

**SECTOR EXTERNO Y POLÍTICA FISCAL EN LOS PAÍSES EN
DESARROLLO.**

**LA EXPERIENCIA DE AMÉRICA LATINA ANTE LA CRISIS
INTERNACIONAL DE 2008-2009.**

AUTORES:

MARTÍN ABELES, JUAN CUATTROMO, PABLO MARESO Y FERNANDO TOLEDO

Documento de Trabajo N° 48 – Marzo de 2013





DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

FABIÁN AMICO

MARTÍN BURGOS ZEBALLOS

JUAN MATÍAS DE LUCCHI

JORGE GAGGERO

ROMINA KUPELIAN

RODRIGO LÓPEZ

MARÍA LUCIA LOBROFF

PABLO MARESO

MARÍA ANDREA URTURI

MARÍA SOL RIVAS

MAGDALENA RUA

INVESTIGADORES INVITADOS

ENRIQUE ARCEO

CLAUDIO CASPARRINO

JUAN CUATTROMO

NORBERTO CROVETTO

ALEJANDRO FIORITO

GUILLERMO HANG

JORGE MARCHINI

PRISCILA RAMOS

DARIO ROSSIGNOLO

ARIANA SACROISKY

LEANDRO SERINO

FERNANDO TOLEDO

CONSEJO ACADÉMICO

CECILIA CARMEN FERNANDEZ BUGNA

ROBERTO FRENKEL

ALFREDO T. GARCÍA

ROBERTO RIGHI

Las opiniones vertidas en el trabajo no necesariamente coinciden con las de las entidades patrocinantes del Centro.
Para comentarios, favor dirigirse a: informacion@cefid-ar.org.ar

Índice

1. Introducción	4
2. Desempeño fiscal y externo en América Latina durante el período 2003-2007	9
3. La relación entre el sector externo y el frente fiscal en el marco de un esquema de análisis <i>stock</i> -flujo consistente.....	17
4. Estructura de financiamiento del sector público en el marco de las respuestas contracíclicas de los países de LAC 8 ante la crisis internacional de 2008-2009	25
5. Reflexiones finales.....	29
Referencias	32
Anexo	35

“In the long run fiscal policy can only be used to sustain growth of real income and output in an open economy provided that foreign trade performance so permits. This is the most important practical conclusion of our work.”¹

Godley y Cripps (1983: 283).

1. Introducción²

La crisis internacional de 2008-2009 encontró a los países de América Latina con un margen de maniobra inédito para instrumentar paquetes de política fiscal contracíclica (CEPAL, 2012; Fernández-Arias y Montiel, 2009; Ghosh *et al.*, 2009). Si bien existieron factores exógenos que favorecieron la recuperación de la región hacia fines de 2009, incluyendo la reacción contracíclica inicial de las economías avanzadas y China, así como el (también inédito) despliegue contracíclico del Fondo Monetario Internacional (que en el tercer trimestre de 2009 asignó US\$ 250.000 millones en Derechos Especiales de Giro al conjunto de su membresía), los mencionados paquetes fiscales tuvieron una incidencia significativa en el repunte de los indicadores de actividad y empleo en el bienio 2010-2011.³

Este novedoso margen de maniobra fiscal⁴ suele atribuirse a una gestión más ordenada de las cuentas públicas durante el período anterior a la crisis, en general asociada a una conducta fiscal contracíclica en la administración de los recursos y los pasivos del sector público entre 2003 y 2008 (Gutiérrez y Revilla, 2010; Daude *et al.*, 2010; Calderón y Fajnzylber, 2009; Loser, 2009). Se trata, por cierto, del período en el que la introducción de reglas fiscales comienza a cobrar notoriedad en la región, con la regla chilena de balance estructural y, más recientemente, la regla colombiana, como casos paradigmáticos, lo que contribuyó a reforzar la idea de que la capacidad de

¹ “En el largo plazo la política fiscal solo puede ser utilizada para sostener el crecimiento del ingreso real y el producto en una economía abierta si el desempeño del sector externo lo permite. Esta es la conclusión práctica más importante de nuestro trabajo”.

² Los autores agradecen los comentarios realizados por el equipo de investigadores del CEFID-AR, y por Esteban Pérez Caldentey y Sebastián Valdecantos a una versión previa del documento.

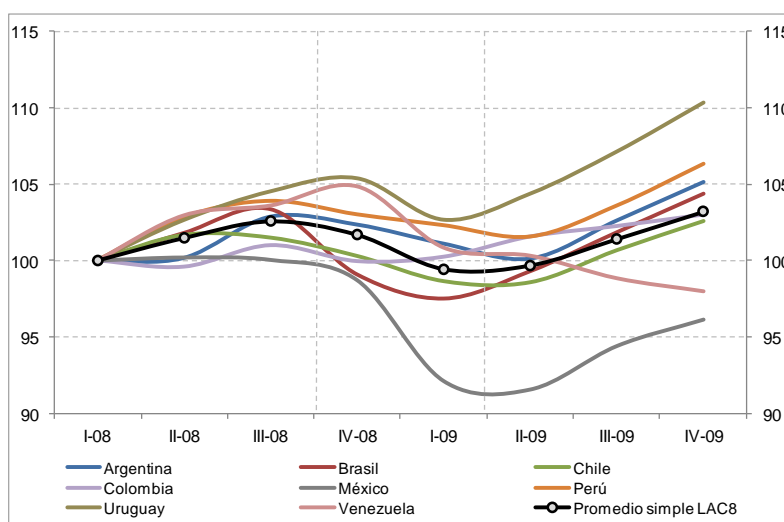
³ Para un análisis del impacto de la crisis internacional de 2008-2009 en América Latina, véase Pérez Caldentey y Vernengo (2012). Para un examen de las políticas contracíclicas adoptadas en América Latina destinadas a paliar los efectos negativos de dicha crisis, véase CEPAL (2011).

⁴ Definimos al *margen de maniobra fiscal* como la capacidad de los estados de obtener el financiamiento necesario para hacer frente al mantenimiento o aumento del gasto público que permita sostener la demanda agregada y estimular el crecimiento económico ante una retracción del nivel de actividad.

recuperación de los países de la región estuvo estrechamente asociada a un manejo más cuidadoso de las cuentas públicas en el período previo a la crisis.⁵

Sin embargo, la evidencia sugiere que el inusual margen de maniobra fiscal evidenciado por los países de la región en 2009 fue relativamente generalizado y guarda cierta independencia del régimen de política fiscal adoptado en los años que precedieron a la crisis internacional. En realidad, ni siquiera existe consenso acerca de que haya habido una mayor disposición contracíclica por parte de las autoridades en materia fiscal en los años que antecedieron a dicha crisis⁶. En todo caso, como se advierte en el Gráfico 1.1, que refleja la evolución del PIB de ocho de las principales economías de América Latina (LAC8)⁷, la dinámica de caída abrupta y rápida recuperación posterior del nivel de actividad no difiere significativamente entre los países de mayor porte de la región (con la excepción de México y Venezuela) más allá de las particularidades que presentan en materia de institucionalidad fiscal.

Gráfico 1.1
Evolución del Producto Interno Bruto
Base I.2008 = 100, sin estacionalidad



Fuente: elaboración propia en base a BID.

El mayor margen de maniobra fiscal con el que contaron estos países para hacer frente a los efectos de la crisis no parece haber dependido tanto —o, cuanto menos,

⁵ Para una descripción del modo de funcionamiento de los distintos tipos de reglas fiscales, véanse Braun y Gadano (2007) y Kopits y Symansky (1998).

⁶ Algunos trabajos plantean que la política fiscal continuó siendo procíclica en el período 2003-2008. Véase, por ejemplo, IDB (2008) y Ocampo (2009).

⁷ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela.

no de manera determinante— de su supuesto buen comportamiento fiscal previo, sino de una extraordinaria holgura externa, un rasgo característico del período anterior al desplome del nivel de actividad en buena parte de las economías de la región. Ello se advierte con particular intensidad en las economías de América del Sur, donde confluyen la mejora en los términos del intercambio asociada al aumento de los precios internacionales de sus principales productos de exportación con condiciones extraordinarias de liquidez global y acceso al crédito en los mercados internacionales (Erten y Ocampo, 2012; CEPAL, 2012; Ocampo, 2007).

Esto no implica afirmar que la evolución de las finanzas públicas durante el período 2003-2008 resultara intrascendente en la determinación del margen de maniobra fiscal durante la crisis, ni que en varios aspectos relevantes éstas no hubieran mejorado de manera significativa durante dicho período. De hecho, como se describe en la primera parte de la sección 2, los indicadores de solvencia del sector público en buena parte de la región tienden a mostrar una mejora significativa durante el período previo a la crisis, asociada a la combinación de un aumento en la presión tributaria y un manejo deliberado de los pasivos del sector público tendiente a extender los plazos promedio de vencimiento y reducir el peso de la deuda denominada en moneda extranjera (CEPAL, 2012). Tampoco implica afirmar que la robustez del sector externo fuera consecuencia de factores exclusivamente exógenos o fortuitos. Como se muestra en la segunda parte de la sección 2, la menor vulnerabilidad externa a los ciclos internacionales de liquidez evidenciada durante 2003-2008 estuvo ligada a un proceso sostenido de acumulación de reservas internacionales que en general supuso algún tipo de intervención de las autoridades monetarias en los mercados cambiarios —una actitud que también puede caracterizarse como una acción contracíclica. Implica, no obstante, subrayar el hecho de que, más allá de la incidencia de las propias variables fiscales, en los países en desarrollo la situación del sector externo de la economía resulta determinante en la definición de la capacidad de reacción fiscal contracíclica (Martner y Tromben, 2004; Pérez Caldentey, 2007).

El propósito de este trabajo es poner de relieve la relación particular que existe entre el margen de maniobra fiscal y la situación del sector externo en el caso de los países en desarrollo, entendidos como aquellos que no emiten moneda internacional de reserva, concentrando la atención en los países de mayor porte de América Latina. La relación entre margen de maniobra fiscal y sector externo suele asociarse al impacto propiamente fiscal de algunos factores exógenos como, por ejemplo, la dinámica de los términos del intercambio (que puede influir en la recaudación tributaria) o la

evolución de la tasa de interés internacional (que, al afectar el costo del servicio de parte de la deuda pública, puede incidir sobre la dinámica del gasto estatal). Sin embargo, al margen de la incidencia de estos componentes del ingreso o gasto públicos, lo que aquí se intenta destacar es que la relación entre la capacidad de maniobra fiscal y el sector externo en los países en desarrollo no constituye un efecto meramente coyuntural sino que remite a su propia condición periférica y se relaciona con los condicionamientos estructurales que impone la dificultad o imposibilidad de colocar deuda en moneda local en los mercados internacionales debido a la imperfecta relación de sustitución entre activos locales y los denominados en alguna moneda internacional de reserva.⁸

La relación entre el margen de maniobra fiscal y la situación del sector externo se encuentra asociada a las condiciones, más o menos favorables, de acceso al financiamiento del sector público que se derivan de la evolución previa de la balanza de pagos y de la posición patrimonial externa de la economía en general. Un sector externo robusto, que en última instancia implica la existencia de un *stock* relativamente amplio de reservas internacionales en el Banco Central (*vis à vis*, entre otras variables, los pasivos externos de corto plazo), puede validar la gestión fiscal en situaciones adversas, tanto mediante su aplicación directa al financiamiento de un déficit fiscal como facilitando la emisión de deuda pública en moneda local.

Si la situación del sector externo resulta en efecto determinante, uno de los objetivos de la política macroeconómica de las economías en desarrollo debe centrarse en la necesidad de evitar o minimizar situaciones de vulnerabilidad externa, lo que a su vez implica una configuración determinada en materia de política monetaria y cambiaria, y un arreglo institucional específico en el plano financiero interno y externo, que incluya una regulación macro-prudencial decidida, y que involucre entre otros instrumentos el control de los flujos internacionales de capital. Un frente externo equilibrado (o superavitario) amplía los grados de libertad de las autoridades para llevar a cabo políticas fiscales contracíclicas de forma relativamente independiente de las tendencias del mercado internacional, e incluso con cierta prescindencia del sesgo (procíclico o contracíclico) que pudiera haber tenido la propia política fiscal en el período anterior a la fase descendente o de contracción económica.

⁸ Para un análisis del carácter segmentado de la integración de los países en desarrollo a los mercados financieros internacionales, véase Frenkel (2008).

