

Cambios regulatorios y sus consecuencias en la formación de activos externos en la Argentina (2016-2020)

Regulatory changes and their consequences on the formation of foreign assets in Argentina (2016-2020)

Por Germán Pinazo* y Mariano Arana**

Fecha de Recepción: 01 de febrero de 2021.

Fecha de Aceptación: 15 de abril de 2021.

RESUMEN

El objetivo de este artículo de investigación es analizar los principales cambios regulatorios y sus consecuencias entre los años 2016 y 2020 (con menciones puntuales sobre años anteriores cuando corresponda) en la Argentina en materia de movimiento de capitales, prestando especial atención a la incidencia sobre la cuestión de los cambios regulatorios en materia de comercio exterior. Se realiza una síntesis de varias resoluciones de distintos organismos que inciden en materia de regulación sobre movimientos de capitales y comercio exterior. Trabajamos además con datos sobre regulaciones a los movimientos de capitales elaborada

por el FMI para más de 100 países de modo de ilustrar los cambios ocurridos en la Argentina de forma comparativa. Mostramos que la Argentina pasó de ser uno de los países con mayores regulaciones del mundo tanto a la entrada como a la salida de capitales entre 2015 y 2019, a ser uno de los países con menores regulaciones, incluso cuando se lo compara con los países más ricos y “estables” del planeta. Dejamos ver las consecuencias que esto ha tenido sobre la entrada y salida de capitales y prestamos especial atención tanto a la dinámica de la formación de activos externos asociada al comercio exterior en la Argentina a partir de 2015, como al crecimiento de las deudas en moneda extranjera del sector privado y a su re-

* Doctor en Ciencias Sociales por la Universidad de Buenos Aires. Investigador y Docente del área de Economía Política del Instituto de Industria de la Universidad Nacional de General Sarmiento. Correo electrónico institucional: gpinazo@campus.ungs.edu.ar

** Magister en Economía Política por la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales. Investigador y Docente del área de Economía Política del Instituto de Industria de la Universidad Nacional de General Sarmiento. Correo electrónico institucional: marana@campus.ungs.edu.ar

lación con la dinámica del comercio exterior. El artículo de investigación presenta cuatro apartados. Primero, un breve resumen de los cambios regulatorios ocurridos entre 2016 y 2020 (con algunas menciones puntuales al período 2011-2015) en materia de movimientos de capitales. Segundo, un análisis de algunas de sus principales consecuencias, prestando especial atención a lo que se denominará “la zona gris de la fuga de capitales” (la formación de activos externos asociada a las dinámicas de comercio exterior). Tercero, un apartado sobre la especial importancia que tienen las deudas privadas en moneda extranjera sobre el asunto de la restricción externa. Por último, unas palabras de cierre ensayando una interpretación sobre la naturaleza del problema y algunas recomendaciones de política pública asociadas.

Palabras clave: *Restricción Externa, Fuga de Capitales, Comercio Exterior.*

ABSTRACT

The aim of this paper is to analyze the main regulatory changes and their consequences between 2016 and 2020 (with specific references to previous years when appropriate) in Argentina in the matter of capital flows, paying special attention to the impact on the issue of regulatory changes in foreign trade. To achieve those goals, we carry out a synthesis of several resolutions of different organizations that affect the regulation of capital flows and foreign trade. We also work with data on regulations on capital movements prepared by the IMF for more than 100 countries to illustrate the changes that have occurred in Argentina. We show that Argentina went from being one of the countries with the highest regulations in the world both for capital flows between 2015 and 2019, to being one of the countries with the least regulations, even when compared to the most rich and “stable” countries on the planet. We show the consequences that this has had on the inflow and outflow of capital and we pay special attention both to the dy-

namics of the formation of foreign assets associated with foreign trade in Argentina as of 2015, and to the growth of debts in foreign currency of the private sector and its relationship with the dynamics of foreign trade. The article has four sections. First, a summary of the regulatory changes that occurred between 2016 and 2020 (with some specific references to the period 2011-2015) in terms of capital flows. Second, an analysis of some of its main consequences, paying special attention to what will be called “the gray area of capital flight” (the formation of foreign assets associated with the dynamics of foreign trade). Third, a section on the special importance of private debts in foreign currency on the issue of external restriction. Finally, a few closing words rehearsing an interpretation of the nature of the problem and some associated public policy recommendations.

Keywords: *External Restriction, Capital Flows, Foreign Trade.*

La regulación argentina reciente

En este apartado el objetivo es realizar una somera recapitulación de algunas de las medidas regulatorias más importantes que fueron tomadas entre 2016 y 2020, tanto sobre la regulación del comercio exterior como sobre la cuenta capital del balance de pagos. La idea no es realizar un repaso exhaustivo sino mencionar algunos elementos que para nosotros son claves para comprender qué ha sucedido en nuestro país en los años recientes con los movimientos de capitales, tanto de aquellos vinculados por distintos motivos al comercio exterior, como de aquellos estrictamente vinculados al ámbito financiero. Se harán algunas menciones a las regulaciones puntuales del período 2011-2015 cuando corresponda para poder precisar la naturaleza de las transformaciones del período 2016-2020.

La idea es comenzar el repaso de estas regulaciones con una breve síntesis de las primeras medidas tomadas por el Gobierno Nacional

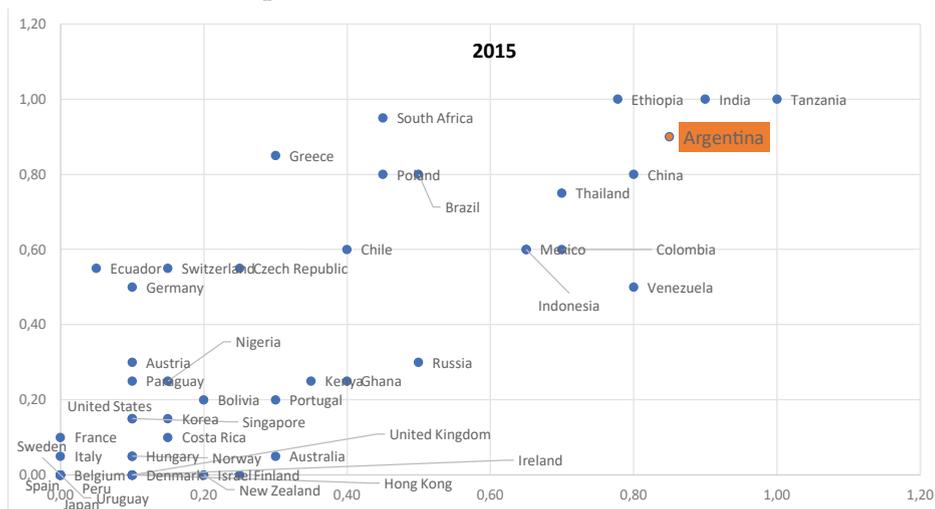
argentino encabezado por Mauricio Macri, tanto de aquellas tomadas desde el Poder Ejecutivo Nacional (PEN) como por las nuevas autoridades del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

