

MACROECONOMÍA DE LA DEUDA PÚBLICA

El Desendeudamiento Argentino (2003-2012)

Autor:

Juan Matías De Lucchi

Documento de Trabajo N° 53 Enero 2014





DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

FABIÁN AMICO
MARTÍN BURGOS ZEBALLOS
JUAN MATÍAS DE LUCCHI
JORGE GAGGERO
RODRIGO LÓPEZ
PABLO MARESO
ESTANISLAO MALIC
ANDREA MEDINA
MARÍA ANDREA URTURI
MARÍA SOL RIVAS

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

RESUMEN

Este trabajo se propone analizar teóricamente los determinantes macroeconómicos del endeudamiento público como también sus implicancias. Para ello, será necesario realizar una exposición sobre las diferentes clasificaciones de deuda que se utilizan en la literatura económica y en la contabilidad oficial. Como se intentará sugerir, las distintas metodologías de clasificación de la deuda parecerían contemplar diferentes concepciones económicas. Aquí se expondrán las ventajas de clasificar la formación de pasivos financieros (particularmente, deuda pública) según la denominación monetaria.

Planteados los aspectos teóricos más relevantes de la macroeconomía de la deuda pública pasaremos a analizar el fuerte proceso de desendeudamiento público argentino con terceros (sector privado residente y no residentes privados u oficiales) durante la última década. Para este objetivo, se expondrán tanto los factores internacionales, que también han contribuido para el desendeudamiento en toda la región, como las características propias del proceso argentino.

Índice

| | |
|---|----|
| 1. Introducción..... | 5 |
| 2. Sobre las clasificaciones de la deuda..... | 8 |
| 2.1. Por residencia | 10 |
| 2.2. Por legislación | 14 |
| 2.3. Por moneda | 15 |
| 2.4. Por madurez | 18 |
| 3. DPMD y finanzas funcionales | 20 |
| 3.1. El déficit fiscal del Gobierno..... | 21 |
| 3.2. El déficit cuasi-fiscal y el patrimonio neto del Banco Central | 24 |
| 3.3. Los efectos <i>crowding out</i> en la teoría neoclásica..... | 27 |
| 3.4. Una visión alternativa..... | 30 |
| 4. DPME y restricción externa..... | 33 |
| 5. El desendeudamiento público argentino (2003-2012) | 35 |
| 5.1. ¿A qué llamamos desendeudamiento?..... | 35 |
| 5.2. Un contexto regional e internacional | 39 |
| 5.3. Argentina..... | 47 |
| 5.3.1. Desendeudamiento en moneda extranjera | 49 |
| 5.3.2. Desendeudamiento en moneda doméstica..... | 53 |
| 6. Conclusiones | 60 |
| Bibliografía..... | 62 |
| ANEXO I: El diferencial de rendimientos | 66 |
| ANEXO II: Unidades Vinculadas al PBI | 70 |

1. Introducción

En octubre de 2013, nuevamente, el mundo asistió con escepticismo el conflicto político en el Congreso norteamericano en torno al llamado ‘techo’ de la deuda pública, que alcanzaba en aquel momento los 16,7 billones de dólares. En julio de 2011 había sucedido un episodio similar. En aquel entonces, la incertidumbre sobre una eventual negativa del Congreso de extender los límites del endeudamiento repercutió negativamente sobre la calidad de los contratos. Curiosamente, algunos analistas especializados creían estar asistiendo a una ‘crisis fiscal’ y no simplemente a una condicionalidad del Partido Republicano a la administración de Obama. Por ejemplo, en agosto de 2011, la agencia Standard & Poor’s rebajó por primera vez en su historia la calificación de riesgo de la deuda pública norteamericana, degradándola de ‘AAA’, la máxima calificación posible, para ‘AA+’. De esta forma, se llegó al absurdo de considerar más seguros los endeudamientos de Singapur, Finlandia, Australia o Canadá, por sólo mencionar algunos ejemplos, que el de la principal potencia emisora de la moneda mundial.

Naturalmente, como era de esperar, tanto en 2011 como en octubre de 2013, EE.UU. no incumplió los contratos ya que a último momento se destrabó el conflicto institucional. Asimismo, lejos de debilitarse, el ‘patrón dólar flexible’ ha salido fortalecido tanto de la crisis financiera de 2008 como de sus conflictos institucionales (Serrano 2002). Según Frenkel (2010):

‘Ocurrió una crisis, pero no fue la prevista por los que ponían el foco en los desbalances globales. De hecho, ocurrió lo opuesto a lo que se preveía: hubo una ‘fuga a la calidad’ que produjo la apreciación del dólar y los bonos del Tesoro [estadounidense]’ (Frenkel 2010, p. 4)

Estos episodios han sido instructivos para los objetivos de este trabajo, ya que, después de todo se trata de entender por qué algunos países incumplen forzosamente sus deudas y otros no. En medio de aquel debate mundial sobre las perspectivas de las finanzas públicas norteamericanas, Alan Greenspan, por entonces ex presidente de la Reserva Federal, explicó en un debate televisivo el motivo por el cual EE.UU. no podría quebrar:

‘Estados Unidos puede pagar cualquier deuda que tenga porque siempre puede imprimir dinero. Por ello, hay cero probabilidades de incumplimiento’ (NBC’s Meet the Press 07/08/2011, traducción del autor)

En la misma línea, Fawley y Juvenal (2011), en una publicación de la Reserva Federal de St. Louis, sostienen:

‘Como único emisor de dólares, cuya deuda está denominada en dólares, el gobierno de EE.UU. nunca puede quedar insolvente, es decir, incapaz de pagar su deuda. En este sentido, el gobierno no depende de los mercados de crédito para seguir funcionando. Por otra parte, siempre habrá un mercado local para la deuda del gobierno de EE.UU. porque el gobierno de EE.UU. dispone del único medio para la creación de activos libres de riesgo denominados en dólares’ (Fawley y Juvenal 2001, traducción del autor)

Efectivamente, los límites últimos al endeudamiento público están asociados a la nominalidad de la deuda y no a su volumen. Como intentaremos desarrollar, a diferencia de la deuda pública denominada en moneda extranjera (DPME), la deuda pública denominada en moneda doméstica (DPMD) siempre puede ser cancelada en última instancia con el método que señala Greenspan: imprimiendo más dinero. Desde el momento en que los títulos públicos (o cualquier otro instrumento) son pasivos del Gobierno y la base monetaria un pasivo del Banco Central, se puede afirmar, entonces, que el Estado puede cancelar su deuda emitiendo más deuda sin necesariamente depender de acreedores privados. De esta manera, por definición, no existe riesgo de *default* forzoso cuando el Estado puede imprimir más moneda para cumplir con sus obligaciones. Según Bhaduri (2004):

‘Dada la institución legal del dinero como curso legal dentro de la economía nacional por un lado y, por el otro, la definición (estrecha) del dinero como la deuda contraída por las autoridades monetarias ante el público, la deuda interna [léase, la DPMD] puede en todos los casos ser cubierta, en principio, mediante la emisión de dinero, es decir, aumentando de una u otra forma las deudas de las autoridades monetarias. Ésta es la función extendida de la autoridad monetaria o el banco central de un país como prestador de última instancia’ (Bhaduri 2004, p. 59)

Sin embargo, a fin de preservar determinadas concepciones teóricas o ideológicas existe la posibilidad de que el propio Estado se auto-imponga restricciones institucionales que terminan obstaculizando el funcionamiento del sector público en un sentido consolidado. Tales limitaciones institucionales se pueden manifestar de diversas formas: ‘techos’ de la deuda, limitaciones al Banco Central a participar en el mercado primario de títulos públicos (o incluso secundario como el caso del Banco Central Europeo), limitaciones a los adelantos transitorios del Banco Central, metas de superávits fiscales, sistemas de cajas de conversión (como el caso de la ‘Convertibilidad’ argentina) o simplemente eliminando la soberanía monetaria a través de una dolarización plena, por sólo citar algunos ejemplos.

De todas maneras, cabe preguntarse por qué entonces los Estados se autoimpondrían este tipo de restricciones. En una entrevista, Paul Samuelson declaró:

‘Creo que hay un elemento de verdad en la visión sobre la superstición de que el presupuesto debe ser equilibrado en todo momento. Una vez que se desacredita esto, desaparece uno de los baluartes que toda sociedad debe tener en contra de los gastos descontrolados. Debe haber disciplina en la asignación de recursos o habrá un caos anárquico e ineficiencia. Y una de las funciones de las religiones a la antigua usanza era la de asustar a la gente para que a través de un mito se comporte de una manera que la vida civilizada requiere a largo plazo’ (Samuelson 1995, traducción del autor)¹

Efectivamente, la noción de la necesidad de un presupuesto equilibrado no tiene que ver con limitaciones estructurales, sino institucionales y destinadas a disciplinar ‘religiosamente’ a aquellos *policymakers* propensos a realizar políticas de pleno empleo. Por ello, es sumamente importante discriminar estas diferencias para explicar críticamente los fundamentos a los cuales Samuelson, y la teoría neoclásica, se refieren en el largo plazo.

La experiencia histórica sugiere que el marco institucional y las ‘reglas de juego’ se terminan ajustando con mayor o menor elasticidad a las nuevas relaciones de poder vigentes. Por ello, también podemos encontrar cierto paralelismo entre el caso estadounidense señalado y la reciente reforma de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina (BCRA) que eliminó el requerimiento de ‘respaldo’ de la base monetaria y flexibilizó los ‘adelantos transitorios’ que le puede extender al Tesoro Nacional².

Por lo tanto, en ausencia de restricciones autoimpuestas, la cuestión no radica en si el Banco Central puede o no monetizar ilimitadamente el déficit fiscal. Técnicamente está claro que sí lo puede hacer ya que se trata de un prestamista ilimitado de última instancia. Eventualmente, la cuestión radica en la efectividad o no de la monetización del déficit fiscal. Como veremos más adelante, mientras que en la visión ortodoxa el límite a la ‘emisión’ está determinada por un producto potencial exógeno, en una visión heterodoxa la restricción sería en todo caso externa, de balanza de pagos. En ambos

¹ Entrevista a Paul Samuelson por Mark Blaug en su documental fílmico (1995) sobre Keynes: ‘John Maynard Keynes: Life/Ideas/Legacy’.

² Hasta la nueva Carta Orgánica de 2012 todavía regía parte de la vieja Ley de Convertibilidad que obligaba al BCRA a mantener un ratio de convertibilidad fijo (reservas sobre base monetaria) mayor a 1. Es decir, la base monetaria no podía exceder el valor de las reservas internacionales al tipo de cambio corriente. Sin embargo, con la salida del régimen cambiario fijo el BCRA obtuvo un suficiente margen como para que el ratio de convertibilidad fijo se tornara irrelevante hasta diciembre de 2011. Para un análisis del funcionamiento de la Convertibilidad argentina, ver De Lucchi (2012) y De Lucchi (2013).

casos, la monetización ilimitada podría desenvolver procesos inflacionarios pero por causas diferentes: mientras que en la visión ortodoxa la inflación sería de demanda en el caso heterodoxo sería de costos, o sea, inflación 'cambiaría' derivada de procesos devaluatorios.

Así, en materia de endeudamiento la única limitación estructural que tiene un país como la Argentina es la potencial imposibilidad de servir su deuda pública (y privada) denominada en moneda extranjera ya sea por escasez de reservas internacionales o por racionamiento del crédito externo. Por ello, las crisis de las deudas en moneda extranjera son, en última instancia, crisis de balanza de pagos. En realidad, los *default* de deuda se presentan cuando el deudor ya no consigue que le refinancien ni siquiera los intereses de la deuda. En este sentido, podría utilizarse la categoría 'país Ponzi' cuando el cumplimiento del contrato de la DPME depende exclusivamente de la refinanciación de los intereses (Minsky 1986).

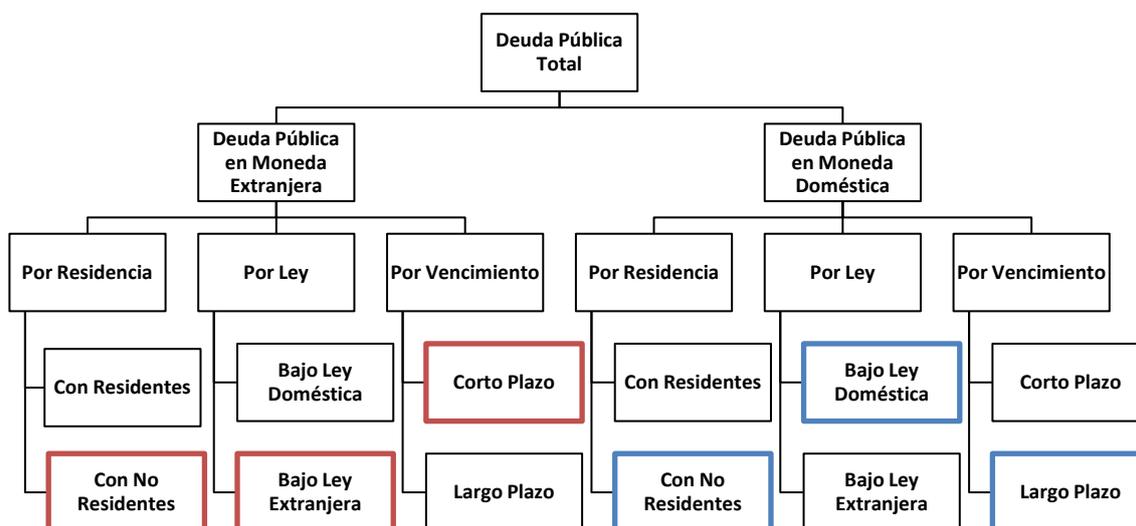
En la Sección 2 analizaremos las distintas clasificaciones de deuda que se utilizan frecuentemente, y poco se aclara al respecto. Asimismo, debido a que cada clasificación parece estar basada en cierta concepción económica, abordaremos las razones de la importancia de clasificar la deuda fundamentalmente por su denominación monetaria. En la sección 3 y 4 analizaremos, respectivamente, la deuda pública en moneda doméstica a partir de un enfoque de finanzas funcionales y la deuda pública en moneda extranjera a partir de las limitaciones que presenta la restricción externa en un país periférico. En la sección 5 aplicaremos todos los conceptos desarrollados para entender las causas principales del desendeudamiento argentino en moneda extranjera, y las particularidades del desendeudamiento en moneda doméstica. Por último, las conclusiones.

2. Sobre las clasificaciones de la deuda

La deuda pública, en un sentido consolidado del sector público, es un compromiso financiero (principal adeudado) asumido por el Estado a favor de terceros, como acreedores privados residentes y privados u oficiales no residentes. Esto significa que la deuda intra-estatal, es decir la deuda del Estado consigo mismo, debe descontarse en los cálculos de deuda del sector público. Nuevamente, es importante no confundir el análisis económico de los aspectos institucionales. Si bien es cierto que el funcionamiento del sector público como unidad consolidada podría encontrar ciertos obstáculos institucionales, por ejemplo, ante la existencia de organismos públicos

autónomos o directamente la inexistencia de un agente fiscal nacional, aun así, no se tratarían de restricciones económicas³.

La deuda es por definición un pasivo (stock) denominado en términos monetarios y sujeto a una legislación determinada. Con lo cual, es a partir de estas características que surgen los inconvenientes al momento de su clasificación. Existen cuatro grandes clasificaciones: por la residencia del acreedor, por la legislación a la cual se somete el contrato, por la denominación monetaria de la emisión y por el plazo de su vencimiento o madurez⁴. Es importante señalar que todas las clasificaciones son correctas en sus propios términos y no se trata de una discusión de consistencia técnica. Sin embargo, hay clasificaciones más relevantes que otras cuando lo que se busca es un instrumental analítico. En el siguiente Cuadro 1 sugerimos una forma de visualizar y entender las características que puede tener el endeudamiento público.



