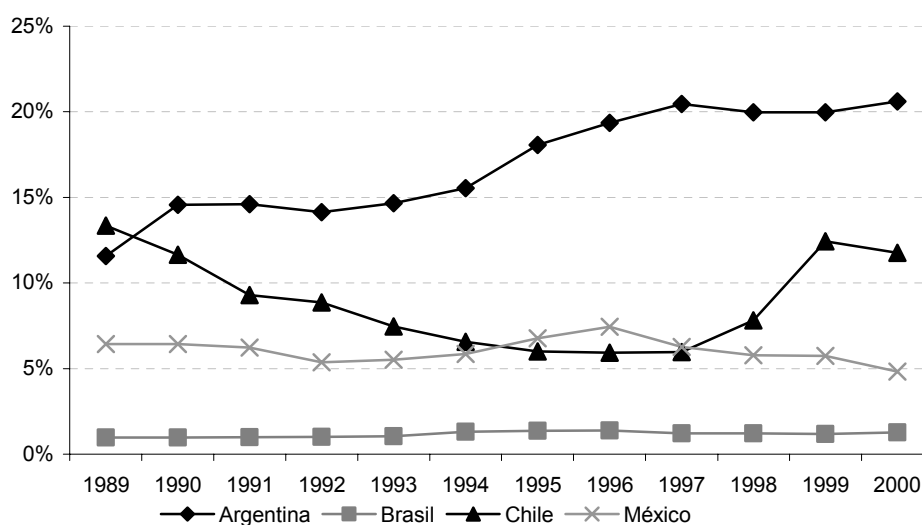
Stock de activos financieros externos del sector privado como porcentaje del stock de deuda externa Argentina, Brasil, Chile y México, 1989-2001.



FUENTE: elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía de Argentina, Banco Central do Brasil, Banco Central de Chile, Banco de México y Banco Mundial

Gráfico 9

Stock de activos financieros externos del sector privado como porcentaje del stock de capital fijo. Argentina, Brasil, Chile y México, 1989-2001.



FUENTE: elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía de Argentina, Banco Central do Brasil, Banco Central de Chile, Banco de México y Penn World Tables

La comparación con los stocks de capital fijo muestran tendencias similares pero marcan diferencias entre Argentina y Chile. La información disponible indica que, a fines de los '90, el stock de activos financieros externos del sector privado equivale al 20% del stock de capital fijo en la Argentina, al 12% en Chile, al 5% en México y a menos del 2% en Brasil. La principal explicación de las diferencias entre Argentina y Chile está relacionada con el distinto desempeño en materia de inversión, destacando

el fuerte impulso inversor en Chile, el cual sobresale incluso si se lo compara con Brasil y México.

#### IV.2) Las rentas de los activos financieros externos

En el apartado anterior se analizó la evolución de los activos externos de residentes sin considerar un aspecto de importancia, como es la generación de rentas que devengan. Al tomar en consideración tal variable, resulta pertinente realizar un ajuste sobre los stocks por cuanto parte del crecimiento puede deberse a la mera capitalización de rentas. En efecto, si bien la información al respecto es escasa, es posible conjeturar que las rentas que devengan los activos externos pueden destinarse a tres funciones: a) el consumo en el exterior, en cuyo caso las cuentas externas no tienen posibilidad de captación; b) el consumo en el país, sea mediante la importación de bienes (en cuyo caso no es posible determinar que haya sido financiada mediante rentas de activos externos) o repatriación de las rentas; c) la repatriación de las rentas (que no resulta del todo coherente en fases de crecimiento de la acumulación de activos externos).

El análisis que se realizará a continuación se centrará en las rentas devengadas por activos financieros externos. Se entiende que no todos los activos financieros externos devengan rentas. En particular, la tenencia de divisas y las disponibilidades del sector financiero son casos específicos de activos sin devengamiento de rentas. A los fines del presente análisis, se estimó que un 70% de los activos financieros externos devengan rentas<sup>37</sup>.

De este modo, es posible calcular un stock ajustado de activos financieros externos, el cual consiste en restar, del stock original, las rentas devengadas durante el período anterior en función de la siguiente ecuación:

$$R_t = \alpha AE_{t-1} r \quad [1]$$

donde:

$R_t$  = rentas devengadas por los activos financieros externos durante el período  $t$

$AE_t$  = stock de activos financieros externos del período  $t$

$AE_{t-1}$  = stock de activos financieros externos del período  $t - 1$

---

<sup>37</sup> Dicha estimación concuerda aproximadamente con las que realizan Rodríguez (1986) y Basualdo y Kulfas (2000) ambos para el caso argentino.

$r$  = tasa de interés que devengan los activos financieros externos (en nuestro ejemplo será la tasa de interés internacional, tomando como referencia a la tasa en dólares del euromercado).

$\alpha$  = proporción de activos financieros externos que devengan rentas (en nuestro ejemplo,  $\alpha = 70\%$ ).

$$AE_t = AE_{t-1} + \beta R_t + FK_t \quad [2]$$

donde:

$\beta$  = proporción de rentas que se capitalizan;  $0 \leq \beta \leq 1$

$FK_t$  = nuevas salidas de capitales destinadas a adquisición de activos financieros externos durante el período  $t$

De [1] y [2] se desprende que:

$$AE_t = AE_{t-1} + \beta \alpha AE_{t-1} r + FK_t$$

Y operando algebraicamente:

$$AE_t = (1 + \alpha \beta r) AE_{t-1} + FK_t \quad [3]$$

Si  $\beta = 1$ , el supuesto implícito es que todas las rentas generadas por los activos financieros no son consumidas sino capitalizadas. Se considera que este supuesto no resulta razonable, pero no se poseen indicadores que permitan realizar estimaciones de tal parámetro. A los fines de aproximar una idea al respecto, se propone estimar las rentas capitalizadas bajo dos supuestos. El primero es que todas las rentas se capitalizan ( $\beta = 1$ ), y el segundo –más razonable- que la mitad de las rentas son consumidas en el exterior ( $\beta = 0,5$ ).

Esta estimación de rentas nos permite, bajo los supuestos enunciados, calcular en qué medida el stock de activos financieros externos creció debido a su creciente adquisición por parte de residentes, y en qué medida dicho crecimiento se fundó en la mera acumulación de rentas.

Los cálculos realizados (Cuadro 4), permiten observar que de los US\$ 89.154 M en que crece el stock de activos financieros externos de los cuatro países en forma conjunta entre 1989 y 2001, utilizando el supuesto de  $\beta = 1$ , el 75,9% corresponde a capitalización de rentas y el restante 24,1% a nuevas operaciones de salidas de capitales. Si, en cambio, utilizamos el supuesto que consideramos más realista, que consiste en estimar que la mitad de las rentas se consumen ( $\beta = 0,5$ ), entonces el resultado es que el 37,9% del incremento del stock se debe a rentas capitalizadas y el restan-

te 62,1% a nuevas operaciones de adquisición de activos financieros externos. Como se puede apreciar, el cálculo es muy sensible al valor de  $\beta$ .

Una vez más, la situación es heterogénea al analizar lo acontecido en los cuatro casos bajo análisis. Siguiendo con el análisis a partir del supuesto de que la mitad de las rentas se consumen, lo que se observa es que mientras en Chile y la Argentina el crecimiento se debe fundamentalmente a nuevas operaciones de adquisición de activos financieros externos (explican el 84,2% y el 72,1% de la variación respectivamente), en Brasil es más importante la capitalización de rentas (55,1% de la variación) mientras que en México la variación se explica exclusivamente por la acumulación de rentas (de hecho, las rentas capitalizadas equivalen al 110% de la variación, lo que tiene como contraparte un 10% de repatriación de capitales).

A lo largo de la década, la evolución ha sido la siguiente. En Argentina, hubo un proceso de repatriación de capitales entre 1991 y 1992, fenómeno estrechamente vinculado con las privatizaciones (Basualdo, 2000). Con posterioridad a esa fecha, la formación de activos financieros externos es muy elevada, teniendo sus picos principales entre 1994 y 1997. En Brasil se observan salidas muy reducidas con excepción de los años 1994 y 2000. En Chile las salidas son muy reducidas hasta 1996, año en que se inicia una fuerte corriente de adquisición de activos financieros externos que se extiende hasta 1999. Finalmente, en México las salidas son muy importantes entre 1994 y 1996 (años próximos a la crisis financiera del “Tequila”), tendiendo a reducirse y revertirse en los años posteriores, alternando años de salidas con años de repatriaciones.

Cuadro 4

Estimación de rentas sobre activos financieros externos y factores que influyen en la variación de stocks de activos financieros externos. Argentina, Brasil, Chile y México, 1990-2001  
Montos en millones de dólares corrientes

ESCENARIO I, SUPONIENDO CAPITALIZACION DEL 100% DE LAS RENTAS

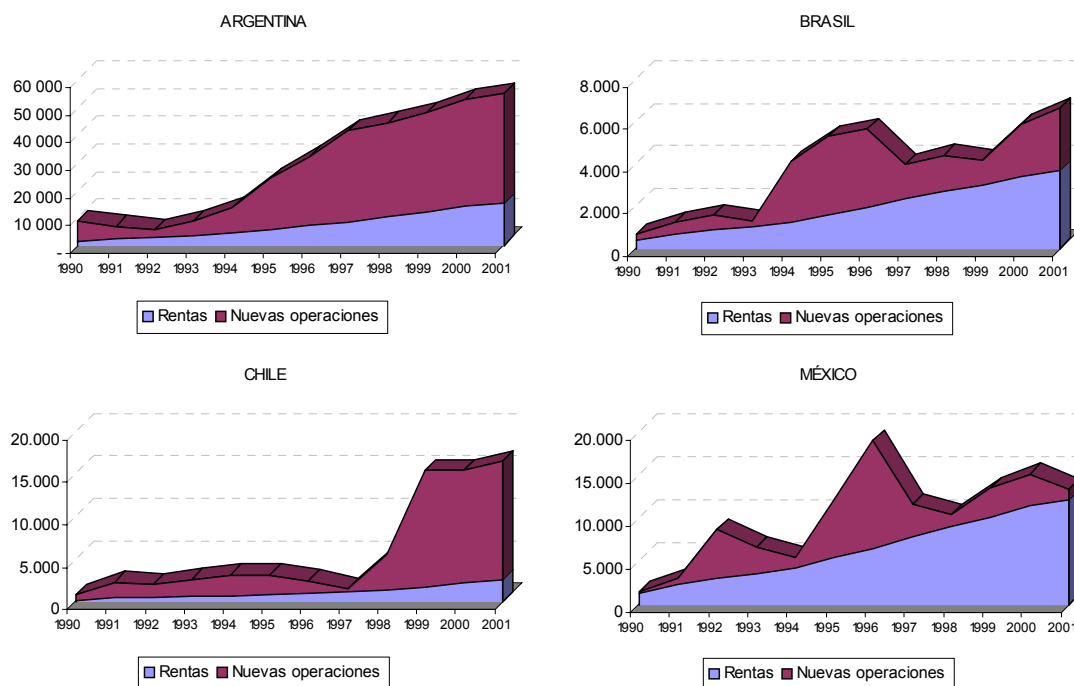
	ARGENTINA				BRASIL				CHILE				MEXICO				TOTAL 4 PAISES			
	Stock a comienzos del período	Rentas devengadas	Nuevas operaciones	Stock al final del período	Stock a comienzos del período	Rentas devengadas	Nuevas operaciones	Stock al final del período	Stock a comienzos del período	Rentas devengadas	Nuevas operaciones	Stock al final del período	Stock a comienzos del período	Rentas devengadas	Nuevas operaciones	Stock al final del período	Stock a comienzos del período	Rentas devengadas	Nuevas operaciones	Stock al final del período
1990	44.876	2.592	6.202	53.670	13.495	779	-673	13.601	9.204	532	-830	8.905	47.402	2.737	-1.392	48.748	114.977	6.640	3.308	124.924
1991	53.670	2.235	-3.990	51.915	13.601	567	-567	13.601	8.905	371	-1.529	7.747	48.748	2.030	-1.635	49.143	124.924	5.203	-7.721	122.406
1992	51.915	1.370	-2.663	50.622	13.601	359	-359	13.601	7.747	204	270	8.221	49.143	1.297	-5.684	44.756	122.406	3.230	-8.436	117.201
1993	50.622	1.148	1.778	53.548	13.601	308	296	14.206	8.221	186	-584	7.824	44.756	1.015	2.023	47.794	117.201	2.658	3.513	123.372
1994	53.548	1.754	3.356	58.658	14.206	465	2.939	17.611	7.824	256	-548	7.532	47.794	1.566	3.489	52.849	123.372	4.042	9.237	136.650
1995	58.658	2.451	8.259	69.368	17.611	736	419	18.766	7.532	315	-9	7.838	52.849	2.209	4.487	59.545	136.650	5.711	13.156	155.516
1996	69.368	2.642	5.034	77.043	18.766	715	-312	19.169	7.838	298	712	8.849	59.545	2.267	4.617	66.430	155.516	5.922	10.052	171.490
1997	77.043	3.052	6.092	86.187	19.169	759	-2.467	17.461	8.849	351	931	10.130	66.430	2.632	-10.055	59.006	171.490	6.794	-5.500	172.784
1998	86.187	3.318	-134	89.372	17.461	672	-215	17.918	10.130	390	4.259	14.779	59.006	2.272	-3.472	57.806	172.784	6.652	439	179.875
1999	89.372	3.353	124	92.849	17.918	672	-931	17.659	14.779	555	9.328	24.662	57.806	2.169	1.000	60.975	179.875	6.749	9.521	196.145
2000	92.849	4.212	673	97.734	17.659	801	895	19.355	24.662	1.119	-1.098	24.683	60.975	2.766	-8.575	55.166	196.145	8.897	-8.105	196.937
2001	97.734	2.552	-446	99.840	19.355	505	290	20.150	24.683	644	361	25.688	55.166	1.440	1.847	58.453	196.937	5.142	2.051	204.130
1990-2001		30.679	24.284			7.340	-684			5.221	11.263			24.400	-13.349			67.641	21.513	
Factores que explican la variación de activos 1990-2001		55.8%	44.2%			110.3%	-10.3%			31.7%	68.3%			220.8%	120.8%			75.9%	24.1%	