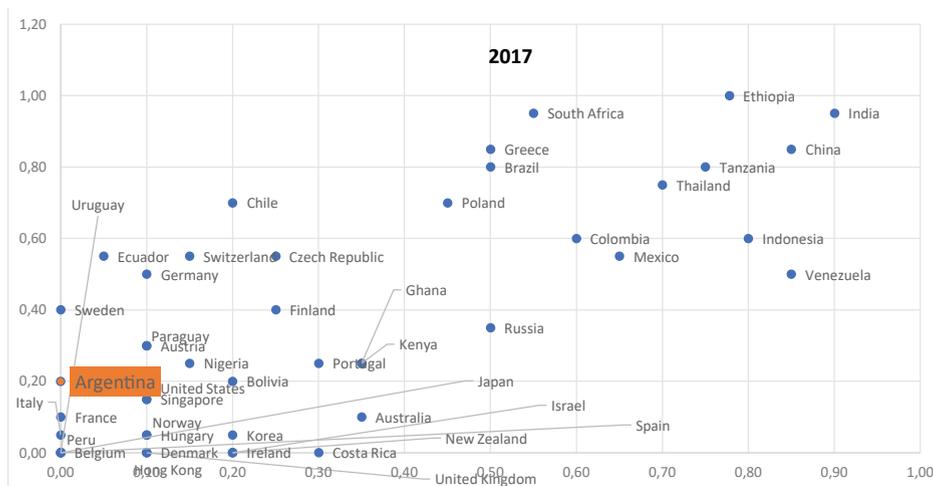
Para ilustrar en relación con la magnitud del impacto que tuvieron las nuevas regulaciones introducidas, además de su descripción, presentaremos datos sobre regulaciones a los movimientos de capitales que el Fondo Monetario Internacional (FMI) produjo para una serie de 100 países con información que va desde el 2006 al 2017. Lo útil de la información del FMI es que permite comparar regulaciones para un conjunto importante de países y distinguir esas regulaciones sobre cuestiones tan diversas como las transacciones con bonos,

derivados, acciones y moneda extranjera, tanto para residentes, como para no residentes, así como también sobre entradas y salidas de capitales vinculados a créditos o inversión extranjera directa (IED). Sobre la base de dicha información, el FMI construye varios indicadores, dos de los cuales presentaremos en este trabajo: el indicador agregado de restricciones a la salida de capitales y el indicador agregado a la entrada de capitales.

Lo útil de los indicadores antes mencionados es que permiten apreciar rápidamente, cómo se situaba la Argentina con relación a otros países en términos de regulaciones a la movilidad de capitales antes de que asumiera el gobierno de Mauricio Macri, y cómo estaba unos años después, luego de aplicadas esas medidas.

Gráficos 1 y 2
Indicador de restricciones totales a la entrada y salida de capitales. 2015-2017. Países seleccionados





Fuente: FMI (2019)

En el gráfico, en el eje horizontal de cada uno de los años, encontramos lo que el FMI denomina “indicador agregado de restricciones a la entrada”; y, en el eje vertical, lo que denomina “indicador agregado de restricciones a la salida”. Básicamente, ambos son una síntesis del conjunto de medidas regulatorias que el organismo recaba sobre un conjunto de 100 países, en las dimensiones que mencionáramos unos párrafos atrás. Lo que se observa claramente, es cómo la Argentina pasa de ser de los países con más regulaciones del mundo, tanto a la entrada como a la salida de capitales, a ser de los países con menores restricciones (incluyendo a los países más desarrollados y “estables” del planeta) en tan solo dos años. Efectivamente, el cambio regulatorio que vivió la Argentina en muy poco tiempo fue copernicano. A continuación, intentaremos esbozar una síntesis de esos cambios y señalar cuáles son las novedades en el año 2020.

Sobre las medidas específicas entonces, podemos comenzar diciendo que recién asumida la nueva conducción del BCRA en diciembre de 2015 se declaró que todo nuevo ingreso de fondos externos tendría derecho a la libre

salida por igual monto. A su vez, se relajaron los requisitos de permanencia y la obligación de constituir un depósito no remunerado en los casos de compra local de no residentes de bonos, acciones, créditos o derivados, que las autoridades salientes habían establecido en un año calendario y, en general, por el equivalente al 30% de los montos adquiridos. Se habilitó la compra de moneda extranjera y otros activos externos por hasta la suma de 2 millones de dólares mensuales, límite que se eliminó completamente en septiembre de 2016. Finalmente, a partir del 5 de enero de 2017, la Resolución No. 1/17 del Ministerio de Hacienda (BO 5.01.17) redujo de 120 días calendario a 0 días calendario el período mínimo de tenencia de esos depósitos no remunerados, llevando a que la Argentina se transforme -como vemos en el gráfico 2- en uno de los países con menos regulaciones sobre la entrada de capitales de todos los países para los cuales existe información comparable.

Sobre las regulaciones al movimiento de divisas vinculado al comercio internacional, el Gobierno de la alianza cambiamos también

introdujo modificaciones de envergadura con importantes consecuencias. No sólo fue liberando progresivamente los montos para pagar importaciones de bienes y servicios, en un proceso ya para junio de 2016 había eliminado definitivamente los topes, sino que apenas asumida la nueva administración se eliminaron las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación (DJAI) y se reemplazaron por un Sistema Integral de Monitoreo de Importaciones (SIMI), que no requerían autorización previa para importar. En lo que respecta a las exportaciones, se redujeron aranceles a la exportación de productos agropecuarios y mineros y se eliminaron en el caso de la leche, la carne y otros productos de “economías regionales”.

Pero lo más significativo fue la ampliación progresiva de los plazos para la liquidación de las divisas derivadas de la exportación en el MULC, requisito que fue directamente eliminado promediando la gestión de gobierno. Más específicamente, entre marzo y abril del año 2016 se extendieron los distintos plazos para liquidación de divisas, en distintos plazos según el tipo de exportación; estos podían ser de 90, 180 o 360 días, dependiendo el tipo de producto. Luego, un mes más tarde, argumentando la necesidad de establecer “transparencia” y “simpleza” en las regulaciones comerciales, se unificarían en 365 días corridos la obligación de liquidar divisas para todos los productos exportables. Lo curioso es que al poco tiempo (casi al mes siguiente) el plazo se volvió extender, pero esta vez a 5 años; cuestión que duró poco porque, en enero de 2017 dicho plazo se extendería a diez años, hasta su eliminación definitiva en noviembre de 2017. Efectivamente desde el decreto 893/2017 ningún exportador estaba obligado a depositar o liquidar dólares en el país. En otras palabras, desde allí, un exportador podría cobrar y retener sus ingresos en cuentas del exterior sin obligación de cambiar todo o parte en el mercado de cambios local. Algo muy curioso en un

país atravesado tan agudamente por problemas de falta de divisas.