Cuadro 1: Clasificaciones de la deuda pública. Dos combinaciones extremas en la calidad de la deuda: con nulo (en azul) y alto (en rojo) riesgo de default

En este trabajo se sugiere enfatizar en la denominación monetaria de la deuda como principal criterio de clasificación, para luego discriminar las particularidades subsiguientes. Como analizaremos a continuación, podemos visualizar dos extremos en la calidad de la deuda. En términos estrictamente absolutos, la situación más

³ Sobre los obstáculos institucionales que se pueden presentar en un análisis del sector público consolidado, particularmente en el caso europeo, ver Lavoie, M. (2011) 'The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: A friendly critical look', Department of Economics, University of Ottawa, October 2011

⁴ Por supuesto, otra clasificación posible es según el tipo de instrumento de deuda: créditos bancarios, títulos públicos, préstamos de organismos internacionales, etc. Si bien estas particularidades estarán presentes a lo largo del trabajo, preferimos no desarrollar esta clasificación dado los objetivos del trabajo.

desfavorable (en rojo) y con mayores chances de ser incumplida por el Estado deudor es aquella caracterizada por obligaciones denominadas en moneda extranjera, bajo ley extranjera, con no residentes (especialmente organismos bilaterales y/o multilaterales de crédito) y de corto plazo. Contrariamente, la situación más favorable (en azul) sería la de una deuda en moneda doméstica de largo plazo, bajo ley nacional y con no residentes privados. Esta última inclinación por los no residentes privados se debe a que su participación en el mercado primario y secundario de deuda permite al Banco Central acumular reservas internacionales.

2.1. Por residencia

La contabilidad convencional de la balanza de pagos (BIS, Eurostat, FMI, OECD, UNCTAD y Banco Mundial) define deuda ‘externa’ (‘interna’) pública y/o privada como los pasivos correspondientes en manos de acreedores no residentes (residentes). Según las *Estadísticas de la Deuda Externa: Guía para compiladores y usuarios* del FMI:

‘La deuda externa bruta es el monto pendiente de reembolso en un determinado momento de los pasivos corrientes reales y no contingentes asumidos por residentes de una economía frente a no residentes con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos’ (FMI 2003, pp. 7)

A su vez, en sintonía con esta metodología contable, el ‘Marco Legal del Sistema de Crédito Público’ de Argentina establece en el Artículo 58:

‘Se considerará deuda interna, aquella contraída con personas físicas o jurídicas residentes o domiciliadas en la República Argentina y cuyo pago puede ser exigible dentro del territorio nacional. Por su parte, se entenderá por deuda externa, aquella contraída con otro Estado u organismo internacional o con cualquier otra persona física o jurídica sin residencia o domicilio en la República Argentina y cuyo pago puede ser exigible fuera de su territorio’ (Marco Legal del Crédito Público, Art. 58, pp. 7)

La metodología contable del balance de pagos sigue, por supuesto, un criterio homogéneo para el registro de todas las transacciones monetarias producidas entre los residentes de un país y el resto del mundo. Sin embargo, desde el punto de vista monetario, esta homogeneidad contable corre el riesgo de ocultar especificidades vitales. Observemos el siguiente Cuadro 2 que resume los principales componentes de la balanza de pagos a partir de sus monedas de origen (por ejemplo, pesos argentinos AR\$ o dólares estadounidenses US\$). Asimismo, la balanza de pagos se mide en términos de una unidad de cuenta común, por ejemplo, en dólares.

| Componentes de la Balanza de Pagos | |
|--|--|
| Ingresos | Egresos |
| Balanza Comercial | |
| Exportaciones AR\$ | Importaciones US\$ |
| Rentas de la Inversión | |
| Intereses recibidos por Argentina US\$ | Intereses enviados al Resto del Mundo AR\$ |
| | Intereses enviados al Resto del Mundo US\$ |
| Cuenta Financiera | |
| Aumento de la Deuda de Argentina con el Resto del Mundo AR\$ | Aumento de la Deuda del Resto del Mundo con Argentina US\$ |
| Aumento de la Deuda de Argentina con el Resto del Mundo US\$ | |

Cuadro 2: Diferencia entre los pasivos e intereses denominados en moneda doméstica y extranjera

En el caso de la balanza comercial, el problema que queremos remarcar no se presenta porque se tratan de contratos de intercambio de bienes y servicios que se comercian mundialmente en moneda internacional. Sin embargo, los flujos netos de capitales y las rentas netas enviadas al exterior adquieren otra complejidad: los contratos pueden estar denominados en moneda doméstica o extranjera más allá de la unidad de cuenta utilizada en el cómputo.

Cuando un extranjero realiza un préstamo a un residente (por ejemplo, el sector público) se registra la emisión de un pasivo (variación de deuda pública) y la creación de un activo (variación de reservas internacionales en caso de intervención del Banco Central). Sin embargo, no hay ningún registro sobre la denominación monetaria contractual de la transacción financiera y, por ende, de los compromisos asumidos. Así, las entradas netas de capitales para aplicaciones financieras estarán entonces aumentando stocks de pasivos netos denominados en alguna moneda que no conocemos.

Esta metodología pareciera estar en sintonía con la Teoría de los Fondos Prestables. En la teoría wickselliana, los 'fondos prestables' equivalen al 'ahorro' (real) *ex ante* o, en otras palabras, al capital físico disponible. Pero en una economía neoclásica y monetaria, lo que intermedia entre la oferta y la demanda de capital físico es el sistema bancario. De allí surge la teoría de las 'dos tasas de interés' haciendo referencia a la tasa natural que establece el equilibrio de la economía 'real' y la tasa monetaria que se determina exógenamente por el sistema bancario o el Banco Central⁵. Trasladando este enfoque a una economía abierta se afirma que un déficit de

⁵Según este enfoque, la tasa natural de interés está determinada por la dotación de factores de producción, la tecnología y las preferencias de los consumidores. De allí que la tasa monetaria que es

cuenta corriente debe ser financiado con 'ahorro externo'. Siguiendo este enfoque, Panizza (2008) afirma:

'El mercado de capitales internacional puede proveer una gran cantidad de fondos y países en desarrollo han recurrido al endeudamiento público externo para complementar la escasez de ahorro doméstico (...)' (Panizza 2008, p. 10, traducción del autor)

Así, el aumento de la deuda pública y privada con no residentes, o en forma más amplia, la formación de pasivos externos netos, significa que, ante la escasez previa de ahorro público y privado doméstico, la economía debería recurrir al ahorro externo para 'financiar' la inversión doméstica.

En una economía donde asumimos, para facilitar el razonamiento, que no acumula reservas internacionales, un déficit de cuenta corriente debe necesariamente ser cubierto o compensado por una entrada neta de flujos financieros. Sin embargo, esta condición de la balanza de pagos nada tiene que ver con el concepto macroeconómico de 'ahorro' externo. A partir del principio de la demanda efectiva de la tradición keynesiana y kaleckiana, el ahorro es un flujo residual (*ex post*). Los flujos de capitales financieros (mal llamados 'ahorros') son el resultado de las aplicaciones financieras de los administradores de stocks de riqueza líquida. Como señala Possas (1999):

'Lo que usualmente es llamado de 'ahorro' (...) no es en absoluto ahorro en un sentido técnico: es una inversión financiera de un stock de riqueza, esto es, una decisión de composición de portfolio de activos de agentes, y además relacionada a su stock de riqueza, y no a un eventual flujo de ahorro – por definición previo y económicamente extinto – que él ha hecho' (Possas 1999, p. 6, traducción del autor)

Por ello, cuando usualmente se menciona la escasez de ahorro doméstico es probable que se esté haciendo referencia a la escasez de divisas necesarias para afrontar los compromisos externos. Dicho de otro modo, como no se trata de un fenómeno 'real' sino financiero, parece tener poca relevancia la clasificación de la deuda en términos de la residencia, o en otras palabras, en términos de 'ahorro externo'. Por otro lado, un problema práctico que presenta la clasificación de la deuda por residencia es su dificultad para determinar con precisión el stock de deuda. Desde el momento en que existe movilidad de capitales, la clasificación de deuda por residencia, instrumentada a

institucionalmente fijada debe buscar permanentemente acertar en la tasa natural para evitar en forma acumulativa un proceso inflacionario (en el caso de que la tasa monetaria sea menor que la natural) o deflacionario (en el caso de que sea mayor que la natural). Los flujos financieros deben ser un reflejo de los flujos de ahorro real o capital físico ya que se está asumiendo neutralidad del dinero.

partir de títulos públicos, es muy dificultosa para acompañar debido a la complejidad que presentan los innumerables cambios de manos entre residentes y no residentes en el mercado secundario.

A modo de ejemplo, actualmente, en Argentina, una de las prácticas legales del sector privado residente es operar a través del denominado 'contado con liquidación' que se trata de la compra (con pesos), en el mercado secundario doméstico, de títulos públicos denominados en dólares que también se cotizan en el mercado secundario internacional. El objetivo es transferir esos títulos a una cuenta en el exterior para luego liquidarlos y acceder a la moneda extranjera. Como se ve, en esta operatoria, cuando utilizamos la clasificación del balance de pagos observamos que se redujo la deuda con residentes y se aumentó la deuda con no residentes, a pesar de que para el Gobierno será indistinta la residencia del acreedor privado cuando tenga que cumplir con las obligaciones del contrato, esto es, los desembolsos en moneda extranjera por los conceptos de intereses y principal⁶.

Por último, una objeción en defensa del criterio del balance de pagos podría basarse en una supuesta diferencia entre los comportamientos de corto plazo de los residentes y los no residentes. Efectivamente, en un planteo estático, cuando un Gobierno afronta los servicios de su deuda en dólares, por ejemplo, envía dólares al exterior para cumplir con sus acreedores extranjeros y deposita dólares en el sistema bancario local para cumplir con aquellos residentes⁷. De esta manera, se podría decir que sólo importa la deuda con los no residentes ya que los pagos a los acreedores locales retornarían automáticamente a las reservas internacionales del Banco Central, ya sea bajo la forma de encajes en moneda extranjera o venta de dólares en el mercado de cambios. Sin embargo, desde un punto de vista dinámico existe tanto la posibilidad de que aquellos extranjeros reinviertan esos fondos en el mercado local o que los residentes los giren al exterior.

Como no se debe confundir las características de las transacciones con la dinámica de los flujos de capitales, no hay motivos para asumir comportamientos o arbitrajes diferenciales entre residentes y no residentes. En contextos de movilidad de capitales,

⁶Naturalmente, diferente es el caso donde las operaciones de contado con liquidación se realizan por medio de las intervenciones de las agencias públicas. Si el Gobierno quisiese mantener su política monetaria en el marco de un aumento de las operaciones de contado con liquidación se verá obligado a vender títulos en moneda extranjera a través de sus agencias públicas, o en un caso más extremo, realizando nuevas emisiones. Así, utilizando un criterio de consolidación del sector público estaríamos ante un aumento la deuda 'externa' (manteniéndose inalterada la deuda 'interna').

⁷ Argentina permite los depósitos en moneda extranjera. En los países en donde solo se permiten depósitos en moneda nacional se depositará moneda nacional al tipo de cambio del momento.

incluso los residentes desprovistos de capacidad operativa para arbitrar en los mercados internacionales podrían adquirir el activo externo más seguro y líquido del mundo: el dólar norteamericano.

2.2. Por legislación

Otra manera de clasificar la deuda pública es en términos de la legislación extranjera o doméstica a la cual el contrato se somete. Este es un criterio legal, y en algún sentido geopolítico, que es el utilizado, por ejemplo, por Cowan *et al* (2006), Borensztein *et al* (2007), Panizza (2008) y Reinhart y Rogoff (2009) entre otros. Algunos autores como Bacha *et al* (2012) sostienen que la ‘incertidumbre jurisdiccional’ es el factor más importante en la determinación en el diferencial de rendimientos.

A diferencia del criterio del balance de pagos, la clasificación según la legislación provee al deudor una información inalterable, en forma *ex ante*, independientemente de los cambios de manos entre el sector privado residente y el resto del mundo. Si una emisión de títulos públicos se realiza bajo jurisdicción legal extranjera (doméstica) la deuda se computará como ‘externa’ (‘interna’) independientemente de la denominación monetaria del contrato y de la residencia del acreedor tanto en el mercado primario como secundario.

Este criterio no parece tener relevancia macroeconómica alguna mientras las obligaciones del contrato se cumplan. Pero, frente a una eventual incapacidad financiera de validar los contratos, la jurisdicción legal pactada adquiere una dimensión significativa. Por ejemplo, si la legislación fuese doméstica, un incumplimiento de la deuda pública podría justificarse por motivos de jerarquía legal superior⁸.

Sin embargo, no sólo se trata de una cuestión estrictamente jurídica sino geopolítica. El margen de maniobra político-institucional frente a los inversores afectados es mayor cuando los litigios se desenvuelven en la jurisdicción nacional que en la internacional, la cual implica potenciales penalidades internacionales. La experiencia argentina puede dar cuenta de la complicación internacional que puede tener para un país periférico, que no es parte de la toma de decisiones del poder global, la declaración de

⁸ A propósito, para el caso argentino recuérdese el fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación del 5 de abril de 2005 cuando desestimó el pedido de inconstitucionalidad del Decreto N° 471/2002. El Decreto N° 471/2002 estableció la conversión forzosa a pesos, en la relación \$ 1,40 por cada dólar estadounidense, de las obligaciones del Sector Público Nacional, Provincial y Municipal vigentes al 3 de febrero de 2002 denominadas en moneda extranjera, cuya ley aplicable sea solamente la ley argentina. A su vez, dicho decreto estableció que los títulos ‘pesificados’ se ajustarán por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (‘CER’). De esa manera, la Corte aceptó la constitucionalidad de la ‘pesificación’ de los títulos de deuda pública sujetos a ley argentina.

default sobre su deuda pública con ley extranjera. El poder de *lobby* de los llamados ‘fondos buitres’ y el complejo judicial-financiero del exterior pueden desencadenar trabas político-económicas de envergadura que podrían ser evitadas dentro de la jurisdicción nacional (Kupelian y Rivas 2013)

Desde el punto de vista de los intereses del inversor extranjero, pero también del residente, la jurisdicción extranjera se percibe como una cobertura o ‘seguro’ legal de mejor calidad. Por este motivo, en una estrategia arriesgada bajo determinadas circunstancias se podría aumentar el diferencial de rendimientos sin necesariamente alterar ni la tasa de interés doméstica ni el tipo de cambio, esto es, emitiendo deuda en moneda extranjera y bajo ley extranjera para eliminar las expectativas de devaluación y bajar el riesgo de *default*⁹ (Ver ANEXO I).