ESCENARIO II, SUPONIENDO CAPITALIZACION DEL 50% DE LAS RENTAS

	ARGENTINA				BRASIL				CHILE				MEXICO				TOTAL 4 PAISES			
	Stock a comienzos del periodo	Rentas devengadas	Nuevas operaciones	Stock al final del periodo	Stock a comienzos del periodo	Rentas devengadas	Nuevas operaciones	Stock al final del periodo	Stock a comienzos del periodo	Rentas devengadas	Nuevas operaciones	Stock al final del periodo	Stock a comienzos del periodo	Rentas devengadas	Nuevas operaciones	Stock al final del periodo	Stock a comienzos del periodo	Rentas devengadas	Nuevas operaciones	Stock al final del periodo
1990	44.876	1.296	7.498	53.670	13.495	390	-283	13.601	9.204	266	-564	8.905	47.402	1.369	-23	48.748	114.977	3.320	6.628	124.924
1991	53.670	1.118	-2.873	51.915	13.601	283	-283	13.601	8.905	185	-1.343	7.747	48.748	1.015	-620	49.143	124.924	2.602	-5.119	122.406
1992	51.915	685	-1.978	50.622	13.601	179	-179	13.601	7.747	102	372	8.221	49.143	648	-5.035	44.756	122.406	1.615	-6.821	117.201
1993	50.622	574	2.352	53.548	13.601	154	450	14.206	8.221	93	-491	7.824	44.756	508	2.531	47.794	117.201	1.329	4.842	123.372
1994	53.548	877	4.233	58.658	14.206	233	3.172	17.611	7.824	128	-419	7.532	47.794	783	4.272	52.849	123.372	2.021	11.257	136.650
1995	58.658	1.226	9.484	69.368	17.611	368	787	18.766	7.532	157	148	7.838	52.849	1.104	5.591	59.545	136.650	2.855	16.011	155.516
1996	69.368	1.321	6.354	77.043	18.766	357	45	19.169	7.838	149	862	8.849	59.545	1.134	5.751	66.430	155.516	2.961	13.013	171.490
1997	77.043	1.526	7.618	86.187	19.169	380	-2.087	17.461	8.849	175	1.106	10.130	66.430	1.316	-8.739	59.006	171.490	3.397	-2.103	172.784
1998	86.187	1.659	1.526	89.372	17.461	336	121	17.918	10.130	195	4.454	14.779	59.006	1.136	-2.336	57.806	172.784	3.326	3.765	179.875
1999	89.372	1.677	1.801	92.849	17.918	336	-595	17.659	14.779	277	9.606	24.662	57.806	1.084	2.084	60.975	179.875	3.374	12.895	196.145
2000	92.849	2.106	2.779	97.734	17.659	401	1.295	19.355	24.662	559	-539	24.683	60.975	1.383	-7.192	55.166	196.145	4.449	-3.657	196.937
2001	97.734	1.276	830	99.840	19.355	253	542	20.150	24.683	322	683	25.688	55.166	720	2.567	58.453	196.937	2.571	4.622	204.130
1990-2001		15.340	39.624			3.670	2.985			2.611	13.873			12.200	-1.149			33.820	55.333	
Factores que explican la variación de activos 1990-2001		27,9%	72,1%			55,1%	44,9%			15,8%	84,2%			110,4%	-10,4%			37,9%	62,1%	

FUENTE: elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía de Argentina, Banco Central de la República Argentina, Banco Central de Brasil, Banco Central de Chile, Banco Central de México y Banco Mundial

**Gráfico 10**  
**Factores que explican la variación de las tenencias de activos financieros externos:**  
**capitalización de rentas y nuevas operaciones de adquisición de activos financieros**  
**externos.**  
**Argentina, Brasil, Chile y México, 1990-2001.**



NOTA: los gráficos fueron elaborados suponiendo que las rentas capitalizadas ascienden al 50% de las rentas devengadas.

FUENTE: elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía de Argentina, Banco Central de la República Argentina, Banco Central de Brasil, Banco Central de Chile, Banco Central de México y Banco Mundial.

### IV.3) Principales inferencias obtenidas a partir de la evidencia empírica

Esta primera aproximación cuantitativa y descriptiva nos permitió extraer los siguientes hechos estilizados:

- Si bien durante los '90 hubo un considerable crecimiento en el stock de activos externos por parte del sector privado en la región, hecho que indica una creciente internacionalización, la situación no ha sido homogénea entre los cuatro casos analizados.
- Argentina y Chile presentaron una fuerte tendencia a la internacionalización productiva y financiera, al tiempo que México se mantuvo en niveles relativamente estables y Brasil prosiguió levemente su tendencia a la internacionalización productiva y prácticamente no participó de la financiera.

- Si bien Argentina y Chile presentan rasgos similares en cuanto a sus procesos de internacionalización financiera, el primero está impulsado exclusivamente por el sector privado no financiero (empresas y familias) mientras que en el segundo se observa una participación predominante del sector financiero, también acompañada por el privado no financiero.
- Considerando los tamaños relativos de las economías en cuestión, es clara la mayor tendencia a la fuga de capitales en la Argentina, seguida en segundo término por Chile y por México en tercer lugar. Con respecto a Brasil, cabe señalar que dicha tendencia es prácticamente insignificante.
- El crecimiento de los activos financieros externos en Argentina y Chile se debió fundamentalmente a nuevas adquisiciones, al tiempo que en Brasil se explica por la combinación de capitalización de rentas y nuevas operaciones mientras que la mera capitalización de rentas explica el crecimiento del stock en México, con excepción de los períodos próximos a la crisis financiera del “Tequila”.



## V. Factores determinantes y canales de transmisión

En la Sección IV se pudo comprobar que la fuga de capitales en los países latinoamericanos analizados asumió una considerable importancia en los '90. Asimismo, se pudieron apreciar comportamientos diferenciados, observándose dos casos en que asume mayor relevancia (Argentina en primer lugar y Chile en segundo), un caso intermedio (México) y otro en que el fenómeno en cuestión tiene baja significatividad (Brasil). Los motivos que determinan tanto el fenómeno global como los comportamientos diferenciales son el objeto de estudio de la presente sección.

La escasa producción de estudios sobre el fenómeno de la fuga de capitales en América Latina se hace extensiva a los factores que la determinan. La mayor parte de los trabajos que analizan la cuestión lo hacen a partir de un abordaje macroeconómico y centrado en las fases de crisis y mayor inestabilidad económica. Uno de los hechos constatados en la sección anterior es que si bien las fases recesivas pueden tener cierta correlación con la intensificación de la fuga, lo cierto es que dicho proceso se verifica en forma continua, fenómeno claramente visible en el caso argentino.

Si bien las explicaciones que se pueden aportar desde el análisis macroeconómico son válidas, en ocasiones resultan insuficientes para comprender la totalidad del fenómeno y sus implicancias. Como sostienen diversos autores (Fanelli y Frenkel, 1994; Miranda, 1996), la persistencia de ciertos rasgos estructurales en el funcionamiento macroeconómico puede determinar cambios en las conductas microeconómicas de las firmas. El ejemplo típico que se cita para graficar tal situación son las consecuencias que los procesos inflacionarios en Brasil y Argentina determinaron en cierto núcleo de grandes firmas que comienzan a implementar criterios de gestión financiera de naturaleza especulativa que persisten aun después de haber sido estabilizada la espiral inflacionaria. Este tipo de razonamientos puede hacerse extensivo de manera multidireccional. Así como ciertos rasgos del funcionamiento macroeconómico pueden determinar cambios estructurales en comportamientos microeconómicos, algo similar puede señalarse en sentido inverso. Más aún, en economías altamente oligopolizadas, la conformación de *holdings* y grupos económicos genera un nivel intermedio de análisis –mesoeconómico- a partir del cual es posible extraer, junto con la instancia microeconómica, un *corpus* de micro y meso fundamentos que explican cambios estructurales en el funcionamiento macroeconómico.

Este enfoque puede resultar de utilidad para interpretar la multiplicidad de factores que conciernen a las pujas que determinan ciertas pautas de funcionamiento del régimen macroeconómico y sus diferentes instrumentos de política.

Esta sección procurará analizar los factores determinantes de la creciente fuga de capitales en América Latina en los '90 recurriendo a un análisis integrado entre las tres dimensiones de análisis y sus canales de transmisión.

### **V.1) Aspectos macroeconómicos**

Los factores inherentes al funcionamiento macroeconómico que pueden determinar incentivos a la adquisición de activos externos son de múltiple naturaleza. El primer conjunto, que es el más evidente y frecuentemente utilizado por quienes tienden a asociar el fenómeno de la fuga de capitales a situaciones de crisis económica o financiera, está integrado por situaciones de inestabilidad, incertidumbre y / o volatilidad. Las fases de alta inflación, las reducidas (o negativas) tasas de crecimiento, la inestabilidad del mercado financiero y la reducción de los índices de solvencia fiscal o externa son todos ellos aspectos que pueden llevar a una fuga hacia activos financieros externos que pongan la riqueza de empresas e individuos a resguardo de posibles pérdidas de valor derivada de tal inestabilidad.

En segundo lugar, es posible encontrar situaciones de mercados financieros incompletos o con escasa oferta de activos financieros que determinan la canalización del ahorro hacia la adquisición de activos financieros externos.

En tercer lugar, la reducción de la rentabilidad en los sectores productores de bienes transables y la saturación en los servicios, sea cual fuere la causa (y sobre el particular cabe enfatizar el elevado impacto de la apertura comercial y financiera), puede redundar también en caídas en las tasas de inversión y la fuga de recursos hacia activos financieros externos.

Padilla del Bosque (1991), a partir de un análisis sobre las causas de la fuga de capitales en América Latina en los '80, establece que los países que cumplan con tres condiciones podrán ser más "exitosos" en evitar las fugas: "se espera que un país con una producción en alza, con tasas de interés reales positivas y con una moneda no sobrevaluada tenga un mayor éxito en detener o revertir la salida de capitales".

Por su parte, Damill y Fanelli (1988), estudiando el comportamiento de las grandes firmas industriales en la Argentina entre los años 1979 y 1985 (es decir, entre el auge de la apertura financiera uno de los años posteriores al estallido de la crisis de la deuda), encuentran severos cambios en el comportamiento financiero de 122 grandes firmas resultantes de las modificaciones en el contexto macroeconómico, entre los que destacan: "importantes tasas de crecimiento del activo y del patrimonio neto reales (7,8% y 10,9% anual acumulativo, respectivamente); un crecimiento mayor del activo

financiero que del activo físico (9,8% frente a 6,7% anual acumulativo, respectivamente); dolarización de los portafolios; significativo crecimiento del crédito otorgado a otras empresas; caída de la demanda de activos emitidos por el sistema bancario doméstico; una estructura del pasivo en la que las deudas con bancos y otras empresas constituyen más de tres cuartas partes del endeudamiento total, pero con una participación creciente del último de los componentes mencionados; una progresiva reducción, desde 1981, de la participación de la deuda en moneda extranjera en el endeudamiento total, en parte como consecuencia de la 'licuación' de esas deudas merced a los regímenes de seguros de cambio; un aumento de la participación de estas firmas en el crédito bancario doméstico, en un período en que la oferta total de crédito se estaba reduciendo; una posición deudora neta global (comparando los activos financieros totales con el pasivo, para el agregado de firmas), a lo largo de todo el período, y también una posición deudora neta en moneda extranjera, pero, por el contrario, una posición acreedora neta en moneda doméstica (comparando los activos financieros en esa moneda con los pasivos en la misma moneda) desde 1980, para este conjunto de firmas; un financiamiento de los activos inmovilizados cubierto en más de 90% con recursos propios, y el resto con crédito de largo plazo" (pp.26-27)<sup>38</sup>. Para los autores, estos cambios en el comportamiento de las grandes firmas obedecen a las alteracio-

---

<sup>38</sup> La creciente disociación entre la evolución de este conjunto de grandes firmas y el resto de la economía es atribuible a la creciente adquisición de activos financieros, tal como señalan los autores: "la tasa acumulativa anual media del activo total se ubicó cerca del 8%. Dado que 90% de las empresas en estudio pertenecen al sector industrial, este hecho resulta impactante. En igual período (1979-85) el producto industrial decreció a una tasa anual de 4%" (p.28). Al mismo tiempo, "durante el período estas firmas acumularon acreencias contra el resto de los agentes del sistema, y la inversión en bienes de uso que emprendieron resultó equivalente a sólo 40% de las ganancias netas de capital que recibieron" (p.29). "En el cuarto trimestre de 1979, los activos externos eran un 5,1% de la cartera financiera agregada, mientras que en el cuarto trimestre de 1985 tal proporción alcanzaba a 12,5% (cuando se observa lo ocurrido con el subgrupo de empresas que cotizan en Bolsa las evidencias son aún más espectaculares; para tal agregado la tasa media anual de crecimiento de este tipo de activos fue de 32,2% y la participación de los mismos en el activo financiero total pasó de 4,4% a 12,1%). Este proceso de dolarización de los portafolios refleja el cambio estructural que se produce a nivel micro en la preferencia de las empresas, que lleva a una sustitución creciente de activos domésticos por activos externos a partir de la crisis del modelo marco de apertura y pautas cambiarias" (pp.30-31). "El conjunto de empresas en estudio mantenía alrededor de 25% del total de la deuda externa privada en período analizado. Además, si se compara la deuda sin seguro de cambio con las tenencias de activos externos, puede verse que las 57 firmas de Bolsa presentaban una situación de 'sobrecobertura' a mediados de 1983, y el total de 122 una exposición reducida, que tendió a aumentar lentamente desde entonces" (p.32). "El cuadro que surge hasta aquí, a partir del material empírico en consideración, es el de que, en un contexto de estancamiento y desmonetización, estas empresas se orientaron a sustituir activos físicos por activos financieros. Y dentro de estos últimos, los privilegiados fueron los activos externos y el crédito a otras empresas. Dado el estancamiento de las actividades productivas, estas firmas se orientaron en parte a la búsqueda de beneficios en el área financiera. Como al mismo tiempo el sistema financiero formal se estaba reduciendo, se dieron las condiciones para que pudieran expandir en la forma en que lo hicieron sus actividades de intermediación en este ámbito. Además es posible, a partir del crecimiento observado en el activo financiero no corriente, que la preferencia revelada por activos financieros haya tomado también la forma de un aumento de la participación directa en la propiedad de otras empresas. Siendo así, puede haber, subsumidos en este proceso, también trazos de un movimiento hacia una mayor diversificación en lo referido al tipo de bienes físicos de propiedad (indirecta, en este caso) de estas firmas. También en este plano, un contexto de elevada incertidumbre en lo que se refiere, por ejemplo, a la evolución de los precios relativos de los bienes, puede incentivar la diversificación de los componentes físicos de la cartera, como forma de minimizar riesgos (pp.35-36).