Desde esta perspectiva, el desafío contracíclico en la fase alcista del ciclo radicaría más en preservar una situación equilibrada (o superavitaria) en el frente externo que en llevar a cabo una política fiscal contracíclica en el sentido convencional. Ello no implica dar rienda suelta a la prociclicidad fiscal en aras de la potenciación del crecimiento en la fase ascendente del ciclo, ya que podría exponer a la economía al límite impuesto por las distintas restricciones de oferta, o a la propia restricción externa. Tampoco supone descuidar otros aspectos clave de la política fiscal que históricamente aquejaron a la región y que también inciden en el margen de maniobra fiscal, como son la reducida presión tributaria que evidencian la mayoría de los países latinoamericanos, y el sesgo fuertemente regresivo de la composición de sus ingresos públicos. Significa, en cambio, orientar y coordinar las distintas herramientas de política y de regulación financiera en pos de la preservación del equilibrio en el sector externo de la economía, lo que no sólo involucra a los instrumentos de política monetaria, cambiaria y regulación de los flujos de capital transfronterizos, sino también a la propia política industrial y tecnológica, así como la política de inversión pública en infraestructura (Amico *et al.*, 2012). Todos estos instrumentos de política pueden estar más o menos orientados a facilitar el desarrollo de actividades que contribuyan a aliviar la restricción externa de la economía y, con ello, a aumentar la capacidad de reacción fiscal contracíclica en momentos de retracción del nivel de actividad.

El trabajo se organiza de la siguiente manera. En la sección 2 se presentan una serie de indicadores que ilustran el buen desempeño fiscal y externo evidenciado por las principales economías de América Latina durante el período 2003-2007. En la sección 3 se expone un esquema *stock*-flujo que permite representarla relación entre el desempeño del sector externo y la evolución de las cuentas públicas y que arroja evidencia empírica a favor de la hipótesis de “dominancia de la balanza de pagos” en la región, conforme la cual en economías en desarrollo la dinámica de corto plazo se encuentra primordialmente determinada por la ocurrencia de distintos tipos de *shock* externos (en los términos del intercambio, en las condiciones de acceso al financiamiento internacional, etc.; véase Ocampo, 2011). La sección 4 describe las distintas estrategias de financiamiento utilizadas por los diferentes países de la región para sostener los paquetes fiscales contracíclicos implementados en 2009, de manera inteligible con el marco analítico expuesto en la sección 3. La sección 5 presenta algunas reflexiones finales.

2. Desempeño fiscal y externo en América Latina durante el período 2003-2007

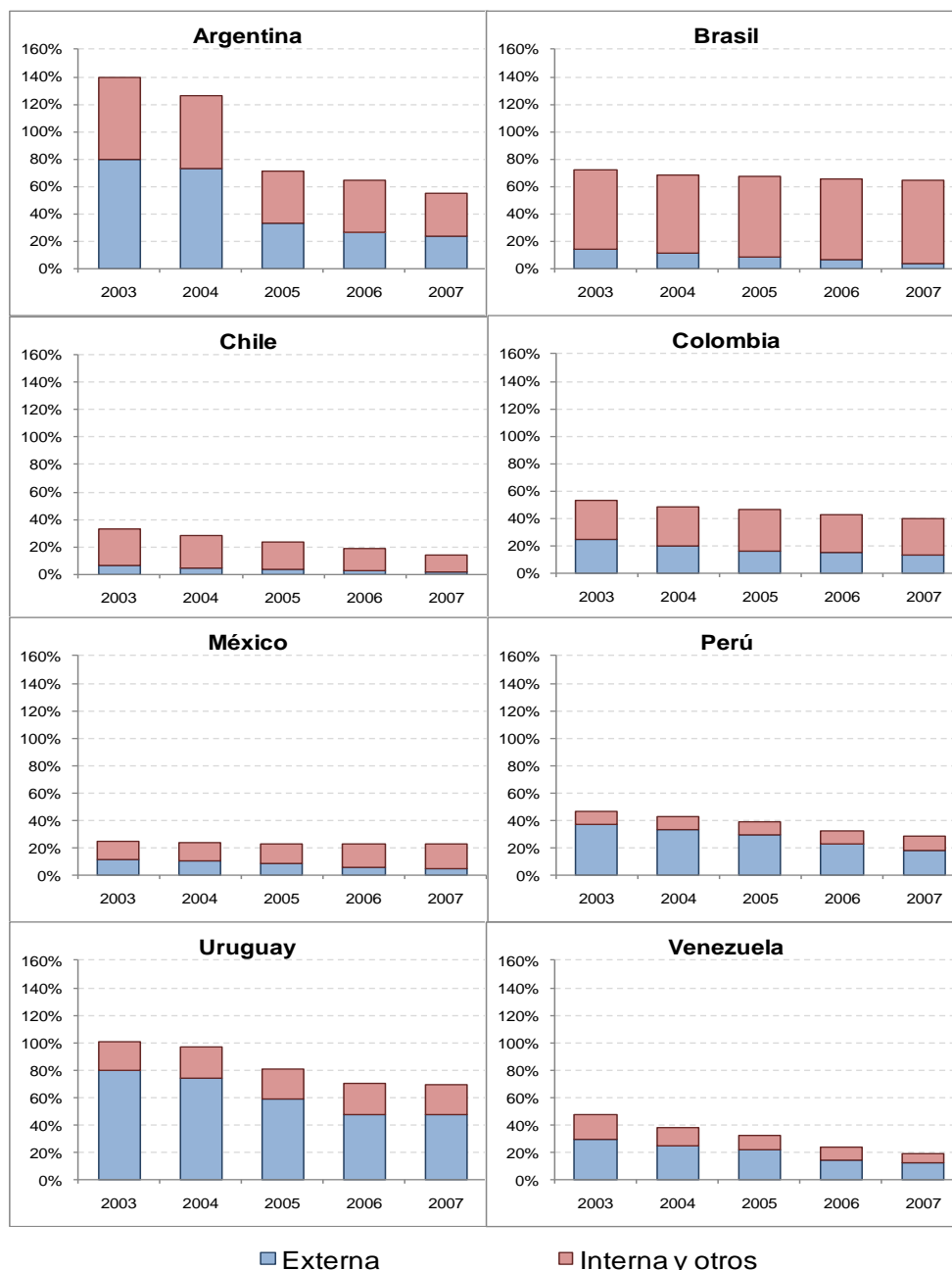
El rol de la gestión fiscal en los años previos al colapso global de 2008 y su impacto sobre la capacidad de reacción que mostraron los países de América Latina a lo largo de 2009 ha ocupado un espacio importante en la literatura especializada. Por un lado, autores como Gutiérrez y Revilla (2010), Daude *et al.* (2010), Calderón y Fajnzylber (2009) o Loser (2009) sugieren que la instrumentación de políticas fiscales contracíclicas (explicitadas mediante reglas fiscales en algunos países) en la etapa expansiva de 2003-2007, otorgó el margen de maniobra fiscal necesario para afrontar el impacto negativo de la crisis. Por el otro, en IDB (2008) y Ocampo (2009) se ha sugerido que en realidad la gestión fiscal de los países de la región mantuvo en el período previo a la crisis internacional el sesgo procíclico habitual, contabilizando algunas mejoras como consecuencia del extraordinario período de crecimiento y elevada liquidez global que caracterizó al mundo entre 2003 y 2007.

Sin embargo, más allá de este debate, en ese período los indicadores usualmente utilizados para juzgar la evolución de las finanzas públicas y, fundamentalmente, la dinámica del endeudamiento público (en términos de magnitud, composición por monedas y deudores e impacto sobre el gasto corriente) mostraron considerables mejoras en el conjunto de la región, lo que implicó un hecho novedoso: que ante una perturbación global de magnitud como la acontecida en el bienio 2008-09 la posición financiera de los diferentes gobiernos de la región les permitiera mantener relativamente aislado uno de los principales mecanismos de transmisión y magnificación de las crisis internacionales.

En efecto, previo al desencadenamiento de la crisis financiera internacional, los países de América Latina evidenciaron una holgura fiscal inédita en relación con el pasado reciente que les permitió aumentar el gasto primario y simultáneamente reducir el cociente de deuda pública a PIB, incluyendo el de la deuda pública externa. Como puede observarse en el Gráfico 2.1, en todos los países de LAC8 se contrajo la deuda pública total como porcentaje del PIB. Sin incluir a la Argentina, que producto de la reestructuración de su deuda en *default* redujo muy drásticamente su cociente de deuda pública a PIB, en el período considerado este cociente se redujo en promedio algo más de 17 p.p., destacándose los casos de Chile, Perú y Venezuela, cuya relación deuda pública a PIB pasa de 32,6% a 14,0%, de 46,9% a 28,5% y de 47,7% a

19,5% entre 2003 y 2007, respectivamente.⁹ En el caso de México se observa la menor contracción en el período (2,2 p.p.) aunque presenta una relación deuda a PIB promedio de solo 23,5% entre 2003 y 2007.

Gráfico 2.1
Evolución de la Deuda Pública Total
Como % del PIB



Fuente: elaboración propia en base a datos del BID.

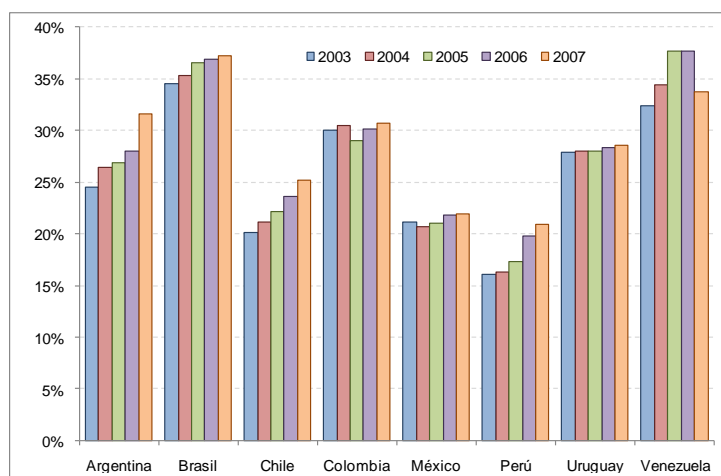
⁹ Los datos fueron tomados del *Latin American and Caribbean Macro Watch Data Tool (LMW Tool)* del Banco Interamericano de Desarrollo (disponible en <http://goo.gl/CMCIM>).

Esta mejora en el perfil financiero de los pasivos públicos estuvo centrada fundamentalmente en la deuda emitida en los mercados internacionales. Los ocho países considerados mostraron mayores reducciones en la deuda externa en relación a la variación observada en la deuda interna. Por un lado, Argentina, Chile, Colombia y Venezuela presentaron caídas tanto de la deuda externa como de la interna, mientras que en Brasil, México, Perú y Uruguay la contracción de la deuda externa se dio en conjunto con la suba de la deuda interna. En este sentido, más allá del manejo idiosincrásico que cada país adoptó en su estructura de pasivos, la reducción en el peso de la deuda pública externa contribuyó a disociar la evolución de la gestión fiscal de las condiciones volátiles de liquidez global.

Esta estrategia de desendeudamiento público que caracterizó al conjunto de los países de LAC8 se debió, con distinta relevancia según el caso, al aumento de la presión tributaria en buena parte de los países de la región (Gráfico 2.2), al buen desempeño económico general (en parte asociado al auge en los precios internacionales de productos básicos de exportación) y a una política deliberada de administración de pasivos que en muchos casos aprovechó la amplia disponibilidad de crédito en los mercados financieros internacionales para reprogramar vencimientos de deuda pública.

Desde el punto de vista del aumento de la presión tributaria se destacan en este período Argentina, Brasil y Chile, donde el peso de la recaudación impositiva en el PIB pasa de 24,5% a 31,7%, de 34,5% a 37,3% y de 20,2% a 25,2% entre 2003 y 2007, respectivamente.

Gráfico 2.2
Evolución de la Recaudación Tributaria
Como % del PIB



Fuente: elaboración propia en base a datos del BID.