De todas formas, exceptuando la lógica de los ‘fondos buitres’ (la de comprar activos en *default* para obtener altísimos rendimientos a través de la Justicia) ningún inversor convencional apuesta al *default*. Por ello, en periodos normales, más que la incertidumbre jurisdiccional, parecería importar la incertidumbre cambiaria, y en efecto, su cobertura cambiaria. Según Reinhart y Rogoff (2009) estos comportamientos tienen precedentes lejanos:

‘Hasta donde sabemos, el primer caso de un mercado emergente cuya deuda interna [léase, deuda bajo ley doméstica] estuvo vinculada a una divisa extranjera moderna y dirigida principalmente a residentes extranjeros es el de Argentina en 1872. Después de incumplir en el pago de sus primeros préstamos en la década de 1820, Argentina quedó prácticamente al margen de los mercados internacionales de capital hasta finales de la década de 1860. Con algunas interrupciones, notablemente la crisis de Barings en 1890, Argentina emitió una gran cantidad de bonos externos [léase, bajo ley extranjera] en Londres y colocó bonos internos al menos en tres ocasiones más (1888, 1907 y 1909). Tanto los bonos externos como los internos fueron denominados en libras esterlinas’ (Reinhart y Rogoff 2011 [2009], p. 135)

2.3. Por moneda

Según nuestro enfoque, la clasificación de la deuda pública (pero también la privada) en función de la denominación monetaria de los contratos es la más aconsejable en términos del análisis macroeconómico. El servicio de la deuda es un fenómeno monetario por definición. Por lo tanto, el tipo de moneda pactada en los compromisos

⁹ A diferencia del Gobierno Central, en caso de que tengan los atributos, las provincias pueden ser más propensas a emitir deuda bajo ley extranjera y en moneda extranjera (en caso que se lo permitan) ya que no administran la política monetaria y cambiaria.

asumidos es de central vitalidad. La denominación monetaria de la deuda es la característica que define el núcleo del fenómeno, mientras que la legislación y la residencia son características complementarias. De allí que la deuda pública deba estrictamente separarse entre aquella denominada en moneda extranjera y aquella en moneda doméstica dada la naturaleza e implicancias diferentes. En tal sentido, lo recomendable sería llamar de deuda externa (interna) aquella denominada en moneda extranjera (doméstica), como algunos países (Brasil) ya la definen:

‘En países con historial de crisis en su balanza de pagos, el criterio que mejor capturaría los riesgos asociados a la deuda es el referido a la moneda utilizada para la negociación del título. En este caso, sería clasificada como deuda interna aquella denominada en moneda corriente del país y como deuda externa aquella denominada en otras monedas que no son la moneda corriente. Por este criterio, se percibe mejor la presión del flujo generado por la deuda, a lo largo del tiempo, sobre el balance de pagos, como así también los riesgos inherentes a una posible crisis cambiaria. Esta es la forma de clasificación actualmente utilizada por el Brasil (...)

La deuda interna podría, en última instancia, ser pagada con emisión de moneda por el Banco Central, mientras la externa no’. (Tesoro Nacional de Brasil 2009, p. 104, traducción del autor)

Lamentablemente, la contabilidad convencional del balance pagos y el criterio por legislación omiten la información sobre la denominación monetaria. No obstante, la contabilidad convencional del balance de pagos, a través de la *Guía de la Deuda Externa* del FMI, reconoce sus problemas metodológicos a partir de la evidencia empírica:

‘La experiencia indica que es necesario contar con información sobre la composición por monedas del saldo bruto de la deuda externa para evaluar la posible vulnerabilidad de la economía frente al riesgo de solvencia y liquidez. Por ejemplo, una depreciación del tipo de cambio puede incrementar la carga que los pasivos de la deuda en moneda extranjera, medidos en moneda nacional, representan para el deudor residente (...), mientras que los pagos de la deuda en moneda extranjera pueden generar presión a la baja [suba, en nuestra terminología] sobre el tipo de cambio interno y/o la salida de divisas de la economía. Parte del impacto puede ser contrarrestado por el uso de derivados financieros y coberturas naturales, como los activos e ingresos en moneda extranjera, pero, a diferencia de lo que ocurre con la moneda nacional, la autoridad monetaria nacional no puede crear moneda extranjera’ (FMI 2003, p. 63)

De todas maneras, evitaremos aportar más confusiones en la terminología. Así, a pesar de nuestra preferencia por utilizar el término externo o interno según la moneda,

seguiremos utilizando la terminología convencional. Alternativamente, continuaremos con nuestras siglas DPMD y DPME para las deudas públicas en moneda doméstica o extranjera, respectivamente. Desde el punto de vista teórico, la clasificación según la moneda coloca a la DPMD y la DPME bajo dos abordajes completamente diferentes. Mientras la DPME debería analizarse a partir de un enfoque que enfatice la problemática de la restricción externa, la DPMD debería entenderse bajo un enfoque de finanzas funcionales (Lerner, 1943; 1944) donde el Banco Central podría en última instancia monetizar siempre el déficit fiscal del Gobierno sin la necesidad de incumplir sus compromisos.

‘La absurda noción de que un país puede ‘declararse en quiebra’ obligado por una gran deuda interna [léase, en moneda doméstica] puede explicarse únicamente como el resultado de que los capitalistas individuales han erigido un concepto de Estado en su imagen propia y han inculcado esta mitología capitalista entre los miembros de la sociedad capitalista’ (Lerner 1944 [1951] p. 336)

Efectivamente, así como el sector privado no puede monetizar su déficit en cualquier moneda, el Banco Central no puede monetizar el déficit del sector público en moneda extranjera. Sin embargo, ello no significa que el sector privado es indiferente a la denominación monetaria de los contratos. Aun siendo cierto que es incapaz de emitir moneda doméstica o extranjera, las devaluaciones (o revaluaciones) cambiarias producen cambios patrimoniales. Por ello, el sector privado también intentará reducir los riesgos por descalce de monedas para evitar crisis de *debt deflation*.

Por supuesto, afirmar que sólo el Banco Central puede imprimir dinero no debe interpretarse como una versión de dinero exógeno. De acuerdo al enfoque de dinero endógeno, los bancos crean dinero bancario (crédito-depósitos) y luego el Banco Central se acomoda (‘imprime billetes’) a la demanda de liquidez del sistema. Sin embargo, en los momentos en que los ciclos expansivos de endeudamiento se contraen violentamente, puede suceder que el sector privado ya no pueda más pagar su deuda emitiendo más deuda. En este sentido, Rochon (1999) puntualiza:

‘Una clara distinción debe ser realizada entre el crédito y el dinero ya que no son lo mismo. Una forma simple de diferenciarlos es diciendo que el crédito es un activo de los bancos, mientras que el dinero es su pasivo’ (Rochon 1999, p. 4)

En otras palabras, sólo el Estado puede cancelar sus pasivos en su propia moneda emitiendo más moneda. Dicho de otro modo, sólo el Gobierno (con la asistencia del Banco Central) podría por sí mismo mantenerse persistentemente en posiciones de

‘tipo Ponzi’ (refinanciación permanente) si sus pasivos están denominados en su propia moneda. El Banco Central no sólo puede ser un prestador *ilimitado* (de moneda doméstica) del Gobierno, sino también un prestador de última instancia de toda la economía. Contrariamente, el Banco Central es un prestador *limitado* (de moneda extranjera) de última instancia, pues, en este caso, su capacidad de respuesta dependerá del nivel relativo de reservas internacionales atesoradas, que en otras palabras, expresan el margen de maniobra cambiaria que tiene el Banco Central.

En resumen, mientras que los rendimientos de los títulos públicos en moneda doméstica son determinados institucionalmente (exógenamente) por el Banco Central (Moore, 1988, Lavoie, 1992, Pivetti, 1991), los rendimientos de los títulos públicos cotizados (y denominados) en moneda extranjera y el tipo de cambio serán variables exógenas siempre y cuando el Banco Central disponga de las reservas necesarias para realizar operaciones de mercado abierto. Mientras exista margen de maniobra externa, esto es, capacidad de intervención vendedora neta en moneda extranjera por parte del Banco Central, el ‘trilema de la imposibilidad’ de la política económica no se aplica en el corto plazo. Aunque, de no revertirse ésta tendencia el trilema termina aplicándose ya que las reservas internacionales son limitadas y el financiamiento externo también (Frenkel y Rapetti 2007)¹⁰

2.4. Por madurez

Por último, resta el criterio de clasificación según los plazos de vencimientos de la deuda, que podemos entender como la madurez de los contratos, esto es, esquemáticamente, deuda de corto o largo plazo. En realidad, este criterio no trae aparejado ninguna complicación sobre lo que se considera ‘externo’ o ‘interno’ como en los casos anteriores. El punto que sí es relevante para nuestro análisis es la diferenciación analítica que puede tener la madurez entre la DPME y la DPMD. Cuando se trata de DPME la distinción entre deuda de corto o largo plazo puede tener implicancias determinantes en la sustentabilidad del endeudamiento. Según Borensztein *et al* (2007):

‘La experiencia ha destacado dos fuentes clave de vulnerabilidad: la denominación de la deuda (deuda en moneda extranjera) y el vencimiento (deuda a corto plazo). Las políticas encaminadas a reducir estas vulnerabilidades son complicadas debido a que puede existir una relación inversa entre estas dos dimensiones. Por ejemplo, para cambiar la

¹⁰ El ‘trilema’ (modelo Mundell-Fleming) hace referencia a que en un contexto de movilidad (perfecta o imperfecta) de capitales el Banco Central puede controlar la tasa de interés (o la oferta monetaria para las interpretaciones monetaristas) o el tipo de cambio, pero nunca ambas simultáneamente.

denominación de la deuda a moneda nacional, suele ser necesario utilizar instrumentos con vencimiento a corto plazo' (Borenztein, Levi Yeyati y Panizza 2007, p. xii)

Efectivamente, la denominación de la deuda y el plazo de la misma son dos variables claves para determinar la vulnerabilidad. Sin embargo, nótese que nosotros enfatizamos sobre madurez de la DPME y no hacemos comparaciones entre deudas denominadas en monedas distintas con vencimientos distintos. ¿Es menos vulnerable una DPMD de corto plazo que una DPME de largo plazo? No tiene sentido mezclar ambas categorías. Como dijimos, la DPMD tiene determinaciones completamente diferentes de la DPME independientemente de los vencimientos de las mismas.

En otras palabras, si un Gobierno estuviese sustituyendo DPME de largo plazo por DPMD de corto plazo no estaría sustituyendo una vulnerabilidad por otra, sino reduciendo efectivamente la vulnerabilidad externa, la única vulnerabilidad que existe en última instancia. En general, lo que la experiencia de los últimos 30 años de liberalización financiera ha demostrado es que un incremento de la participación de la DPME de corto plazo en la DPME total aumenta los riesgos de *default*, por lo menos en términos absolutos. En situaciones de fragilidad financiera, los acreedores aceleran en forma pro-cíclica los riesgos de *default* del país deudor al empeorar los términos del financiamiento y la composición cortoplacista de los préstamos. No obstante, termina siendo el racionamiento del crédito externo lo que precipita el *default*, pues en última instancia es una cuestión de cantidades y no de tasas de interés (Bhaduri 2004, p. 62)¹¹

Asimismo, desde el momento en que parte de la DPME puede estar instrumentada a partir de títulos públicos que cotizan en moneda extranjera, el criterio basado en la madurez de sus vencimientos puede tornarse difuso como indicador de sustentabilidad. Por ejemplo, en un caso similar, aún con vencimientos de largo plazo, el Banco Central debería intervenir con posturas vendedoras de divisas si no quisiese que aumenten los rendimientos ante un vuelo a la calidad.

De esta manera, resumiendo, no se trata de descartar ningún tipo de clasificación sino simplemente jerarquizar la información como sugiere el Cuadro 3. Cuanta mayor

¹¹ Es interesante notar que el análisis de Bhaduri (2004) para los ciclos de endeudamiento soberanos externos es bastante similar a los analizados por Wolfson (1996) para los ciclos de endeudamiento bancario domésticos. En ambos autores, quien determina el racionamiento de crédito es el acreedor, y en base a sus expectativas divergentes a las del deudor. En otras palabras, la demanda *creditworthy* y la nacional es definida por el acreedor.

información se tenga disponible, con cierto grado de ordenamiento conceptual, mejores evaluaciones macroeconómicas se pueden realizar.

| | Por residencia | Por moneda | Por legislación | Por madurez |
|--------------------|---|---|---|--|
| Criterio | Criterio del balance de pagos | Criterio monetario | Criterio legal | Criterio temporal |
| Ventajas | Sólo si se asumiese un comportamiento diferente entre el residente y el no residente podría aportar información relevante en el caso de la DPME | Permite distinguir entre la deuda que tiene riesgo estructural de <i>default</i> (DPME) de la deuda que está libre de <i>default</i> forzoso (DPMD) | Permite inferir con mayor precisión las implicancias geopolíticas y legales ante un eventual <i>default</i> | Para el caso de la DPME permite construir mejores indicadores de sustentabilidad. Para el caso de la DPMD permite ajustar con mayor precisión los arreglos institucionales |
| Desventajas | Ausencia de criterio monetario. Provee un razonamiento en términos de los flujos de 'fondos prestables' de la teoría neoclásica | En caso de <i>default</i> , no provee información sobre la legislación. En caso de normalidad, no provee información sobre la madurez | Ausencia de criterio monetario. | En ausencia del criterio monetario se podría caer en el error de considerar de mejor calidad una DPME de largo plazo que una DPMD de corto plazo. |

Cuadro 3: Ventajas y desventajas de las clasificaciones de la deuda.

3. DPMD y finanzas funcionales

Como ya fue mencionado, el primer paso hacia un análisis de la DPMD tiene que ver con la imposibilidad del Estado de incumplir sus compromisos denominados en su propia moneda, a menos que políticamente decida hacerlo. Este concepto está asociado a que el Banco Central, en tanto autoridad monetaria prestamista de última instancia, posee el monopolio de la impresión de dinero, últimos medios legales y legítimos que permiten validar el servicio de la deuda.

En los libros de texto de Economía se menciona que el dinero se define a partir de sus funciones: ser medio de pago, reserva de valor y unidad de cuenta. Asimismo, se afirma que el Banco Central controla la oferta monetaria a través de un canal directo y otro indirecto. Se dice que el Banco Central controla directamente la base monetaria cuando realiza operaciones de mercado abierto en el mercado interbancario, adelantos al Gobierno, redescuentos o alteraciones en los requerimientos de encajes. Pero también se afirma que indirectamente controla toda la oferta monetaria desde el

momento en que se asume la existencia de un ‘multiplicador monetario’ estable de las reservas bancarias.

Sin embargo, desde Thomas Tooke y la *banking school* sabemos que la cantidad de dinero es endógena a la actividad económica y está fuera del control directo e indirecto del Banco Central. El dinero bancario (depósitos) es en realidad impulsado por el crédito y determinado por la demanda calificada de crédito (*creditworthy*) según los criterios estipulados por los bancos comerciales (Moore 1988; Lavoie 1992, Wolfson 1996). Asimismo, la demanda de crédito está estrechamente vinculada a la evolución de la demanda efectiva de la economía. De tal forma, más allá de que efectivamente existen factores de creación *ex ante* de base monetaria por el lado de la oferta (las esterilizaciones parciales de la variación de reservas internacionales o los efectos monetarios de las operaciones del sector público) la base monetaria acaba siendo un residuo *ex post* de las decisiones del sector privado, y por ende, del funcionamiento bancario. En este sentido, dado que el Banco Central termina manteniendo una actitud acomodaticia a la liquidez demandada de toda la economía la cantidad de dinero está determinada por el lado de la demanda y no por el de la oferta.