nes en el régimen macroeconómico: “la contrapartida de la desmonetización fueron la dolarización de los portafolios y la endogeneización del dinero. De esta forma, el Banco Central perdió grados de libertad en el control de la oferta monetaria, no sólo porque esta se hizo endógena por el problema de la transferencia, sino también porque a consecuencia de los desequilibrios financieros inducidos por el ajuste externo, los particulares sustituyeron en contra de los activos domésticos del sistema formal y endogeneizaron el dinero en el proceso de búsqueda de fuentes alternativas de colocación de activos y financiamiento. Por otra parte, la preferencia de las firmas por activos financieros en desmedro de la inversión física es también coherente con lo detallado más arriba. En primer lugar, en los intentos de ajuste del gasto público, uno de los rubros que más cayó fue el de inversión, al tiempo que el producto disminuía. Los efectos desaceleradores de esto afectaron la inversión privada. En segundo término, la necesidad de financiar el déficit acrecentado por los intereses externos llevó a políticas económicas orientadas a incentivar la demanda de activos financieros y a disminuir la absorción doméstica a los efectos de mantener un saldo comercial positivo. Por último la dolarización de la economía integró en mayor medida el sistema financiero doméstico con el internacional y el costo de oportunidad de la inversión física estuvo dado por la tasa de interés externa, que se incrementó en el período. Asimismo, actuó en igual sentido el incremento de la prima de riesgo en el arbitraje entre la tasa externa y el rendimiento de los activos domésticos... En un contexto de inestabilidad y ajuste, las unidades económicas de mayor tamaño estuvieron en condiciones no sólo de evitar los costos del ajuste sino de mejorar su posición relativa” (Damill y Fanelli, 1988, pp. 70-71).

Ahora bien, hecho un repaso de las inferencias teóricas inherentes al funcionamiento macroeconómico y sus posibles determinaciones con relación al fenómeno de la fuga de capitales, resulta de interés contrastar tales inferencias con la evidencia empírica parcialmente presentada en la sección anterior.

Veamos el primer conjunto de factores explicativos, es decir aquellos que vinculan fuga de capitales con crisis e inestabilidad.

En el Cuadro 5 se presenta una matriz de correlaciones en la cual la variable independiente es el stock de activos financieros externos de residentes<sup>39</sup>. Las primeras cuatro líneas presentan la correlación con variables que reflejan precios de la economía. La primera de ellas es el tipo de cambio real bilateral con EE.UU., y es posible apreciar que la evidencia empírica es débil para sostener relación entre ambas variables. La teoría nos indicaría que un contexto de apreciación cambiaria podría favorecer la adquisición de activos externos mediante dos vías. La primera es el abaratamiento

---

<sup>39</sup> Para una siguiente etapa de investigación ha quedado pendiente la elaboración un modelo econométrico que permita testear los grados de determinación de las variables dependientes.

relativo del precio del activo externo y la segunda es la posible pérdida de opciones de inversión en el mercado doméstico como resultado del incremento del poder de compra de productos importados. En este marco, la correlación entre las variables en cuestión debería ser negativa, es decir, que un aumento (disminución) del tipo de cambio real debería inducir una disminución (aumento) del stock de activos financieros externos. Como se puede apreciar, dicha relación sólo fue hallada en el caso de Brasil, que era el país con menor incidencia del fenómeno bajo análisis.

Cuadro 5  
Matriz de correlaciones. Fuga de capitales, tipo de cambio real, inflación, tasa de interés real, diferencial entre tasa de interés doméstica e internacional, stock de depósitos del sector privado no financiero, stock de deuda externa, tasa de crecimiento del producto, stock de capital y fusiones y adquisiciones

	Argentina	Brasil	Chile	México
TCR	0,079	-0,819	0,516	0,571
$\pi$	-0,356	-0,636	-0,632	0,352
$i$	0,392	-0,501	-0,086	-0,517
$i^* - i$	-0,337	-0,559	-0,599	0,078
dep	0,812	0,935	0,834	0,605
D	0,984	0,772	0,967	0,859
y	0,757	0,657	0,584	0,219
k	0,970	0,512	0,814	0,491
F&A	0,907	0,659	0,974	0,441

TCR = tipo de cambio real bilateral con EE.UU.; F&A = fusiones y adquisiciones transfronterizas;  $i$  = tasa de interés real;  $\pi$  = tasa de inflación anual;  $i^* - i$  = diferencial de tasa de interés internacional y nacional; dep = stock de depósitos del sector privado no financiero; y = tasa de crecimiento del producto; D = stock de deuda externa; I = inversión bruta interna fija

La inflación interna es tomada en cuenta como variable que refleja factores de inestabilidad económica. En este caso, la teoría indicaría que ante incrementos en los niveles de precios, debería crecer la demanda de activos financieros externos por al menos dos motivos. En primer lugar, como reserva de valor y en segundo término –en parte vinculado al primero- para evadir situaciones de inestabilidad económica. Se espera entonces una correlación positiva que refleje que un aumento (disminución) de la inflación se traduzca en un incremento (disminución) de la demanda de activos financieros externos. Dicha relación sólo se verifica en el caso de México y con un grado de correlación de baja significatividad. En los tres casos restantes la correlación es inversa a la esperada, es decir, la demanda de activos financieros externos continuó en alza incluso en fases de estabilidad de precios.

En tercer lugar, podemos analizar la evolución de las tasas de interés domésticas y su diferencial con respecto a una tasa internacional de referencia. Aquí los comportamientos esperados son ambiguos. Por una parte, se podría esperar que un au-

mento en la tasa de interés local se traduzca en incrementos en los diferenciales de tasa con respecto a la internacional. Si el mercado financiero ofrece mecanismos de cobertura, el aumento de las tasas podría derivar en cambios de cartera y la sustitución de activos financieros externos por activos financieros domésticos. Pero el aumento de tasas también puede estar reflejando una situación de inestabilidad en la cual quienes posean mayor aversión al riesgo opten por aumentar su demanda de activos financieros externos. La evidencia empírica es también ambigua. Tres de los cuatro países presentan correlación negativa entre activos financieros externos y tasa de interés doméstica (con niveles de baja significatividad). Y también tres de los cuatro países (aunque no los mismos de antes) exhiben correlación negativa (de baja significatividad) entre activos financieros externos y diferencial de tasas de interés.

Veamos ahora los posibles efectos de sustitución entre activos financieros externos y domésticos. Resultaría esperable que aumentos (disminuciones) en la demanda de activos financieros externos se traduzcan en caídas (aumentos) en la demanda de activos financieros domésticos si es que efectivamente el fenómeno en cuestión es coyuntural o asociado a situaciones de crisis financieras. La quinta línea del Cuadro 5 muestra la correlación del stock de activos financieros externos con los depósitos del sector privado no financiero en el sistema bancario doméstico. Contrariamente a lo esperado, la correlación es positiva y altamente significativa en los cuatro países. Esto significa que, en su conjunto, el sector privado no financiero incrementó, durante el período bajo análisis, tanto sus tenencias de activos financieros externos como internos.

Una situación similar tiene lugar cuando se analiza la evolución comparada entre deuda externa y activos financieros externos. En los cuatro países la correlación es positiva y de alta significatividad.

Con respecto al crecimiento del producto, podemos encontrar ciertas ambigüedades. En principio, se podría esperar que en etapas recesivas aumente la demanda de activos financieros externos debido a la escasez de oportunidades de inversión en la economía doméstica. Sin embargo, la correlación es positiva aunque los niveles de significatividad muestran una mayor heterogeneidad. Si restringimos la comparación a la evolución del stock de capital fijo, la correlación es también positiva y con altos niveles de significatividad en Argentina y Chile y algo menor en México y Brasil.

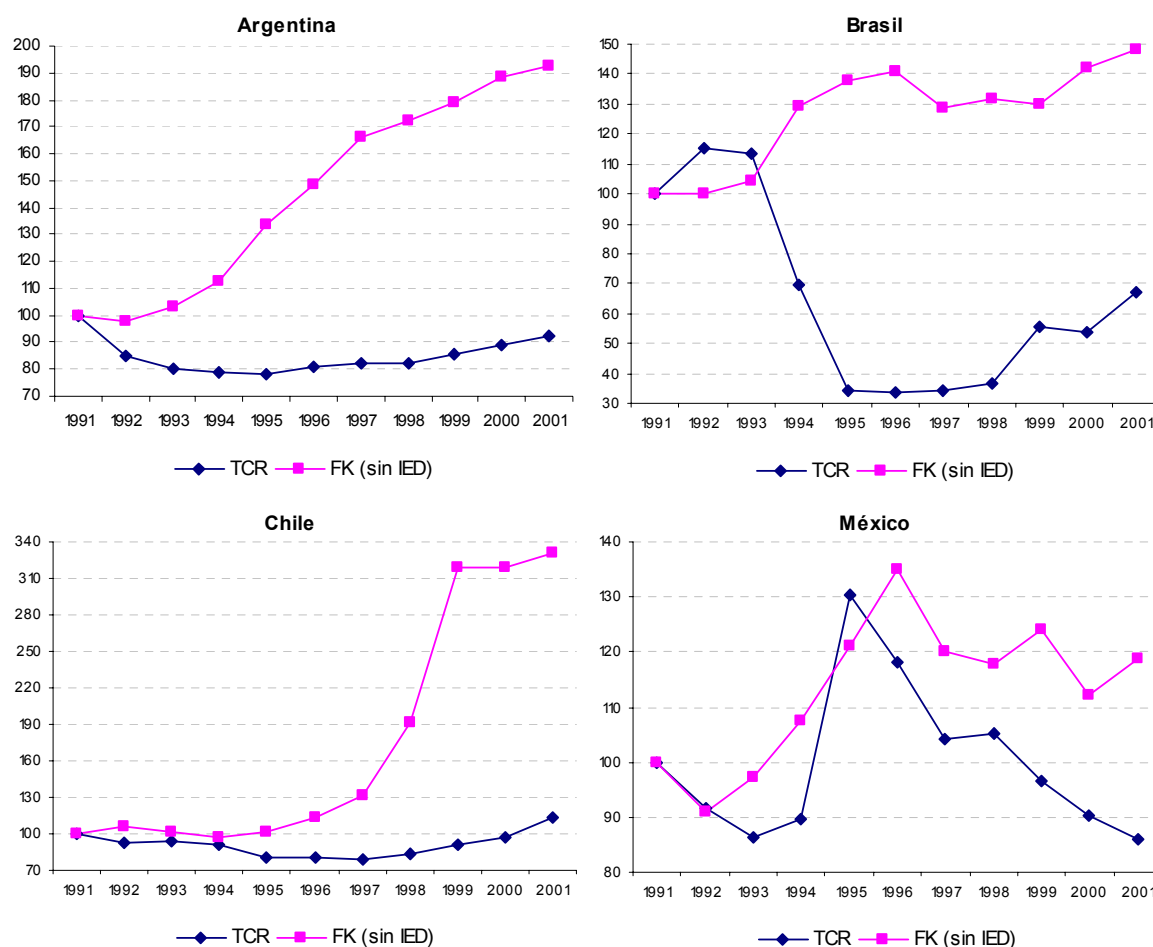
Finalmente, la correlación es también positiva con respecto a los montos de fusiones y adquisiciones transfronterizas y de alta significatividad en los casos de Argentina y Chile.

En suma, lo que se ha podido apreciar en esta primera aproximación es que los clásicos determinantes macroeconómicos aportan una débil evidencia empírica como

factores explicativos de la evolución de la fuga de capitales. En efecto, esta evolución en los '90 parece haber seguido un sendero más vinculado a los cambios estructurales que se reflejan en cambios institucionales que derivaron en modificaciones en los procesos de inversión y en aspectos mesoeconómicos vinculados a estrategias empresariales. Sobre esos puntos se concentrará la siguiente sección.

**Gráfico 11**

*Evolución del stock de activos financieros externos del sector privado y tipo de cambio real bilateral con EE.UU., Argentina, Brasil, Chile y México, 1991-2001*



FUENTE: elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía (Argentina), Banco Central de Brasil, Banco Central de Chile, Banco de México y Banco Mundial. El TCR es el resultado de aplicar al tipo de cambio nominal contra el dólar el cociente entre los índices de precios al consumidor de EE.UU. y del país respectivo.

## V.2) Aspectos micro y mesoeconómicos

Uno de los aspectos cruciales que tuvieron lugar en América Latina durante los '90 fue el creciente ingreso de capitales externos, tanto bajo la modalidad de inversión directa como de cartera y flujos de financiamiento bancario. América Latina concentró

el 10% de los ingresos mundiales de inversión extranjera directa y el 33,4% de los ingresos de IED correspondientes a la periferia<sup>40</sup>. De este modo, la región profundizó su proceso de extranjerización, rasgo histórico de su desarrollo económico.