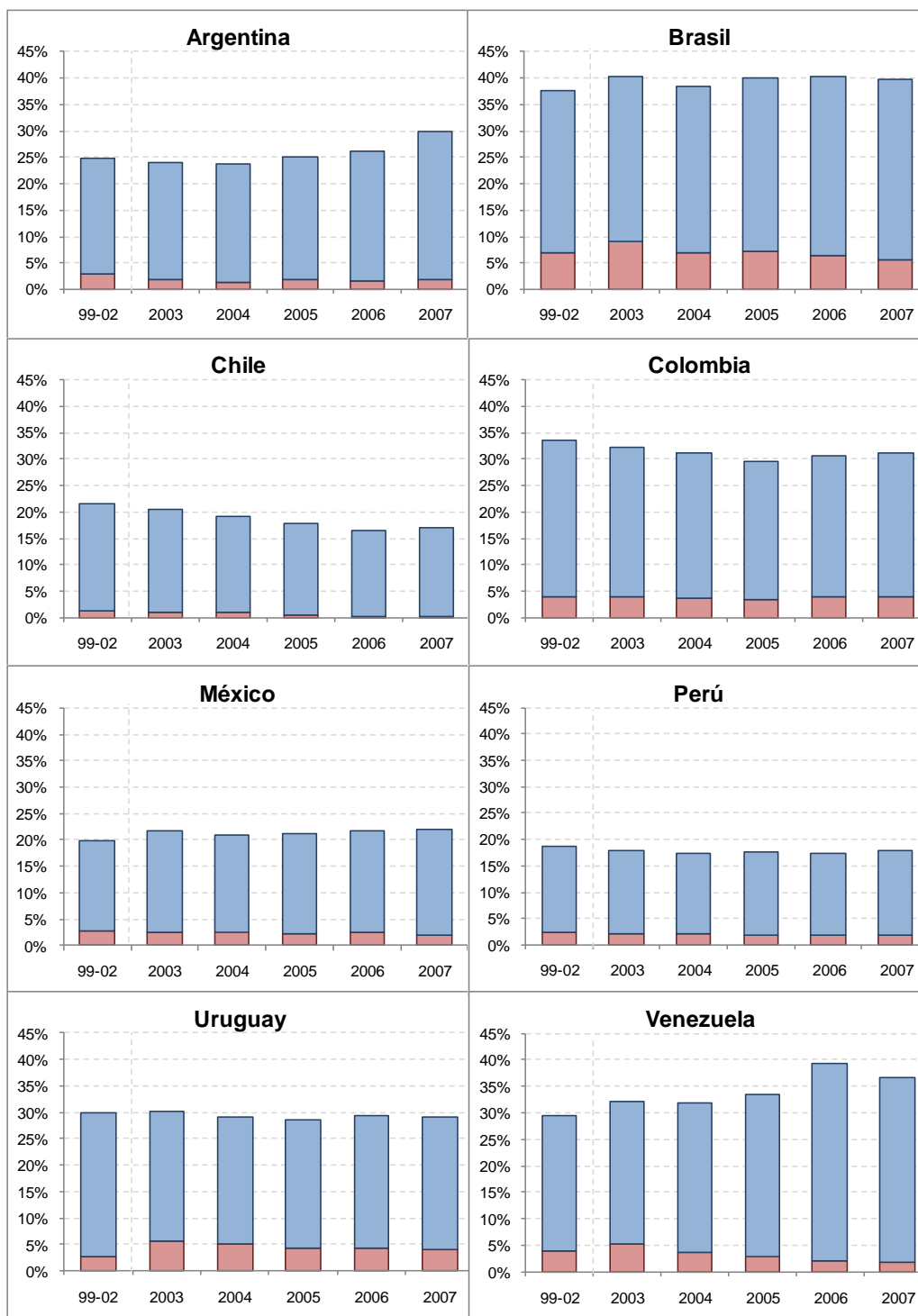
Nota: no incluye ingresos de la seguridad social.

También es significativa la caída del peso del pago de intereses de la deuda pública observada en Venezuela, Brasil y Chile, donde como porcentaje del PIB dicho peso pasa de 5,2% a 1,7%, de 9,1% a 5,7% y de 1,1% a 0,3% entre 2003 y 2007, respectivamente (Gráfico 2.3). La disminución en el grado de endeudamiento público y la extensión en los perfiles de vencimiento redujeron el peso del pago de intereses sobre la deuda pública como porcentaje del gasto total, sobre todo en comparación con los datos de la década anterior, reforzando la tendencia al aumento del gasto primario, lo que a su vez contribuyó a sostener el ritmo de crecimiento en el nivel de actividad.

Desde el punto de vista del aumento del gasto primario entre 2003 y 2007 se destacan los casos de Argentina (donde pasa de representar 22,2% a 27,9% del PIB), Brasil (donde pasa de 31,2% a 34,1%), y Venezuela (de 27,0% a 34,9%). También se destacan los casos de Chile, que presenta un cuadro diametralmente opuesto, al reducir el gasto primario como porcentaje del PIB de 19,5% a 16,7% entre 2003 y 2007, y Colombia, que también contrajo su gasto primario en dicho período, aunque menos drásticamente que Chile, de 28,3% a 27,2% del PIB.¹⁰

¹⁰ La Tabla 3 en el Anexo presenta de manera sintética la evolución de las principales variables fiscales de los países del LAC8.

Gráfico 2.3
Evolución del Gasto Público Total: Gasto Primario e Intereses de la Deuda
Como % del PIB



■ Gasto Primario ■ Intereses de la Deuda

Fuente: elaboración propia en base a datos del BID.

En suma, los indicadores tradicionales que capturan la evolución de las cuentas públicas en general, y de la deuda pública en particular, mostraron notorias mejoras en

la región con caídas del endeudamiento (fundamentalmente externo), incrementos de la presión tributaria y caídas en el peso de los intereses de la deuda sobre el total del gasto.

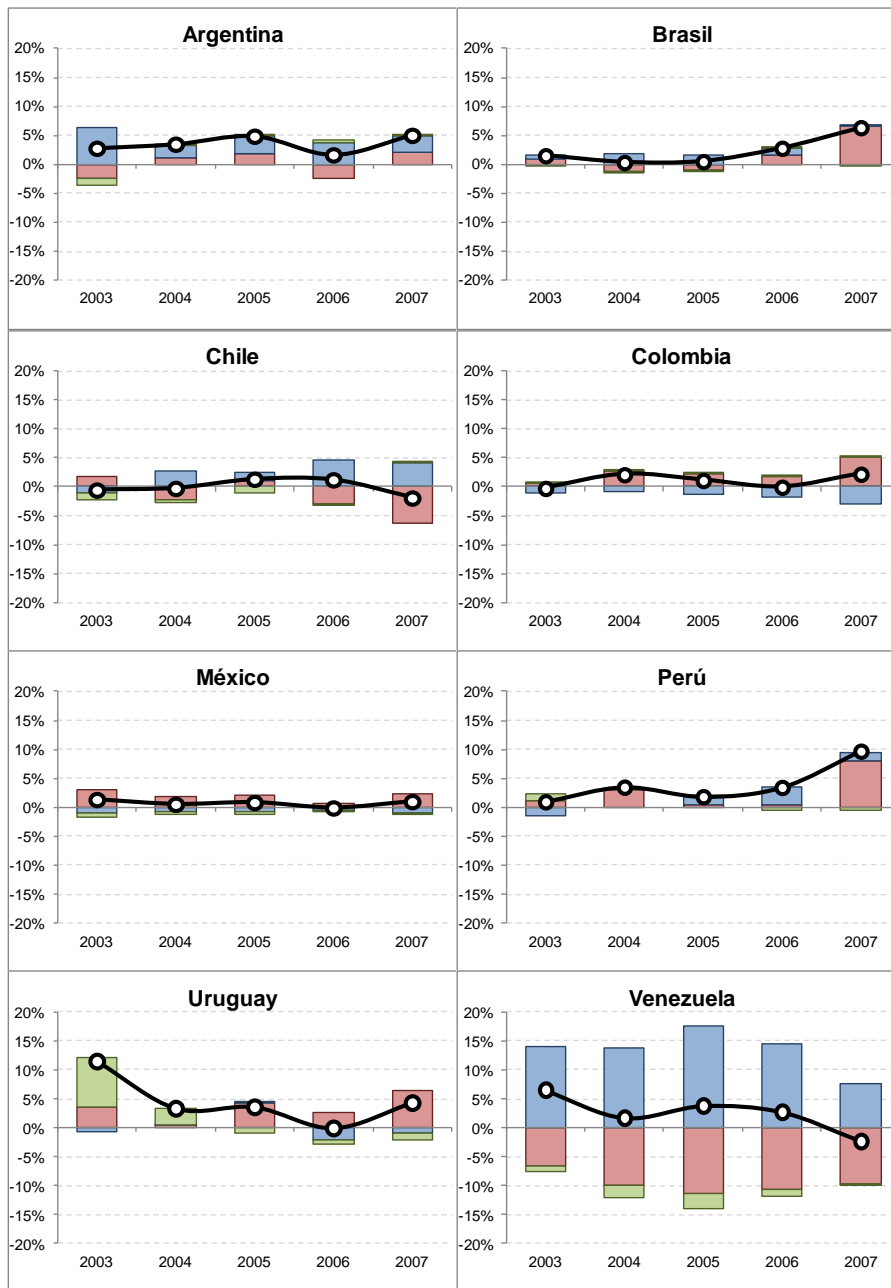
La trayectoria del sector externo también reportó avances considerables en el período 2003-2007 en materia de sostenibilidad financiera, fundamentalmente mediante la preservación de resultados positivos o equilibrados en el balance de pagos (Gráfico 2.4). Esta mayor holgura externa estuvo asociada tanto a los elevados niveles de liquidez global (cuenta capital y financiera) como a la evolución favorable de los términos del intercambio (cuenta corriente).

La composición del resultado global estuvo influenciada por el modo en el que los diferentes países administraron su política cambiaria y su relación —o grado de integración— con los mercados globales de capital. Venezuela, Argentina y Chile arrojaron resultados superavitarios superiores a 2% del PIB en la cuenta corriente del balance de pagos (13,5%, 3,6% y 2,4% promedio para 2003-2007, respectivamente), evidenciando el impacto positivo que tuvo el ciclo de precios internacionales sobre el desempeño externo de estas economías (petróleo para Venezuela, cereales y oleaginosas para Argentina y cobre para Chile). Asimismo, Brasil y Perú presentaron resultados positivos en la cuenta corriente, aunque más reducidos (1,1% y 0,9% del PIB promedio para 2003-2007, respectivamente). Sólo Argentina, Perú y Brasil reportaron saldos positivos tanto a nivel de cuenta corriente como de cuenta capital en dicho período¹¹.

Por su parte, varios países más que compensaron el desequilibrio de cuenta corriente con ingresos netos por la vía de la cuenta capital y financiera, como Uruguay (3,5% versus -0,7%), Colombia (2,5% versus -1,6%) y México (2% versus -0,8%). En 2007 los ingresos netos por la cuenta capital y financiera como porcentaje del PIB fueron los máximos del período para Perú (8,1%), Brasil (6,5%), Uruguay (6,4%), Colombia (5%) y Argentina (2,2%).

¹¹ En los dos primeros casos se verifica, a su vez, un fuerte activismo/intervencionismo de la autoridad monetaria en el mercado de cambios. En Argentina debido al intento deliberado de sostener el tipo de cambio real en un nivel competitivo. En Perú, a pesar de regir su política monetaria sobre la base de un esquema convencional de metas de inflación, el banco central también procuró evitar la apreciación cambiaria (en un contexto de fuerte afluencia de capitales y buenos términos del intercambio para el país) debido a los riesgos que las oscilaciones en el tipo de cambio nominal podían traer aparejados ante la fuerte dolarización del sistema financiero peruano (Abeles y Borzel, 2010).

Gráfico 2.4
Evolución de la Balanza de Pagos
Como % del PIB



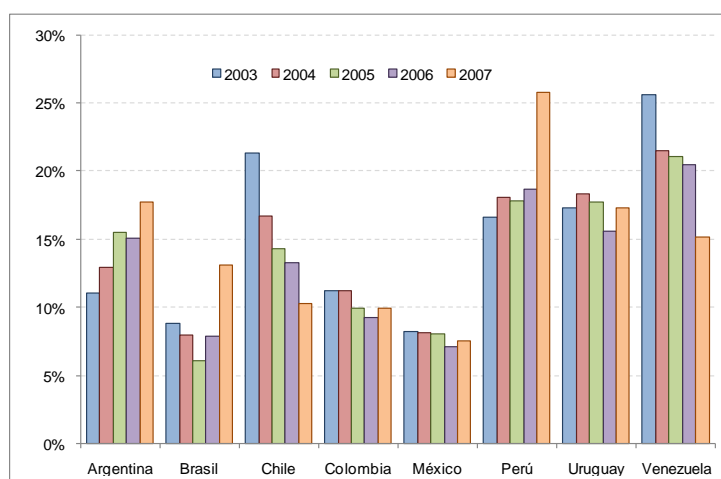
■ Errores y Omisiones ■ Cta. Corriente
■ Cta. Capital y Financiera ○ Var. de Reservas

Fuente: elaboración propia en base a datos del BID.