El dinero es una construcción social; es una unidad de cuenta definida por un emisor institucional. En el marco de la construcción de los Estado-Nación la moneda nacional se constituyó como moneda estatal. Por supuesto, no significa que una imaginaria autoridad monetaria ‘privada’ con el suficiente poder y grado de centralización sea lógicamente imposible (Lau y Smithin 2002). De hecho, históricamente, el dinero privado ha antecedido al dinero estatal porque, como en la visión davidsoniana, basta que exista una institución capaz de proveer un puente entre el presente y el futuro para que su dinero sea aceptado por el público (Rochon y Vernengo 2003). Lo que sí está claro, es que el dinero no es un resultado espontáneo de la necesidad de agentes libres e independientes por minimizar costos de transacción

3.1. El déficit fiscal del Gobierno

Desde un enfoque ‘clásico-keynesiano’, el ahorro nominal es determinado por la inversión nominal¹². En una economía cerrada, por el principio de la demanda efectiva, el total de los gastos nominales finales determina el ingreso nominal total. De esta forma, el ahorro nominal es un residuo que se desprende del ingreso nominal una vez efectuado el gasto nominal en consumo. En un contexto ‘keynesiano’ (subutilización

¹² Por enfoque clásico-keynesiano se entiende que las ‘cantidades’ están determinadas por la demanda efectiva (abordaje keynesiano-kaleckiano) y los precios están dados por una distribución exógena del ingreso (abordaje clásico).

de los recursos), un aumento de la demanda efectiva tendrá también un efecto real y no sólo nominal. Por ello, en un contexto de insuficiencia de demanda efectiva del sector privado un aumento del gasto público deficitario nominal será también un aumento del ingreso real de la economía. De esta manera, el producto de 'pleno empleo' (entiéndase, de capacidad normal) Y^* es igual a la demanda agregada del sector privado $DASP$ (consumo e inversión privada) más el déficit presupuestario del Gobierno.

$$Y^* = C + I + (G - T)$$

$$Y^* = DASP + (G - T)$$

Despejando el déficit presupuestario, obtenemos que:

$$(Y^* - DASP) \equiv (G - T)$$

Así, para alcanzar el pleno empleo Y^* , el gobierno podría aumentar su gasto deficitario. Pero, si por algún extraño motivo político el gobierno aumentase persistentemente el gasto al punto de saturar la capacidad de respuesta del acelerador de la inversión, la economía ajustará a través del incremento transitorio del nivel de precios.

Una expresión radical del enfoque de finanzas funcionales es la idea del 'Gobierno como empleador de última instancia' donde se fijan metas de empleo que se alcanzan directamente con aumentos del empleo público o asistencias sociales (Wray 1997; 1998; Tcherneva y Wray 2005). Por supuesto, una economía periférica con estructurales problemas de balanza de pagos podría encontrar limitaciones si la política fiscal sólo estuviese orientada a alcanzar el pleno empleo. Por tales motivos, el estabilizador automático debería ser consistente con la sustentabilidad externa del largo plazo, esto es, en un marco de sustitución de importaciones y diversificación de exportaciones.

Desde un punto de vista contable, el gasto del Gobierno puede cubrirse con la recaudación impositiva y emitiendo deuda para los gastos deficitarios. Por lo tanto, contablemente, el déficit fiscal puede ser cubierto con la contrapartida de nuevos pasivos, o sea, emitiendo deuda con el sector privado residente y el resto del mundo, deuda con agencias del sector público no financiero y bancos públicos; y/o deuda con el Banco Central (monetización del déficit fiscal). Así, el resultado fiscal será igual al crecimiento del stock de deuda en moneda doméstica (con terceros) $DPMD$, más el

crecimiento de las operaciones con el sector público no financiero (deuda intra-sector público) OSPNF y el crecimiento de los adelantos del Banco Central ABC en caso de monetización.

$$(G - T) = DPMD + OSPNF + ABC$$

No obstante, más allá de las particularidades de una economía periférica, es cierto que el Gobierno no precisaría recaudar o emitir DPMD en forma *ex ante* para poder gastar. Estas dos últimas 'fuentes de financiamiento' en realidad son expresiones contables, pues sólo la monetización del Banco Central representa en efecto una necesidad financiera ineludible. El endeudamiento público con terceros está más vinculado a los mecanismos de reflujo monetario que a la política fiscal. Desde un enfoque de dinero endógeno, el endeudamiento público puede ser la contracara endógena de la creación o absorción monetaria. El Banco Central determina la tasa de interés, define la unidad de cuenta y los instrumentos financieros con los que opera en el mercado abierto. El sector privado acepta los títulos públicos como instrumentos de reflujo monetario porque son activos altamente líquidos que rinden interés y son más seguros que cualquier activo financiero privado. Por supuesto, en una economía abierta, la dolarización también podría ser un mecanismo de reflujo monetario, aunque si asumimos que los rendimientos domésticos son lo suficientemente atractivos (es decir, cubren el costo de oportunidad externo) no hay motivos para suponer una persistencia en la formación de activos externos.

Por estas razones, el enfoque de finanzas funcionales y dinero endógeno plantean visiones alternativas para el razonamiento de uso corriente. Estructuralmente, así como los bancos no necesitarían 'fondarse' primero para prestar después, el Gobierno no necesitaría 'recaudar' primero para gastar después. No obstante, es importante mencionar que este enfoque no supone una tendencia explosiva del endeudamiento público porque la política fiscal expansiva podría 'autofinanciarse' a través de la expansión del producto. Siendo d el ratio DPMD sobre producto,

$$d = \frac{DPMD}{Y}$$

queda claro que la tasa de crecimiento del ratio d será igual a la diferencia entre la tasa de crecimiento del stock de DPMD y la tasa de crecimiento (nominal) de la economía g :

$$\frac{\dot{d}}{d} = \frac{DPMD}{DPMD} - \frac{\dot{Y}}{Y} = \frac{DPMD}{DPMD} - g$$

Por otro lado, sabemos que la variación de la DPMD es igual al déficit primario más los intereses del stock de deuda.

$$DPMD = (G - T) + iDPMD$$

Entonces, sustituyendo esta última ecuación con la anterior obtenemos que:

$$\frac{\dot{d}}{d} = (i - g) + \frac{(G - T)}{DPMD}$$

Esto significa que la tasa de crecimiento del ratio deuda-PBI es la suma de la diferencia de la tasa de interés y la tasa de crecimiento de la economía y el ratio del déficit fiscal sobre el stock de deuda. De esta forma, esta fórmula de la sostenibilidad de la deuda pública nos muestra que incluso para un positivo pero constante déficit fiscal, el ratio deuda-PBI decrecerá si la tasa de crecimiento de la economía excede la tasa de interés.

3.2. El déficit cuasi-fiscal y el patrimonio neto del Banco Central

De la misma forma que sucede con cualquier agente económico, el Banco Central puede tener un balance en moneda doméstica y otro en moneda extranjera. Formalmente, esta distinción se oculta en un único balance, donde el patrimonio neto W es igual a los activos A menos los pasivos P .

$$W = A - P$$

Inspirados en el caso argentino, podemos desagregar el patrimonio neto de la siguiente manera:

$$W = [(R^* + L^* + B^*)E + B + M] - (H + L + D^*E)$$

Donde, por el lado de los activos denominados en moneda extranjera y medidos en moneda doméstica (E es el tipo de cambio) tenemos que R^* son las reservas internacionales, L^* son las letras intransferibles del Gobierno (préstamos al Gobierno en moneda extranjera) y B^* son los bonos públicos denominados en moneda extranjera. Asimismo B son bonos públicos denominados en moneda doméstica y M son los adelantos transitorios al Gobierno en moneda doméstica. Por el lado de los pasivos, H es la base monetaria, L las letras de esterilización en moneda doméstica y

D^* cualquier otro pasivo en moneda extranjera (como letras en moneda extranjera o prestamos del BIS, entre otros). Por ello, la condición para no incurrir en un patrimonio neto negativo es:

$$[(R^* + L^* + B^*)E + B + M] \geq (H + L + D^*E)$$

Por otro lado, el resultado financiero (déficit cuasi-fiscal) del Banco Central será igual a los ingresos por los activos menos los egresos por los pasivos. Por lo tanto, considerando que los adelantos transitorios y la base monetaria no afectan el resultado financiero porque no pagan intereses, el déficit cuasi fiscal queda definido de la siguiente manera:

$$DFC = [i^*(R^* + L^*)E + (i^* + \rho)B^*E + iB] - [iL + (i^* + \rho)D^*E]$$

Donde i^* es la tasa de interés internacional que se aplica sobre las reservas internacionales, las letras intransferibles, los bonos públicos denominados en moneda extranjera y los pasivos en moneda extranjera del Banco Central, aunque a estos dos últimos casos también se aplica una prima de riesgo país ρ . Por el lado de los activos y pasivos en moneda doméstica, asumimos que i es la tasa de interés local sobre los bonos públicos y letras de esterilización. De esta manera, la condición para no incurrir en un déficit cuasi fiscal es:

$$[i^*(R^* + L^*)E + (i^* + \rho)B^*E + iB] \geq [iL + (i^* + \rho)D^*E]$$

A partir de nuestro enfoque, tanto el patrimonio neto como el resultado financiero no aportan información suficiente para nuestros propósitos. Siguiendo nuestro ejemplo, por un lado, podríamos contar con un patrimonio neto positivo en moneda extranjera y negativo en moneda doméstica. Asimismo, aun siendo positivo en moneda extranjera no deberíamos caer en la ilusión contable de confundir divisas con activos públicos locales denominados en moneda extranjera¹³. De la misma manera, podríamos registrar un superávit cuasi-fiscal en moneda extranjera y un déficit cuasi-fiscal en moneda doméstica. En otras palabras, los balances contables nos ocultan las determinaciones monetarias que tienen implicancias en la estabilidad macroeconómica ¿Es lo mismo un déficit cuasi fiscal o un patrimonio neto negativo en moneda doméstica que en moneda extranjera? Por supuesto que no.

¹³ Recuérdese que durante el régimen de la Convertibilidad se integraban a la cuenta de 'reservas internacionales' parte de las tenencias del Banco Central en títulos públicos denominados en moneda extranjera en mandos del Banco Central.

De alguna manera, este asunto es sumamente importante en el debate económico actual, pues si bien actualmente el BCRA exhibe resultados financieros positivos, con frecuencia se afirma que el Gobierno estaría ‘vaciando’ el Banco Central, ya sea a través de los adelantos transitorios para hacerse de pesos o de las letras intransferibles para hacerse de divisas. El argumento del ‘vaciamiento’ relacionado a los adelantos transitorios presenta pocos fundamentos. Ante un aumento de la demanda por liquidez (ya sea del sector público y/o bancario), el Banco Central no se acomoda a partir de una ‘caja’ de pesos disponibles o ‘fondos prestables’. El Banco Central provee liquidez *imprimiendo* dinero cuando le solicitan. No hay caja, y por ende, nada que pueda ser vaciado¹⁴. La extensión de los adelantos transitorios en la nueva Carta Orgánica del BCRA ha sido una retomada hacia una autoridad monetaria comprometida con su función histórica de asistir al Gobierno (Goodhart 2010; Marcó del Pont 2013). Por ello, algunos economistas como Cesaratto, Lavoie y Weeks han afirmado oportunamente que con la última reforma *‘el funcionamiento del Banco Central argentino es más parecido a la Reserva Federal’* (Página 12, 22/04/2012).

En cuanto al argumento del ‘vaciamiento’ de las reservas internacionales para pagar DPME se trata de otra confusión. Cualquiera sea el tipo de operación utilizado para atender los compromisos de DPME, sea a través de operaciones intra-estatales o cambiarias, el Banco Central perdería la misma cuantía de reservas internacionales si quisiese mantener el tipo de cambio¹⁵. Por lo tanto, el uso de las reservas internacionales debería analizarse en términos de la sustentabilidad de la deuda en moneda extranjera y los márgenes de maniobra cambiaria. Por ello, también Lavoie afirmó que *‘el rendimiento de las reservas internacionales de Argentina es mucho menor que la tasa de interés que debe pagar el Gobierno por emitir deuda [DPME]. En su caso es una jugada eficiente usar las reservas para pagar deuda externa’* (Página 12, 25/03/2012).

Contablemente, por ejemplo, es cierto que emitiendo letras intransferibles el Gobierno sustituye un pasivo en moneda extranjera (con acreedores internacionales) por otro (con el BCRA). Sin embargo, por un lado el Gobierno se ahorra el costo del refinanciamiento en el mercado internacional. Pero fundamentalmente, por otro lado, el

¹⁴ Debe notarse que como los Adelantos Transitorios son extendidos sin intereses, en un contexto de inflación, el principal que el Gobierno debe devolver se licua gradualmente en términos reales.

¹⁵ Cuando a fines de 2009 el Gobierno argentino decidió colocar letras intransferibles en el BCRA a cambio de reservas internacionales para pagar DPME se desató un conflicto institucional entre el entonces presidente del BCRA y el Gobierno. No se trataba de un conflicto por el ‘uso’ de las divisas. Lo que ciertos sectores reclamaban en aquel momento era que el Gobierno debía previamente disponer de los recursos fiscales para ‘comprar’ las divisas en el mercado cambiario, es decir, un planteo que sugería un ajuste fiscal o un nuevo ciclo de endeudamiento en moneda extranjera.

acreedor y el deudor se convierte en la misma entidad: el sector público. Dicho de otro modo, se trata de una forma de reducir la DPME con terceros y sin ajuste fiscal de por medio. Aun denominada en moneda extranjera, la deuda intra-estatal podría ser refinanciada ilimitadamente.

Sin embargo, la teoría neoclásica realiza varios cuestionamientos a la posibilidad de mantener persistentes déficits fiscales y cuasi fiscales. Su preocupación radica en las implicancias macroeconómicas negativas que genera el déficit público. Por ello, es necesario analizar las diferentes críticas al respecto ya que, como afirma Palley (2013):

‘La pregunta crítica no es si el gobierno puede financiar su gasto sin impuestos. Todo el mundo sabe que sí puede. Por ello, la pregunta es: ¿tiene consecuencias macroeconómicas? ¿El gobierno debería hacerlo?’
(Palley 2013, traducción del autor)

3.3. Los efectos *crowding out* en la teoría neoclásica

Para la teoría neoclásica, el financiamiento privado del déficit fiscal o la monetización del gasto público deficitario genera efectos *crowding out* (desplazamiento) en el largo plazo pues se asume Ley de Say y tasa natural de interés (o de desempleo). En primer lugar, comencemos con los efectos que ocurren en un contexto de economía cerrada: llamemos *crowding out* de tipo 1 al que opera a través de la tasa de interés, de tipo 2 al que opera con restricciones de oferta y de tipo 3 a la llamada ‘Equivalencia Ricardiana’, siguiendo así la estrategia expositiva de Arestis y Sawyer (2003).

El *crowding out* tipo 1 sostiene que la emisión de deuda pública para financiar el déficit fiscal genera un efecto desplazamiento de la inversión privada por medio de la contracción del ahorro disponible en la economía. En este esquema, la oferta de bienes de consumo determina su propia demanda, y la oferta de ahorro determina la demanda de inversión. Si el ahorro disponible es absorbido parcialmente por el Gobierno para financiar su déficit, la inversión privada deberá reducirse. El mecanismo de ajuste en este proceso se da por medio de un aumento de la tasa de interés. Como se asume también que el dinero es exógeno (y la tasa de interés es endógena) el gasto público deficitario absorbe parte de la liquidez del sector privado generando un exceso de demanda monetaria que se ajusta con un aumento de la tasa de interés. Dado que el factor capital se ha encarecido en relación al factor trabajo, se reduce la demanda por inversión. En el convencional modelo IS-LM, significa un desplazamiento hacia la derecha de la curva IS que, dada la curva LM, se alcanza un nuevo equilibrio con una tasa de interés mayor.

No obstante, es cierto que actualmente la Nueva Síntesis Neoclásica o 'Nuevo Consenso' admite que el dinero es endógeno y la tasa básica nominal de interés está fijada por el Banco Central. En este contexto, se podría visualizar un *crowding out* discrecional si el Banco Central 'independiente' aumentase la tasa de interés con el objetivo de neutralizar el 'populismo' fiscal del Gobierno (Arestis y Sawyer 2003, p.4). ¿Pero qué pasaría si estamos ante un Banco Central dependiente del Gobierno que se niega al ajuste monetario? Según el Nuevo Consenso, la tasa de interés real caerá persistentemente y la inflación se acelerará en un proceso acumulativo.