Como se puede apreciar en el Cuadro 6, las principales 1000 empresas latinoamericanas son crecientemente propiedad de grandes corporaciones transnacionales. Mientras que a comienzos de los años '90, las firmas controladas o vinculadas a corporaciones transnacionales concentraban el 29,9% de las ventas de la cúpula de las primeras 1000 firmas de la región (quedando el 37,7% en manos de privadas nacionales y el 32,5% en manos de firmas estatales), hacia mediados de la década su participación había crecido al 35,5%, avance logrado a expensas de las firmas estatales (es decir, privatizaciones mediante, proceso que también incorporó a las grandes firmas privadas nacionales, cuya participación en las ventas de la cúpula se incrementó al 42,7%). Hacia fines de la década, las extranjeras asumieron el liderazgo de la cúpula alcanzando el 41,6% de las ventas, crecimiento que esta vez se hizo a expensas tanto de las empresas estatales como de las privadas nacionales.

Cuadro 6  
Primeras 1000 empresas de América Latina según ventas totales  
Desagregación por origen del capital (%)

	1990-1992	1994-1996	1998-2000
Extranjeras	29,9	35,5	41,6
Privadas nacionales	37,7	42,7	41,3
Estatales	32,5	21,9	17,1
<i>Total</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

FUENTE: CEPAL, *Desarrollo productivo en economías abiertas*, 2004

Puede entonces afirmarse que tras la denominada “década perdida”, el capital extranjero recuperó el liderazgo en la producción latinoamericana. Sin embargo, un rasgo fundamental que distingue al proceso económico latinoamericano de los '90, tanto con respecto a otras fases históricas en la misma región como a otras regiones durante el mismo período, es la preeminencia de las fusiones y adquisiciones empresarias como modalidad de inserción del capital externo por encima de la radicación y ampliación de nuevas filiales. En efecto, mientras en la etapa de sustitución de importaciones la modalidad predominante fue la instalación de filiales industriales, en los '90 las fusiones y adquisiciones representaron el 51% de la inversión extranjera directa. Como instancia de comparación, puede señalarse que en ese mismo período, las fusiones y adquisiciones representaron el 24% de los ingresos de IED en los denomina-

<sup>40</sup> Datos elaborados a partir de información de UNCTAD, *World Investment Report*, varias ediciones.



dos *tigres asiáticos* y el 3% en el caso de China, mostrando claras diferencias acerca de lo ocurrido en otras regiones del mundo periférico.

Entre 1990 y 2000, las fusiones y adquisiciones transfronterizas (concepto que, en esta primera acepción, incluye privatizaciones y compra de empresas privadas en ambos casos por parte de inversores externos) totalizaron U\$S 185.195 M, cifra que representa el 57,7% del total de operaciones registradas en países periféricos y el 5% del total mundial (recuérdese que los '90 fueron la década de las grandes fusiones internacionales).

Cuadro 7

Fusiones y adquisiciones transfronterizas. Argentina, Brasil, Chile y México\*

Montos en millones de dólares

	PROMEDIO ANUAL				TOTAL 1990-2000	
	1987-1990	1991-1994	1995-1999	2000-2003	US\$ M	%
Argentina	1.590	1.146	7.983	3.594	56.047	30,3%
Brasil	175	331	11.819	10.296	83.646	45,2%
Chile	183	505	3.029	2.409	20.528	11,1%
México	694	1.187	2.787	7.319	24.975	13,5%
<i>Subtotal</i>	<i>2.643</i>	<i>3.169</i>	<i>25.618</i>	<i>23.618</i>	<i>185.195</i>	<i>100,0%</i>
<i>Centros off-shore</i>	<i>1.818</i>	<i>3.450</i>	<i>10.761</i>	<i>12.190</i>	<i>84.666</i>	
Total países periféricos**	4.608	7.369	44.423	48.582	321.191	
Total mundial**	118.456	89.092	392.471	588.949	3.680.715	
ABCM / Países periféricos	57,3%	43,0%	57,7%	48,6%	57,7%	
ABCM / Total mundial	2,2%	3,6%	6,5%	4,0%	5,0%	

\* Incluye privatizaciones y transferencias de empresas privadas

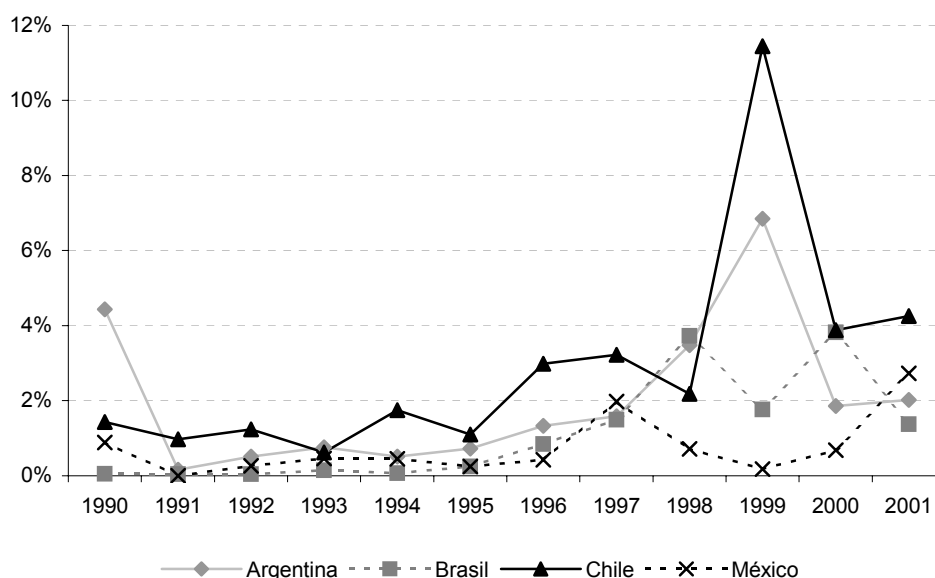
\*\* Excluye centros off-shore

ABCM = Argentina, Brasil, Chile y México

FUENTE: elaboración propia en base a datos de UNCTAD

Tras una primera etapa en la cual las privatizaciones representaron una modalidad central de inserción del capital extranjero en América Latina, se produjo una fase caracterizada por una oleada de transferencias de empresas privadas nacionales a corporaciones transnacionales. Este fenómeno llevó al traspaso de firmas nacionales independientes y también a la reestructuración de grupos económicos, proceso que en algunos casos llevó a una reorientación sectorial y en otros a la desarticulación de algunos grupos.

**Gráfico 12**  
**Fusiones y adquisiciones transfronterizas (incluido privatizaciones)**  
**como proporción del PIB.**  
**Argentina, Brasil, Chile y México, 1990-2001.**



FUENTE: elaboración propia en base a datos de UNCTAD, World Investment Report y Banco Mundial, World Development Indicators

En el Cuadro 8 se presenta una síntesis del proceso en cuestión. Se puede apreciar que en los años '90, en la muestra seleccionada, se produjo un total de casi 2.400 operaciones de fusiones y adquisiciones privadas con participaciones de capital extranjero por un monto total de casi U\$S 144.000 M. Argentina es el país en el que el proceso en cuestión tiene el peso más elevado. En efecto: el promedio anual de operaciones es de 100 (seguido por México con 73, Brasil con 68 y Chile con 5) con un monto promedio anual de U\$S 6.057 M (seguido por Brasil con U\$S 4.407 M, México con U\$S 2.766 M y Chile con U\$S 2.724 M).

En el caso de Chile cabe destacar que se trató de pocas operaciones concretadas sobre el final de la década del '90.

El fenómeno que estaría sugiriendo la evidencia empírica disponible daría cuenta de un orden de causalidades sustancialmente diferente al que la literatura económica sugiere, fundamentalmente si consideramos los casos de la Argentina y Chile. En otras palabras, se observa un fuerte grado de correlación entre fuga de capitales y transferencias de empresas que lleva a pensar en la idea expuesta por Serfati, quien –según se analizaba en la Sección II– señalaba la transformación de la empresa como un activo financiero en sí mismo.

En estos países, la secuencia de causalidades sería la siguiente. Tras una primera fase de extranjerización mediante la participación del capital extranjero (junto a

sectores del capital local) en el proceso de privatizaciones, fenómeno que se da en forma concomitante al crecimiento de la inversión global y de expansión económica, sigue una fase de fusiones y adquisiciones transfronterizas. Este proceso tiene lugar en un contexto económico de crecimiento y relativa apreciación cambiaria, con lo cual, desde el punto de vista del capital local la operación es altamente rentable. En este marco, el capital local no reinvierte los montos obtenidos sino que, en un contexto en que tienden a reducirse las oportunidades de inversión en activos fijos del mercado doméstico, se acrecienta la adquisición de activos financieros externos (la pregunta que queda latente en este esquema es por qué no reinvierte en activos financieros domésticos, interrogante que será abordado más adelante). Como ejemplo de ello puede observarse el Cuadro 9, en el que se estiman los montos obtenidos por once grupos económicos argentinos como resultado de las ventas de sus empresas y los montos reinvertidos en adquisiciones de otras firmas. Como se puede observar, el monto reinvertido es sustancialmente inferior al obtenido.

Cuadro 8

Fusiones y adquisiciones entre empresas privadas con participación de capitales extranjeros en Argentina, Brasil, Chile y México durante la década de 1990

Montos en millones de dólares y cantidad de operaciones

	TOTAL		PROMEDIO ANUAL	
	Montos	Cantidad de operaciones	Montos	Cantidad de operaciones
Argentina (1992-1999)	48.455	803	6.057	100
Brasil (1990-2000)	48.475	753	4.407	68
Chile (1995-2000)	16.342	30	2.724	5
México (1990-2000)	30.430	808	2.766	73
<b>Total</b>	<b>143.702</b>	<b>2.394</b>	<b>15.954</b>	<b>247</b>

FUENTE: elaboración propia; para la Argentina se obtuvieron los datos de Kulfas (2001) y comprende las operaciones de fusiones y adquisiciones en las que una firma extranjera compra una firma nacional o una filial de una firma extranjera radicada con anterioridad en el país; para Brasil, los datos fueron obtenidos de Ferraz, Kupfer y Iooty (2004), considerando sólo la línea de fusiones y adquisiciones de empresas privadas, aplicando el coeficiente de participación extranjera que se presenta en el artículo; para Chile se tuvieron en cuenta las fusiones y adquisiciones en el sector servicios para el período 1995-2000 volcado en el Informe de Inversión Extranjera de la CEPAL (2001); para México se obtuvieron los datos del trabajo de Garrido (2001), considerando las operaciones de fusiones y adquisiciones transfronterizas "inward", y restando a ese número las operaciones de privatizaciones, según el detalle obtenido de ese mismo artículo.

Asimismo, siguiendo con el caso argentino, una proporción considerablemente alta de las transferencias de empresas se encuentra vinculada a reestructuraciones al interior de núcleos empresariales relacionados con el proceso de privatizaciones. Como se puede observar en el Cuadro 10, las operaciones vinculadas con privatizaciones en la Argentina pasaron de representar sólo el 3,6% del total entre 1990 y 1994, al 19% entre 1995 y 1996 y más de la mitad hacia fines de la década. Considerando la

década en su conjunto se puede apreciar que cerca de la mitad (el 46,1%) de las operaciones de F&A tuvieron que ver con traspasos del capital accionario desde inversores locales hacia inversores extranjeros.

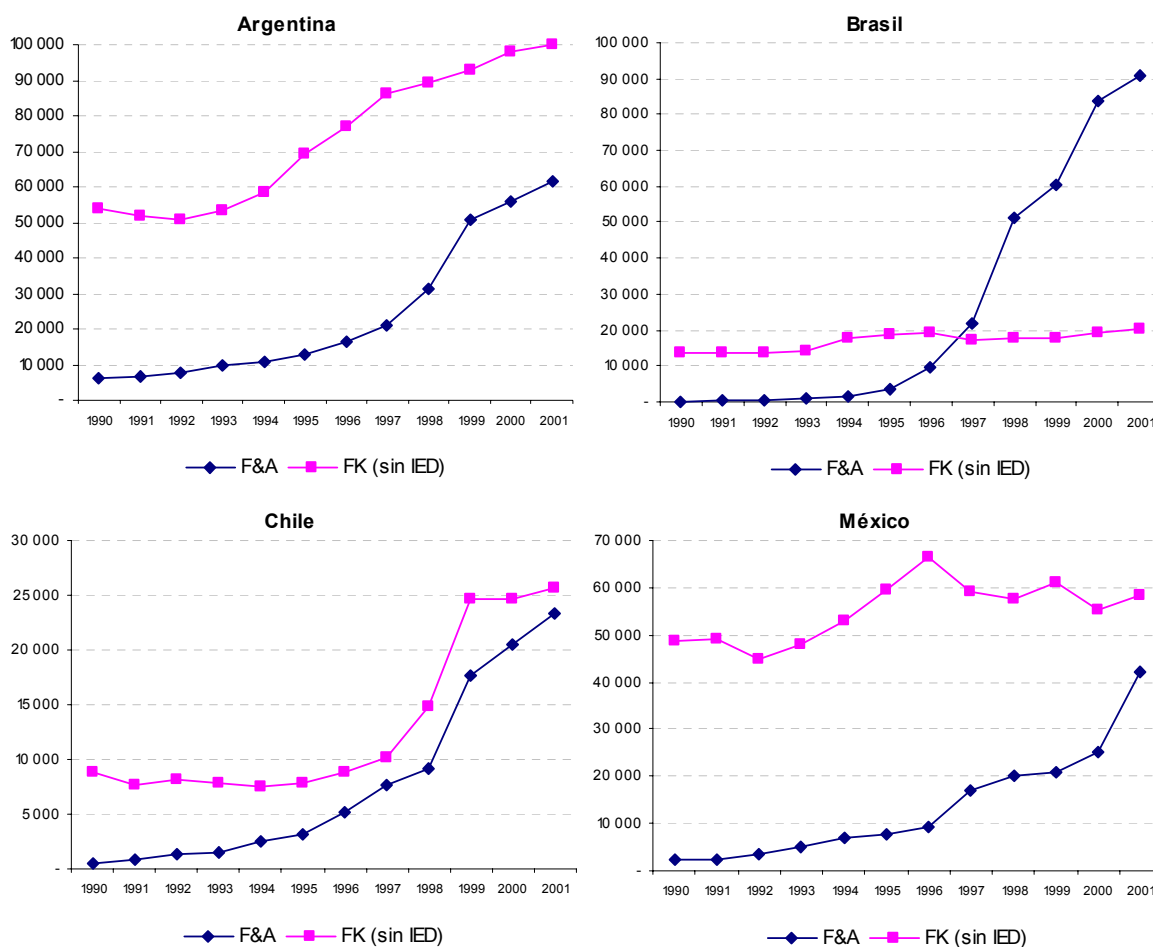
En tal sentido, cobra relevancia la hipótesis que plantean Arceo y Basualdo (1999) quienes sostienen que "la conjunción de dos factores (bajo precio inicial y creciente rentabilidad) da como resultado una acelerada revaluación patrimonial en términos económicos que sólo puede realizarse en el mercado cuando se transfiere la correspondiente participación accionaria en el consorcio. La compraventa implica, para el adquirente, acceder a activos que arrojan una ganancia particularmente elevada en términos internacionales y para el vendedor realizar una ganancia patrimonial sustrayéndose al riesgo que un incremento de la competencia o un cambio en los marcos regulatorios disminuya el monto de su activo. Se trata, para éste último, de una operación destinada a preservar una ganancia patrimonial extraordinaria que tiene una importancia fundamental respecto al total de sus activos, aunque ello implique obtener luego, sobre éstos, una rentabilidad menor. La pérdida que podría llegar a experimentar en el valor del activo supera, en el corto y mediano plazo, a aquella resultante de la diferencia entre la tasa de beneficio obtenida y la tasa de retorno de las nuevas inversiones financieras". En cierto sentido, la teoría de Hirschman de las expectativas exageradas reseñada en la Sección II puede ser aplicada a este caso.