La evidencia sugiere que más allá de cuál fuera el canal preponderante de inserción internacional de las economías de la región (cuenta corriente o cuenta capital y financiera), las buenas condiciones en el frente externo redundaron en un fuerte aumento del *stock* de reservas internacionales en prácticamente todos los países de

LAC8. En varios casos, como Argentina, Brasil y Perú, dichos aumentos se produjeron a un ritmo más acelerado que el crecimiento del PIB (Gráfico 2.5). Como se mencionó, en Brasil, además de la dinámica de la cuenta corriente, el aumento en el *stock* de reservas internacionales recibió un fuerte impulso por ingreso de capitales del exterior, reflejado en un saldo positivo muy significativo en la cuenta capital y financiera de su balanza de pagos, fundamentalmente hacia fines del período analizado. Lo mismo sucede en Colombia, México, y Uruguay, que también experimentan un importante ingreso de capitales del exterior. En el caso de Chile, caen las reservas internacionales pero al mismo tiempo aumentan significativamente los activos externos del Tesoro producto del ahorro fiscal asociado al funcionamiento de la regla de balance estructural¹². Tomadas de manera consolidada (como se efectúa en la sección 3) las reservas internacionales también aumentaron en Chile. Venezuela, con un saldo negativo recurrente en la cuenta de capital y financiera de su balanza de pagos, es el único caso en que el *stock* de reservas internacionales se sostuvo producto del superávit en la cuenta corriente (a excepción del último año considerado, en que sufrió una disminución).

Gráfico 2.5
Stock de Reservas Internacionales
Como % del PIB



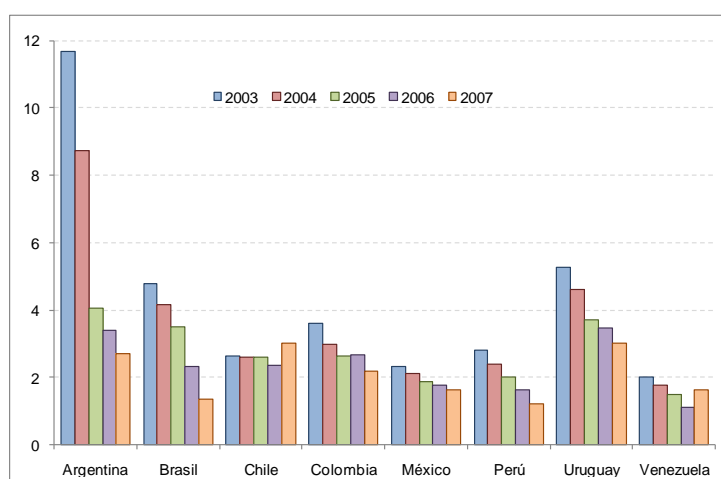
Fuente: elaboración propia en base a datos del BID.

Resumiendo, el período 2003 a 2007 se caracteriza por una considerable mejora tanto en el plano fiscal como en el frente externo de las economías de LAC8. En particular,

¹² La Ley de Responsabilidad Fiscal sancionada en Chile en septiembre de 2006 estableció que el ahorro fiscal derivado del funcionamiento de dicha regla debe ser depositado obligatoriamente en el exterior, para lo cual se crearon el Fondo de Reserva de Pensiones y el Fondo de Estabilización Económica y Social (en reemplazo del Fondo de Estabilización del Cobre).

la reducción de la deuda externa total y el aumento en las reservas internacionales en este grupo de países latinoamericanos dieron lugar a una significativa mejora en la posición externa de la economía en su conjunto y del sector público en particular (Gráfico 2.6).

Gráfico 2.6
Deuda Externa Total
En relación al Stock de Reservas Internacionales



Fuente: elaboración propia en base a datos del BID.

En la siguiente sección se presenta un esquema *stock-flujo* que permite analizar la relación macro-contable entre la evolución del sector externo y de las cuentas públicas.

3. La relación entre el sector externo y el frente fiscal en el marco de un esquema de análisis *stock-flujo* consistente

Siguiendo la tradición inaugurada por Godley y Cripps (1983), la Matriz de Contabilidad Social (MCS) simplificada que presenta la Tabla 3.1 se deriva del sistema de cuentas nacionales y del flujo de fondos que componen las relaciones macroeconómicas básicas de una economía abierta¹³. Al incorporar las transacciones reales junto con los flujos financieros a nivel agregado, la MCS permite incluir todas las operaciones realizadas en cada mercado y su respectivo reverso financiero a nivel de los distintos sectores institucionales, y rastrear de manera consistente los cambios en los flujos que experimenta la economía en su conjunto. En términos de Taylor (2008), la MCS no tiene “agujeros negros” y cada flujo que implique pagos de un sector debe

¹³ En la misma tradición cabe mencionar los aportes más recientes de Lavoie y Godley (2007), Taylor (2004) y Gandolfo (2002).

ser contabilizado como ingreso de otro. En el tiempo, los respectivos flujos modifican el nivel de los *stocks*, lo que permite identificar las posiciones financieras de los distintos sectores institucionales de la economía.

Tabla 3.1

Matriz de Contabilidad Social (MCS). Flujos Reales y Financieros						
		Sector Institucional				TOTAL FILAS
		<i>Privado No Financiero (P)</i>	<i>Público No Financiero (G)</i>	<i>Banco Central (BC)</i>	<i>Resto del Mundo (F)</i>	
Mercado	<i>Bienes y Servicios</i>	I – S	G – T	~	X – M	0
	<i>Base Monetaria Doméstica (H)</i>	ΔH_P	~	ΔH^C	~	0
	<i>Títulos Domésticos (N)</i>	ΔN_P	ΔN^G	ΔN_C	ΔN_F	0
	<i>Activos Externos (R)</i>	ΔR_P	ΔR_G	ΔR_C	ΔR^F	0
TOTAL COLUMNAS		0	0	0	0	

El subíndice/superíndice indica el respectivo sector tenedor/emisor de cada activo/pasivo. El símbolo (-) implica que el celda es omitida por simplicidad.

La primera fila de la MCS resume todas las transacciones de bienes y servicios (producción, intercambio y transferencias) en lo que se conoce como el *lado real* de la economía (Gandolfo, 2002). Aquí, I y S son la inversión y el ahorro privados, G y T son los gastos totales y la recaudación total del sector público¹⁴ y X y M son todos los ingresos y egresos registrados en la cuenta corriente del balance de pagos (de modo que $X - M = CC$).

Por otra parte, las filas *H*, *N* y *R* (base monetaria, títulos domésticos¹⁵ y activos externos, respectivamente) expresan los cambios por unidad de tiempo (un año) observados en los diferentes instrumentos financieros de la economía¹⁶. Siguiendo el principio de partida doble, cada fila establece que si un sector incrementa sus tenencias de un activo, otro debe incrementar su pasivo. Por ejemplo, de la fila *H* se

¹⁴ “G” denota los gastos totales incluyendo los pagos netos de intereses. La diferencia G - T equivale a la variación neta de la deuda pública (columna G).

¹⁵ En este caso, por simplicidad se agregó al conjunto del sector privado (Hogares, Empresas y Bancos) de forma que sólo el sector público es quién emite títulos en el mercado local.

¹⁶ A fin de evitar mayores complicaciones, los pasivos se presentan siempre con un signo negativo. Esto implica que un aumento en la deuda pública se denota como $-\Delta N^G$.

deduce que si el sector privado no financiero aumenta sus tenencias de base monetaria (ΔH_p), el banco central debe haber incrementado este pasivo (ΔH^C) en igual cantidad.

Finalmente, cada columna de la MCS representa las restricciones de presupuesto de los diferentes sectores institucionales. Por ejemplo, la primera columna (P) representa la restricción presupuestaria del Sector Privado No Financiero y establece que el balance entre los flujos de inversión (I) y ahorro (S) privados debe financiarse alternativa o combinadamente mediante la variación en la tenencia neta de moneda local (H_p), activos financieros locales (N_p) o activos externos (R_p).

Al explicitar de dónde vienen y hacia dónde van los recursos, la MCS permite analizar cómo cada sector financia los aportes (positivos o negativos) que realiza a la demanda agregada. Partiendo de la restricción de presupuesto de cada sector institucional tomado individualmente (las columnas de la MCS), si un sector gasta por encima de sus ingresos y consecuentemente aumenta su endeudamiento neto, otro debe aumentar su ahorro (gastar menos que sus ingresos) para financiar ese exceso de gasto. Nótese que cuando se agregan todos los sectores institucionales, los balances (reales y financieros) y las restricciones de presupuesto deben equilibrarse, lo que no es más que la identidad básica de equilibrio macroeconómico expresada en términos de los flujos reales de una economía abierta, captada por la primera fila de la MCS:

$$(I - S) + (G - T) + (X - M) \equiv 0 \quad (1)$$

Este marco de consistencia permite analizar los vínculos que existen entre la posición fiscal, el financiamiento del sector público y la situación del sector externo de cada economía. En tal sentido, la segunda columna (G) de la MCS indica la restricción de presupuesto del sector público:

$$G - T + \Delta N^G + \Delta R_G = 0 \Leftrightarrow G - T = -\Delta N^G - \Delta R_G \quad (2)$$

donde ΔN^G y ΔR_G representan la variación en el *stock* de títulos públicos y activos externos en poder del sector público, respectivamente.

Desde un punto de vista macroeconómico de corto plazo, cuando G es mayor que T se dice que el sector público realiza una política fiscal expansiva, debido a que las “inyecciones” (*injections*) de gasto público (G) superan las “filtraciones” (*leakages*) que

genera la recaudación impositiva (T), de forma que el sector público contribuye positivamente al nivel de la demanda agregada (Taylor, 2004). Como se mencionó anteriormente, el reverso financiero de este déficit fiscal corresponde a una emisión títulos públicos ($-\Delta N^G$) y/o a la desacumulación de activos externos en poder del sector público ($-\Delta R_G$).¹⁷

De este modo, la capacidad del sector público para impulsar la demanda agregada está condicionada por su posibilidad de financiar niveles de gasto que excedan la recaudación impositiva. Si se reemplaza (2) en (1) y se reordenan los términos se tiene que:

$$(I - S) + CC = \Delta N^G + \Delta R_G \quad (3)$$

La ecuación (3) pone de manifiesto que los fondos que requiere el sector público para administrar la política fiscal provienen del resultado de cuenta corriente y/o del exceso de ahorro privado. Nótese que si el balance entre ahorro e inversión privado se mantiene constante, una mejora en la cuenta corriente debe ser balanceada por una contracción en la deuda pública o un incremento en activos externos netos del sector público, lo que en (2) se traduce como un mayor ahorro fiscal. En otras palabras, una mejora en el sector externo se asocia a un robustecimiento del resultado fiscal y, por lo tanto, a un mayor margen de maniobra fiscal, a menos que al mismo tiempo aumente el exceso de ahorro del sector privado.

Para ser más precisos al evaluar la vinculación entre sector externo y fiscal, vale notar que de la cuarta columna (F) de la MCS se tiene que $CC = -\Delta N_F - \Delta R^F$. Es decir, el saldo de CC es igual a la cuenta capital más la variación de reservas internacionales ($\Delta N_F + \Delta R^F$).¹⁸ Reemplazando en (3) y reordenando convenientemente:

$$(I - S) - \Delta N_F - \Delta R^F = \Delta N^G + \Delta R_G \rightarrow (I - S) - \Delta N_F = \Delta N^G + \Delta R_G + \Delta R^F \quad (4)$$

¹⁷ La existencia de los denominados “fondos soberanos” (R_G) en el activo del sector público implica que (parte de) una política fiscal expansiva puede financiarse mediante la desacumulación de activos externos. Esto ayuda a disociar la dinámica de las cuentas públicas de la disponibilidad de financiamiento en los mercados voluntarios de crédito y, por lo tanto, puede contribuir a ampliar el margen de maniobra fiscal, al desvincular el financiamiento contracíclico de los vaivenes de la liquidez en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, no debe omitirse que la misma consistencia macroeconómica hasta aquí detallada implica que la constitución de estos fondos se realiza mediante la preservación de superávit fiscal ($(T - G) - \Delta N^G > 0$) y, por lo tanto, a través de posiciones fiscales restrictivas. La venta de activos estatales no financieros a no residentes (privatizaciones) constituye otra posible fuente de financiamiento de un saldo fiscal deficitario.