El *crowding out* tipo 2 sostiene a la Friedman que el gasto público financiado con emisión monetaria genera inflación de demanda en el largo plazo. Esto significa que el gasto público deficitario puede ser efectivo en el corto plazo (curva de Phillips negativamente inclinada), aunque en el largo plazo se impone la restricción de oferta que se manifiesta a través de la aceleración de la inflación (curva de Phillips vertical). En el razonamiento monetarista, la política expansiva del Gobierno aumenta los salarios nominales. Así, se extiende la jornada de trabajo y/o se incorporan más trabajadores, que no se ofrecían al salario real anterior. Naturalmente, los trabajadores imaginan que están aumentando los salarios reales. Sin embargo, como en el largo plazo se alcanza el límite que impone la tasa natural de desempleo o NAIRU (siglas en inglés para la 'tasa de desempleo que no acelera la inflación'), aumentan los precios y cae el salario real. Los trabajadores que habían sufrido 'ilusión monetaria' ahora se retiran del mercado y/o exigen una reducción de la jornada de trabajo. De esta forma, el producto potencial ('exógeno') se mantiene inalterado pero ahora con un nivel de precios mayor.¹⁶

Por último, el *crowding out* tipo 3 o 'Equivalencia Ricardiana' supone que un aumento del gasto público financiado con endeudamiento genera expectativas de aumentos de los impuestos porque los agentes prevén la recomposición presupuestaria que el Gobierno deberá instrumentar en el futuro (Barro 1974). Como los agentes forman 'expectativas racionales' se reducen los gastos privados en el presente, o sea, aumenta el ahorro presente, para afrontar la presión tributaria futura. De esta forma, la

¹⁶También es cierto que el modelo monetarista es compatible con la 'ilusión monetaria' de los empresarios inclusive. La monetización del déficit fiscal genera aumento de precios. Este aumento de los precios es erróneamente interpretado como un aumento del mark-up real. De esta manera, en un modelo de crecimiento tirado por ganancias (profit-led model) significa que los empresarios emplearán más trabajadores a través de un aumento de los salarios nominales. Luego ocurre lo mismo que en el caso anterior. Los trabajadores descubren que fueron engañados y se vuelve al equilibrio inicial, pero con un nivel de precios mayor.

demanda agregada se mantiene inalterada, pues el aumento del gasto público es exactamente compensado por una reducción del gasto privado.

Por supuesto, para una economía abierta, la teoría neoclásica también supone que en el largo plazo el gasto público deficitario estará limitado por factores exógenos, tales como preferencias, tecnología y dotaciones de factores. Sin embargo, la 'síntesis neoclásica' arriba a determinadas conclusiones de corto plazo que dependen del régimen cambiario. En el modelo Mundell-Fleming para el caso de un régimen de cambio flexible, a diferencia del régimen de cambio fijo, la política fiscal expansiva es inefectiva porque genera un efecto *crowding out* sobre las exportaciones netas¹⁷. A grandes rasgos, como la expansión fiscal genera un aumento en la tasa de interés, se aumenta el diferencial de rendimientos que induce entradas netas de capitales. Como el tipo de cambio es flexible, se apreciara nominalmente. Asimismo, como se asume una significativa elasticidad de las exportaciones netas al tipo de cambio, la apreciación nominal (que también es real pues los precios están dados) reduce las exportaciones netas (contracción de la curva IS).

Sin embargo, actualmente, la macroeconomía neoclásica dominante asume modelos sin curva LM donde la tasa de interés es un instrumento de política de un Banco Central 'independiente'. En este esquema, el Banco Central tiene metas de inflación y no se compromete con el tipo de cambio. Por ello, ante una política fiscal expansiva, preocupado por la meta de inflación, el Banco Central aumentaría la tasa de interés, generando los mismos resultados que en el Mundell-Fleming (con curva LM) con cambio flexible, esto es, un efecto *crowding out* sobre las exportaciones netas.

De cualquier manera, para la economía neoclásica abierta de largo plazo, la política fiscal expansiva siempre es inefectiva ya que opera la Paridad de Poder de Compra (PPP, en inglés) sobre el tipo de cambio real. Como en el largo plazo los precios son flexibles, el gasto público deficitario es inflacionario. Como la inflación interna reduce el poder adquisitivo interno, según la PPP, también se debería reducir el poder adquisitivo en el exterior devaluando el tipo de cambio nominal para mantener el tipo de cambio real de equilibrio. En otras palabras, el tipo 'natural' de cambio, o PPP, es para los modelos neoclásicos de economía abierta lo que la tasa natural de interés (o tasa natural de desempleo) es para los modelos de economía cerrada (Vernengo 1999)

¹⁷ En el modelo Mundell-Fleming con tipo de cambio fijo la política fiscal es expansiva.

3.4. Una visión alternativa

Es muy importante comprender que nuestra inclinación hacia la DPMD no se remite únicamente a la habilidad ‘técnica’ del Banco Central de emisor de billetes de última instancia. Como afirmaba Palley, esto es un dato de la realidad que pocos discuten. La importancia aquí reside en si aquella habilidad tiene implicancias macroeconómicas positivas, negativas o neutras. Para ello, es necesario presentar un enfoque alternativo a la teoría neoclásica.

Comencemos analizando el gasto público en el corto plazo para una economía cerrada, pero solo alterando algunos supuestos del enfoque convencional. Supongamos que la economía está operando por debajo del pleno empleo, y que el dinero es largamente endógeno impulsado por el crédito y determinado por la demanda. Por último, supongamos que el Banco Central fija la tasa de interés y es una autoridad monetaria que no es ‘independiente’ sino que se acomoda a la política económica del Gobierno.

Si el Gobierno emitiese deuda pública para financiar un aumento del gasto no habría ningún mecanismo por el cual la tasa de interés deba aumentar. Por un lado, no habría presiones inflacionarias por el lado de la demanda si asumimos que la economía está por debajo del pleno empleo de los recursos en un esquema donde se opera con un grado de utilización normal y el acelerador de la inversión funciona. Por otro lado, la tasa de interés no aumentaría en forma endógena porque ésta es una variable fijada por el Banco Central. Por lo tanto, como estamos ante un Banco Central que no adopta un sistema de metas de inflación no aumentará la tasa de interés porque no espera una aceleración inflacionaria (por lo menos, por un exceso de demanda). De esta manera, no habría *crowding out* de la inversión, aun asumiendo que la inversión es sensible a la tasa de interés, esto es, aun asumiendo un mecanismo de sustitución factorial.

Bajo los mismos supuestos pero en una economía abierta, como la tasa de interés no se alteraría, al igual que en el ejemplo anterior, no habría ‘desequilibrios’ en el sector externo y por lo tanto ningún efecto *crowding out*. No obstante, es cierto que hay economistas que asocian la prima de riesgo país al déficit fiscal. El problema de este argumento es que resulta falso cuando se tratan de títulos públicos denominados en moneda doméstica (Frenkel 2001; Vernengo 2006)¹⁸. El único vínculo indirecto que sí

¹⁸ Algunos autores sostienen que los países que han conseguido superar el ‘pecado original’ no lo han logrado como consecuencia de una persistente austeridad fiscal, sino más bien a causa de shocks

puede haber entre el riesgo país y el déficit fiscal es cuando la política fiscal se torna lo suficientemente expansiva como para acelerar la restricción externa. En este caso, los efectos multiplicadores del gasto público deficitario y el acelerador de la inversión pueden acelerar las importaciones y, por ende, consumir las divisas destinadas al pago de la DPME. Pero aun así, el riesgo de *default* de la DPME no está directamente asociado al déficit fiscal sino a la evolución de las reservas internacionales y del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Como afirma Frenkel (2001):

'Podría pensarse que bastaría tener equilibrio fiscal y no requerir nuevas colocaciones para esterilizar los efectos del riesgo soberano. Podría argumentarse, y muchos lo hacen, que todo el problema reside en las finanzas del sector público. No es así (...) Las finanzas de un país pueden estar equilibradas o arrojar superávit, pero eso no garantiza que su economía disponga de los recursos en moneda extranjera necesarios para atender los servicios y amortizaciones de la deuda en dólares' (Frenkel 2001, p. 114)

Sin embargo, aun suponiendo que el déficit fiscal tuviese efectos negativos sobre el riesgo país que le asignan a la economía, el Banco Central tendría mecanismos para desalentar la salida de capitales. Un aumento de los rendimientos en moneda doméstica podría reajustar el diferencial de rendimientos. Por ello, es importante comprender que desde un enfoque clásico-keynesiano no solo no hay efectos *crowding out* por las razones señaladas, sino porque no se asumen mecanismos de sustitución factorial. En la concepción neoclásica se afirma que la inversión depende de la tasa de interés. Un aumento (disminución) de la tasa de interés encarece (abarata) el factor capital en relación al factor trabajo. Por lo tanto, si aumenta la tasa de interés, cae la demanda por capital y aumenta la demanda por trabajo haciendo que la técnica (relación capital-producto) sea menos intensiva en capital. Sin embargo, desde un enfoque alternativo la inversión depende de la demanda efectiva esperada y la distribución (la tasa de interés) está determinada por factores político-institucionales.

En otras palabras, aun con aumentos en la tasa de interés no hay necesariamente motivos para esperar una contracción del producto. Aunque, también es razonable suponer que en una economía abierta donde una porción importante de los gastos

externos que han permitido crear sólidos mercados de títulos públicos denominados en su propia moneda: *'Nosotros encontramos que las instituciones fiscales sanas, la alta credibilidad del régimen monetario y el buen desarrollo financiero no son suficientes para quebrar completamente el pecado original. Por el contrario, malos resultados en estos ámbitos de política no son, en su mayor parte, condición necesaria para el pecado original. El factor al que hacemos hincapié sobre los movimientos comunes de los cinco países [Estados Unidos, Canadá, Australia, Nueva Zelandia y Sudáfrica] es el papel de los shocks, como las guerras, la desorganización económica masiva y el surgimiento de los mercados globales'* (Bordo, Meissner y Redish 2003, p. 2, traducción del autor)

autónomos están basados en el crédito (crédito al consumo o hipotecas), un aumento de la tasa de interés podría tener efectos contractivos por el lado de la demanda efectiva. Asimismo, también se podría argumentar que, dado que los empresarios repasarían a precios el aumento del costo de oportunidad, un aumento de la tasa de interés podría apreciar el tipo de cambio real y afectar determinadas industrias. Pero aun en estos casos, solo indirectamente y bajo determinados supuestos la tasa de interés afectaría la inversión y el producto. Por supuesto, también existen instrumentos de política (subsidios directos o créditos subsidiados) que pueden compensar aquellos efectos contractivos si fuese el caso.

Resta comentar entonces los efectos de la política fiscal expansiva en el largo plazo desde una visión alternativa. Desde un enfoque *a la* Kalecki, la economía se mueve en una sucesión de 'cortos plazos' y no hacia una posición de equilibrio de 'largo plazo'. Dicho de otro modo, el producto potencial puede ser entendido como la tendencia del producto efectivo, que es lo mismo decir que el producto potencial es endógeno a la expansión de la demanda efectiva. La media móvil del producto efectivo puede ser un *proxy* del producto potencial (Barbosa-Filho 2008). Esto significa que el producto potencial no está determinado exógenamente por el lado de la oferta, sino por el desempeño de los componentes autónomos de la demanda (Serrano 1995). Naturalmente, no significa que una economía abierta (que no emite moneda internacional) pueda aumentar sus gastos autónomos (por ejemplo, el gasto público) a cualquier tasa de variación debido a la restricción externa ya mencionada. En una economía con una estructura desequilibrada y que no emite moneda internacional las limitaciones a las políticas expansivas se encuentran eventualmente en la escases de divisas. De allí todos dos debates en torno al desarrollo económico y a la industrialización sustitutiva de importaciones que no forman parte de los objetivos de este trabajo.

Por último, en cuanto a la Equivalencia Ricardiana basta abandonar los supuestos de consumidores 'racionales' y de horizonte infinito para visualizar sus inconvenientes. Los consumidores no integran la restricción inter-temporal del sector público a su propia restricción. Con un mínimo criterio keynesiano está claro que si el Gobierno aumenta de los impuestos sobre sectores con propensión a consumir menor a 1 para luego aumentar el gasto en la misma proporción a lo recaudado, el multiplicador del

ingreso es mayor a la unidad, y por lo tanto, hay un efecto expansivo sobre el producto.¹⁹

4. DPME y restricción externa

Las experiencias históricas en países periféricos como Argentina sugieren que las emisiones de DPME han estado orientadas a financiar el déficit de cuenta corriente. Sin embargo, se puede prestar a confusión ciertas asociaciones entre las divisas que se busca captar a través de la cuenta capital y financiera y la denominación monetaria de la deuda emitida. No necesariamente se debe emitir DPME para ‘fondarse’ de divisas. En teoría, en un marco de solidez externa, basta que los diferenciales de rendimientos de la DPMD no se mantengan persistentemente en niveles negativos para que sus emisiones puedan ser un vehículo de acumulación de reservas internacionales o un canal de financiamiento del déficit de cuenta corriente.

De todas maneras, más allá de lo que macroeconómicamente se termine financiando, la DPMD y la DPME aparecerán contablemente como fuentes de ‘financiamiento’ del déficit fiscal de la siguiente manera:

$$(G - T) = DPMD + DPME + OSPNF + ABC$$

Pero macroeconómicamente, la DPME debe analizarse en términos externos y no fiscales. Por lo tanto, entre los indicadores básicos de sustentabilidad de la DPME se encuentra el ratio DPME sobre reservas internacionales:

$$d^* = \frac{DPME}{R^*}$$

Este indicador responde a un criterio estrictamente financiero desde el momento que indica la capacidad de pago inmediata frente a obligaciones en moneda extranjera. De todas maneras, estamos comparando activos de liquidez inmediata con pasivos a plazos diferentes. Esto significa que se estaría subestimando la capacidad de pago, a menos que se construya un indicador más fino que solo enfatice las obligaciones en moneda extranjera de corto plazo:

$$d_{cp}^* = \frac{DPME_{cp}}{R^*}$$

¹⁹En palabras de Elmendorf y Mankiw (1998): ‘Cuando se les explica a los no economistas la idea de la equivalencia ricardiana, generalmente no la toman muy en serio...’.

Por supuesto, estos indicadores deberían analizarse con cuidado en determinadas circunstancias, pues basta con partir con niveles de DPME mayores que de reservas internacionales (es decir, partiendo con deudas netas positivas) para que cualquier endeudamiento en moneda extranjera implique, inmediatamente, una reducción de ambos ratios, y por ende, una falacia de 'desendeudamiento'. Sin embargo, en el caso de los endeudamientos con no residentes en moneda doméstica, lógicamente, estos ratios se reducen en forma más pronunciada, pero por sobre todo, no hay riesgo de caer en falacias.

No obstante, es cierto que existen polémicas sobre la consistencia de estos ratios cuando un país está acumulando reservas emitiendo DPMD, pues algunos sostienen que podría tornarse tan vulnerable como si estuviese acumulando pasivos en moneda extranjera. Quienes sostienen este argumento afirman que independientemente de la denominación monetaria de los pasivos del país, ante un *sudden stop* típico de las economías emergentes, los acreedores extranjeros podrían causar un problema de balanza de pagos. Sin embargo, aun así, en regímenes de flotación administrada las devaluaciones controladas por el Banco Central permiten también desvalorizar las deudas en términos de divisas. Por el contrario, si los pasivos fuesen en moneda extranjera, una devaluación controlada aumenta la deuda en términos de la moneda doméstica.