En el caso de Chile, las 30 operaciones a las que se hacía referencia previamente correspondieron en su totalidad al sector servicios. El 50,9% de los montos involucrados en dicha operatoria se produjo en el sector eléctrico, el 11,9% en agua y saneamiento, el 11,5% en telecomunicaciones, el 23,5% en el sector financiero y el 2,2% en el comercio. Estos datos permiten confirmar que el 74,3% de las operaciones de fusiones y adquisiciones tuvieron lugar en sectores vinculados a las privatizaciones, en este caso concretadas predominantemente durante la década del '80. Se observa entonces una situación similar a la verificada en el caso argentino, pero de mayor intensidad y también de mayor rezago con respecto al período de concreción de las privatizaciones.

El resultado de este proceso es entonces la acumulación de una creciente masa de activos financieros externos que se encuentra desvinculada del ciclo económico pero que posee un alto grado de correlación con el cambio estructural inducido por las reformas económicas. Este marco explicativo es entonces relevante para explicar los procesos observados en Argentina y Chile.

Gráfico 13

Evolución el stock de activos financieros externos del sector privado y de las fusiones y adquisiciones transfronterizas, Argentina, Brasil, Chile y México, 1990-2001.



FUENTE: elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía (Argentina), Banco Central de Brasil, Banco Central de Chile, Banco de México y UNCTAD.

Para Moguillansky (1999), hacia fines de los '90 se verifica el fin de un ciclo de expansión de la inversión: “la internacionalización del capital y la venta de empresas a transnacionales, no ha sido sólo la respuesta a los requerimientos de expansión de los conglomerados, sino que responde también a rendimientos decrecientes del capital en algunas actividades; a la caída en los precios internacionales después de haberse convertido en uno de los mayores productores mundiales del rubro; a la aparición de nuevos actores y agudización de la competencia en los sectores más rentables; a la profundización y estrictez en la regulación de mercados que en los inicios del proceso (a mediados de los ochenta) tenía la ventaja para los grandes grupos económicos, de ser poco transparentes y poco fiscalizados. Todo ello abrió las puertas a la transferencias de capital hacia nuevos mercados de la región, en que el proceso de reformas era

incipiente y donde podían reproducirse las rentas obtenidas en Chile a comienzos del último decenio” (p.18)<sup>41</sup>.

Si bien en Chile diversos sectores políticos tienden a minimizar esta tendencia, o a sumarse a la teoría de la diversificación del portafolio, lo cierto es que la creciente formación de activos financieros externos del sector privado ha comenzado a instalarse paulatinamente en la agenda económica y política del país<sup>42</sup>. Cabe asimismo adi-

---

<sup>41</sup> A la pregunta de por qué los grupos económicos chilenos no avanzan hacia una estrategia de especialización en productos de mayor valor agregado e intensivos en el conocimiento y la integración de las cadenas de valor, Moguillansky (1999) responde: “existen varios factores que pueden explicar este fenómeno, algunos de los cuales han sido confirmados en entrevistas con ejecutivos de las grandes empresas. En primer lugar, las actividades en que los grupos económicos están presentes, se caracterizan por permitir la generación de rentas derivadas de la calidad del recurso natural, del conocimiento y experiencia ya existente y del logro de niveles satisfactorios de rentabilidad. En los nuevos sectores en que han intervenido, como el sector eléctrico, telecomunicaciones, infraestructura vial, el estímulo provino de los incentivos otorgados por el proceso de privatización y la rentabilidad asegurada. Mientras que el proceso de apertura les facilitó la expansión hacia mercados externos, el proceso de integración regional, especialmente en países vecinos, los ha alentado a crecer intrarregionalmente, comprando empresas de rubros en los que han adquirido experiencia, trasladando la producción a dichos mercados, con lo cual siguieron creciendo manteniendo su especialización. Pero como lo señalan Garrido y Peres (1998), los grupos económicos chilenos, igual que en otros países de la región se enfrentaron a la opción, después de la diversificación sectorial inicial, y de la expansión regional, de desarrollar cambios que requieren extraordinarios recursos financieros, tecnológicos y de comercialización. Frente a esto, optan por la fusión con capitales externos, exponiéndose a la pérdida del control de la sociedad, o bien esperan aumentar el valor de mercado de sus empresas, con el fin de venderlas al mejor precio posible y concentrar el esfuerzo en las áreas tradicionales de inversión o en aquellos sectores de baja complejidad tecnológica, pero con altas perspectivas de rentabilidad, como lo fueron las privatizaciones de los sistemas eléctricos a nivel regional” (pp.73-74).

<sup>42</sup> La revista *Qué Pasa* publicó el 1 de junio de 2001 un artículo titulado “Capitales Off-Shore” que expresaba lo siguiente: “Cuando en enero de este año, el grupo Penta -ligado a Carlos Eugenio Lavín y Carlos Alberto Délano- recibió el primer pago de US\$ 100 millones por sus acciones en el Banco de Chile, decidió mantener esos dineros en el exterior. Lo mismo hicieron los socios de Chilquinta -Juan Hurtado Vicuña y Eduardo Fernández León-, cuando hace dos años enajenaron Enerquinta, con una utilidad neta de US\$ 250 millones. Como ellos, varios empresarios han mantenido en el extranjero buena parte de los dineros que recibieron por la venta de activos, a la espera de encontrar nuevas oportunidades de inversión. Pero de allí a afirmar que estos movimientos significan una fuga de capitales o pueda atribuírseles una intención política, hay una distancia de considerables proporciones. Según cifras del Banco Central, el año pasado salieron al exterior -vía Capítulo XII del Compendio de Cambios Internacionales- cerca de 20 mil millones de dólares. Pero en ese mismo período retornaron poco más de 15 mil millones. Sumando y restando, la inversión neta en el exterior fue de 4.500 millones de dólares. Las estadísticas recientemente entregadas para el período que va de enero a abril de este año informan que el monto llegó a 1.500 millones “No se trata de una fuga de capital, si se analiza con más detalles”, comenta Ricardo Fischer, gerente general de Tanner, administradora de fondos mutuos. Los analistas coinciden en que las cifras reflejan una realidad: no sólo los empresarios están viendo buenas perspectivas de rentabilidad afuera. Esto alcanza a muchas personas comunes y corrientes. Simplemente, porque los instrumentos internacionales hoy entregan mejores retornos que los que se pueden encontrar en Chile. “Es una razón de simple economía y no una decisión de Estado”, explica una analista de un banco de inversión. Es cierto que la polémica de los empresarios rentistas se ha mantenido en el tiempo. Pero también lo es que gran parte de la discusión tiene mucho de artificial. Parlamentarios oficialistas han insistido en que los empresarios tienen dinero para invertir y no lo hacen. Y no es difícil encontrar entre ellos el argumento del boicot empresarial al gobierno de Lagos. Sin embargo, las cifras entregadas por el BC no avalan este análisis. Ya en 1999, el último año del gobierno de Frei, se contabilizaron US\$ 17.800 millones que abandonaron el país, de los cuales volvieron US\$ 11.500 millones. “Hay razones para justificar esta salida”, explica Martín Andersen, gerente general de Skandia, compañía sueca que lleva tres años en Chile y que cuenta con 25 fondos de inversión, la mayoría de ellos en el extranjero. “El problema de expectativas y la existencia de temas no resueltos por el gobierno es sólo uno de los factores a considerar”, acota. Para los expertos, la salida de capitales es parte de un mix: un gobierno que no resuelve temas importantes, como la reforma laboral, la inestabilidad económica y, especialmente, las mejores rentabilidades en instrumentos fuera de Chile. El contexto del mercado de capitales chileno -antes de las 15 reformas que anunció Hacienda- no es de lo más alentador. Mientras que entre 1993 y 1997 mostraba un saldo promedio de US\$ 4.700 millones, el año pasado apenas alcanzó los US\$ 1.200 millones. Las posibilidades, en tanto, de lograr rentabi-

cionar como paradoja que la inversión en Chile se fortaleció en etapas en las cuales se implementaron exitosamente mecanismos de control de capitales, éxito que es reconocido por autores como Edwards y Rigobon (2005). No deja ser llamativo que la declinación de la fase inversora en Chile se inicie luego del desmantelamiento de los controles de capitales. Si bien es evidente que el proceso es complejo y multicausal, la paradoja resulta por demás sobresaliente.

Cuadro 9

Operaciones de transferencias de empresas de grandes grupos económicos en Argentina, 1992-1999  
Montos en millones de dólares

	Ventas	Compras	Saldo
Astra - Gruneissen	742	20	722
Bridas	94	0	94
Bunge & Born	1.037	63	974
Garovaglio & Zorraquín	254	101	153
IMPESA	179	10	168
Macri	555	10	545
Mastellone	103	34	70
Pérez Companc	2.411	607	1.804
Roggio	204	60	144
Soldati	836	50	786
Techint	336	65	271
<b>TOTAL</b>	<b>6.750</b>	<b>1.020</b>	<b>5.730</b>

FUENTE: Kulfas (2001)

Cabe asimismo señalar que dicha correlación no se observa en los casos de Brasil y México. Si bien han sido significativas las operaciones de transferencias de empresas, es importante señalar que los montos de fusiones y adquisiciones vinculados exclusivamente con empresas de capital privado (es decir, la fase de desplazamiento del capital local de la esfera productiva) como proporción del PIB, basados en la información del Cuadro 8, ascienden al 3,8% en el caso de Chile y 2,3% en el de Argentina, siendo mucho más reducido en los otros dos casos (0,8% en Brasil y 0,7% en México). En otras palabras, la vinculación entre los fenómenos señalados se fortifica cuando se observa que los dos países que presentan un proceso de importante salida de capitales locales son los que tuvieron al mismo tiempo una intensa oleada de transferencias de firmas locales a corporaciones transnacionales, al tiempo que la inversa también es válida, y los dos países que tuvieron menores salidas de capitales fueron también países de menor intensidad en el proceso de transferencias de empresas.

lidades interesantes en el mercado local están muy limitadas. En los últimos seis años, la Bolsa progresivamente fue perdiendo atractivo y liquidez. Desde 1995, se han convertido en sociedades anónimas cerradas cerca de 70 empresas y el año pasado, desaparecieron 25 compañías que se transaban en la rueda. Junto con esto, en busca de la reactivación el Banco Central ha llevado las tasas de interés al nivel de 3,75 %, cifra que hace menos atractivo mantener un depósito en Chile”.

Cuadro 10

Fusiones y adquisiciones en Argentina: vinculación con procesos de privatizaciones, 1992-1999

En porcentaje

	Operaciones no vinculadas con privatizaciones	Operaciones vinculadas con privatizaciones	TOTAL
1990-94	96,4	3,6	100,0
1995-96	81,0	19,0	100,0
1997-99	47,8	52,2	100,0
1990-99	53,9	46,1	100,0

FUENTE: Kulfas (2001)

En suma, podemos observar que el ingreso del capital extranjero generó un proceso de desplazamiento (*crowding out*) con relación al capital local<sup>43</sup>, el cual tendió a reorientar sus inversiones hacia la adquisición de activos financieros. Cabe asimismo señalar que no fue una salida forzada sino que, antes bien, y como señalaban Arceo y Basualdo para el caso argentino, procuró realizar ganancias extraordinarias, fundamentalmente en sectores de servicios en los que se habían producido privatizaciones. Se entiende entonces que esta dimensión inherente al comportamiento microeconómico y a otras instancias sectoriales e institucionales (dimensión meso) conforman un conjunto de elementos que explican modificaciones en el orden macroeconómico.