¹⁸ En esta versión simplificada de la MCS se entiende que el ingreso de capitales tiene por destino la adquisición de títulos de deuda que emite el sector público, en tanto que las salidas están agregadas en un solo activo externo (R).

A su vez, de la última fila (R) de la MCS se deduce que $\Delta R_G + \Delta R^F = -\Delta R_C - \Delta R_P$. Es decir, la variación en los activos externos netos de los residentes locales (ΔR_G , ΔR_C , ΔR_P) debe igualarse con la variación en los pasivos netos del resto del mundo (ΔR^F). Reemplazando en (4) y reordenando nuevamente se llega a:

$$(I - S) - \Delta N_F = \Delta N^G - \Delta R_C - \Delta R_P \rightarrow (I - S) + \Delta R_P - \Delta N_F + \Delta R_C = \Delta N^G \quad (5)$$

Nótese que, a igualdad del resto de las condiciones, un aumento en las reservas internacionales del banco central (ΔR_C) debe ser balanceado por una contracción en la deuda pública doméstica ($\Delta N^G + \Delta N_F$), lo que en la ecuación (2) significaría un mayor ahorro fiscal. Ello sugiere que un incremento de las reservas internacionales en poder del banco central puede conllevar un fortalecimiento del resultado del sector público, y por lo tanto, dar lugar a un mayor margen de maniobra fiscal. Alternativamente, un aumento en las reservas internacionales del banco central (ΔR_C) debe ser balanceado por una reducción en los activos externos en poder del sector privado no financiero (ΔR_P) o por el exceso de ahorro del sector privado.¹⁹

Si se postula, en línea con la tradición neo-estructuralista y poskeynesiana (Taylor, 2008; Lavoie y Godley, 2007), que en las economías en desarrollo la causalidad opera desde el sector externo (reservas internacionales) hacia el endeudamiento del sector público y su vinculación con la capacidad de llevar a cabo políticas fiscales contracíclicas en las fases descendentes del ciclo, pierde relevancia relativa el “buen comportamiento” fiscal —asociado, por ejemplo, a la utilización de reglas fiscales— y adquiere una importancia fundamental la preservación del equilibrio (o excedente) externo.

Esta relación de causalidad tiene raíces eminentemente monetarias, asociadas a la imposibilidad de financiar desequilibrios externos en moneda soberana (Pérez Caldentey, 2007).²⁰ Esta limitación se ve a su vez exacerbada por la forma de funcionamiento del sistema monetario internacional en las últimas décadas. La

¹⁹ En economías dolarizadas la vinculación entre los sectores externo y fiscal es mucho más fuerte, ya que la diferencia entre el ahorro y la adquisición de activos externos (netos de base monetaria) es la demanda privada de títulos públicos $[(I - S) + \Delta R_P + \Delta H_P = -\Delta N_P]$, que a pesar de representar una transacción entre residentes está denominada en moneda extranjera y, por lo tanto, incrementa la necesidad de generar divisas para afrontar los pagos sobre esos pasivos.

²⁰ En el mismo sentido, Ocampo (2009) sostiene que “mientras los países industrializados tienen mayores márgenes para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas —margen que es ciertamente mayor en los Estados Unidos que en el resto de las economías industrializadas, gracias a que dispone de la principal moneda internacional—, lo que induce una respuesta estabilizadora de los mercados financieros, las economías de los países en desarrollo carecen en gran medida de dichos márgenes, ya que los mercados financieros tienden a agudizar el ciclo y los actores del mercado esperan que las autoridades se comporten en forma procíclica”.

ausencia de un prestamista de última instancia a escala global impone el costo de los ajustes por desequilibrios externos exclusivamente a los países deficitarios (Ocampo *et al.*, 2007). De allí los condicionamientos macroeconómicos que plantea una situación deficitaria en la cuenta corriente de la balanza de pagos en un país periférico, y la tendencia concomitante al “auto-aseguramiento”.²¹

Para evaluar el sentido causal de la relación entre la situación del sector externo y el margen de maniobra fiscal en el caso del LAC8 se presentan los resultados del test de causalidad de Granger. Tomando la evolución del *stock* de reservas internacionales en porcentaje del PIB como *proxy* de la robustez del sector externo (holgura externa) y la variación de la deuda pública en porcentaje del PIB como *proxy* del margen de maniobra fiscal²², este test tiene como propósito determinar si la historia de la variación anual de las reservas internacionales de cada país afecta el valor presente de la variación anual del margen de maniobra fiscal, una vez controlada la relación causa-efecto por la historia agregada de esta última variable.

La hipótesis que se intenta corroborar es consistente con la noción de “dominancia de balanza de pagos” planteada por Ocampo (2011) en el sentido que la dinámica económica de corto plazo de una economía —incluido el margen de maniobra fiscal— se encuentra esencialmente determinada por la dinámica de su sector externo. De esta manera, lo que se procura corroborar empíricamente es si la variación anual de la deuda pública como proporción del producto es “dominada” en términos predictivos por la variación anual de las reservas internacionales como porcentaje del PIB. En términos de la ecuación (5) esto implicaría que la causalidad (entendida en el sentido de Granger) opera desde el frente externo hacia el frente fiscal o, puesto en otros términos, que la variación anual de reservas internacionales como porcentaje del PIB “precede temporalmente” a la variación anual de la deuda pública como porcentaje del PIB.

La hipótesis nula del test establece la inexistencia de causalidad en el sentido de Granger entre la variación anual de las reservas internacionales como proporción del PIB en el momento $t-1$ y la variación anual de la deuda pública como porcentaje del PIB en el momento t . La hipótesis alternativa plantea, por el contrario, que la variación

²¹ La evidencia empírica indica que los países en desarrollo que más crecieron en las últimas tres décadas han sido los que en menor medida financiaron su expansión mediante endeudamiento externo (Prasad *et al.*, 2006).

²² La ecuación 5 permite deducir analíticamente la conveniencia de adoptar estas variables como *proxies* de los sectores externo y fiscal, respectivamente.

anual de las reservas internacionales como porcentaje del PIB antecede en el tiempo a la variación anual de la deuda pública como proporción del producto. La estimación se efectúa mediante un modelo de datos en panel para el caso de los países de LAC8 con observaciones anuales correspondientes al período 1994-2010. Todas las especificaciones planteadas se estiman por efectos fijos (EF) y aleatorios (EA) (ver Anexo).

Para corroborar la hipótesis de “dominancia de la balanza de pagos” se plantea, por consiguiente, la siguiente especificación empírica:

$$\Delta N^G_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta N^G_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta N^G_{i,t-2} + \alpha_3 \Delta RRII(\% \text{ PIB})_{i,t-1} + \mu_{i,t} \quad (6)$$

Donde i identifica a cada uno de los países de LAC8, t hace lo propio con la variable tiempo (medida en años), ΔN^G denota la variación anual de la deuda pública como porcentaje del PIB de cada país en cada momento del tiempo, $\Delta RRII (\% \text{ PIB})$ representa la variación anual de las reservas internacionales como proporción del producto de cada país en cada momento del tiempo, y $\mu_{i,t}$ es un término de error aleatorio.

Los resultados empíricos resultantes de estimar (6) indican que la historia de la variación anual de la deuda pública como porcentaje del PIB es irrelevante desde el punto de vista estadístico para predecir la variación anual de la deuda pública como porcentaje del PIB en el momento t (tanto α_1 como α_2 resultan no significativos, cualquiera sea el nivel de significatividad considerado; ver Tabla 1 en el Anexo). Este resultado implicaría que, al menos en el caso de LAC8, las políticas que procuran mejorar el perfil de endeudamiento público con medidas estrictamente fiscales (recomendando, por ejemplo, la aplicación de reglas fiscales, ajustes a la baja de G y/o incrementos de T) no serían suficientes para predecir la variación anual de las reservas internacionales como porcentaje del PIB en el futuro y, por lo tanto, sugieren que el “buen comportamiento” fiscal de acuerdo con el saber convencionalmente aceptado no garantiza la viabilidad de paquetes contracíclicos en situaciones de *stress* financiero donde el sector externo se muestra desfavorable.²³

²³ El caso de la regla de balance estructural chilena no padece esta debilidad potencial en tanto obliga al Tesoro a acumular el ahorro fiscal en activos denominados en una moneda internacional de reserva, lo que la asemeja desde el punto de vista de su impacto en el sector externo de la economía a una política de acumulación prudencial de reservas internacionales (“auto-aseguro”).

Por otro lado, el coeficiente α_3 resulta estadísticamente significativo al 1% tanto en el caso de EF como de EA, además de reportar el signo esperado (negativo en ambos casos). Ello significa que la variación anual de las reservas internacionales de cada país como porcentaje del PIB “anticipa en el sentido de Granger” a la variación anual de la deuda pública como proporción del PIB. El signo negativo asociado a la estimación de α_3 indica que si la *performance* externa (medida a partir de la variación anual de las reservas internacionales como porcentaje del PIB) empeora en el período t-1 es dable esperar una variación positiva del cociente deuda pública a PIB en el momento t, lo que se supone conlleva a mayores dificultades para la gestión de las cuentas públicas.

Para descartar que la causalidad entre frente fiscal y externo opere en sentido contrario (desde la variación anual de la deuda pública como porcentaje del PIB hacia la variación anual de las reservas internacionales como proporción del producto), se incluyen los resultados empíricos de la estimación del siguiente modelo de datos en panel, también por EF y EA (ver Anexo):

$$\Delta RRII (\% \text{ PIB})_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta RRII (\% \text{ PIB})_{i,t-1} + \beta_2 \Delta RRII (\% \text{ PIB})_{i,t-2} + \beta_3 \Delta N^G_{i,t-1} + \xi_{i,t} \quad (7)$$

De acuerdo con la hipótesis de “dominancia de la balanza de pagos”, se esperaría encontrar, luego de estimar la ecuación (7), que la propia historia de la variación anual de las reservas internacionales como porcentaje del PIB sea relevante para predecir el comportamiento actual de dicha variable y que la variación anual de la deuda pública como porcentaje del PIB en t-1 resulte irrelevante para predecir lo que acontece en el sector externo.

Estos son precisamente los resultados que se ilustran en la Tabla 2 del Anexo. El primer rezago de la variación anual de las reservas internacionales como porcentaje del PIB es significativo y positivo al 1% en los casos de EF y EA, mientras que el segundo rezago de la variación anual de las reservas internacionales como proporción del PIB (captado por β_2) no es significativo a nivel estadístico para predecir el desempeño del sector externo. A su vez, el primer rezago de la variación anual del cociente deuda pública a PIB, β_3 , no resulta significativo para predecir la evolución del sector externo, siempre en el caso de las economías de LAC8.

En suma: 1) la variación anual del cociente reservas internacionales sobre PIB “causa”(en el sentido de Granger) la variación anual de la deuda pública a PIB; 2) la

variación anual de la deuda pública a PIB no es relevante para explicar la evolución temporal de sí misma; 3) la evolución histórica de la variación anual de las reservas internacionales como porcentaje del PIB es significativa desde el punto de vista estadístico para predecir su propio comportamiento; y 4) la dinámica de la deuda pública como porcentaje del PIB “no causa” (en el sentido de Granger) la variación anual de las reservas internacionales como porcentaje del PIB. En otras palabras, el margen de maniobra fiscal (entendido a partir de la variación anual de la deuda pública a PIB) no opera sobre sí mismo, mientras que la holgura externa es relevante para entender tanto la dinámica de las cuentas públicas como la del propio sector externo.

Intuitivamente, estos resultados refuerzan la idea de “dominancia de la balanza de pagos” y, además, poner en tela de juicio la suficiencia del uso de reglas fiscales para preservar un margen de maniobra efectivo bajo situaciones macroeconómicas adversas, en un contexto donde lo que pareciera definir el rumbo de las cuentas públicas es la solidez del sector externo de la economía y no el desempeño histórico fiscal en sí mismo. Nuevamente, esto no significa menospreciar la importancia de una gestión ordenada de las finanzas públicas, sino poner de manifiesto que dicha gestión no puede concebirse en modo alguno con independencia de lo que acontece en el frente externo, y que en buena medida se encuentra asociada a éste (Martner y Tromben, 2004; Pérez Caldentey, 2007).