De todas formas, las exportaciones son una fuente genuina de divisas en el sentido de que éstas implican cambios patrimoniales: tales ingresos de divisas no implican correspondientes emisiones de pasivos financieros. Así, el ratio DPME sobre exportaciones podría entenderse como un indicador 'estructural' aunque no proporciona necesariamente información sobre la liquidez y solvencia del sector público en el corto plazo.

$$d^x = \frac{DPME}{X}$$

Por tanto, para analizar la fragilidad financiera del sector público sería necesario realizar una combinación analítica de indicadores para observar tanto los indicadores financieros como estructurales. Asimismo, para observar la fragilidad financiera de toda la economía, naturalmente, se debe complejizar el análisis para captar en forma

integral las obligaciones externas en un sentido amplio. Por ejemplo, Medeiros y Serrano (2001) proponen el ratio déficit de la cuenta corriente sobre exportaciones²⁰.

Por último, debe mencionarse los debates en torno a calidad de las reservas internacionales acumuladas. Por supuesto, en lo que respecta a la volatilidad cambiaria y la fragilidad financiera de largo plazo no es lo mismo acumular reservas a través del superávit comercial que hacerlo a través de inversiones extranjeras directas y de cartera. Mientras, que en una economía de 'cuenta corriente' hay cambios patrimoniales relacionados al sector productivo, en una economía de 'cuenta capital' se acumula reservas emitiendo obligaciones financieras contra no residentes. Sin embargo, además de los interrogantes en torno a la supuesta particularidad que tendrían los no residentes en tanto inversores, se suma el hecho de que independientemente de la estructura de la balanza de pagos siempre las reservas internacionales son potencialmente requeridas como contrapartida de activos domésticos (comenzando por la base monetaria) en un sistema financiero de dinero convertible.

5. El desendeudamiento público argentino (2003-2012)

5.1. ¿A qué llamamos desendeudamiento?

Una vez presentados los principales conceptos teóricos en torno a la macroeconomía de la deuda pública, como así también esclarecidas las distintas clasificaciones y sus implicancias, podemos analizar la experiencia regional, y en particular, la argentina en la última década. Sin embargo, restan aclarar algunas cuestiones en torno al concepto 'desendeudamiento' que se utiliza con frecuencia con distintas interpretaciones.

Analizar los procesos de endeudamiento o desendeudamiento implica observar la *calidad* y no tanto la *cantidad* del stock de deuda. El análisis del nivel de la deuda no debería ser en términos *absolutos* sino en términos *relativos* a través de diversos indicadores de sustentabilidad. Justamente, por no tomar en cuenta estas características, algunos economistas enfatizan que en el 'agregado' (incluso descontando la deuda intra-estatal) no habría cambios sustanciales en el desendeudamiento regional y argentino. Los Gobiernos habrían simplemente sustituido la nominalidad de la deuda pública, sin modificar estructuralmente el nivel del endeudamiento, y por ende su sustentabilidad. Por ejemplo, Borensztein *et al* (2007) afirman:

²⁰ Para una aplicación de este índice en Argentina durante los años 2000 ver Amico, Fiorito y Zelada (2012).

‘Es importante utilizar datos sobre la deuda pública total, que es una medida más completa, dado que algunos observadores, al centrarse exclusivamente en la deuda externa [léase en su caso, bajo ley extranjera], llegaron a la conclusión (errónea) de que en América Latina está disminuyendo la deuda pública. En realidad, la contracción que está ocurriendo en los cocientes de deuda externa en los países de la región suele compensarse con un incremento de la deuda interna [léase en su caso, bajo ley doméstica]. Considerando todos los aspectos, el nivel promedio actual de la deuda pública de la región es similar al que prevalecía a principios de la década de 1990’ (Borenztein, Levi Yeyati y Panizza 2007, pp. ix)

A pesar de la clasificación utilizada por estos autores (por legislación), efectivamente el desendeudamiento latinoamericano en moneda extranjera ha sido acompañado, en algunos casos (no es el argentino), por un aumento de la DPMD con terceros. Sin embargo, este eventual cambio en la composición de la deuda, sin grandes alteraciones en el nivel agregado del endeudamiento en términos de PBI, está lejos de reflejar un continuismo cualitativo en la estructura de las finanzas públicas. Veamos.

Realicemos el siguiente ejercicio a fin de ilustrar el núcleo del problema que se quiere enfatizar. Supongamos que estamos ante dos economías periféricas, A y B, que tienen exactamente la misma relación deuda pública sobre PBI, digamos 50%, con iguales plazos de vencimientos, tasas de interés y recaudación tributaria. Asimismo, para facilitar el razonamiento asumamos que el sector privado no tiene deuda. En principio, podríamos decir que la sustentabilidad de la deuda pública es equivalente en ambos casos. Sin embargo, asumamos ahora (Cuadro 4) que las composiciones de la deuda pública no son iguales, es decir, ambos tienen diferentes participaciones de la DPMD y DPME en la deuda pública total (D).

| | País A | País B |
|---|------------------------|------------------------|
| Deuda sobre Producto | $\frac{D}{Y} = 0,5$ | $\frac{D}{Y} = 0,5$ |
| Composición de la Deuda sobre la Deuda Total | $\frac{DPMD}{D} = 0,6$ | $\frac{DPMD}{D} = 0,4$ |
| | $\frac{DPME}{D} = 0,4$ | $\frac{DPME}{D} = 0,6$ |

Cuadro 4: ratio deuda sobre producto y composición de la deuda por moneda.

Con un mínimo criterio sobre las implicancias que tiene la DPME sobre la balanza de pagos, se podría inferir que el país A está en una situación más favorable porque tiene

una participación de la DPME del 40%, mientras la del país B del 60%. Sin embargo, como los servicios de la DPME se validan con moneda extranjera, lo que importa observar al momento del pago son las disponibilidades divisas del Banco Central y no la recaudación tributaria (que es en moneda doméstica, lógicamente). De tal forma, vamos a suponer que el país B tiene un margen externo más robusto que el país A (Cuadro 5). Esto significa que la relación DPME sobre reservas internacionales es mayor en A que en B. Dados nuestros ejemplos, significa que la ‘deuda neta’ en moneda extranjera (deuda menos reservas) es negativa en A y positiva en B. En otros términos, el mayor endeudamiento absoluto en moneda extranjera de B termina siendo más sustentable que el de A.

| | País A | País B |
|---|------------------------|------------------------|
| Deuda en moneda extranjera sobre Reservas Internacionales | $\frac{DPME}{R} = 1,2$ | $\frac{DPME}{R} = 0,8$ |
| Deuda en moneda extranjera menos Reservas Internacionales (Deuda Neta) | Positiva | Negativa |

Cuadro 5: ratio deuda en moneda extranjera sobre reservas internacionales y deuda neta.

La moraleja de nuestra comparación imaginaria es que habría que prestar atención en los indicadores estrictamente financieros en moneda extranjera para analizar la sustentabilidad del endeudamiento de una economía. El ratio deuda sobre producto (D/Y), utilizado comúnmente como indicador general, en realidad, presenta poca información sobre la sustentabilidad financiera del endeudamiento pues omite tanto la nominalidad de las obligaciones como la capacidad de pago en divisas. Asimismo, la composición de la deuda no aporta mucha información sino no se mide en términos de las reservas internacionales, o de las exportaciones, ya que éstas son en última instancia la fuente genuina de ingreso de divisas.

Así, observando la Figura 1, aun con un crecimiento absoluto, el ratio ‘deuda externa total’ (*proxy* de la deuda pública y privada con no residentes en moneda extranjera) sobre reservas internacionales y exportaciones indica con claridad un *proxy* del mejoramiento de la sustentabilidad del grueso del endeudamiento en moneda extranjera en América Latina y el Caribe.

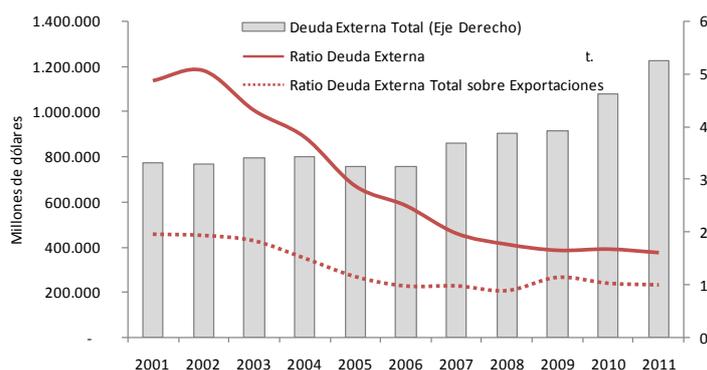


Figura 1: Stock de la Deuda Externa Total en América Latina y el Caribe (Eje izquierdo). Ratios Deuda Externa Total (pública y privada) sobre Exportaciones y Reservas Internacionales (Eje derecho) en América Latina y el Caribe
Fuente: FMI y CEPAL.

Luego de lo señalado y observando la Figura 2, se puede entender mejor por qué los países más desarrollados, en este caso el G7, aún con ratios de deuda pública-PBI muy superiores y con tendencias crecientes en comparación a América Latina y el Caribe continúan teniendo riesgos de *default* inexistentes. Esto ocurre porque se tratan de países que emiten deuda en su propia moneda, con algún matiz para el caso de Alemania por las particularidades de la Eurozona²¹. Por tales motivos, se pueden combinar altísimos ratios de deuda-PBI con bajas o nulas deudas en moneda extranjera.

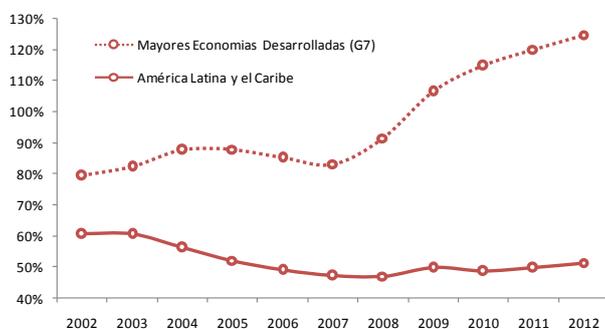


Figura 2: Deuda Bruta del Gobierno General como porcentaje del PBI en América Latina y el Caribe y las Mayores Economías Desarrolladas (G7: Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos)²²
Fuente: FMI

²¹ Es importante mencionar que los países 'centrales' europeos, particularmente Alemania, no pueden compararse con los 'periféricos' como Grecia, España o Portugal. Si bien formalmente ninguno controla directamente el Banco Central Europeo, no es casual que las decisiones de política monetaria se tomen en Frankfurt. En este sentido, Alemania tendría la decisión de monetizar su deuda pública en última instancia. Este concepto se pudo visualizar ante los rumores de una reducción de la zona euro hacia los países 'centrales'.

²² Según el FMI: 'El sector gobierno general comprende todas las unidades gubernamentales y todas las ISFL [instituciones sin fines de lucro] no de mercado que son controladas o financiadas principalmente por unidades gubernamentales' (FMI, 2001)

Una vez planteados estos problemas resultan evidentes las limitaciones del análisis de Reinhart y Rogoff (2009):

‘¿Por qué los Gobiernos de los mercados emergentes tienden a cometer impagos a niveles tan asombrosamente bajos de endeudamiento o de proporción de deuda respecto al PBI?’ (Reinhart y Rogoff 2011[2009], p. 145)

‘...la voluntad para pagar, más que la capacidad para hacerlo, acaba por ser la causa principal de la morosidad de un país (...) [Según sus propios datos] más de la mitad de los impagos cometidos por países con ingresos medios han ocurrido a niveles de deuda externa [léase en su caso, bajo ley extranjera] respecto al PBI por debajo del 60%, cuando, bajo circunstancias normales, mantener un nivel constante de deuda respecto al PBI, capacidad por lo general vista como indicador importante de sustentabilidad, requeriría el pago de los intereses reales de un pequeño porcentaje de los ingresos’ (Reinhart y Rogoff 2011 [2009], p. 81)

Estos autores, como la Corte de Apelaciones de Nueva York, parecen ignorar que casi la totalidad del servicio de la deuda pública con ley extranjera de los países periféricos se paga en moneda extranjera²³. De allí que los países de ‘ingresos medios’ parezcan tener una mayor ‘intolerancia a la deuda’ que los países de altos ingresos. En otras palabras, de allí que los Gobiernos de los mercados emergentes tiendan a incumplir sus contratos antes de alcanzar, por ejemplo, el límite superior de 60% de ratio deuda-PBI que establece el ya conservador Tratado de Maastricht.

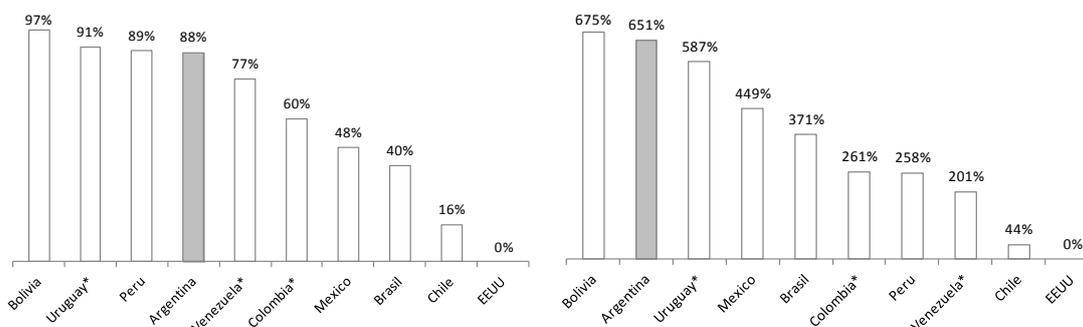
5.2. Un contexto regional e internacional

En América Latina, la deuda pública, particularmente la llamada ‘deuda externa’, ha sido un problema macroeconómico recurrente a partir de los años 80`. La denominada ‘crisis de la deuda’ tuvo su desencadenante con el *default* mexicano de 1982, aunque en realidad la causa primaria se remonta a la decisión de Paul Volcker, entonces presidente de la Reserva Federal, de aumentar la tasa de los Fondos Federales de un promedio de 11,2% en 1979 a casi 20% en junio de 1981²⁴ (implicando también un aumento de la tasa real de interés).

²³ A fines de agosto de 2013, en el marco de los litigios que Argentina enfrenta con los llamados ‘fondos buitres’, la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito de Nueva York afirmó que Argentina es un ‘deudor recalcitrante’ que tiene un ‘largo historial de no pagar sus deudas’. Ante esta declaración despectiva, la Presidenta argentina respondió públicamente que ‘más que deudores recalcitrantes, somos pagadores seriales’ haciendo alusión a los significativos montos desembolsados por el Gobierno argentino en concepto de intereses y amortizaciones de capital en el cumplimiento de sus obligaciones desde la reestructuración de la deuda en 2005.

²⁴ La intención de este cambio radical en la política monetaria norteamericana era terminar con el proceso de ‘estanflación’ en EEUU. Sin embargo, lejos de tratarse de un escenario de inflación de demanda, la inflación norteamericana de este periodo puede ser explicada por el lado de los costos: aumentos de impuestos (pasados a precios), devaluaciones competitivas y shock del petróleo. De esta

En el caso argentino, esta problemática ha adquirido una mayor notoriedad por el nivel relativo del endeudamiento y la frecuencia de los incumplimientos de los contratos, siendo el default de 2001 el caso más reciente. Según la reconstrucción de datos de la base CLYPS²⁵, que cuenta para el período 1994-2004, Argentina ha mantenido una alta fragilidad financiera soberana en relación al resto de América Latina. Observando las Figuras 3 y 4, Argentina ocupó durante este período el cuarto lugar de mayor fragilidad en términos del porcentaje promedio de la DPME en el total de la deuda pública. Sin embargo, sólo antecedida por Bolivia, ha tenido de los peores ratios de DPME sobre reservas internacionales (6,5 veces las reservas internacionales en promedio), confirmando las limitaciones estructurales que tuvo nuestra economía y que explican en gran parte el *default* de 2001. Naturalmente, en ambas figuras los porcentajes en Estados Unidos son cero porque toda su deuda pública esta emitida en su propia moneda.