<sup>43</sup> En tal sentido, resultan interesantes las conclusiones del trabajo de Agosín y Mayer (2000), quienes estudian la complementación entre inversión extranjera e inversión nacional y, más ampliamente, los efectos de la inversión extranjera directa sobre la inversión global. Los autores trabajan sobre un panel de 32 países periféricos y encuentran resultados poco satisfactorios para América Latina: “los ejercicios económicos realizados sugieren que, durante el período 1970-1996, el efecto *crowding-in* se verificó en Asia y *crowding-out* fue la norma en América Latina... La principal conclusión que emerge del análisis es que el efecto positivo de la IED en la inversión doméstica no está asegurado. En algunos casos, la inversión total puede crecer menos que la IED, o puede comenzar a caer cuando los países experimentan incrementos en la IED. El supuesto que sustenta la política de IED en la mayoría de los países en desarrollo –que dice que la IED es siempre positiva para el desarrollo del país y que una política liberal con respecto a las CTs es suficiente para lograr efectos positivos- no se ve sustentada por los datos”.



## VI. Conclusión: fuga de capitales en tiempos de globalización financiera

El presente trabajo ha procurado analizar el fenómeno de la fuga de capitales en los países más grandes de América Latina a la luz de las transformaciones en el escenario internacional que han tenido lugar desde los años '70, caracterizado por la transnacionalización de los procesos productivos y la globalización y predominio de las finanzas. Se entiende que dichos procesos introdujeron cambios de magnitud en los países periféricos por al menos dos vías. En primer lugar, la apertura financiera induce a una mayor inestabilidad que estimula (y es estimulada por) los movimientos de capitales de corto plazo, en función del ciclo económico local y las perturbaciones inherentes al ciclo económico internacional (crisis financieras, efectos de contagio, etcétera). En segundo lugar, la globalización y predominio de las finanzas trae consigo modificaciones en las estrategias y comportamiento de las grandes empresas. Este proceso, cuya cara visible es el accionar de las grandes corporaciones transnacionales, se extiende también hacia segmentos de las grandes firmas y grupos económicos nacionales de los países latinoamericanos en cuestión. De este modo, la creciente adquisición de activos financieros y la especulación financiera se transforma en moneda corriente en el conjunto de grandes firmas latinoamericanas.

Con respecto al primer aspecto, cabe señalar que existe cierta evidencia que asocia las caídas en las tasas de inversión con la creciente volatilidad financiera<sup>44</sup>. Con relación a lo segundo, se ha mostrado que la creciente presencia de activos financieros en los balances de las grandes firmas latinoamericanas y el extraordinario proceso de fusiones y adquisiciones incorpora evidencia empírica que apoya esta idea, y, más aún, al enfoque de Serfati sobre el papel de las firmas como un activo financiero en sí mismo.

La evidencia empírica presentada permitió comprobar, para los casos de Chile y Argentina, un estrecho grado de correlación entre la intensificación del crecimiento

---

<sup>44</sup> Moguillansky (2002), analiza el impacto de la afluencia de capitales hacia América Latina sobre la inversión productiva, haciendo hincapié en la volatilidad como factor de perturbación que afecta la formulación y realización de los proyectos de inversión productiva de las firmas. En tal sentido, señala como antecedente que dado que los momentos de implementación de las reformas económicas neoliberales tuvieron lugar en contextos inflacionarios, las empresas tenían incorporadas conductas especulativas asociadas al manejo financiero de corto plazo. La autora elabora un modelo econométrico destinado a analizar la transmisión de los flujos de capitales externos hacia la inversión productiva. Para ello, toma como variables independiente a la tasa de inversión de la economía (inversión bruta interna fija como proporción del PIB) y como variables explicativas a la variación del PIB, el grado de apertura de la economía, la variación del tipo de cambio real, la volatilidad del tipo de cambio real, la variación en la transferencia neta de recursos -excluida la inversión extranjera directa- como proporción del PIB y la volatilidad de los flujos de capitales. El panel se compone de 16 países de América Latina para el período 1970-2000. La evidencia indica que una caída de los flujos de capitales produce una caída más que proporcional en las tasas de inversión, recomendando barreras a la entrada de capitales (siguiendo el modelo chileno), políticas macroeconómicas anticíclicas y estímulo a la banca de desarrollo para el crédito no destinado a grandes empresas.

de los activos financieros externos en poder del sector privado residente y la profundización del proceso de fusiones y adquisiciones empresariales caracterizado por la transferencia de firmas o grupos de capital local a corporaciones transnacionales. En los casos de Brasil y México, si bien los datos no siguen la dirección señalada, es de mencionar la persistencia de elevados stocks de activos financieros externos, si bien es notable el relativo bajo peso que muestra el caso de Brasil y la relativa estabilidad de los stocks del caso mexicano.

Lo cierto es que la evidencia empírica muestra un escaso grado de correlación con las crisis financieras que se produjeran en la región, observándose, antes bien, una tendencia estructural a la posesión de activos financieros externos por parte de residentes de los países analizados, con independencia del ciclo económico, si bien, naturalmente, la tendencia al alza se acentúa en fases de crisis, como era de esperar. Asimismo, es importante observar que no se observan correlaciones significativas entre la tenencia de activos financieros externos y la evolución de algunas variables macroeconómicas que, en teoría, podrían incidir en forma directa o indirecta, tales como los índices de inflación doméstica, los diferenciales de tasas de interés, la tasa de interés real doméstica y el tipo de cambio real, entre otras.

En otras palabras, el fenómeno en cuestión parece hablar más de un cambio en el marco internacional y su reflejo en el ámbito local en los términos del “renacer de la clase rentista” según el marco expuesto por Crotty y Epstein.

En este contexto, se verifican tasas globales de inversión de las economías que son sustancialmente inferiores a las registradas durante la fase de industrialización sustitutiva de importaciones, con excepción de Chile, país en el cual, hacia fines de los '90, se aprecia una fase de agotamiento de un ciclo de inversión, la cual tiene lugar en forma concomitante al crecimiento de la creciente adquisición de activos financieros externos por parte de su sector privado residente, tanto el financiero como el no financiero. En tal sentido, la oleada de inversión extranjera directa de los años '90, probablemente la más importante del siglo XX para los países latinoamericanos en términos cuantitativos, generó un importante efecto de desplazamiento (*crowding-out*) de la inversión de capital nacional y débiles impactos en la inversión global, tal como lo muestran diversos trabajos.

Estos procesos nos hablan también del patrón de especialización productiva que eligieron los grandes grupos económicos de los países latinoamericanos, caracterizado por una creciente primarización y retiro hacia los eslabones menos manufactureros de las cadenas de productivas. Se trata de sectores empresarios que, predominantemente, no invirtieron sus excedentes en los sectores más dinámicos de la economía internacional en cuanto a cambio tecnológico e intensidad en el uso del cono-

cimiento sino que, antes bien, tendieron a volcar esos excedentes en el fortalecimiento de sus posiciones en el sector primario (o los eslabones más primarios de las cadenas agroindustriales) y en la actividad financiera. Cabe señalar que, en cierto sentido, este resultado guarda cierta lógica con un esquema de apertura que redefine la estructura de la división internacional del trabajo en la cual se manifiesta la ausencia o la debilidad de estrategias de desarrollo industrial y estímulo a la innovación (tales como las implementadas en los países del este asiático como Corea o Taiwán). De allí que el resultado esperable en un país o conjunto de países con abundancia de recursos naturales, importantes brechas tecnológicas y ausencia o debilidad de estrategias de desarrollo sea la desindustrialización y la re-inserción en el escenario internacional como productor de bienes crecientemente primarizados. En un sentido más amplio, todo este proceso nos habla del creciente subdesarrollo de la región, a pesar del velo que interpone la recuperación de algunas variables macroeconómicas, y de la débil vinculación existente entre los patrones de acumulación de las grandes firmas y el desarrollo económico latinoamericano.

Repensar las perspectivas sobre el desarrollo económico de la región nos lleva entonces a introducir esta dimensión de análisis como un aspecto de relevancia. Desde una mirada macroeconómica, es evidente que la libertad en los movimientos de capitales, el predominio de las finanzas –y uno de sus reflejos: las altas tasas de interés reales-, lejos de contribuir al desarrollo económico –como postula persistentemente el *mainstream*- genera mayor volatilidad, inestabilidad y especulación financiera y menores tasas de inversión agregada en las economías. Esto se traduce, desde una perspectiva micro y mesoeconómica, en menores capacidades de maniobra para la política económica (dimensión institucional) y en la mutación de las grandes burguesías locales.

En suma, el cambio de rumbo en el desarrollo latinoamericano (hecho que contrasta con la evolución seguida por algunas economías del este asiático) parece haber conducido a un proceso de achicamiento del ámbito de acumulación y desarrollo de capacidades productivas, factor que aparece estrechamente vinculado a formación y desviación de una creciente masa de excedentes hacia la adquisición de activos financieros externos.



## Bibliografía

- ❖ Abeles, Martín (2004): “Financially Destabilizing Aspects of Inward FDI: The Case of Argentina during the 1990s”, ponencia presentada en el seminario “Challenges to Development in the 21<sup>st</sup> Century”, Instituto de Economía, Universidad de Campinas, Sao Paulo.
- ❖ Agosin, Manuel y R. Mayer (2000): “Foreign investment in developing countries. Does it crowd in domestic investment?”, UNCTAD, Discussion Papers No. 146, Ginebra.
- ❖ Ajayi, Ibi (1997): “An Analysis of External Debt and Capital Flight in the Severely Indebted Low Income Countries in Sub-Saharan Africa”, Fondo Monetario Internacional, WP/97/68, Washington.
- ❖ Almounsor, Abdullah (2005): “A Development Comparative Approach to Capital Flight: The Case of the Middle East and North Africa, 1970-2002”, en Epstein, Gerald, *Capital Controls in Developing Countries*, Edward Elgar.
- ❖ Arceo, Enrique y Eduardo Basualdo (1999): “Las tendencias a la centralización del capital y la concentración del ingreso en la economía argentina durante la década del noventa”, *Cuadernos del Sur*, N° 29, Buenos Aires.
- ❖ Amsden, Alice (2004): “La sustitución de importaciones en las industrias de alta tecnología: Prebisch renace en Asia”, en Revista de la CEPAL 82, Santiago de Chile.
- ❖ Amsden, Alice (2001): *The Rise of ‘The Rest’. Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*, Oxford University Press, Nueva York.
- ❖ Auguste, Sebastián; Kathryn Domínguez; Herman Kamil y Linda Tesar (2005): “Cross-Border Trading as a Mechanism for Implicit Capital Flight: ADRs and the Argentine Crisis”, Discussion Paper No. 533, Research Seminar in International Economics, Gerald R. Ford School of Public Policy, The University of Michigan.
- ❖ Banco Mundial (1985): *World Development Report*, Washington.
- ❖ Basave Kunhardt, Jorge (1996): *Los grupos de capital financiero en México (1974-1995)*, Ediciones El Caballito, México.
- ❖ Basave Kunhardt, Jorge (2000): “La inversión extranjera directa de las corporaciones empresariales mexicanas”, en Basave Kunhardt, Jorge (coordinador): *Empresas mexicanas ante la globalización*, DGAPA, México.
- ❖ Basualdo, Eduardo (1987): *Deuda externa y poder económico en la Argentina*, Editorial Nueva América, Buenos Aires.

- ❖ Basualdo, Eduardo (2000): *Concentración y centralización del capital en la Argentina durante la década de los noventa*, FLACSO / Universidad Nacional de Quilmes / IDEP, Buenos Aires.
- ❖ Basualdo, Eduardo y Matías Kulfas (2000): “Endeudamiento externo y fuga de capitales”, *Realidad Económica* Nro. 173, Buenos Aires.
- ❖ Beja, Edsel L.; Pokpong Junvith y Jared Ragusett (2005): “Capital Flight from Thailand, 1980-2000”, en Epstein, Gerald, *Capital Controls in Developing Countries*, Edward Elgar.
- ❖ Bener, Burak y Mathieu Dufour (2005): “A Class Analysis of Capital Flight from Chile, 1971-2001”. en Epstein, Gerald, *Capital Controls in Developing Countries*, Edward Elgar.
- ❖ Bhagwati, J.N. (1964): “On the Undervoicing Imports”, *Bulletin of the Oxford University, Institute of Statistics*, Vol. 26, Oxford.
- ❖ Bhagwati, J.N.; Anne Krueger y C. Wibulswaski (1974): “Capital Flight from LDCs: A Statistical Analysis”, en Bhagwati, J.N. (ed), *Illegal Transaction in International Trade*, North-Holland Publishing, Amsterdam.
- ❖ Bisang, Roberto (1998): “La estructura y dinámica de los conglomerados económicos en Argentina”, en Peres, Wilson, *Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos*, CEPAL / Siglo XXI, México.
- ❖ Botman, Denis y Cees Diks (2002): “Location of Investors and Capital Flight”, Tinbergen Institute Discussion Paper, Amsterdam.
- ❖ Boyce, James (1990): *The Political Economy of External Indebtedness: A Case Study of the Philippines*, Institute of Development Studies, Philippines.
- ❖ Boyrie, Maria; Simon Pak y John Zdanowicz (2003): “Estimating the Magnitude of Capital Flight due to Abnormal Pricing in International Trade: The Russia-USA Case”, CIBER Working Paper, Florida International University.
- ❖ Buiters, Willem y Ivan Szegvari (2002): “Capital Flight and Capital Outflow from Russia: Symptom, Cause and Cure”, European Bank for Reconstruction and Development, Working Paper No. 73, Londres.
- ❖ Castillo, Mario y Raúl Álvarez (1998): “El liderazgo en las grandes empresas en Chile”, en Peres, Wilson, *Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos*, CEPAL / Siglo XXI, México.
- ❖ Chang, Ha-Joon (2003): “Rethinking Development Economics: an Introduction”, en Chang, Ha-Joon, *Rethinking Development Economics*, Anthem Press, London.