4. Estructura de financiamiento del sector público en el marco de las respuestas contracíclicas de los países de LAC8 ante la crisis internacional de 2008-2009

En la sección anterior se hizo hincapié en que, en ausencia de un prestamista de última instancia a nivel internacional, la capacidad del sector público de reaccionar con políticas expansivas en escenarios adversos se encuentra en gran medida condicionada por la preservación de un frente externo equilibrado —asociado a un nivel holgado de reservas internacionales—durante la fase alcista que precede a la desaceleración o caída en el nivel de actividad. Desde ese punto de vista, la acumulación de activos externos bajo el control del sector público puede contribuir de manera decisiva a la viabilidad de una política fiscal contracíclica en la fase descendente del ciclo.

Ello remite intuitivamente al establecimiento de fondos de estabilización integrados por activos denominados en alguna moneda internacional de reserva. Sin embargo, la forma bajo la cual se acumulan dichos activos no tiene una importancia crucial. Cuanto menos desde un punto de vista contable, esta derivación resulta válida tanto si los fondos externos se acumulan en el balance del Tesoro o del Banco Central. A fin de clarificar este punto, cabe retomar las relaciones de consistencia contable presentadas en la MCS y analizar el reverso financiero de la política fiscal mediante la consolidación de las restricciones presupuestarias del sector público en su conjunto; es decir, agregando las restricciones del Sector Público No Financiero (G) y del Banco Central (BC). Recuérdese que, de acuerdo con la ecuación (2), la restricción presupuestaria del Sector Público No Financiero es:

$$G - T = -\Delta N^G - \Delta R_G$$

Por simplicidad, se asume que el Sector Público No Financiero no emite directamente base monetaria (esto último permite mantener la distinción entre las fuentes de financiamiento de G y las de BC). Por otro lado, la restricción de presupuesto del Banco Central viene dada por la columna BC de la MCS:

$$\Delta H^C + \Delta N_C + \Delta R_C = 0 \Leftrightarrow \Delta N_C + \Delta R_C = -\Delta H^C \quad (8)$$

La emisión de base monetaria ($-\Delta H^C$) constituye el único pasivo de la autoridad monetaria, con títulos del Tesoro (ΔN_C) y activos externos (ΔR_C) del lado del activo. A fin de consolidar las restricciones de presupuesto de G y BC es necesario moverse a lo largo y a lo ancho de la MCS, reemplazando y agregando los diferentes instrumentos financieros entre los distintos sectores institucionales. Si se utiliza el balance entre la oferta y demanda de títulos públicos (fila N de la MCS) y el principio contable que estipula que la variación en los pasivos externos netos debe igualarse con la variación de activos externos públicos y privados (fila R) y se agregan (8) y (2), la restricción de presupuesto del Sector Público Consolidado queda definida por:

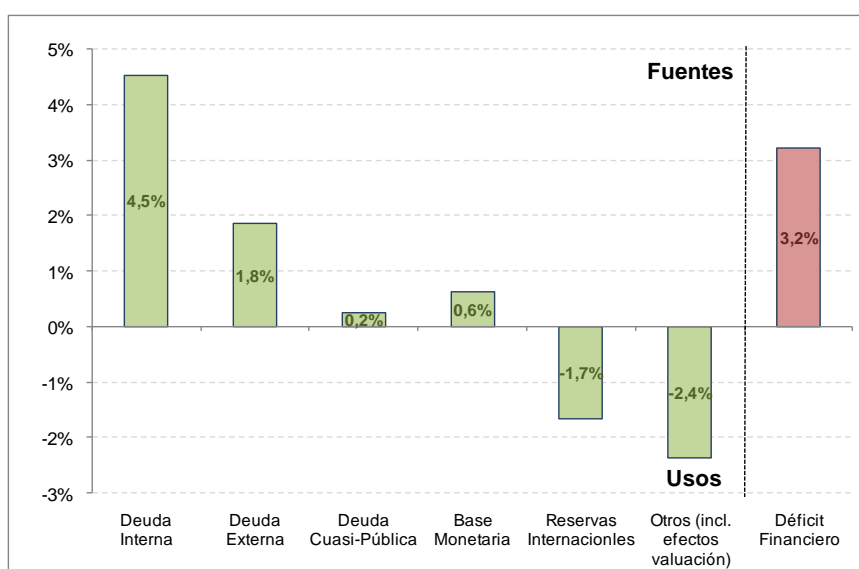
$$G - T = \Delta N_P + \Delta N_F - \Delta H^C - \Delta R_G - \Delta R_C \quad (9)$$

La ecuación (9) indica que un nivel de déficit fiscal dado puede financiarse vía: (i) emisión de deuda por parte Tesoro contraída por el sector privado local (ΔN_P); (ii) emisión de deuda por parte del Tesoro contraída por residentes del resto del mundo (ΔN_F); (iii) emisión de base monetaria ($-\Delta H^C$); (iv) desacumulación de activos externos

en poder del Sector Público No Financiero ($-\Delta R_G$, por ejemplo, la repatriación de recursos acumulados en el exterior en un fondo de riqueza soberano); y/o (iv) desacumulación de reservas internacionales en poder del BC ($-\Delta R_C$).

El Gráfico 4.1 representa una aproximación empírica de la ecuación (9) para el caso de los países de LAC8 tomados conjuntamente. Allí se observa cómo, en términos generales, una parte considerable del impulso fiscal durante la crisis internacional de 2009 fue financiada mediante el aumento de la deuda interna por parte de los gobiernos de estos países²⁴.

Gráfico 4.1
Política Fiscal en el caso del LAC8. Año 2009
Déficit Financiero y Fuentes de Financiamiento



Fuente: elaboración propia en base a datos del BID.

Nota: promedio simple.

A continuación se presentan de forma estilizada las principales fuentes utilizadas en 2009 por cada uno de los países de LAC8 para financiar los déficits presupuestarios asociados a la implementación de paquetes fiscales expansivos en un contexto de fuerte desaceleración de la actividad económica, procurando distinguir aquellas economías donde los paquetes fiscales expansivos se financiaron prioritariamente vía endeudamiento interno (ya sea con el sector privado o con agencias gubernamentales, incluyendo los bancos centrales), las que hicieron lo propio apelando en mayor medida al endeudamiento externo (con el sector privado no residente y/o organismos

²⁴ A falta de un mayor nivel de desagregación en la información disponible, la “deuda interna” incluye, en los casos donde existen datos, el financiamiento de la autoridad monetaria al Tesoro.

financieros internacionales), y las que hicieron uso de activos externos previamente acumulados (ya sea mediante la acumulación de reservas internacionales en el período previo a la crisis o a través del uso de recursos destinados a fondos anti-cíclicos). La información de base se presenta sintéticamente en la Tabla 4.1.

Tabla 4.1.
Fuentes de financiamiento del Sector Público Nacional No Financiero en 2009.
Países del LAC8. En % del PIB

	Déficit financiero en 2009	Fuentes de financiamiento							
		Flujos internos			Flujos externos		Desacumulación de stocks financieros	Participación de los recursos locales sobre el total	Participación de los recursos privados externos sobre el total
		Sector privado	Sector público	Banco Central	Sector privado	Organismos internacionales			
Argentina	-0,6		0,4	0,8		0,5		71%	0%
Brasil	-1,9	2,8		0,4				100%	0%
Chile	-4,5	0,5					4,1	100%	0%
Colombia	-4,1	2,4	0,3	0,3	1,2	0,6		64%	25%
México	-2,2	2,4			0,2	0,6		76%	6%
Perú	-1,7	1,5			1,6			48%	52%
Uruguay	-1,5				0,5	2,9		0%	15%
Venezuela	-5,1	3,2			1,3	0,1	0,5	73%	25%

Nota: la suma de las fuentes de financiamiento no necesariamente coincide con el déficit fiscal del período, habida cuenta de la existencia de aplicaciones financieras (amortizaciones de deuda, inversiones financieras, etc.) y de inconsistencias generadas a partir de la recolección de datos procedentes de diversos organismos gubernamentales.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Ministerios de Economía, Contadurías Generales y Bancos Centrales de cada país.

Argentina, Brasil y Colombia son los casos en que el financiamiento interno del déficit fiscal asumió mayor relevancia en 2009, especialmente los fondos procedentes del propio sector público. Se destaca, en particular, la participación del financiamiento procedente del Banco Central, que alcanzó 0,8% del PIB en Argentina, 0,4% del PIB en Brasil y 0,3% del PIB en Colombia. En Argentina y Colombia también resultó importante el endeudamiento del Tesoro con otras agencias del propio sector público (excluyendo al Banco Central), que llegó a representar 0,4% del PIB en el caso de Argentina²⁵ y 0,3% del PIB en el de Colombia.

²⁵ En este sentido fue importante la colocación de deuda en organismos públicos como el PAMI (Programa de Asistencia Médica Integral), el FFRE (Fondo Fiduciario de Recuperación de Empresas), el Banco de la Nación Argentina y el FGS (Fondo de Garantía de Sustentabilidad) del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), que

Colombia, Perú, Venezuela y Uruguay son los casos en que más se recurrió al financiamiento externo de los paquetes expansivos. Dentro de esta modalidad de financiamiento, los fondos provenientes del sector privado no residente tuvieron un peso relativamente considerable en Perú (1,6% del PIB), Colombia (1,2% del PIB) y Venezuela (1,3% del PIB), en tanto los provistos por los organismos internacionales tuvieron un papel más importante en Uruguay (2,9% del PIB). El financiamiento originado en dichos organismos también fue considerable en los casos de Colombia (0,6% del PIB), México (0,6% del PIB) y Argentina (0,5% del PIB).

La Tabla 4.1 también presenta información de financiamiento vía desaccumulación de *stocks* financieros. En este caso se destacan Chile (4,1% del PIB) y Venezuela (0,5% del PIB). En el caso chileno, la significación de esta fuente de financiamiento se debe a la disponibilidad de ahorro público (el Fondo de Estabilización Económica y Social) derivado de la aplicación de la regla fiscal de balance estructural.

La principal inferencia derivada de este análisis radica en que, en general, la proporción de recursos de origen interno supera ampliamente a los de origen externo como fuente de financiamiento de los países examinados (en promedio el 66% de los recursos totales proviene por esta vía de financiamiento). Si a su vez se sustrae de los fondos externos aquellos procedentes de organismos internacionales de crédito, la participación del crédito externo privado o “voluntario” disminuye significativamente (sólo un 15% del financiamiento total procedió de esta fuente en 2009).

5. Reflexiones finales

Este trabajo analiza la relación que existe entre el margen de maniobra fiscal y la situación del sector externo en los países en desarrollo —entendidos como aquellos que no emiten moneda internacional de reserva— concentrando la atención en los países de mayor porte de América Latina. Se plantea la relevancia que tiene en este tipo de países preservar cierta holgura externa como prerequisite prácticamente ineludible de una reacción fiscal contracíclica efectiva ante episodios económicos adversos y se ilustra el nexo existente entre el resultado del sector externo y la

pasó a constituir una de las principales fuentes de financiamiento al interior del sector público luego de la re-estatización del régimen previsional argentino a fines de 2008.

conducta fiscal del sector público a partir de un esquema de análisis *stock-flujo* consistente.

El análisis econométrico realizado provee indicios a favor de la hipótesis de “dominancia de la balanza de pagos” (Ocampo, 2011) en el caso de los países de mayor porte de la región (LAC8) y tiende a abonar, mediante el testeo de causalidad de Granger, la presunción neo-estructuralista/poskeynesiana que sostiene que en las economías en desarrollo la situación de las cuentas externas resulta determinante con relación al margen de maniobra fiscal, y no al revés.

Finalmente, se presenta una breve descripción de las estrategias de financiamiento del déficit financiero registrado en los países de LAC8 en 2009 y se advierte que, en general, la proporción de recursos de origen interno —en particular los provenientes del propio sector público— superó significativamente a los de origen externo —en particular los recursos “voluntarios” o de mercado— como fuente de financiamiento de los paquetes contracíclicos de los países examinados, lo que también resulta consistente con la hipótesis de “dominancia de la balanza de pagos”.