*Figuras 3 y 4: Porcentaje de la Deuda Bruta del Gobierno Central denominada en Moneda Extranjera en el Total de la Deuda Bruta del Gobierno Central. Relación Deuda Bruta del Gobierno Central denominada en Moneda Extranjera sobre Reservas Internacionales. Promedio 1994-2004 (*1996-2004)*
Fuente: CLYPS

En las últimas décadas, la calidad del endeudamiento latinoamericano ha estado caracterizada fuertemente por contratos en moneda extranjera, bajo ley extranjera y con no residentes, tales como los préstamos bancarios internacionales de los 80' o los préstamos de organismos internacionales de crédito que se profundizaron en los 90'. Sin embargo, a partir de la crisis de la deuda y el 'plan Brady' se desarrollaron

manera, si acordamos con que aquella inflación no fue un fenómeno monetario, podemos entender que el aumento de la tasa de los fondos federales fue una medida regresiva en términos de la distribución del ingreso en EE.UU. y de gran impacto negativo para la estabilidad financiera regional.

²⁵ CLYPS hace alusión a las iniciales de sus recopiladores de datos: Cowan, Kevin - Levy Yeyati, Eduardo - Panizza, Ugo and Sturzenegger, Federico. La ventaja de la base CLYPS es que permite observar la nominalidad de la deuda, a diferencia de la contabilidad convencional como analizaremos más adelante.

mercados de títulos públicos, básicamente, denominados en moneda extranjera y con poca participación de aquellos emitidos bajo ley nacional.²⁶

Varios autores han intentado dar cuenta de estos fenómenos. Eichengreen y Hausmann (1999) han denominado ‘pecado original’ de los países subdesarrollados a la incapacidad de éstos para endeudarse con extranjeros en su propia moneda²⁷. Asimismo, según Frenkel (2001, 2004), las estructurales altas primas de ‘riesgo país’ han sido características propias de la ‘integración segmentada’ de las economías emergentes a la globalización financiera. Por último, Patnaik (2002) afirma que en las economías periféricas opera una ‘tendencia secular’ a la devaluación de sus propias monedas ya que los capitales tienden crónicamente a refugiarse en las monedas dominantes.

El proceso de industrialización latinoamericano ha estado históricamente limitado por la balanza de pagos, los consecuentes procesos devaluatorios, y por ende, inflacionarios. Por ello, en contextos de fragilidad financiera y de débiles o inexistentes mercados de futuros, los acreedores extranjeros y residentes han intentado históricamente protegerse de los riesgos cambiarios y jurídicos realizando contratos de préstamos en moneda extranjera y bajo ley extranjera.

²⁶ Es importante mencionar que el período de escasa movilidad de capitales y endeudamiento externo desde el final de la segunda guerra mundial hasta mediados de los años 70s ha sido una excepción a la regla que, por supuesto, no ha sido una característica exclusiva del sector externo argentino sino capitalismo global (Reinhart y Rogoff 2011) Dicho de otro modo, en los últimos dos siglos, tres grandes ciclos de endeudamiento externo han estado mediados por el periodo mencionado. Por ello, el ‘plan Brady’ puede ser entendido como un resurgimiento de lo que fue históricamente el patrón dominante de financiamiento externo. Como sostiene Jorge Gaggero, ‘el primer gran endeudamiento argentino ocurrió pocos años después de la Revolución de Mayo, pero no difirió de lo sucedido en otros países latinoamericanos. Aquello muestra un particular comportamiento en la metrópoli, es decir la Londres de la época, muy similar a la conducta de Nueva York en 1990 (...) Napoleón había sido derrotado en 1815, de modo que la paz liberó una gran capacidad económica en las potencias vencedoras, así como en 1990 la caída de la Unión Soviética generaría una visión de fin de la historia. Hacia 1820 ocurría la liberación de los recursos que habían estado concentrados en el esfuerzo bélico. Los ingleses habían estado colocando sus ahorros en los bonos que el Tesoro emitía para financiar la guerra contra Napoleón. Al cesar la lucha, el Estado británico no necesitó más fondos, de manera que redujo la renta – que antes era de un 5 por ciento anual– y ofreció precancelaciones. Paralelamente, países como Grecia o Austria, necesitados de financiación, emitieron bonos soberanos, atrayendo el dinero fresco de los ingleses con sus mayores tasas. Latinoamérica se coló en ese proceso, porque años antes de la batalla decisiva de Ayacucho, librada en 1824, se consideraba muy probable la victoria de las fuerzas independentistas. Inglaterra, que no respaldaba oficialmente la liberación de las colonias españolas, alentaba su lucha y dejó florecer un mercado de bonos’ (Pagina 12, 21/04/04)

²⁷ En el trabajo original de Eichengreen y Hausmann (1999) el término ‘pecado original’ es utilizado en dos sentidos: incapacidad de endeudamiento en moneda propia e incapacidad de endeudamiento a largo plazo. Sin embargo, en trabajos subsecuentes los autores concluyeron que, en realidad, las dificultades para emitir deuda en el largo plazo eran un resultado de la incapacidad de emitir deuda en moneda propia. Por lo tanto, el ‘pecado original’ está más vinculado a la nominalidad monetaria que a la madurez (Eichengreen, Hausmann y Panizza 2003)

Sin embargo, estas características propias de América Latina y demás economías subdesarrolladas parecen haber sufrido un cambio en los últimos años. Varios países sudamericanos y periféricos, siendo Brasil un caso emblemático, han ingresado a una fase novedosa. Por ejemplo, aún con déficit de cuenta corriente, Brasil ha conseguido desdolarizar (e incluso desindexar) su deuda pública y acumular al mismo tiempo importantes reservas internacionales. En otras palabras, por primera vez, varios países emergentes han conseguido desendeudarse en moneda extranjera y endeudarse en moneda propia en un marco de entradas netas de capitales (Jeanneau y Tovar 2008; Miyajima *et al* 2012; Akyuz 2012). Según el Banco Central de la República Argentina (2013):

‘En estas naciones se evidenció una significativa mejora macroeconómica, que incluyó, entre otros indicadores, fuertes tasas de crecimiento, menor inflación, mejora en el frente fiscal y en el perfil y la composición de la deuda – en el marco de un proceso de emisiones en monedas locales en varias economías en desarrollo-. Además, se observó una importante acumulación de reservas internacionales en un escenario de presiones hacia la apreciación de las monedas de los países emergentes. Todo ello, se tradujo en un menor riesgo percibido para estas economías en los mercados financieros. Así, durante buena parte de la década pasada se dieron incrementos en los flujos de capitales hacia las naciones en desarrollo y una mejora en las cotizaciones de sus activos financieros’ (Informe Macroeconómico y de Política Monetaria del BCRA, Octubre de 2013, p. 22-23)

En la siguiente Figura 5 podemos observar los flujos de capitales hacia América Latina en los últimos 20 años. A grandes rasgos, se pueden observar los ciclos de los 90 y 2000, es decir, el segundo y tercer *boom* de capitales para mercados emergentes (Akyuz, 2012)²⁸.

²⁸ El primer *boom* estuvo asociado a los ‘petrodólares’ de la década del 70.

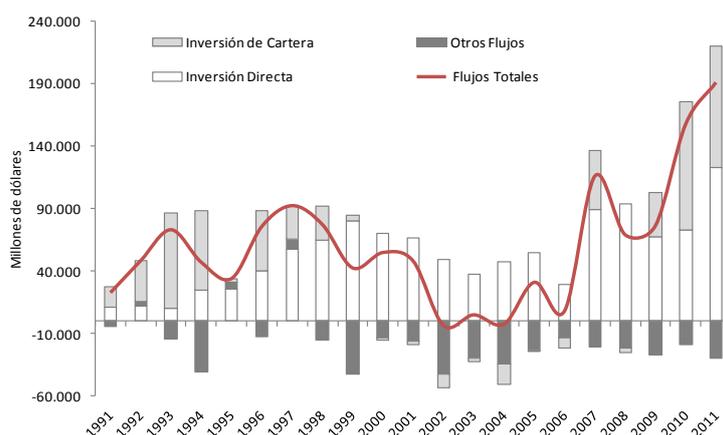


Figura 5: Flujos netos de capital de corto y largo plazo hacia América Latina
Fuente: CEPAL

En el pasado, los procesos de endeudamiento en moneda extranjera y de ‘dolarización’ de las carteras privadas domésticas han expresado contextos de crónicos déficits en cuenta corriente como contracara parcial de los problemas estructurales del subdesarrollo. Es cierto que, en muchas oportunidades, los ciclos financieros internacionales permitieron a los países periféricos receptores atraer capitales por encima de sus necesidades directas de financiamiento de la cuenta corriente, acumulando así reservas internacionales como fue, por ejemplo, el caso argentino luego de la crisis mexicana de 1995 (Medeiros 2008; Frenkel y Rapetti 2009; Frenkel 2013; De Lucchi 2012; 2013). Sin embargo, el financiamiento externo se desarrolló en un marco de dolarización de pasivos de las economías receptoras lo que potenciaba aún más los problemas de balanza de pagos cuando el ciclo financiero se revertía.

Claramente, a partir de 2008, las economías sudamericanas parecían retornar a una estructura de la balanza de pagos similar a la de los años noventa, pero bajo características distintas. Según Frenkel (2013):

‘¿Representan estas tendencias de los déficits de cuenta corriente una amenaza de crisis futura similar a las que representaron en el pasado? De hecho, el mercado financiero internacional no percibe esos resultados como una indicación de riesgo creciente. Los ingresos de capitales son importantes y las primas de riesgo permanecen bajas. En el pasado, como fue mencionado arriba, los auges de ingresos de capital tuvieron finales críticos cuya causa inmediata fue la insostenibilidad de las deudas externas resultantes de déficits persistentes en las cuentas corrientes (...) Los contextos actuales son diferentes. Por un lado, la diferencia que establece la disponibilidad de grandes reservas y los regímenes cambiarios de flotación administrada. Pero también, por otro lado, por los

cambios en las relaciones de deuda externa y en las estructuras de las cuentas corrientes que tuvieron lugar en los años 2000' (Frenkel 2013, p. 16-17)

El desendeudamiento regional de la última década estuvo asociado a una combinación de factores internacionales y de política económica doméstica. En cuanto a los factores externos, en primer lugar, la región experimentó un mejoramiento de los términos de intercambio. En las décadas que precedieron el ascenso industrial de China e India, la estructura del intercambio internacional parecía reflejar la tesis Prebisch-Singer según la cual los términos de intercambio de las materias primas tendían a deteriorarse en relación a los productos manufacturados. Sin embargo, a partir de los 2000 las economías latinoamericanas parecerían desafiar estos viejos presupuestos (Crespo y De Lucchi, 2011) Por un lado, las crecientes mejoras de productividad experimentadas por las actividades industriales localizadas en China, sumadas a enormes economías de escala y salarios relativos bajos en términos internacionales han mantenido bajos los costos industriales en comparación con los costos que afectan la elaboración de materias primas. Por otro lado, los precios de las *commodities* han estado aumentando tendencialmente en forma significativa²⁹. En las Figuras 6 y 7 podemos observar tanto la evolución de los términos de intercambio como su impacto en la balanza comercial regional.

²⁹Existen varias explicaciones sobre el aumento de los precios de los *commodities*. Esta bastante difundida la idea de que, básicamente, la demanda de China ha presionado lo suficiente. También, otros afirman que se ha desarrollado un ciclo especulativo en el marco de la financiarización global (Wray, 2008). Por último, están quienes enfatizan las determinaciones de los precios por los costos de producción. La combinación de cierto resurgimiento del nacionalismo por los recursos naturales con una apreciación real colectiva (aunque no organizada) de las monedas de los países exportadores de *commodities* sería la explicación para la mejora de los términos de intercambio (Serrano, 2010). Nótese que este último argumento no es necesariamente una crítica sobre las elasticidades de las exportaciones a variaciones del tipo de cambio real en un país aislado. El punto aquí es que, dado los costos industriales internacionales, una apreciación real colectiva de las economías exportadoras de *commodities* mejoran sus términos de intercambio. De la misma manera, si todas estas economías devaluasen en términos reales empeorarían sus términos de intercambio.

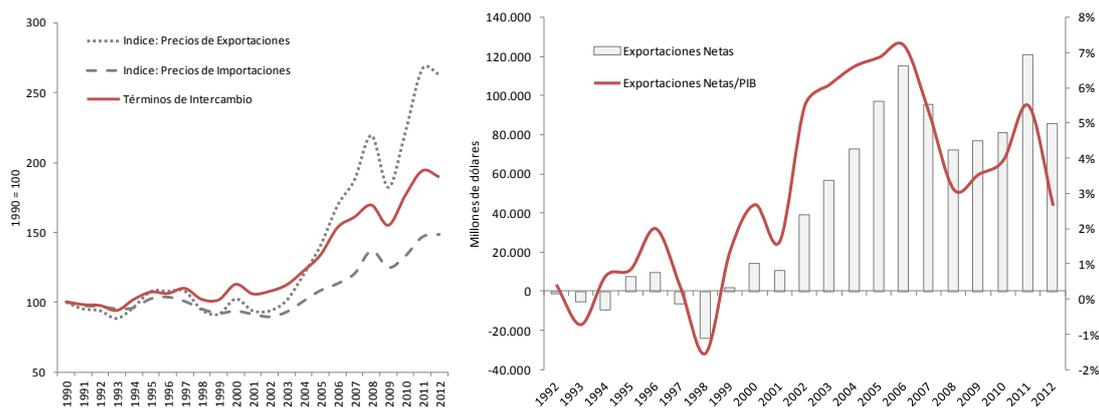


Figura 6 y 7: Índice de Precios de Exportaciones e Importaciones e Índice de los Términos de Intercambio en América Latina (incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela). Exportaciones Netas y en términos del PBI en América Latina (incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela)
Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo

En segundo lugar, a los superávits comerciales se le sumó la gran liquidez internacional a partir de 2008 con la crisis *subprime* que facilitó las entradas netas de capitales hacia las economías emergentes. Nos referimos a la política monetaria de los países centrales, fundamentalmente, la de la Reserva Federal de tasas básicas próximas a cero (*zero lower bound*) y de programas de emisión monetaria para el rescate de activos (*quantitative easing, QE*) (Figura 8)

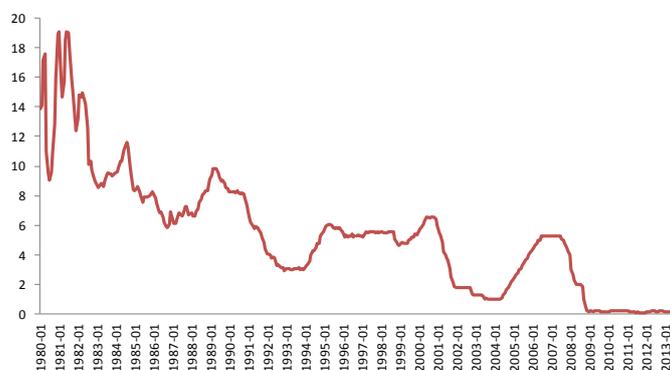


Figura 8: Tasa de los Fondos Federales (EE.UU.)
Fuente: Federal Reserve

Vale aclarar que, también apalancados por este nuevo contexto internacional se registraron entradas de capitales de largo plazo, como inversiones extranjeras directas (IED), pese a que esta vez no han estado atraídas por las privatizaciones de los años 90³⁰. De esta forma, en la Figura 9 podemos apreciar la notable acumulación de

³⁰ Es importante notar que, aparentemente, habría un vínculo entre los flujos de capitales de corto plazo y la IED cuando se aplican controles de capitales de corto plazo. En determinadas circunstancias, para evadir los controles de capitales, ciertos inversores extranjeros redoblan la apuesta en términos de

reservas internacionales de América Latina en la última década, tanto en términos absolutos como relativos al PBI.