- ❖ Chesnais, François (1999): “Introducción general”, en Chesnais, François (coordinador): *La mundialización financiera: génesis, costos y desafíos*, Ed. Losada, Buenos Aires.
- ❖ Chesnais, François (1999): “Mundialización financiera y vulnerabilidad sistémica”, en Chesnais, François (coordinador): *La mundialización financiera: génesis, costos y desafíos*, Ed. Losada, Buenos Aires.
- ❖ Chudnovsky, Daniel y Andrés López (2001): “La transnacionalización de la economía argentina”, EUDEBACENIT, Buenos Aires.
- ❖ Collier, P; A. Hoeffler y C. Patillo (1999): *Flight Capital as a Portfolio Choice*, Banco Mundial, Development Research Group, Washington.
- ❖ Crotty, James R. (1983): “On Keynes and capital flight”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 21, No.1, 59-65.
- ❖ Crotty, James y Gerald Epstein (1995): “In Defense of Capital Controls”, University of Massachusetts Amherst.
- ❖ Cuddington, John (1986): “Capital Flight: Issues, Estimates and Explanations”, *Princeton Studies in International Finance*, No. 58, diciembre.
- ❖ Cumby, Robert y Richard Levich (1987): "On the definition and magnitud of recent capital flight", en D. Lessard y J. Williamson, *Capital Flight an Third World Debt*, Institute for International Economics, Washington.
- ❖ Cypher, James (2004): “El caso del estado chileno: proyectos de acumulación, proyectos de legitimidad”, III Conferencia Internacional da Rede de Estudos sobre o Desenvolvimento Celso Furtado, Universidad Federal do Rio de Janeiro.
- ❖ Damill, Mario y José María Fanelli (1988): "Decisiones de cartera y transferencias de riqueza en un período de inestabilidad macroeconómica", Documento Cedes N° 12, Buenos Aires.
- ❖ Deppler, Michael y Marti Williamson (1987): “Capital Flight: Concepts, Measurement and Issues”, *Staff Studies for the World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- ❖ Dooley, Michael y Kenneth Kletzer (1994): “Capital Flight, External Debt and Domestic Policies”, NBER Working Paper Series, Working Paper No. 4793.
- ❖ Dooley, Michael (1986): “Country Specific Risk Premium, Capital Flight and Net Investment Income Payments in Selected Developing Countries”, Fondo Monetario Internacional, Research Department, Marzo, Washington.
- ❖ Dooley, Michael (1988): “Capital Flight: A Response to Differences in Financial Risks”, *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional, Vol. 35, No. 3, septiembre, Washington.

- ❖ Duménil, Gérard y Dominique Lévy (2000): “Capital financiero y neoliberalismo: un análisis de clase”, en Guerrero, D. (ed.); *Macroeconomía y crisis mundial*, Ed. Trotta, Madrid.
- ❖ Edwards Sebastian y R. Rogobon, R. (2005) “Capital controls, exchange rate volatility and external vulnerability”.
- ❖ Epstein, Gerald (2005): “Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries: an Introduction”, en Epstein, Gerald, *Capital Controls in Developing Countries*, Edward Elgar.
- ❖ Erbe, S. (1985): “The Flight of Capital from Developing Countries”, *Intereconomics*, Noviembre – Diciembre.
- ❖ Eryar, Deger (2005): “Capital Flight from Brazil (1981-2000)”, en Epstein, Gerald, *Capital Controls in Developing Countries*, Edward Elgar.
- ❖ Fanelli, José María y Roberto Frenkel (1994): “Estabilidad y estructura: interacciones en el crecimiento económico”, Documentos CEDES/104, Buenos Aires.
- ❖ Guttmann, Robert (1999): “Las mutaciones del capital financiero”, en Chesnais, François (coordinador): *La mundialización financiera: génesis, costos y desafíos*, Ed. Losada, Buenos Aires.
- ❖ Hirschman, Albert (1958): *La estrategia del desarrollo económico*, Fondo de Cultura Económica, México.
- ❖ Kant, Chander (1996): “Foreign Direct Investment and Capital Flight”, *Princeton Studies in International Finance*, No. 80.
- ❖ Kant, Chander (1998): “Capital Inflows and Capital Flight. Individual Countries Experience”, *Journal of Economic Integration*.
- ❖ Kaufmann, Florian (2004): “A Critical Discussion of How to Measure Capital Flight Under the Fifth Balance of Payment Edition and in the Light of Massive Debt Restructuring: the Case of Argentina”, New School – Umass Graduate Workshop.
- ❖ Khan, M. y N. Ul Haque (1987): “Capital Flight from Developing Countries”, *Finance and Development*, marzo.
- ❖ Kindleberger, Charles (1937): *International Short-Term Capital Movements*, Augustus Kelley, New York.
- ❖ Kosacoff, Bernardo (1998): “Internacionalización de empresas latinoamericanas: el caso argentino”, CEPAL, Buenos Aires, Noviembre.
- ❖ Kulfas, Matías (2001): “El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas. Factores determinantes y transformaciones en el universo de las grandes empresas de capital local”. CEPAL – Naciones Unidas, Santiago de Chile.



- ❖ Kulfas, Matías y Eduardo Hecker (1998): “La inversión extranjera en la Argentina de los años '90. Tendencias y perspectivas”, Centro de Estudios para la Producción (CEP), *Estudios de la Economía Real* Nro. 10, Buenos Aires.
- ❖ Kulfas, Matías y Martín Schorr (2003): *La deuda externa argentina. Diagnóstico y lineamientos propositivos para su reestructuración*, CIEPP – Fundación OSDE, Colección Diagnósticos y Propuestas Nro. 6, Buenos Aires.
- ❖ Lee, Kang-koo y Arjun Jayadev (2005): “The Effects of Capital Account Liberalization on Growth and the Labor Share of Income: Reviewing and Extending the Cross-Country Evidence”, en Epstein, Gerald, *Capital Controls in Developing Countries*, Edward Elgar.
- ❖ Lensink, Robert; Niels Hermes y Victor Murinde (1998): “Capital Flight and Political Risk”, University of Birmingham.
- ❖ Loungani, Prakash y Paolo Mauro (2000): “Capital Flight from Russia”, IMF Policy Discussion Paper, PDP/00/6, Washington.
- ❖ Mendes de Paula, Germano (2003): “Estratégias corporativas e internacionalização de grandes empresas na América Latina” CEPAL, Desarrollo Productivo Nro. 137, Santiago de Chile.
- ❖ Ministerio de Economía – República Argentina (2004): “Estimación del stock de capital fijo de la República Argentina, 1990-2003”, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, Buenos Aires.
- ❖ Miranda, J.C. (1996): “Reestructuración industrial en un contexto de inestabilidad macroeconómica. El caso de Brasil”, en Katz, Jorge (compilador), *Estabilización macroeconómica, reforma estructural y comportamiento industrial; estructura y funcionamiento del sector manufacturero latinoamericano en los años '90*, Alianza Editorial, Buenos Aires.
- ❖ Moguillansky, Graciela (1999): *La inversión en Chile: ¿el fin de un ciclo de expansión?*, CEPAL / Fondo de Cultura Económica, Santiago de Chile.
- ❖ Moguillansky, Graciela (2002): “Inversión y volatilidad financiera en América Latina”, *Revista de la CEPAL* 77, Santiago de Chile.
- ❖ Morera Camacho, Carlos (2002): “Transnacionalización de los grupos de capital financiero en México: límites y contradicciones”, en Gambina, Juio (compilador): *La globalización económico-financiera. Su impacto en América Latina*, CLACSO, Buenos Aires.
- ❖ Morgan Guaranty Trust Company (1986): “LDC Capital Flight”, *World Financial Markets*, Marzo, Washington.
- ❖ Onwioduokit, E.A. (1997): “Capital Flight from Nigeria: An Empirical Re-examination”, West African Monetary Institute, Accra, Ghana.

- ❖ Paredes, Ricardo y José Miguel Sánchez (1996): “Grupos económicos y desarrollo: el caso de Chile”, en Jorge Katz, (editor): *Estabilización macroeconómica, reforma estructural y comportamiento industrial. Estructura y funcionamiento del sector manufacturero latinoamericano en los años noventa*, CEPAL / ALIANZA, Buenos Aires.
- ❖ Pastor, Manuel Jr. (1990): “Capital Flight from Latin America”, *World Development*, Vol. 18, No. 1, Washington.
- ❖ Pastor, Manuel Jr. (1989): “Capital Flight and the Latin American Debt Crisis”, Economic Policy Institute, Washington.
- ❖ Quadros Carvalho, Ruy y Roberto Bernardes (1998): “Cambiano con la economía: la dinámica de las empresas líderes en Brasil”, en Peres, Wilson, *Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos*, CEPAL / Siglo XXI, México.
- ❖ Reddy, Y.V. (1997): “Capital Flight: Myths and Realities”, Reserve Bank of India.
- ❖ Ribeiro, Marcio Bruno y Joanielo Rodolpho Teixeira (2001): “Análisis econométrico de la inversión privada en Brasil”, *Revista de la CEPAL*, Nro. 74, Santiago de Chile.
- ❖ Rodríguez, Carlos (1986): “La deuda externa argentina”. *Económica*, Vol. XXXII, N° 2, julio-diciembre, La Plata.
- ❖ Rojas-Suarez, L. (1991): “Risk and Capital Flight in Developing Countries”, en *Determinants and Systematic Consequences of International Capital Flows*, Occasional Paper 77, FMI, Marzo, Washington.
- ❖ Schineller, Lisa (1997): “An Econometric Model of Capital Flight from Developing Countries”, International Finance Discussion Paper, No. 579, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- ❖ Schneider, Benu (2001): “Measuring capital flight: estimates and interpretations”, Overseas Development Institute, Working Paper No. 194, London.
- ❖ Schneider, Benu (2003): “Resident Capital Outflows: Capital Flight or Normal Flows? A Statistical Interpretation”, Overseas Development Institute, Working Paper No. 195, London.
- ❖ Serfati, Claude (1999): “El papel activo de los grupos predominantemente industriales en la financiarización de la economía”, en Chesnais, François (coordinador): *La mundialización financiera: génesis, costos y desafíos*, Ed. Losada, Buenos Aires.
- ❖ Sheets, Nathan (1995): “Capital Flight from the Countries in Transition: Some Theory and Empirical Evidence”, International Financial Discussion Papers No 514, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- ❖ Vargas, Alejandro (2003): “Apertura y cambio estructural de la economía brasileña”, CEPAL, Santiago de Chile.

- ❖ Velázquez Vadillo, Fernando (2000): “La estructura de financiamiento de las empresas industriales en México”, en Basave Kunhardt, Jorge (coordinador): *Empresas mexicanas ante la globalización*, DGAPA, México.
- ❖ Vidal, Gregorio (2000): *Grandes empresas, economía y poder en México*, Plaza y Valdés, México.
- ❖ Zhu, Andoni; Chunxiang Li y Gerald Epstein (2005): “Capital Flight from China, 1982-2001”, en Epstein, Gerald, *Capital Controls in Developing Countries*, Edward Elgar.

## Anexo Estadístico

Cuadro A.1

Inversión de empresas chilenas en el exterior, 1990-1997

Monto acumulado en millones de dólares

<i>Por sector</i>			<i>Por país de destino</i>		
Energía	8.841	44,9%	Argentina	11.109	56,5%
Industria manufacturera	5.971	30,4%	Perú	2.774	14,1%
Comercio	1.748	8,9%	Brasil	2.614	13,3%
Bancos y financieras	1.603	8,1%	Colombia	1.185	6,0%
AFP-Seguros	489	2,5%	Venezuela	670	3,4%
Sector inmobiliario	264	1,3%	Bolivia	347	1,8%
Comunicaciones	189	1,0%	EE.UU.	140	0,7%
Servicios	167	0,8%	Paraguay	93	0,5%
Transporte	138	0,7%	México	86	0,4%
Otros	263	1,3%	Otros	654	3,3%
<b>TOTAL</b>	<b>19.672</b>	<b>100,0%</b>	<b>TOTAL</b>	<b>19.672</b>	<b>100,0%</b>

FUENTE: Moguillansky (1999)

Cuadro A.2

Inversiones de firmas mexicanas en el exterior materializadas a través de fusiones y adquisiciones

Montos en millones de dólares

	Monto	Participación	Cantidad de operaciones
EE.UU.	9.557	55,4%	23
España	2.214	12,8%	8
Venezuela	1.500	8,7%	4
Colombia	1.027	6,0%	5
Filipinas	528	3,1%	2
Argentina	519	3,0%	8
Brasil	437	2,5%	8
Egipto	373	2,2%	1
Perú	279	1,6%	2
Canadá	162	0,9%	1
Ecuador	153	0,9%	1
Costa Rica	147	0,9%	2
Corea	117	0,7%	1
Chile	88	0,5%	5
Otros	145	0,8%	16
<b>TOTAL</b>	<b>17.246</b>	<b>100,0%</b>	<b>87</b>

FUENTE: Garrido (2001)

## Cuadro A.3

Fusiones y adquisiciones transfronterizas en México, 1994-2000

Desagregación sectorial

Montos en millones de dólares

	Monto	Participación
Banca y servicios financieros	6.430	21,6%
Telecomunicaciones	4.773	16,0%
Alimentos	2.674	9,0%
Comercio mayorista	2.248	7,5%
Tabaco	2.112	7,1%
Seguros	2.009	6,7%
Transporte terrestre	1.911	6,4%
Comercio minorista	1.910	6,4%
Equipos de comunicación	688	2,3%
Metal y productos metálicos	394	1,3%
Minería	391	1,3%
Productos a base de minerales no metálicos	373	1,3%
Equipo de transporte	350	1,2%
Papel y subproductos	338	1,1%
Hoteles	338	1,1%
Servicios de radio y televisión	333	1,1%
Química	259	0,9%
Electricidad, gas y agua	195	0,7%
Hule y plástico	170	0,6%
Farmacéutica	163	0,5%
Textil y prendas de vestir	111	0,4%
Otros	1.617	5,4%
<b>TOTAL</b>	<b>29.785</b>	<b>100,0%</b>

FUENTE: Garrido (2001)