Un último punto, bastante menos discutido que los anteriores, vinculado a las regulaciones sobre el comercio exterior ocurridas durante la gestión del gobierno de la Alianza Cambiemos tuvo que ver con el pesaje de granos a granel para exportación. Mediante la Resolución de AFIP RG-4138-E/2017 se estableció que antes del comienzo de la carga para de granos para exportación, el agente puede optar por dos métodos para estimar la carga embarcada: el “sistema de balanzas” o lo que se conoce como *Draft-survey*. Básicamente, este último es una estimación indirecta que consiste en estimar el peso de la carga en base a los cambios en el calado del buque con y sin carga. El problema es que, obviamente, el calado (o el peso del barco) no depende solamente de la carga. Como es sabido, los buques pueden subir o bajar su línea de flotación con el ingreso o salida de agua. En una nota muy ilustrativa al respecto, Fernando Basso estimaba que “con esta maniobra llamada achique o lastre, el capitán tendrá una capacidad de encubrir otras 6.000 a 9.000 toneladas de granos.” (Basso, 2020). Este es un punto central, a nuestro modo de ver, sobre el que volveremos en las palabras finales.

En lo que respecta al último período bajo análisis, el que se inicia con el cambio en el PEN en el diciembre de 2019, debemos decir que se revirtieron gran parte de las medidas adoptadas entre 2015 y 2019. Lo cierto, no obstante, es que ya el gobierno de Macri, luego de una fuerte corrida cambiaría que se produjera en los últimos meses de su mandato, se vio obligado a introducir varias restricciones a la movilidad de capitales. Efectivamente, en setiembre y octubre el BCRA emitió dos comunicados (el A 6815 y el A 6770) que establecieron cupos para la compra de moneda extranjera para las personas físicas (el equivalente a 200 dólares) y redujeron los tiempos de liquidación de las divisas derivadas de las exportaciones, con distintos plazos según el tipo de producto.

En línea con lo anterior, una de las primeras medidas implementadas por el BCRA bajo la nueva gestión luego del recambio del PEN en diciembre de 2019, fue la de ratificar esta reducción de plazos (que en la resolución original se establecía entre setiembre y diciembre de 2019). Frente al incumplimiento de dichos plazos, para finales de 2020 desde distintas agencias del PEN se comenzaron a implementar distinto tipo de penalidades para quienes no liquiden sus divisas en tiempo y forma. En línea con lo anterior, la AFIP dispuso (mediante la Resolución 4852/20) que el pago de reintegros a las exportaciones quedaba supeditado al cumplimiento de los plazos establecidos en la norma A 6770 del BCRA, y el diciembre de 2020, el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca dispuso, mediante la Resolución 132/20, dispuso algo similar como requisito para mantener su inscripción en el Registro Único de Operadores de la Cadena Agroindustrial (RUCA), cuestión necesaria para seguir operando como en el mercado externo.

Las nuevas autoridades monetarias también iniciaron su gestión intentando regular los movimientos de capitales especulativos. En febrero, el BCRA emitió un comunicado (A 6647) que limitaba el volumen de Leliq máximo del que podían disponer los Bancos, ante la constatación de que algunos de ellos emitían deuda en el exterior para luego comprar letras de liquidez y tener una alta rentabilidad en dólares. En este sentido, se estableció un límite máximo de tenencia equivalente a la totalidad de la responsabilidad patrimonial computable del mes anterior o 65% del promedio mensual de saldos diarios del total de los depósitos

En esta línea de controles, el 15 de mayo 2020 la AFIP anunciaba que pediría más datos sobre las operaciones de comercio exterior entre empresas vinculadas, incluyendo las transacciones “con sujetos de países no cooperantes o de baja o nula tribulación”. Seguidamente con este anuncio, en la Resolución General 4838 de la AFIP del 19 de octubre se señala que “la utili-

zación de determinadas estrategias de planificación fiscal permite a la empresas aprovechar la complejidad del sistema tributario, así como las asimetrías existentes en éste, a fin de minimizar la carga tributaria de cada sujeto”, por lo que se establece que las grandes empresas, a través de sus contadores, deberán entregar información “clara, precisa y suficiente” para que el Estado “comprenda” el porqué de estas estrategias e identifica, eventualmente, maniobras de elusión o evasión. En otras palabras, toda empresa o persona que recurra a un convenio de doble imposición o utilice sociedades en el exterior deberá declararlo ante el organismo.

En paralelo, en setiembre de 2020, el Banco Central lanzó otra serie de medidas destinadas fundamentalmente a tres cuestiones: a restringir la compra de activos externos por parte de las personas físicas, intentar regular las operaciones de no residentes en el mercado financiero local y establecer las bases para iniciar un proceso de reestructuración de las deudas financieras del sector privado en moneda extranjera. Sobre lo primero, la AFIP estableció “un mecanismo de percepción a cuenta del pago de los impuestos a las Ganancias y sobre los Bienes Personales del 35% para las operaciones de formación de activos externos (FAE) de personas humanas y las compras con tarjetas (débito y crédito) en moneda extranjera.” (BCRA, 2020). Además, pasaron a computarse esos gastos en tarjetas en moneda extranjera como parte de los 200 dólares de “cupó” por persona física para dicho fin y, además, se quitó la posibilidad de dicha compra a las personas físicas que hayan percibido algunos de los “beneficios” establecidos por las distintas agencias del Estado como parte de las medidas de emergencia implementadas a raíz del aislamiento social preventivo y obligatorio vinculado a la pandemia del COVID-19 (incluyendo, dentro de estos “beneficios”, la refinanciación automática de los saldos de tarjeta de crédito, independientemente de su monto). Está última medida supuso, en los hechos, una fuerte restricción a la posibilidad de comprar moneda extranjera por parte de las

personas físicas, que se redujeron en dos tercios al mes siguiente de entradas en vigor. Sobre lo segundo, el BCRA limitó la posibilidad de liquidación local de operaciones con títulos valores realizadas íntegramente en el exterior. La medida tuvo como propósito fundamental reducir la formación de activos en el exterior, pero, dado el aumento que produjo en los precios implícitos vinculados a este tipo de operatorias, la medida fue derogada al corto tiempo. Con relación a esta cuestión también, la Comisión Nacional de Valores fue regulando, durante todo el año, el plazo mínimo de tenencia (o *parking*) aplicable a las operaciones de contado con liquidación en moneda extranjera en jurisdicción local. El objetivo fue incidir sobre el volumen de este tipo de transacciones, aunque, presumiblemente por el impacto sobre el precio implícito del dólar relacionado a estas operatorias, en noviembre se redujo ese plazo a dos días hábiles contados a partir de su acreditación en la Caja de Valores S.A, luego de haberse establecido en 5 días en setiembre. Sobre la última cuestión, el BCRA restringió el acceso al MULC para las deudas en moneda extranjera del sector privado no financiero (excluyendo aquellas contraídas con organismos multilaterales de

crédito) que tengan vencimientos de capital mayores al millón de dólares estadounidenses entre 15 de octubre 2020 y el 31 de marzo 2021. Básicamente, para esos casos, el monto por el cual las empresas podrían acceder al MULC no podría superar el 40% de los montos adeudados.