Desde nuestra perspectiva fue la holgura externa que caracterizó a buena parte de los países de la región en el período previo a la crisis de 2008-2009 —y no una mayor “disciplina fiscal” *per se*— el factor determinante de la capacidad de reacción contracíclica de estas economías en dicha coyuntura, caracterizada por un vuelco generalizado hacia los activos seguros (*flight to quality*) y la resultante ausencia de financiamiento externo de mercado para los países periféricos. La situación del sector externo constituye un factor determinante del margen de maniobra fiscal al establecerlas condiciones más o menos favorables de acceso al financiamiento del sector público en moneda local. El acceso a ese tipo de financiamiento —la gran prerrogativa que tienen los países que emiten moneda internacional de reserva— en momentos de retracción económica puede resultar prácticamente inviable sin una posición externa mínimamente sólida. En un contexto de fragilidad externa, el financiamiento interno (como, por ejemplo, la emisión de activos en moneda local por parte del sector público) puede implicar elevadas primas de riesgo debido al aumento de la probabilidad de depreciación de la moneda local. El recurso a la monetización del déficit fiscal también puede resultar contraproducente en un contexto de fragilidad externa en la medida en que, suponiendo la plena convertibilidad de las operaciones en la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos, el financiamiento proveniente de la autoridad monetaria puede contribuir a “fondear” la propia

adquisición de activos externos, desestabilizando los mercados de cambios, más que a reactivar la economía.

En otras palabras, la financiación de paquetes fiscales contracíclicos con recursos internos se encuentra relacionada con la situación del sector externo no sólo desde el punto de vista “contable” (como el descrito en el esquema *stock-flujo* de la sección 3) sino también en la medida en que dicha modalidad de financiación repercute en la percepción de mercado sobre el riesgo de depreciación de los activos denominados en moneda local. Dicha percepción, que en buena medida depende de la evolución de la posición patrimonial externa de la economía en su conjunto, incide en la mayor o menor predisposición de los agentes (internos y externos) a aumentar su exposición a activos denominados en moneda local. Los países que emiten moneda internacional de reserva no enfrentan, por definición, este tipo de “restricción externa”.

Por lo tanto, el desafío contracíclico en la fase alcista del ciclo radica más en preservar una situación equilibrada en el frente externo —y en atacar las fuentes reales tradicionalmente asociadas a la “restricción externa” en los países periféricos— que en instrumentar una política fiscal contracíclica en el sentido convencional. Como se planteó en la introducción, ello no supone un aumento desenfrenado del gasto público en la fase ascendente del ciclo ni descuidar otros aspectos relevantes de la política fiscal que históricamente aquejaron a los países en desarrollo, en particular en América Latina, y que afectan el margen de maniobra fiscal —como son la reducida presión tributaria, su sesgo fuertemente regresivo, o la ausencia de estabilizadores automáticos efectivos—. Implica, sin embargo, orientar y coordinar las distintas herramientas de política (macroeconómica, industrial y tecnológica) y de regulación financiera en torno a la necesidad de preservar el equilibrio en el sector externo de la economía e, indirectamente, aumentar la capacidad de reacción fiscal contracíclica en momentos de retracción del nivel de actividad. El grado de integración financiera internacional juega, en este sentido, un papel decisivo, ya que la exigencia de preservar un sector externo equilibrado o superavitario será mayor cuanto más liberalizada se encuentren la cuenta capital y financiera y los mercados de cambios.

Referencias

Abeles, Martín y Mariano Borzel (2010), “El Régimen Bajo Presión: Los Esquemas de Metas de Inflación en Brasil, Chile, Colombia y Perú durante el Boom en los Precios Internacionales de las Materias Primas”, Documento de Trabajo N° 31 del CEFID-AR, Septiembre de 2010.

Amico, Fabián, Alejandro Fiorito y Agustina Zelada (2012), “Expansión económica y sector externo en la Argentina de los años 2000: Balance y desafíos hacia el futuro”, *Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina*, Documento de Trabajo N° 45, julio 2012.

Braun, Miguel y Nicolás Gadano (2007), “¿Para qué sirven las reglas fiscales? Un análisis crítico de la experiencia argentina”, *Revista de la CEPAL* 91, Santiago de Chile.

Calderón, César y Pablo Fajnzylber (2009), “How Much Room Does Latin America and the Caribbean have for Implementing Counter-Cyclical Fiscal Policies?”, World Bank Latin America and the Caribbean Region.

CEPAL (2011), “La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: Seguimiento de las medidas de política”, actualización al 31 de diciembre de 2011 (versión preliminar), Naciones Unidas, CEPAL.

CEPAL (2012), *Cambio Estructural para la Igualdad: Una visión Integrada del Desarrollo*, Trigésimo Cuarto Período de Sesiones de la CEPAL, San Salvador, 27-31 de Agosto de 2012.

Daude, Christian, Ángel Melguizo y Alejandro Neut (2010), “Fiscal Policy in Latin America: Countercyclical and Sustainable at Last?”, OECD Development Centre Working Paper 291, OECD.

Erten, Bilge y José Antonio Ocampo (2012), “Super-cycles of commodity prices since the mid-nineteenth century”, UN-DESA Working Paper No. 110 ST/ESA/2012/DWP/110.

Fernández-Arias, Eduardo y Peter Montiel (2009), “Crisis Response in Latin America: Is the ‘Rainy Day’ At Hand?”, Inter-American Development Bank.

Frenkel, Roberto (2008), “From the Boom in Capital Inflows to Financial Traps”, en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Liberalization and Development*, Chapter 4, New York: Oxford University Press.

Gandolfo, Giancarlo (2002), *International Finance and Open-Economy Macroeconomics*, Springer-Verlag.

Ghosh, Atish, Marcos Chamon, Christopher Crowe, Jun Kim y Jonathan Ostry (2009), "Coping with the Crisis: Policy Options for Emerging Market Countries", IMF Staff Position Note, SPN/09/08, International Monetary Fund.

Godley, Wynne y Francis Cripps (1983), *Macroeconomics*, Oxford: Fontana Masterguides.

Gutiérrez, Mario y Julio Revilla (2010), "Building Countercyclical Fiscal Policies in Latin America The International Experience", *Policy Research Working Paper 5211*, The World Bank.

IDB (Inter-American Development Bank) (2008), *All that glitters may not be gold: Assessing Latin America's recent macroeconomic performance*, Washington, April.

Kopits, George y Steven Symansky (1998), Fiscal Policy Rules, IMF Occasional Paper No.162, Washington, International Monetary Fund.

Lavoie, Marc y Wynne Godley (2007), *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Palgrave MacMillan.

Loser, Claudio (2009), "A Counter-Cyclical Financing Mechanism for Developing Countries: Wishful Thinking or Policy Requirement?", G-24 Research Program, The Inter-American Dialogue.

Martner, Ricardo y Varinia Tromben (2004), "La sostenibilidad de la deuda pública", *Revista de la CEPAL* 84, Diciembre de 2004.

Ocampo, José Antonio (2007), "La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana", *Revista de la CEPAL* 93, diciembre de 2007.

Ocampo, José Antonio (2009), "Latin America and the Global Financial Crisis", *Cambridge Journal of Economics* 33(4): 703-724.

Ocampo, José Antonio (2011), "Balance of Payments Dominance: Its Implications for Macroeconomic Policy", Mimeograph.

Ocampo, José Antonio, Jan Kregel y Stephanie Griffith-Jones (2007), *International Finance and Development*, Zed Books, Londres.

Pérez Caldentey, Esteban (2007), "Debt in CARICOM: Origins and Consequences for Growth and Economic Development", *Business, Finance & Economics in Emerging Economies* 2(1): 97-143.

Pérez Caldentey, Esteban y Matías Vernengo (2012), "Toward an Understanding of Crises Episodes in Latin America: A Post-Keynesian Approach", *Working Paper No.728*, Levy Economics Institute of Bard College.

Prasad, Eswar, Raghuram Rajan y Arvind Subramanian (2006), "Foreign Capital and Economic Growth", Research Department, IMF, Agosto de 2006.

Taylor, Lance (2004), *Reconstructing Macroeconomics: Structuralist Proposals and Critics of the Mainstream*, Harvard University Press.

Taylor, Lance (2008), "A Foxy Hedgehog: Wynne Godley and Macroeconomic Modelling", Review Article, *Cambridge Journal of Economics* 2008, 32: 639–663.

Anexo: Resultados del test de causalidad de Granger para evaluar la hipótesis de “dominancia de la balanza de pagos”

A efectos de ilustrar los resultados econométricos asociados al testeo de la hipótesis de “dominancia de la balanza de pagos”, a continuación se presentan las estimaciones de las ecuaciones 6 (que presupone que la causalidad en el sentido de Granger opera desde el frente externo hacia el frente fiscal) y 7 (que asume que la causalidad en el sentido de Granger opera desde el frente fiscal hacia el frente externo) examinadas en la sección 3:

$$\Delta N^G_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta N^G_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta N^G_{i,t-2} + \alpha_3 \Delta RRII(\% \text{ PIB})_{i,t-1} + \mu_{i,t} \quad (6)$$

Tabla 1

	Efectos aleatorios (EA)	Efectos fijos (EF)
$\Delta N^G_{i,t-1}$	0,101	0,068
$\Delta N^G_{i,t-2}$	-0,059	-0,082
$\Delta RRII (\% \text{ PIB})_{i,t-1}$	-11,339*	-14,715*
Constante	-0,054	-0,054
N	122	122
R²		0,057

*** Significativo al 1%; ** significativo al 5%; * significativo al 10%.

$$\Delta RRII (\% \text{ PIB})_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta RRII (\% \text{ PIB})_{i,t-1} + \beta_2 \Delta RRII (\% \text{ PIB})_{i,t-2} + \beta_3 \Delta N^G_{i,t-1} + \xi_{i,t} \quad (7)$$

Tabla 2

	Efectos aleatorios (EA)	Efectos fijos (EF)
$\Delta RRII (\% \text{ PIB})_{i,t-1}$	0,642***	0,584***
$\Delta RRII (\% \text{ PIB})_{i,t-2}$	-0,093	-0,172
$\Delta N^G_{i,t-1}$	0,000	0,000
Constante	0,001	0,001
N	124	124
R²		0,283

*** Significativo al 1%; ** significativo al 5%; * significativo al 10%.

Tabla3

Evolución de las principales variables fiscales (LAC8)

		2003	2004	2005	2006	2007			2003	2004	2005	2006	2007
Argentina	Deuda Pública/ PIB	139,9 %	125,8 %	70,8 %	64,3 %	55,6 %	México	Deuda Pública/ PIB	25,1 %	24,2 %	23,1 %	22,6 %	22,7 %
	Deuda externa pública/ PIB	79,8 %	73,4 %	33,5 %	26,5 %	23,9 %		Deuda externa pública/ PIB	11,3 %	10,4 %	8,4 %	5,8 %	5,3 %
	Gasto primario/ PIB	22,2 %	22,6 %	23,2 %	24,4 %	27,9 %		Gasto primario/ PIB	19,3 %	18,5 %	18,9 %	19,3 %	19,8 %
	Intereses deuda pública/ PIB	1,8%	1,3%	1,9 %	1,8 %	2,0 %		Intereses deuda pública/ PIB	2,5%	2,4 %	2,3 %	2,4 %	2,1 %
	Presión tributaria/ PIB	24,5 %	26,5 %	26,9 %	28,0 %	31,7 %		Presión tributaria/ PIB	21,2 %	20,7 %	21,1 %	21,8 %	22,0 %
Brasil	Deuda Pública/ PIB	72,3 %	68,6 %	67,7 %	65,7 %	64,4 %	Perú	Deuda Pública/ PIB	46,9 %	42,6 %	39,3 %	32,3 %	28,5 %
	Deuda externa pública/ PIB	14,2 %	11,4 %	8,9 %	6,4 %	4,4 %		Deuda externa pública/ PIB	37,0 %	33,7 %	29,2 %	23,2 %	17,9 %
	Gasto primario/ PIB	31,2 %	31,5 %	32,7 %	33,8 %	34,1 %		Gasto primario/ PIB	15,6 %	15,3 %	15,8 %	15,6 %	16,2 %
	Intereses deuda pública/ PIB	9,1%	7,1%	7,3 %	6,5 %	5,7 %		Intereses deuda pública/ PIB	2,2%	2,1 %	1,9 %	1,9 %	1,8 %
	Presión tributaria/ PIB	34,5 %	35,3 %	36,6 %	36,9 %	37,3 %		Presión tributaria/ PIB	16,1 %	16,3 %	17,4 %	19,8 %	20,9 %
Chile	Deuda Pública/ PIB	32,6 %	28,1 %	23,9 %	18,6 %	14,0 %	Uruguay	Deuda Pública/ PIB	101,0 %	97,3 %	80,3 %	70,0 %	69,7 %
	Deuda externa pública/ PIB	6,1%	5,0%	3,4 %	2,7 %	2,1 %		Deuda externa pública/ PIB	79,4 %	74,6 %	58,6 %	47,5 %	47,3 %
	Gasto primario/ PIB	19,5 %	18,3 %	17,3 %	16,2 %	16,7 %		Gasto primario/ PIB	24,6 %	24,0 %	24,2 %	24,9 %	25,3 %
	Intereses deuda pública/ PIB	1,1%	0,9%	0,4 %	0,3 %	0,3 %		Intereses deuda pública/ PIB	5,8%	5,7 %	4,5 %	4,3 %	3,7 %
	Presión tributaria/ PIB	20,2 %	21,2 %	22,2 %	23,6 %	25,2 %		Presión tributaria/ PIB	27,9 %	28,0 %	28,0 %	28,4 %	28,6 %
Colombia	Deuda Pública/ PIB	53,4 %	48,2 %	46,4 %	43,0 %	40,0 %	Venezuela	Deuda Pública/ PIB	47,7 %	38,1 %	32,7 %	23,8 %	19,5 %
	Deuda externa pública/ PIB	25,0 %	20,0 %	15,9 %	15,1 %	13,0 %		Deuda externa pública/ PIB	29,7 %	24,4 %	21,8 %	14,7 %	12,1 %
	Gasto primario/ PIB	28,3 %	27,4 %	26,2 %	26,7 %	27,2 %		Gasto primario/ PIB	27,0 %	28,2 %	30,6 %	37,2 %	34,9 %
	Intereses deuda pública/ PIB	4,0%	3,7%	3,3 %	3,9 %	3,9 %		Intereses deuda pública/ PIB	5,2%	3,8 %	3,0 %	2,1 %	1,7 %
	Presión tributaria/ PIB	30,0 %	30,5 %	29,1 %	30,2 %	30,7 %		Presión tributaria/ PIB	32,4 %	34,4 %	37,6 %	37,7 %	33,7 %