Cuadro A.4  
Fusiones y adquisiciones en Argentina, 1992-1999  
Desagregación sectorial  
Montos en millones de dólares

	Monto	Participación
Petróleo y gas	15.572	32,1%
Comunicaciones	9.155	18,9%
Bancos y servicios financieros	5.270	10,9%
Alimentos y bebidas	4.080	8,4%
Comercio minorista	3.658	7,5%
Electricidad, gas y agua	2.020	4,2%
Química	1.944	4,0%
Seguros, ART y AFJP	1.187	2,4%
Servicios diversos	1.094	2,3%
Celulosa y papel	899	1,9%
Automotriz y autopartes	740	1,5%
Transporte	568	1,2%
Materiales para la construcción	332	0,7%
Construcción	327	0,7%
Electrónicos	266	0,5%
Minería	221	0,5%
Textil y prendas de vestir	188	0,4%
Petroquímica	169	0,3%
Primario	161	0,3%
Productos metálicos	142	0,3%
Maquinaria y equipo	133	0,3%
Otras manufacturas	105	0,2%
Productos plásticos	65	0,1%
Ediciones e impresiones	48	0,1%
Otras	109	0,2%
<b>TOTAL</b>	<b>48.453</b>	<b>100,0%</b>

FUENTE: CEP

Cuadro A.5  
Inversión Directa en el Exterior: Argentina, Brasil, Chile y México, 1989-2001  
Montos en millones de dólares corrientes

	Argentina		Brasil		Chile		México	
	Flujo anual	Stock	Flujo anual	Stock	Flujo anual	Stock	Flujo anual	Stock
1989	65	210	523	40.420	7	168	117	847
1990	63	273	625	41.044	8	178	223	1.070
1991	1	274	1.015	42.059	125	289	170	1.240
1992	1.166	1.440	137	42.196	398	713	647	1.887
1993	705	2.145	492	42.688	434	763	-110	1.777
1994	1.013	3.158	690	43.378	911	1.674	1.058	2.835
1995	1.497	4.655	1.096	44.474	752	2.425	-263	2.572
1996	1.601	6.256	-469	44.005	1.134	3.559	38	2.610
1997	3.653	9.908	1.116	45.120	1.463	5.110	1.108	3.718
1998	2.325	12.234	2.854	47.974	1.483	6.735	1.363	5.081
1999	1.730	13.964	1.690	49.665	2.558	9.000	1.475	6.556
2000	901	14.865	2.282	51.946	3.987	11.154	984	7.540
2001	161	15.026	-2.258	49.689	1.610	11.905	4.404	11.944

FUENTE: UNCTAD, Ministerio de Economía de Argentina, Banco Central de Brasil, Banco Central de Chile y Banco de México

Cuadro A.6. Brasil: Inversión directa en el exterior. Desagregación según país de destino, sector y principales firmas.

Montos en millones de dólares corrientes.

	2001	2002	2003
Cayman	14.785	16.465	15.097
Bahamas	5.954	6.958	6.656
Islas Vírgenes	7.109	5.416	6.314
Uruguay	3.121	1.547	2.810
Estados Unidos	1.401	1.830	2.100
<b>Subtotal</b>	<b>32.370</b>	<b>32.216</b>	<b>32.885</b>
Otros	10.214	11.181	11.884
<b>Total</b>	<b>42.584</b>	<b>43.397</b>	<b>44.769</b>

Préstamos intrafirma			
	2001	2002	2003
Cayman	3.814	7.696	7.151
Uruguay	482	693	831
Islas Vírgenes	725	436	396
Bahamas	216	326	360
Panamá	289	280	301
<b>Subtotal</b>	<b>5.526</b>	<b>9.431</b>	<b>9.039</b>
Otros	1.578	1.595	1.084
<b>Total</b>	<b>7.104</b>	<b>11.026</b>	<b>10.123</b>

Depósitos			
	2001	2002	2003
Estados Unidos	6.817	5.306	7.463
Cayman	806	373	6.690
Alemania	167	201	347
Japón	152	62	264
Bélgica	250	210	257
<b>Subtotal</b>	<b>8.192</b>	<b>6.152</b>	<b>15.021</b>
Otros	1.249	1.738	1.391
<b>Total</b>	<b>9.441</b>	<b>7.890</b>	<b>16.412</b>

Fuente: UNCTAD, 2004



Cuadro A.6 (continuación)

Activos de inversión brasileña en el exterior por sector, año 2003

	Millones de dólares corrientes
<b>Total</b>	<b>44.769</b>
<b>Primario</b>	<b>259</b>
Agricultura, caza, forestación y pesca	59
Minas y canteras	200
<b>Secundario</b>	<b>1.190</b>
Alimentos, bebidas y tabaco	230
Textil, indumentaria y cuero	41
Madera y productos de madera	39
Ediciones e impresiones	0,1
Coque y petróleo	205
Químicos y productos químicos	30
Caucho y plástico	143
Productos minerales no metálicos	23
Metal y productos de metal	158
Maquinaria y equipo	104
Equipamiento eléctrico y electrónico	134
Instrumentos de precisión	0,1
Material de transporte	83
Otras industrias manufactureras	0,3
<b>Terciario</b>	<b>43.319</b>
Electricidad, gas y agua	20
Construcción	695
Comercio	1.908
Hoteles y restaurantes	14
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	207
Finanzas	22.355
Servicios a las empresas	17.982
Educación	1
Servicios sociales y personales	138

Fuente: UNCTAD, en base a datos de Banco Central do Brasil

*Principales empresas brasileñas con inversiones en el exterior. Sectores no financieros y manufacturas, año 2003*

Millones de dólares corrientes		Filiales		
Transnacional	Sector	Número de filiales en el exterior	Número de países	Descripción de países
Petróleo Brasileiro - PETROBRAS	Petróleo	14	6	Angola, Argentina, Bolivia, Islas Cayman, Países Bajos, Reino Unido
Odebrecht	Ingeniería y construcción	14	14	Angola, Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, República Dominicana, Ecuador, México, Perú, Portugal, Emiratos Árabes Unidos, Estados Unidos, Uruguay, Venezuela
Companhia Vale do Rio Doce - CVRD	Minería	6	4	Bélgica, Bermuda, Países Bajos, Portugal,
Empresa Brasileira de Aeronáutica - EMBRAER	Transporte y almacenamiento	1	1	Estados Unidos
Companhia Siderurgica Nacional - CSN	Acero	2	2	Islas Cayman, Panamá
Gerdau Açominas S/A	Metales	2	2	Chile, Uruguay.
WEG	Equipamiento eléctrico	6	5	Bélgica, Portugal, España, Reino Unido, Estados Unidos
Tupy Fundições Ltda	Maquinaria y equipos	3	3	Argentina, Alemania, Estados Unidos
Marcopolo	Vehículos de Motores	1	1	Portugal
Tigre Tubos e Conexos	Químicos	2	2	Argentina, Bolivia
São Paulo Aparagatas	Textiles	2	2	Argentina, Estados Unidos
Construtora Andrade Gutierrez	Construcción	3	3	Perú, Portugal, Estados Unidos
Politec Ltda	Servicios	1	1	Estados Unidos
Teka Tecelagem Kuehnrich	Servicios	1	1	Alemania
IBF - Indústria Brasileira de Filmes	Equipamiento de presición	2	1	Estados Unidos
Forjas Taurus	Maquinaria y equipos	2	1	Estados Unidos
Tomra Latasa Reciclagem S/A	Metales	13	7	Canadá, Dinamarca, Finlandia, Alemania, Países Bajos, Noruega, Estados Unidos
Renner Hermann	Químicos	1	1	Argentina
Sisalana - Indústria e Comércio	Textiles	1	1	Estados Unidos
Seisa Clerman Empreendimentos Imobiliários	Construcción	1	1	Uruguay
Embratel Participações	Telecomunicaciones	1	1	Estados Unidos
Companhia de Bebidas das Américas	Bebidas	3	3	República Dominicana, Ecuador, Uruguay
Alitus Participações	Servicios	3	3	Argentina, Alemania, Estados Unidos

Fuente: UNCTAD

Cuadro A.7. Argentina: proporción de activos financieros sobre activos totales en las principales 500 grandes empresas de la Argentina, 1995 - 1997

	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>Promedio 95-97</b>
Minas y canteras	35.0%	30.2%	26.8%	30.1%
Industria manufacturera	35.4%	36.2%	35.5%	35.7%
Electricidad, gas y agua	30.8%	31.6%	31.7%	31.4%
Construcciones	74.2%	73.0%	67.1%	71.1%
Comercio	40.8%	37.6%	32.1%	36.2%
Transporte	10.5%	23.0%	26.3%	18.2%
Comunicaciones	20.6%	20.6%	27.4%	23.3%
Otros servicios	63.6%	69.8%	70.7%	68.2%
<b>Total</b>	<b>32.7%</b>	<b>34.9%</b>	<b>34.0%</b>	<b>33.9%</b>

Fuente: INDEC, Grandes Empresas en Argentina

Cuadro A.8. Chile: deuda externa bruta por sector institucional

Montos en millones de dólares

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (5)
<b>Gobierno General</b>	<b>2.669</b>	<b>2.284</b>	<b>2.183</b>	<b>2.594</b>	<b>2.420</b>	<b>2.887</b>	<b>3.565</b>	<b>4.551</b>	<b>4.720</b>
<b>Corto plazo</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Instrumentos del mercado monetario	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Préstamos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Créditos comerciales	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras deudas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Largo plazo</b>	<b>2.669</b>	<b>2.284</b>	<b>2.183</b>	<b>2.594</b>	<b>2.420</b>	<b>2.887</b>	<b>3.565</b>	<b>4.551</b>	<b>4.720</b>
Bonos y pagarés (3)	0	0	0	500	500	1.145	2.098	3.159	3.433
Préstamos	2.669	2.284	2.183	2.094	1.920	1.742	1.467	1.392	1.287
Créditos comerciales	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras deudas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Autoridades Monetarias</b>	<b>189</b>	<b>165</b>	<b>92</b>	<b>26</b>	<b>62</b>	<b>15</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>17</b>
<b>Corto plazo</b>	<b>186</b>	<b>162</b>	<b>89</b>	<b>24</b>	<b>60</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>16</b>
Instrumentos del mercado monetario	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Préstamos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Moneda y depósitos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras deudas	186	162	89	24	60	13	11	9	16
<b>Largo plazo</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Bonos y pagarés (3)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Préstamos	3	3	3	2	2	2	1	1	1
Moneda y depósitos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras deudas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Bancos</b>	<b>3.619</b>	<b>2.506</b>	<b>2.785</b>	<b>2.038</b>	<b>1.758</b>	<b>2.527</b>	<b>3.825</b>	<b>5.421</b>	<b>6.286</b>
<b>Corto plazo</b>	<b>2.392</b>	<b>752</b>	<b>878</b>	<b>266</b>	<b>435</b>	<b>1.085</b>	<b>1.289</b>	<b>2.425</b>	<b>2.319</b>
Instrumentos del mercado monetario	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Préstamos	2.384	746	870	260	428	1.043	1.234	2.251	2.236
Moneda y depósitos	8	6	8	6	7	42	55	174	83
Otras deudas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Largo plazo</b>	<b>1.227</b>	<b>1.754</b>	<b>1.907</b>	<b>1.772</b>	<b>1.323</b>	<b>1.442</b>	<b>2.536</b>	<b>2.996</b>	<b>3.967</b>
Bonos y pagarés (3)	0	400	600	600	600	600	595	587	1.287
Préstamos	1.227	1.354	1.307	1.172	723	842	1.941	2.409	2.680
Moneda y depósitos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras deudas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Otros Sectores (4)</b>	<b>16.438</b>	<b>20.372</b>	<b>23.216</b>	<b>25.781</b>	<b>27.640</b>	<b>28.161</b>	<b>28.451</b>	<b>29.174</b>	<b>28.387</b>
<b>Corto plazo</b>	<b>4.466</b>	<b>4.608</b>	<b>4.155</b>	<b>4.018</b>	<b>5.276</b>	<b>4.059</b>	<b>4.101</b>	<b>4.913</b>	<b>5.205</b>
Instrumentos del mercado monetario	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Préstamos	438	692	834	929	1.865	875	668	1.219	824
Moneda y depósitos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Créditos comerciales	4.028	3.916	3.321	3.089	3.411	3.184	3.433	3.694	4.381
Otras deudas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Largo plazo</b>	<b>11.972</b>	<b>15.764</b>	<b>19.061</b>	<b>21.763</b>	<b>22.364</b>	<b>24.102</b>	<b>24.350</b>	<b>24.261</b>	<b>23.182</b>
Bonos y pagarés (3)	1.194	1.648	1.683	3.217	3.503	4.582	5.023	5.522	5.832
Préstamos	9.862	12.440	14.950	16.271	16.644	17.332	17.283	16.828	15.491
Moneda y depósitos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Créditos comerciales	916	1.676	2.428	2.275	2.217	2.188	2.044	1.911	1.859
Otras deudas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Inversión Directa: Préstamos entre empresas</b>	<b>3.357</b>	<b>3.707</b>	<b>4.315</b>	<b>4.319</b>	<b>5.297</b>	<b>4.948</b>	<b>4.822</b>	<b>4.240</b>	<b>4.553</b>
Corto plazo	1	0	8	9	401	133	422	157	405
Largo plazo	3.356	3.707	4.307	4.310	4.896	4.815	4.400	4.083	4.148
<b>Deuda Externa Bruta</b>	<b>26.272</b>	<b>29.034</b>	<b>32.591</b>	<b>34.758</b>	<b>37.177</b>	<b>38.538</b>	<b>40.675</b>	<b>43.396</b>	<b>43.963</b>

(1) Valor nominal, plazo original. / (2) Excluye intereses devengados. / (3) Excluye bonos de emisores residentes en poder de nacionales. / (4) Véase cuadro "Deuda externa bruta, otros sectores". / (5) Cifras preliminares a diciembre.

Fuente: Banco Central de Chile.