Para finalizar este apartado podemos decir que, en resumidas cuentas, que la Argentina presenta, en los últimos años, períodos bien diferenciados, casi antitéticos, en términos de regulación de capitales. En el cuadro 1 presentamos una breve síntesis de lo dicho hasta aquí¹ donde podemos observar que efectivamente hay un enorme conjunto de medidas que regulan (y desregulan) un amplio espectro de movimientos de capitales, pero dichas medidas van, en el período 2015-2019, en el sentido exactamente inverso al que exhiben en los períodos 2013-2015 y 2019-2020. Prueba de ello son los datos presentados en los gráficos 1 y 2: la Argentina era de los países con más restricciones del mundo en 2015, tanto a la salida como a la entrada de capitales, y pasó a ser, en 2017, de los países con menos restricciones, incluso comparándose con los países más desarrollados y “estables” del planeta.

1 Con lo salvedad de las cuestiones vinculadas a la jerarquización de instituciones con capacidad de control, sobre lo cual hablaremos en el último apartado.

Cuadro 1
Síntesis de los cambios regulatorios ocurridos en los últimos años.

Dimensión	Medidas	2011-2015	2015-2019	2020
Bonos, Acciones, IED, Créditos y Derivados	Depósitos no remunerados/Restricciones a la entrada	■	■	■
	"Cupos" para acceder al dólar oficial	■	■	■
Comercio Exterior	Articulación y jerarquización de las distintas instituciones que tienen poder de control sobre los movimientos de capitales	■	■	■
	Declaraciones Juradas Anticipadas de Impuestos para importaciones	■	■	■
	Obligatoriedad de Liquidar exportaciones en el MULC	■	■	■
	Cambios en el sistema de cálculo de cantidades exportadas	■	■	■
Compra de Moneda Extranjera/Personas Físicas	"Cupos"	■	■	■
	Adelanto de Impuestos	■	■	■
Restricción		■	■	■
Eliminación de restricción/modificación que estimula la fuga		■	■	■

Fuente: Elaboración propia en base a normativas del BCRA, CNV y Ministerios nacionales.

Como veremos en el apartado que sigue, este giro en las regulaciones dio lugar a uno de los períodos de mayor formación de activos en el exterior que recuerde nuestra historia reciente, con algunos elementos novedosos en lo que hace a la dinámica del comercio exterior. Lo que restaría discutir en el último apartado, es en qué medida las regulaciones mencionadas aquí en relación con el período 2019-2020 son suficientes evitar una nueva crisis del sector externo en la Argentina.

El comercio exterior, la zona gris de la fuga de capitales

Desde fines de 2015 hasta fines de 2019, los cambios regulatorios y arancelarios en el comercio exterior fueron acompañados con mayores plazos para la liquidación de divisas por exportaciones hasta que finalmente se eliminó el requisito de liquidar operaciones localmente. Los argumentos oficiales apuntaban a promover la competitividad y la inserción comercial, simplificar las reglas, entregar previsibilidad y flexibilizar las condiciones financieras. Además, se señaló que, dado que se habían eliminado las

restricciones a los movimientos de capitales, un agente que quisiera disponer de sus divisas en el exterior no tenía más que adquirirlas en el mercado de cambios únicos comprándolas luego para sacarlas del país en forma de depósito de su cuenta. Se afirmó que, en estas condiciones, dicha política solo evita un costo de transacción para los exportadores e importadores que consiste en la medida equivalente que separa el dólar de compra con el de venta.

Para revisar estas hipótesis de comportamiento, en primer lugar, comparamos las tendencias de mediano plazo de los registros del Balance de Pagos (BP) y Balance Cambiario (BC). Por un lado, el BP estima las transacciones económicas entre los residentes y no residentes, asimismo, el BC resume las operaciones cursadas en moneda extranjera². En el caso del BP las exportaciones de bienes se valoran a precios FOB

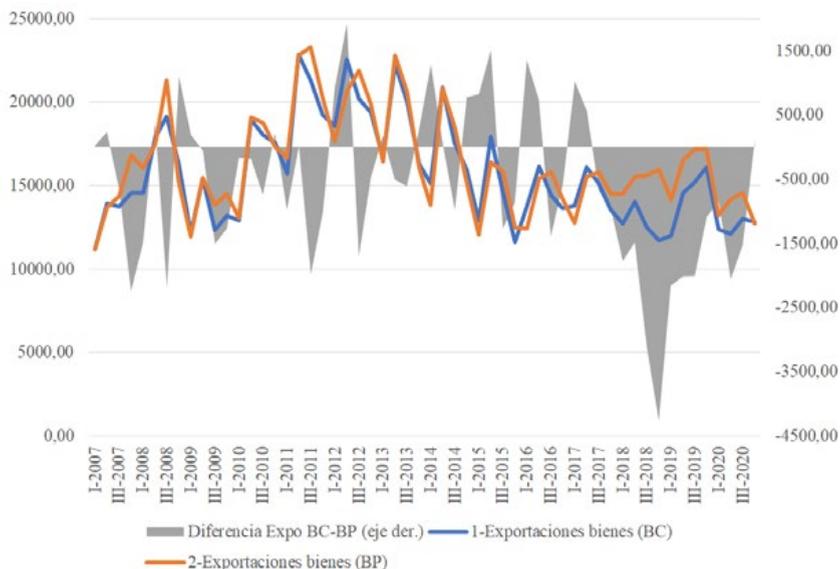
2 El BC registra las transacciones en el momento en que son realizadas por el mercado de cambios o las que afectan el nivel de reservas internacionales del BCRA o la posición cambiaria de las entidades financieras.

en el lugar de embarque de la mercadería sobre el criterio de devengado; en su lugar el BC registra con el criterio de base caja, en nuestro caso, el ingreso de moneda por concepto exportaciones.

Los cambios regulatorios en las liquidaciones de exportaciones mencionados anteriormente generan incentivos a retener activos fuera del país que se retroalimentan en contextos de formación de activos externos acelerada. Este aspecto es bien conocido, de hecho, el documento que explica las diferencias entre ambos instrumentos asigna una parte importante de la diferencia (faltante real) de divisas a la eximición de liquidar exportaciones en un

ejemplo propuesto de la actividad minera (Banco Central de la República Argentina, Principales diferencias entre el balance de pagos y el balance cambiario: 3). Por su parte, diversas publicaciones del BC reconocen que, a partir de la derogación de la obligación de liquidación de divisas "...parte de los flujos en concepto de 'Bienes' se materializan directamente en cuentas radicadas en el exterior." (Banco Central de la República Argentina, Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario. Agosto de 2018, 2018: 9). Gráficamente, las diferencias entre el comercio de bienes del BC y del BP³ muestran se muestran en la siguiente *zona gris*.

Gráfico 3
Exportaciones de bienes en mill. de dólares. Balance Cambiario y Balance de Pagos (I-2007-IV-2020)



Fuente: Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario (BCRA), Balance de Pagos e Intercambio Comercial Argentino (INDEC).

3 Cuando el dato de comercio exterior no está consolidado por el balance de pagos se utilizan sus fuentes que están publicadas en los informes de Intercambio Comercial Argentino (ICA) por el mismo INDEC.