Fuente: elaboración propia en base a datos del BID.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL CEFID-AR:

Nº 1 – “METAS DE INFLACIÓN: IMPLICANCIAS PARA EL DESARROLLO”. Martín Abeles y Mariano Borzel. Junio 2004

Nº 2 – “ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL ROL DE LA BANCA PÚBLICA”. Daniel Kampel y Adrian Rojze. Noviembre 2004

Nº 3 – “REGULACIÓN BANCARIA EN ARGENTINA DURANTE LA DÉCADA DEL 90”. Guillermo Wierzba y Jorge Golla. Marzo 2005

Nº 4 – “BANCA COOPERATIVA EN FRANCIA. UN ESTUDIO DE CASO”. Mariano Borzel. Junio 2005

Nº 5 – “LA CUESTIÓN TRIBUTARIA EN ARGENTINA. LA HISTORIA, LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE Y UNA PROPUESTA DE REFORMA”. Jorge Gaggero y Federico Grasso. Julio 2005

Nº 6 – “SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCA. UNA HERRAMIENTA PARA EL DESARROLLO DEL CRÉDITO PYME”. Alejandro Banzas. Octubre 2005

Nº 7 – “EL MANEJO DE LA CUENTA CAPITAL: ENSEÑANZAS RECIENTES Y DESAFÍOS PARA ARGENTINA” Autor: Mariano Borzel, Colaborador: Emiliano Libman. Diciembre 2005

Nº 8 – “FINANCIAMIENTO A PYMES EN LA BANCA PÚBLICA. ESTUDIO DE CASO: DESARROLLO DE MODELOS DE SCORING DE RIESGO CREDITICIO EN EL BANCO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES”. César Marcelo Ciappa. Enero 2006

Nº 9 – “LA CRISIS ARGENTINA DE 2001. ALGUNOS TÓPICOS SOBRE SU IMPACTO EN EL PORTAFOLIO Y LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO”. Máximo Sangiácomo. Febrero 2006

Nº 10 – “DIMENSIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO” Autor: Jorge Golla Colaborador: Lorena E. Fernández. Mayo 2006

Nº 11 – “EL SPREAD BANCARIO EN LA ARGENTINA. UN ANÁLISIS DE SU COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN (1995-2005)”. Federico Grasso y Alejandro Banzas. Agosto 2006

Nº 12 – “LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LA POST-CONVERTIBILIDAD. PRINCIPALES TENDENCIAS EN UN NUEVO PATRÓN DE CRECIMIENTO” Ariana Sacroisky Octubre 2006

Nº 13 – “ESTRUCTURA PRODUCTIVA Y DETERMINACIÓN DE PRECIOS. UN ABORDAJE SECTORIAL (2002-2005)” Mariano Borzel y Esteban Kiper. Noviembre 2006

Nº 14 – “LA FUGA DE CAPITALES. HISTORIA, PRESENTE Y PERSPECTIVAS”. Jorge Gaggero, Claudio Casparrino y Emiliano Libman. Mayo 2007

Nº 15 – “LA INVERSIÓN Y SU PROMOCIÓN FISCAL ARGENTINA, 1974 – 2006” Jorge Gaggero y Emiliano Libman, Junio 2007

Nº 16 – “DESAFÍOS DE LA RECONFIGURACIÓN PRODUCTIVA EN ARGENTINA. APORTES PARA EL DEBATE ACTUAL”. María Agustina Briner, Ariana Sacroisky y Magdalena Bustos Zavala. Julio 2007

Nº 17 – “LA SOSTENIBILIDAD DE LA POLÍTICA DE ESTERILIZACIÓN”. Roberto Frenkel. Agosto 2007

Nº 18 – “EL FINANCIAMIENTO A LA VIVIENDA EN ARGENTINA. HISTORIA RECIENTE, SITUACIÓN ACTUAL Y DESAFÍOS”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Septiembre 2007

Nº 19 – “NUEVAS ARQUITECTURAS FINANCIERAS REGIONALES. SU INSTITUCIONALIDAD Y CARACTERÍSTICAS”. Guillermo Wierzba. Diciembre 2007

Nº 20 – “UN ESTUDIO DE CASOS SOBRE BANCA DE DESARROLLO Y AGENCIAS DE FOMENTO” Claudio Golonbek y Emiliano Sevilla. Mayo de 2008

Nº 21 – “BANCA DE DESARROLLO EN ARGENTINA. BREVE HISTORIA Y AGENDA PARA EL DEBATE” Claudio Golonbek, Septiembre 2008

Nº 22 - “LA REGULACIÓN FINANCIERA BASILEA II. LA CRISIS Y LOS DESAFÍOS PARA UN CAMBIO DE PARADIGMA” Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez, Romina Kupelian y Rodrigo López. Noviembre 2008

Nº 23 – “LA PROGRESIVIDAD TRIBUTARIA. SU ORIGEN, APOGEO Y EXTRAVÍO (Y LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE)” Jorge Gaggero. Diciembre 2008

Nº 24 – “LAS ESTRATEGIAS DE FOCALIZACIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA. LECCIONES PARA LA ARGENTINA DE LAS EXPERIENCIAS DE SINGAPUR, MALASIA Y LA REPÚBLICA CHECA” Ariana Sacroisky. Abril 2009

Nº 25 – “DESIGUALDAD Y CRECIMIENTO. LA LITERATURA, LOS DEBATES Y SU MEDICIÓN” Autor: Federico Grasso Colaboración: María José Castells. Mayo 2009.

Nº 26 – “CRISIS MUNDIAL. ELEMENTOS PARA SU ANÁLISIS”. Enrique Arceo, Claudio Golonbek y Romina Kupelian. Julio 2009

Nº 27 – “TITULIZACIÓN HIPOTECARIA EL INSTRUMENTO. RESEÑA DE EXPERIENCIAS. ENSEÑANZAS Y DESAFIOS POST-CRISIS PARA SU USO EN LA ARGENTINA”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Agosto 2009

Nº28 – “BANCA DE DESARROLLO UN ESTUDIO DE CASO: BNDES, DISEÑO INSTITUCIONAL Y ROL CONTRACICLICO”. Claudio Golonbek y Andrea Urturi. Marzo de 2010.

Nº29- “LA FUGA DE CAPITALES II. ARGENTINA EN EL ESCENARIO GLOBAL (2002-2009). Jorge Gaggero, Romina Kupelian y María Agustina Zelada. Julio de 2010.

Nº30- “CENTRO, PERIFERIA Y TRANSFORMACIONES EN LA ECONOMIA MUNDIAL”. Enrique Arceo y María Andrea Urturi. Agosto de 2010.

Nº31- “EL REGIMEN BAJO PRESION: LOS ESQUEMAS DE METAS DE INFLACION EN BRASIL, CHILE, COLOMBIA Y PERU DURANTE EL BOOM EN LOS PRECIOS

INTERNACIONALES DE MATERIA PRIMA”. Martin Abeles y Mariano Borzel. Septiembre de 2010.

Nº32- “LOS DESAFÍOS PARA SOSTENER EL CRECIMIENTO. EL BALANCE DE PAGOS A TRAVÉS DE LOS ENFOQUES DE RESTRICCIÓN EXTERNA”. Rodrigo López y Emiliano Sevilla. Octubre de 2010.

Nº33- “EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO. LA EVOLUCIÓN DE SU REGIMEN REGULATORIA DESDE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA. IMPACTOS RELEVANTES SOBRE EL CRÉDITO Y LA ECONOMÍA REAL”. Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez y Romina Kupelian. Noviembre de 2010

Nº34 - “AMERICA LATINA: EXPANSIÓN, CRISIS Y DESPUÉS. UN ESTUDIO DE CASO SOBRE LA POLÍTICA CONTRACÍCLICA EN ARGENTINA”. Guillermo Wierzba y Pablo Mareso. Diciembre 2010.

Nº35 - “PRODUCTO POTENCIAL Y DEMANDA EN EL LARGO PLAZO: HECHOS ESTILIZADOS Y REFLEXIONES SOBRE EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico, Alejandro Fiorito y Guillermo Hang. Enero 2011.

Nº36 - “SECTOR FINANCIERO ARGENTINO 2007/2010. NORMALIZACIÓN, EVOLUCIÓN RECIENTE Y PRINCIPALES TENDENCIAS”. Claudio Golonbek y Pablo Mareso. Marzo 2011.

Nº37 - “LA REGULACIÓN DE LA BANCA EN ARGENTINA (1810-2010). DEBTAES, LECCIONES Y PROPUESTAS”. Guillermo Wierzba y Rodrigo López. Junio 2011.

Nº38 - “PLANIFICAR EL DESARROLLO. APUNTES PARA RETOMAR EL DEBATE”. Claudio Casparrino, Agustina Briner y Cecilia Rossi. Julio 2011.

Nº39 - “MÁRGENES UNITARIOS FLEXIBLES, CICLO ECONÓMICO, E INFLACIÓN”. Gustavo A. Murga y María Agustina Zelada. Agosto 2011.

Nº40 - “IMPACTO DEL PRESUPUESTO SOBRE LA EQUIDAD. CUADRO DE SITUACIÓN (ARGENTINA 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2011.

Nº41 - “DIMENSIÓN Y REGULACIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO”. Romina Kupelian y María Sol Rivas. Diciembre 2011.

Nº 42 – “GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS. LOS LÍMITES QUE IMPONE LA OMC PARA LA REGULACIÓN ESTATAL”. Ariana Sacroisky y María Sol Rivas.

Nº 43 – “ESTRATEGIAS DE DESARROLLO Y REGÍMENES LEGALES PARA LA INVERSIÓN EXTRANJERA”. Enrique Arceo y Juan Matias De Lucchi.

Nº 44 – “EL ENFOQUE DE DINERO ENDÓGENO Y TASA DE INTERÉS EXÓGENA”. Juan Matías De Lucchi.

Nº 45 – “EXPANSIÓN ECONÓMICA Y SECTOR EXTERNO EN LA ARGENTINA DE LOS AÑOS 2000”. Balance y desafíos hacia el futuro. Fabián Amico, Alejandro Fiorito y María Agustina Zelada.

Nº 46 – “IMPACTO SOBRE LA EQUIDAD II. SIMULACIÓN DE LOS EFECTOS DISTRIBUTIVOS DE CAMBIOS EN EL GASTO PÚBLICO Y LOS IMPUESTOS. (ARGENTINA, 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo.

Nº 47 – “IMPACTO SOBRE LA EQUIDAD III. FISCALIDAD Y EQUIDAD EN LA ARGENTINA: UN ENFOQUE DE EQUILIBRIO GENERAL”. María Priscila Ramos y Leandro Antonio Serino. Con el asesoramiento de Jorge Gaggero y Darío Rossignolo.