Hasta 2017 se observa una regularidad en ciclo de cobros de exportaciones (que incluye cobros anticipados, financiacines locales y prefinanciacines de exportaciones) entre los primeros y segundos trimestres, por un lado, y los terceros y cuartos trimestres por otro. Esto aproxima la idea que el ciclo financiero se completa anualmente, entre la declaración o registro de la venta al exterior y el ingreso efectivo del cobro. Es decir, en los trimestres I y II el ingreso efectivo de divisas en el BC supera al registrado por el BP, ocurre lo contrario en los trimestres III y IV. Esta dinámica financiera se mantuvo relativamente estable con pocas excepciones significativas como fueron los trimestres I y II de los años 2008, 2011 y 2018. Notable es que todos esos contextos externos fueron muy desfavorables, ya sea por la crisis mundial, el choque con la restricción externa que dio lugar a las regulaciones de divisas en 2011 y la corrida cambiaria del año en curso.

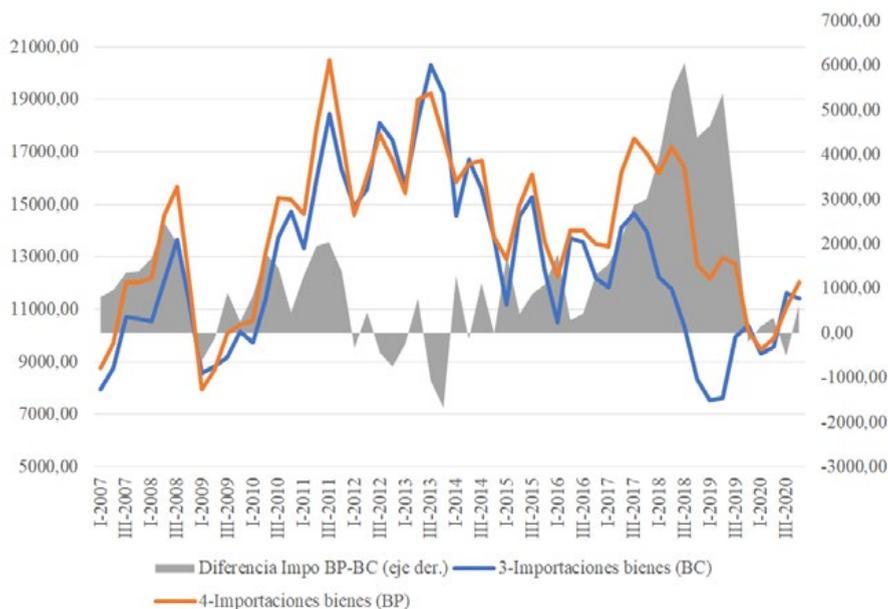
Luego de ampliada la brecha en las liquidaciones, se mantiene la distancia y el signo. Ya no se registran trimestres donde las liquidaciones sean mayores que los registros de ventas. La

evolución de la *zona gris* representa una aproximación por el lado de las exportaciones de lo que aquí denominamos *F AE comercial* (Cibils y Arana, 2019). En este sentido, los exportadores forman activos en el exterior⁴. Desde fines del 2019 el comportamiento parece modificarse, sin embargo, aún se mantiene la *zona gris* en signos negativos en los dos primeros trimestres de 2020, es decir, que todavía se liquidan menos exportaciones que las que se declaran, a pesar del cambio en la obligatoriedad de liquidar divisas en el mercado local. De manera análoga a los años críticos señalados con anterioridad.

Por el lado de las importaciones ocurren fenómenos todavía más llamativos. A pesar de tener un ciclo de pagos menos regular (producto de que cerca del 40% de las deudas comerciales están en manos de empresas del mismo grupo cuyas condiciones de pagos son decisiones administrativas) en este caso la *zona gris* muestra el aproximado de deudas comerciales por importaciones, es decir, aquellos dólares que nunca salieron del BC a pesar de que se registró la importación en el BP.

4 Con la información oficial y pública actual no es posible conocer el destino de esos activos.

Gráfico 4
Importaciones de bienes en mill. de dólares. Balance
Cambiario y Balance de Pagos (I-2007 al IV-2020)



Fuente: Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario (BCRA), Balance de Pagos e Intercambio Comercial Argentino (INDEC).

Entre 2016 y 2019 la zona gris expresa un proceso contrario al de las exportaciones, endeudamiento privado de carácter comercial⁵. Si bien las comparaciones son aproximadas, resulta sugerente estimar que entre el primer trimestre de 2016 y el tercer trimestre de 2019, si se usara toda la formación de activos externos derivada de la falta de liquidación de las exportaciones entre el para pagar las deu-

das comerciales aun restarían cerca de 29.000 millones de USD. A partir del último trimestre de 2019 y en coincidencia con los cambios regulatorios se observa un brusco cambio de la *FAE comercial*. La amplitud de la brecha se interrumpe, en el caso de las importaciones se revierte y, de hecho, en pleno conflicto cambiario y ampliación de diferencias entre el tipo de cambio oficial y paralelo ocurridos desde mediados de 2020, los importadores se volvieron grandes demandantes de dólares al tipo de cambio oficial para cancelar sus deudas comerciales acumuladas con antelación. Es por ello por lo que se revierte la tendencia al endeudamiento externo privado y comercial justamente durante un período de fuertes expectativas devaluatorias que indujeron a estos actores a acelerar la cancelación de deudas, además en

5 Tanto para las exportaciones como las importaciones, los cambios en el nivel de la *zona gris* pueden deberse a cambios en la valuación en la aduana, sin embargo, el hecho que las pendientes signa una tendencia marcada durante la gestión de Cambiemos sugiere que hay una dinámica económica que la gobierna.

un contexto recesivo producto de la pandemia COVID-19 y el consecuente confinamiento.

El problema de la autogestión de las deudas externas privadas

En general, las crisis de deuda en la Argentina aparecen lideradas por el sector público, a pesar de que sus orígenes se encuentran casi siempre en la débil inserción internacional comercial y de capital. Tal fue el caso de la Argentina desde fines del 2015 hasta septiembre de 2019, tendencia a la que el sector privado siguió con menor intensidad. Sin embargo, si bien es cierto que el endeudamiento privado en la Argentina

es bajo respecto al promedio mundial e incluso al de otros países de América Latina, cuando se observa la dinámica de esta deuda aparecen serias alarmas: la deuda privada externa no financiera (principalmente de empresas) aumentó un 25% en los cuatro años que pasaron entre 2016 y 2019. Al cierre del año 2020, cerca de la mitad correspondía a créditos y anticipos comerciales, precisamente, adquiridos en un contexto de bruscas devaluaciones y típicamente exigibles en el corto plazo. En particular, si se observa la dinámica de estas deudas resulta notorio que pudieran duplicarse en tres años y caer a la mitad en los últimos dos.

Cuadro 2
Deuda externa por sector residente y concepto, a valor de mercado

Saldos en millones de dólares	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Mar-20	Jun-20	Sep-20
Total deuda externa	149,152	177,267	233,667	250,880	228,269	205,306	215,794	216,869
Gobierno general	69,909	104,830	141,783	148,249	124,693	105,813	114,486	115,919
Banco Central	13,958	13,051	18,370	23,746	24,503	23,159	23,721	24,518
Sociedades captadoras de depósito, excepto el banco central	3,952	3,881	5,899	5,432	4,543	4,039	3,613	4,127
Otras sociedades financieras	1,330	1,488	3,079	3,841	3,822	3,689	2,752	2,765
Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	60,004	54,018	64,537	69,612	70,707	68,606	71,223	69,539
Títulos de deuda	7,421	10,616	14,145	12,114	11,117	8,428	10,174	9,971
Préstamos	7,651	6,956	7,775	9,508	8,643	9,311	16,913	15,869

Créditos y anticipos comerciales	17,893	14,853	18,599	23,858	27,719	27,730	12,254	11,112
Otros pasivos de deuda	106	48	224	397	295	286	2	3
Inversión directa	26,932	21,545	23,794	23,735	22,933	22,851	31,879	32,584

Fuente: Estadísticas integradas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. Años 2006-2020 (INDEC).

En el informe de deuda externa privada de septiembre de 2017 se mostraban leves incrementos en el *stock* de estas deudas como resultado de las mejoras globales y locales de acceso a financiamiento luego de una “normalización” de los pagos al exterior durante el año previo. También se señalaba que el volumen de deuda externa privada en relación con las reservas brutas y al PIB se encontraban en niveles similares a la de los años 2010-2014. Todos los indicadores de endeudamiento resultaban normales a la luz de los períodos recientes según el BCRA (2017). La información relevante de este informe es que la mitad de la deuda total tiene carácter comercial, con una porción importante vía importaciones; lo que muestra que cerca de un 38% de la deuda privada se establece con acreedores relacionados. Si bien el cruce no es posible con los datos disponibles, resulta muy probable que la deuda intragrupo sea mayormente de carácter comercial. Esto plantea un desafío para la política económica debido a que, en un escenario de diferenciación cambiaria entre el tipo de cambio oficial y paralelo, se disparan todos los incentivos a demorar liquidaciones de exportaciones, adelantar importaciones o cancelar deudas anticipadamente.

A priori, se podría pensar la hipótesis de que el desorden cambiario y consecuentemente económico reduce la exposición al riesgo por deudas externas e induce a los actores a cancelarlas con el fin de custodiar las finanzas

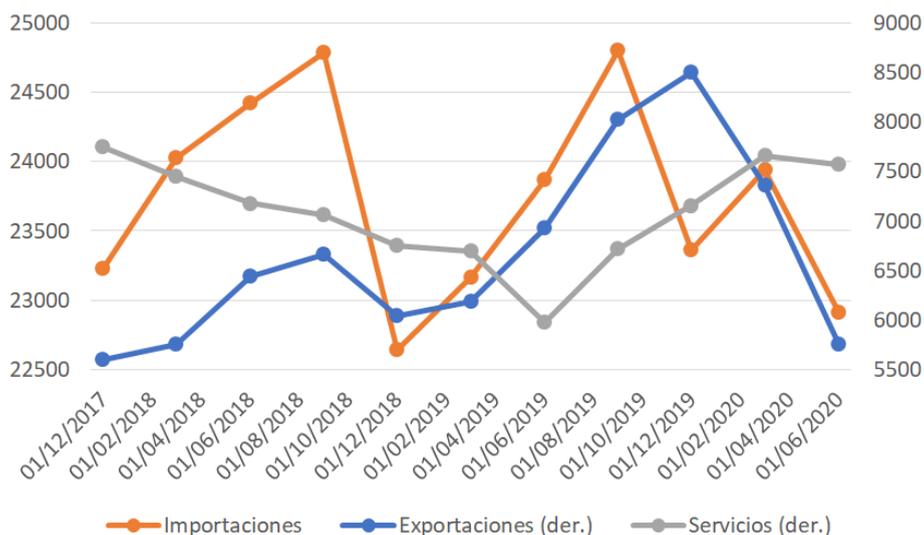
de la organización, sin embargo, la aceleración de deudas externas privadas en el contexto de las devaluaciones posteriores a diciembre de 2016 permite rápidamente descartar esta idea, más bien, los movimientos sobre las deudas externas parecen tener que ver más con el esquema regulatorio y las decisiones corporativas de los acreedores que con las necesidades productivas de los deudores, debido a los grados de libertad que otorga la fuerte presencia intragrupo en esas decisiones.

El contexto en que se desenvuelven las deudas comerciales es sumamente complejo debido a que se combinaron no sólo reperfilamientos (o *defaults*) de parte de la deuda pública, seguidos de fuertes regulaciones cambiarias (límites al atesoramiento de las personas físicas y prohibición a personas jurídicas), la cancelación del acuerdo *Stand By* con el FMI y posteriormente la combinación de desórdenes mundiales debidos a la pandemia COVID-19 seguidos de la afeción social y económica local dadas las restricciones del confinamiento dispuesto por el gobierno central. Es de notar que como muestra el BCRA en un segundo informe de deuda privada a junio de 2020, entre diciembre de 2017 y septiembre de 2019 la deuda externa privada mostró la misma dinámica creciente que la pública, revirtiéndose posteriormente mediante cancelaciones cercanas a los 4.726 millones de dólares hasta el mes de publicación del informe, principalmente en deudas de carácter comercial. Esta vez, cerca

del 40% de la deuda privada se correspondía con acreedores relacionados, siendo ese porcentaje más alto en el caso las empresas de los sectores Industria manufacturera y Explotación de minas y canteras, quienes ocupan en conjunto poco más de la mitad del total de las deudas privadas (Banco Central de la República Argentina, Informe sobre Deuda Externa Privada al 30 de junio de 2020, 2020: Cuadro

1). Es notable que las deudas externas vinculadas a los servicios transables se comportaran de forma inversa a las de bienes (ya sea en las exportaciones e importaciones). En este caso, el peso relativo promedio de las deudas con acreedores vinculados para el período es cercano al 75% del total, muy superior al 57% de los mismos tipos de deudas por importaciones o del 28% de las deudas por exportaciones.

Gráfico 5
Deuda externa privada por tipo de operación, Argentina (2017-2020)



Fuente: Elaboración propia en base al informe de deuda privada (BCRA 2020).

Varios hechos vinculados a los montos y composición de deudas dejan entrever que lejos de clarificarse la *zona gris* del comercio exterior, se oscurece. En primer lugar, posteriormente a septiembre de 2019, las deudas con acreedores vinculados se reducen más rápidamente que las deudas que no lo son, tanto las relacionadas a las exportaciones (anticipos, prefinanciaciones, etc.) como a las importaciones, que son las de mayor volumen. En segundo lugar, el otro hecho notable es que el 55% del total de las deudas comerciales son con acreedores

vinculados durante todo el período analizado en el gráfico precedente. El escenario se agrava por el hecho de que también son de carácter comercial las deudas privadas con vencimientos exigibles a menos de seis meses.

Interpretación sobre la naturaleza del problema y algunas posibles líneas de política pública

En este trabajo, realizamos un repaso esquemático por el devenir de las regulaciones vinculadas a la entrada y salida de divisas en la Ar-

gentina entre 2016 y 2020 y sus consecuencias sobre el problema de la restricción externa.

En la primera parte hemos podido ver cómo la Argentina pasó de ser uno de los países con más restricciones del mundo en 2015, tanto a la salida como a la entrada de capitales, a uno de los países menos regulados en 2017 y también que esto dio lugar a uno de los períodos de mayor formación de activos en el exterior que recuerde nuestra historia reciente, con algunos elementos novedosos en lo que hace a la dinámica del comercio exterior.

Ahora bien, hemos visto también que hay ciertos elementos relativamente novedosos en términos de formación de activos externos que están vinculados a un problema que, si bien no es nuevo (como el de las estructuras societarias de las empresas que operan en la Argentina y su vínculo con el exterior), sí tiene consecuencias novedosas tanto en términos de las magnitudes que ha asumido el problema de la deuda externa privada como en el manejo de las divisas vinculadas al comercio exterior.

Sobre esta cuestión es importante para nosotros hacer énfasis en un asunto que está íntimamente vinculado con la dimensión “propositiva” de este trabajo que vendrá a continuación: la dimensión política del problema de la Restricción Externa (RE). Efectivamente, sabemos que no es un problema exclusivo de la Argentina, sino más bien que es la regla en gran parte de los países de América Latina. Pero sabemos también que, vinculado en gran medida a la escasez relativa de divisas, la Argentina tiene algunas singularidades que la distinguen de estos países. Nuestro país no solo tiene, hace décadas, tasas de aumento de precios que lo distinguen del resto del continente, sino que es uno de los países de la región con mayores niveles de fuga de capitales (Rúa, 2019: 58), y es, a nivel mundial, uno de los países que mayores riquezas acumula en paraísos fiscales cuando se lo mide con relación al tamaño de su economía (Alstadsæter, 2018).

A nuestro modo de ver esta singularidad está vinculada a una serie de elementos políticos que también son particulares de la economía argentina. Perry Anderson (1988) sostenía que la clave interpretativa de los golpes de estado que habían tenido lugar en el cono sur americano con especial violencia entre la década del sesenta y ochenta del siglo pasado había que buscarla en los problemas que se derivaban de sociedades que fueron estructuradas sobre la base de una distribución fuertemente desigual de la propiedad de la tierra. Los consensos y la democracia en sociedades tan desiguales son particularmente problemáticos, y el autor encontraba que los golpes militares más violentos se habían producido allí donde los campos sociales antagónicos estructurados en torno a esa desigualdad eran más fuertes.

El Proceso de Reorganización Nacional de 1976 en la Argentina fue quizás el más violento dentro de aquellos episodios militares y esto, en esta línea interpretativa, está vinculado a un tipo particular de conflicto que, de manera esquemática, se abre con el peronismo y se radicaliza hasta el comienzo de dicho golpe militar. Dicho más claramente: en ningún país de América Latina los sectores populares se organizaron sindicalmente del modo en que lo hicieron en la Argentina. En nuestro país se combina una elite propietaria de las más poderosas de la región, frente a un movimiento obrero de los más fuertes y organizados, y con un poder de veto sobre la política pública que existió en muy pocos países.

La formación de activos externos (y sus consecuencias sobre la inestabilidad cambiaria, la inflación y el margen de maniobra del Estado), puede ser pensada -antes que otra cosa- como una respuesta de los sectores del capital concentrado más importante del país ante los diversos (y cada vez más esporádicos) intentos del Estado por disputar o simplemente observar parte del control de las divisas que, desde la conformación misma del Estado Nacional argentino, les pertenecieron. Con esto

no estamos queriendo decir, lógicamente, que los orígenes de esta disputa y sus consecuencias sean un problema que preocupe exclusivamente a las elites argentinas. Efectivamente, en la medida que la restricción externa y el conflicto por el control de las divisas se traduce reiteradamente, y durante décadas, en grandes crisis cambiarias, la búsqueda de “refugio” en moneda extranjera se extiende también a los pequeños ahorristas. Este argumento puede fácilmente ser contrastado tanto por los enfoques “culturalistas” que encuentran los primeros cambios claves en las regulaciones de la década de 1930 o en las devaluaciones contractivas de los años 1950, como por aquellos “economicistas” que se concentran en los incentivos de todo tipo de ahorristas, independientemente de su condición social.

No hace falta hacer un estudio profundo -aunque es conveniente- para detectar que la conformación de clase de la Alianza Cambiamos que configuró desde el Estado la forma en que se atesoraron dólares por parte de privados y los modos de endeudamiento público y corporativo durante el período 2016-2019. La primera parte de este trabajo muestra lo que se hizo con los controles globales, con la forma en que la Argentina se relacionó financieramente con el mundo. La segunda parte puso la mirada sobre el aspecto concreto que creemos fue poco estudiada y tuvo efectos concretos desde fines de 2019 sobre la volatilidad del tipo de cambio; por lo tanto, sobre la trayectoria de los ingresos de los distintos grupos sociales durante la pandemia de COVID-19.

Es sumamente importante comprender la disputa política específica que ocurre en la Argentina para poder hacer política pública efectiva sobre la cuestión de la RE. Hoy mucho se discute sobre la necesidad de generar instrumentos financieros que permitan estimular el ahorro en moneda local para contrarrestar la tendencia de los “ahorristas” a conservar moneda extranjera. O de perfilar mejor las exportaciones. Desde ya, instrumentos de ahorro en

moneda local y nivel de exportaciones compatible con el requerimiento de divisas serían parte de la solución, necesarias, pero de ningún modo suficientes. ¿Es que el comportamiento de los ahorristas o la demanda exterior de bienes son las causas de estas inestabilidades? A nuestro modo de ver esas causas hay que buscarlas en la configuración política antes descrita. Comprender la naturaleza de ese conflicto político es clave para poder operar sobre él.

Tenemos experiencias recientes y antiguas donde el mandato de asegurar tasas de interés positivas ex ante fracasó debido al pase a precios provocados por cada corrida cambiaria. Nuevos niveles de inflación y vuelta a comenzar. Cada plan de estabilización pendió del hilo de las finanzas internacionales, y no precisamente por los pequeños y medianos actores económicos de la Argentina. Por ello es importante tener en claro cómo operan los actores sobre los que se instrumentan las políticas y pensar herramientas acordes a sus heterogeneidades y a las distintas coyunturas, también para condicionar aquellos casos donde facciones de las clases dominantes acceden a los comandos centrales del Estado.

Más específicamente, hay a nuestro modo de ver varias líneas de acción que son condición necesaria para cualquier intento del Estado que pretenda gobernar el problema de la RE: 1) Diseñar políticas públicas orientadas a morigerar los movimientos de capitales, 2) rediseñar las herramientas que permitan conocer mejor las estructuras societarias y las maniobras de fuga 3) Legislar de modo de condicionar los acuerdos que comprometan al Estado (incluyendo al BCRA) o a los privados tomar deuda en moneda extranjera.

En primer lugar, es necesario fortalecer al Estado para que tenga las herramientas para controlar eficazmente las distintas prácticas que, como vimos, se vinculan con estos problemas. Efectivamente, si entendemos que el armado de estructuras societarias con empre-

sas controlantes y controladas en el extranjero permite todo un conjunto de operatorias (diferir cobros, remitir utilidades, sobrefacturar importaciones y/o solicitar autopréstamos) con importantísimos impactos sobre el mercado de divisas, entonces, una medida importante a tomar sería reestablecer algún tipo de coordinación y jerarquía entre todas las agencias e instituciones del Estado que ejercen algún tipo de control y tienen incumbencia sobre los movimientos de capitales⁶.

Decíamos en los primeros apartados que en mayo y octubre de 2020 la AFIP había comenzado a solicitar a las empresas información vinculada a su estructura societaria en el exterior. Sería necesario, quizás y en línea con esto último, retomar una estructura coordinada con jerarquías entre las distintas agencias del Estado pertinentes, teniendo en cuenta que existe una especie de *FAE comercial* vinculada al diferimiento entre pagos y cobros de las divisas y al comercio efectivo de bienes y servicios.

Sería importante, a nuestro modo de ver, fortalecer la presencia del Estado en el control del comercio de productos agrícolas. Hoy hay problemas que van desde poder conocer

los números efectivos de las cosechas, hasta pesar la mercadería en los puertos, la mayoría de los cuales son privados. Hablamos en el primer apartado de la Resolución de AFIP RG-4138-E/2017 instrumentada por el gobierno de Mauricio Macri que estableció la posibilidad de estimar de manera “indirecta” las cantidades exportadas. En la misma nota que citamos en ese apartado, Basso estima que, producto de los “huecos” que permite dicha normativa “el tesoro dejará de recaudar U\$S 900.000.000 y no ingresarán divisas por U\$S 2.700.000.000” solo en lo que refiere a la exportación de soja.

La cuestión del contrabando, como vemos, no es un tema menor, e involucra prácticas menos sofisticadas y menos “amparadas” por malas regulaciones. En los últimos días de octubre de 2020, por ejemplo, se incautaron en Misiones ocho camiones con más de 200 toneladas de soja. “Por la magnitud de la carga, se trata de una de las mayores incautaciones de contrabando de la historia de Misiones, tanto por su volumen como por el valor comercial del producto” (Vencius, 2020).

Obviamente, si bien como vemos es un tema importante, la cuestión del control sobre la cadena de comercialización y exportación de granos excede lo que tiene que ver con una normativa puntual y con el problema del contrabando. Lo que sí evidencian dichas cuestiones es que la existencia de una empresa estatal, por ejemplo, (con puertos propios) supondría la posibilidad de conocer y fiscalizar un mercado que es (al menos) opaco en muchos aspectos. La estatización de la empresa Vicentín SAIC (cuestión que se anunció a raíz de las deudas irregulares que la empresa contrajo con el Banco de la Nación Argentina durante la gestión de Cambiemos) podría haber sido clave en este sentido. Independientemente de las cuestiones que incidieron para que dicha estatización no se hiciera efectiva, es importante no descartar la posibilidad que el Estado tenga una empresa testigo en la cadena.

6 Es importante recordar, antes de diciembre de 2015 la Unidad de Investigaciones Financieras (UIF) coordinaba el funcionamiento de agencias del BCRA (específicamente la superintendencia de entidades financieras), de la Comisión Nacional de Valores (áreas vinculadas al control de los operadores de Bolsa), de la Inspección General de Justicia (áreas vinculadas al registro de sociedades) y de la AFIP. Una medida sobre la que se ha discutido poco y fue tomada durante el Gobierno de Cambiemos fue justamente la de trasladar la UIF al Ministerio de Hacienda, desde el Ministerio de Justicia, y quitarle el control sobre otras áreas vinculadas a la cuestión de la fuga de capitales.

Los datos de comercialización y deudas corporativas muestran que el manejo discrecional de moneda extranjera no es exclusivo del sector agrícola. El manejo intragrupo empresarial de deudas privadas es importante en otros sectores como los de la industria, minería y servicios y que los problemas de registros de aduana y del mercado de cambios no se terminan con el contrabando. La transnacionalización de las operaciones productivas y financieras se hizo sumamente compleja y, a la luz de los vaivenes cambiarios, está claro que lo que hizo el Estado argentino no es suficiente cuando no fue deficiente y agravó los problemas.

Por último, a la complejidad operativa se le agrega la de oportunidad. Es que además de conocer y regular operativamente los mercados, al Estado le exigimos que combine reglas de funcionamiento estructurales con políticas discrecionales de corto plazo. Generar el marco institucional para determinar reglas de cara al sector privado y, sobre todo, a prueba de políticas liberales que ya ha demostrado alentar la dolarización toda vez que ocurrieron, pero que entregue poder a las autoridades para manejar el corto plazo, plantea grandes desafíos. Las líneas de este trabajo buscan contribuir a este debate.

Referencias bibliográficas

- Alstadsæter, A. J. (2018). Who owns the wealth in tax havens? Macro evidence and implications for global inequality. *Journal of Public Economics*(162). 89-100.
- Anderson, P. (1988). Democracia y dictadura en América Latina en la década del '70. *Cuadernos de Sociología*. (2), 33-45.
- Banco Central de la República Argentina, B. (2017). *Deuda externa del sector privado*. Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina. Retrieved 11 2020, 13, from http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Estadisticas_deuda_externa_privada.asp
- Banco Central de la República Argentina (2020, 09 15). <http://www.bcra.gov.ar>. Retrieved 01 26, 2021, from <http://www.bcra.gov.ar/Noticias/medidas-bcra-garantizan-divisas-para-recuperacion-economica-.asp>
- Banco Central de la República Argentina (2020). *Informe sobre Deuda Externa Privada al 30 de junio de 2020*. Capital Federal: Banco Central de la República Argentina.
- Banco Central de la República Argentina (n.d.). *Principales diferencias entre el balance de pagos y el balance cambiario*. Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina. Retrieved 11 2020, 13, from <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/diferencias.pdf>
- Basso, F. S. (2020, 07 05). *Mundo Empresarial*. Retrieved 01 26, 2021, from <https://mundoempresarial.com.ar/contenido/5439/balanza-o-a-dedo-el-insolito-control-sobre-la-exportacion-de-granos-en-la-argent>
- Cibils, A. (2019). Financiarización y restricción externa en el proyecto neoliberal de Argentina. In N. y. Levy Orlik, *América Latina: movimiento de capitales y su efecto sobre el modelo liderado por las exportaciones* (pp. 123-147). México: Universidad Nacional Autónoma de México.
- Rua, M. B. (2019). *La fuga de capitales en América Latina (2002-2017)*. Buenos Aires: FLACSO Argentina.
- Vencius, M. (2020, 12 10). *El ABC rural*. Retrieved 26 01, 2021, from <https://elabcrural.com/boom-de-contrabando-de-soja-a-brasil-y-paraguay/>