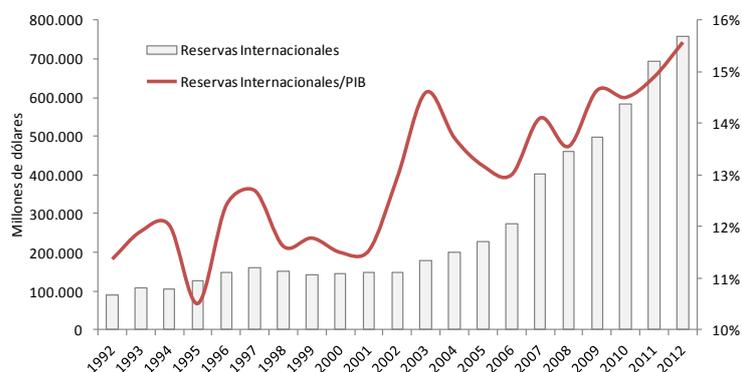


Figura 9: Stock de Reservas Internacionales y en términos del PBI en América Latina (incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela)
Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo

Sin embargo, no todo se debe a factores internacionales. En cuanto a los factores internos, aunque influenciados por este contexto internacional, se encuentra la política cambiaria y monetaria en los países latinoamericanos. Por un lado, observamos el abandono de los regímenes de cambio fijo. Los regímenes de flotación administrada han contribuido a la estabilidad cambiaria de la región, pues permiten flexibilizar el tipo de cambio nominal para neutralizar parcialmente los shocks externos. Un régimen de flotación administrada permite controlar una devaluación nominal con posturas vendedoras del Banco Central, y así, evitar los típicos procesos de *overshooting* (Frenkel 2013, p. 15).

De todas maneras, nótese que estos regímenes de flotación administrada han tenido diferentes orientaciones macroeconómicas en su concepción. En la región, se han combinado los casos de *inflation targeting* (Brasil, Colombia, Chile y Perú) con regímenes cambiarios aparentemente orientados a perseguir un tipo de cambio real, competitivo y estable, TCRCE, (Argentina), por lo menos hasta 2007 según cierto consenso entre economistas neo-desarrollistas (Curia 2011)³¹

desembolsos y plazos al punto de ingresar en la categoría IED ‘fusiones y adquisiciones’ cuando la inversión supera el 10% del capital de la empresa. El caso de Brasil puede ser instructivo en este aspecto.

Por otro lado, la IED ‘Greenfield’ parece estar más asociada a la evolución de la economía receptora. En este sentido, estas inversiones podrían entenderse como endógenas al crecimiento económico (Arceo & De Lucchi 2012)

³¹ De cualquier manera, durante la última década, todos los países de la región han sufrido persistentes apreciaciones del tipo de cambio real (TCR). En el caso argentino, la paradoja radica en que, a pesar de mantener el nivel de TCR más competitivo de la región, su tasa de apreciación (la tasa de decrecimiento del TCR) ha sido, por momentos, más pronunciada en términos relativos. Por último, se podría decir que

Por otro lado, la política monetaria orientada, consciente o no, a mantener diferenciales de rendimientos positivos parece ser una condición necesaria para que puedan operar plenamente los factores externos. Las entradas netas de capitales de corto plazo, en una economía abierta y pequeña (donde no se debería asumir ni perfecta movilidad de capitales ni perfecta sustituibilidad de activos) están largamente determinadas por las diferencias entre los rendimientos nominales externos e internos en moneda extranjera (Ver ANEXO I). Como observamos en la Figura 10, a partir del *GBI-EM Global Diversified Index* del JP Morgan podemos visualizar por separado los rendimientos de los bonos soberanos (en moneda doméstica) de los rendimientos asociados a la tasa apreciación nominal del tipo de cambio en un grupo de mercados emergentes seleccionados.

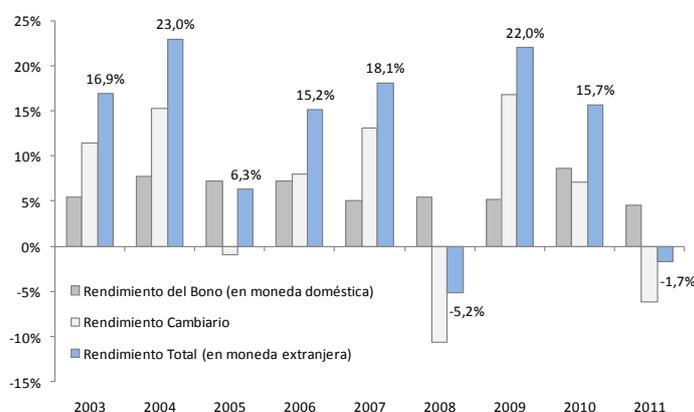


Figura 10: Rendimientos nominales totales (medidos en dólares) de los bonos soberanos denominados en moneda doméstica de mercados emergentes: el 97% del GBI-EM está compuesto por Brasil, México, Colombia, Polonia, Rusia, Hungría, Sudáfrica, Turquía, Indonesia, Malasia y Tailandia³².

Fuente: JP Morgan, Investec Asset Management, GBI-EM Global Diversified Index (dic. 2002 –dic. 2011)

5.3. Argentina

En general, los desacuerdos en torno al análisis del desendeudamiento argentino se remiten a un problema conceptual. Algunos analistas sostienen que el llamado ‘desendeudamiento’ ha sido simplemente un eslogan político vacío de contenido a

la apreciación real en el grupo de los países que adoptaron regímenes de metas de inflación estuvo básicamente impulsada por la apreciación nominal del tipo de cambio debido a las entradas netas de capital. En cambio, en los casos de Argentina y Venezuela, por ejemplo, la apreciación real estuvo básicamente impulsada por la inflación.

³² Nótese que los periodos de significativa devaluación cambiaria, y por lo tanto, caída de los rendimientos totales en dólares fueron 2008 y 2011, esto es, coincidentes con los ‘vuelos a la calidad’ producto de las crisis del *Lehman Brothers* y la de la periferia europea, respectivamente.

partir de la observación de los niveles absolutos de la deuda pública total (Figura 11 y Cuadro 6).

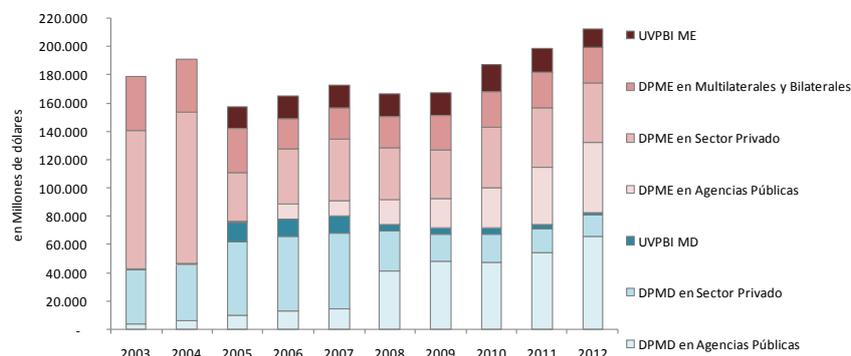


Figura 11: Deuda del SPNF en moneda doméstica y extranjera, y desagregada en valores absolutos (medida en dólares) según el tipo de acreedor.

Fuente: MECON

| En millones U\$S | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Agencias Públicas* | 3.957 | 6.592 | 11.863 | 24.458 | 26.854 | 61.513 | 70.712 | 77.145 | 95.662 | 115.755 |
| DPMD | 3.683 | 6.320 | 10.671 | 13.363 | 15.167 | 41.880 | 48.427 | 47.378 | 54.547 | 65.783 |
| DPME | 274 | 272 | 701 | 10.337 | 10.654 | 17.792 | 20.720 | 28.681 | 40.154 | 49.108 |
| UVPBIMD | - | - | 14 | 33 | 38 | 1.074 | 820 | 346 | 273 | 310 |
| UVPBIME | - | - | 478 | 725 | 995 | 767 | 746 | 739 | 688 | 553 |
| Sector Privado | 136.588 | 147.511 | 113.938 | 118.610 | 123.663 | 83.521 | 72.549 | 85.274 | 77.481 | 72.481 |
| DPMD | 39.343 | 40.341 | 51.482 | 52.187 | 53.208 | 27.439 | 19.167 | 20.371 | 16.890 | 15.276 |
| DPME | 97.246 | 107.170 | 34.193 | 38.881 | 43.521 | 36.826 | 34.566 | 43.109 | 41.912 | 42.130 |
| UVPBIMD | - | - | 13.590 | 12.732 | 11.831 | 3.807 | 3.235 | 3.509 | 2.754 | 1.616 |
| UVPBIME | - | - | 14.674 | 14.810 | 15.103 | 15.450 | 15.582 | 18.284 | 15.925 | 13.459 |
| Multilaterales y Bilaterales | 38.275 | 37.192 | 31.584 | 21.958 | 22.179 | 22.039 | 24.241 | 24.791 | 25.460 | 25.167 |
| DPMD | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| DPME | 38.275 | 37.192 | 31.584 | 21.958 | 22.179 | 22.039 | 24.241 | 24.791 | 25.460 | 25.167 |
| UVPBIMD | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| UVPBIME | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Deuda SPNF | 178.821 | 191.296 | 157.385 | 165.026 | 172.696 | 167.073 | 167.502 | 187.209 | 198.603 | 213.402 |
| DPMD | 43.026 | 46.662 | 62.153 | 65.549 | 68.375 | 69.318 | 67.593 | 67.749 | 71.437 | 81.059 |
| DPME | 135.795 | 144.634 | 66.477 | 71.176 | 76.354 | 76.657 | 79.526 | 96.581 | 107.526 | 116.405 |
| UVPBIMD | - | - | 13.603 | 12.765 | 11.870 | 4.881 | 4.055 | 3.856 | 3.027 | 1.927 |
| UVPBIME | - | - | 15.152 | 15.535 | 16.097 | 16.217 | 16.327 | 19.023 | 16.613 | 14.012 |

*BCRA, FGS, BNA y otras agencias

Cuadro 6: Deuda del SPNF por denominación monetaria (MD, doméstica y ME, extranjera) y desagregada en valores absolutos (medidos en dólares) según el tipo de acreedor. Incluye las Unidades Vinculadas al PBI (UVPBI)

Fuente: MECON

Observando la evolución del stock agregado de la deuda del Sector Público No Financiero (SPNF) en términos absolutos, sin discriminar la denominación monetaria y las tenencias de las agencias públicas, vemos que la misma ha crecido lo suficiente como para que, a partir de 2011, se supere el pico de 2004. Por esta razón, los análisis 'críticos' afirman que en realidad existió un proceso de mayor endeudamiento

público que incluso ha superado el endeudamiento previo a la reestructuración de 2005.

Como el lector ya puede notar, solo analizando stocks, mezclando las monedas y acreedores se puede llegar a tal conclusión. Por ello, comencemos a reordenar los datos a partir de nuestro enfoque

5.3.1. Desendeudamiento en moneda extranjera

Como observamos en la Figura 12 el stock de DPME (con terceros) se reduce fuertemente luego de la reestructuración de 2005 para luego estabilizarse. Es importante remarcar que, aun no siendo ‘técnicamente’ correcto, incorporamos a la DPME las Unidades Vinculadas al PBI en moneda extranjera como parte del stock de deuda por sus implicancias macroeconómicas (Ver ANEXO II). Sin embargo, el ratio de DPME sobre reservas internacionales presenta una mayor reducción. Entre 2003-2012 y 2005-2012 el ratio se redujo un 81% y 36%, respectivamente. De la misma forma, el ratio sobre exportaciones presenta una importante mejora a partir de la reestructuración de 2005, y sobre todo, continúa levemente mejorando hacia el final de la serie

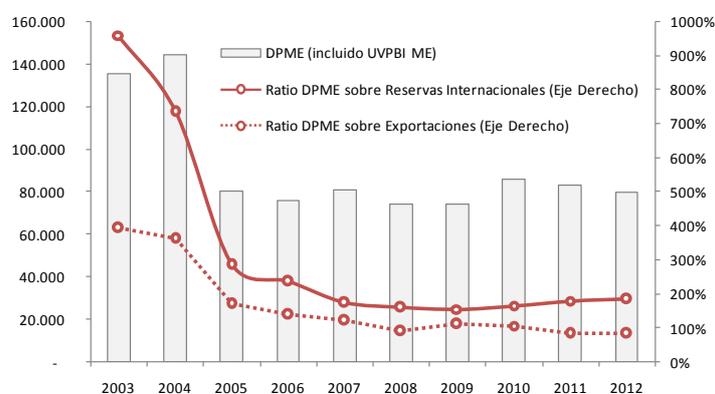
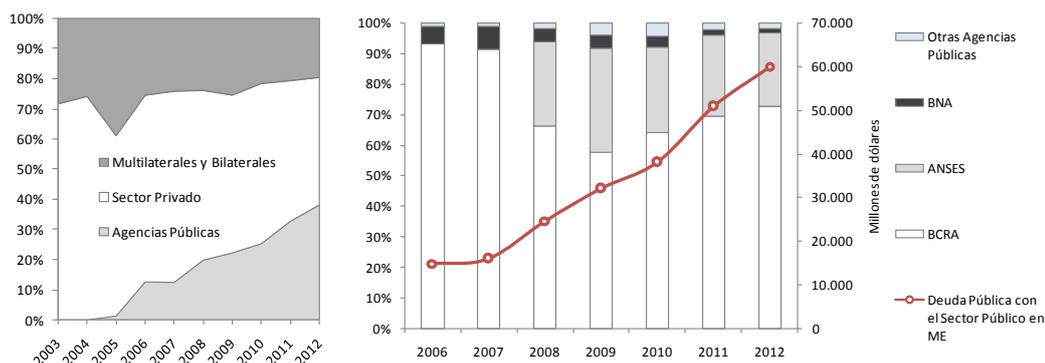


Figura 12: Stock de deuda del SPNF en moneda extranjera en manos de sector privado, organismos multilaterales y bilaterales (Eje Izquierdo). Ratio Deuda del SPNF (en moneda extranjera y en manos de terceros) sobre Reservas Internacionales y exportaciones (Eje Derecho).

Fuente: MECON

Asimismo, como se observa en las Figuras 13 y 14 la participación de la deuda intra-estatal en el total pasó del 1% en 2003 al 38% en 2012 aumentando también en términos absolutos. En cuanto a la distribución de la deuda intra-estatal, la participación del BCRA ha sido mayoritaria.



Figuras 13 y 14: Distribución de la deuda del SPNF en moneda extranjera según el acreedor. Participación de las Agencias Públicas en las tenencias de la deuda del SPNF en moneda extranjera. Stock de deuda del SPNF en moneda extranjera en manos de Agencias Públicas (medida en dólares).

Fuente: MECON

En términos de la contabilidad convencional de la balanza de pagos (según la residencia), podemos observar en la Figura 15 la participación de la deuda pública ‘externa’ (con no residentes) e ‘interna’ (con residentes privados) denominada en moneda extranjera en el total de la deuda del SPNF en moneda extranjera. Obviamente, la deuda intra-estatal también está descontada en este caso. Sin embargo, por falta de datos según la residencia de los privados no incluimos a las Unidades Vinculadas al PBI.

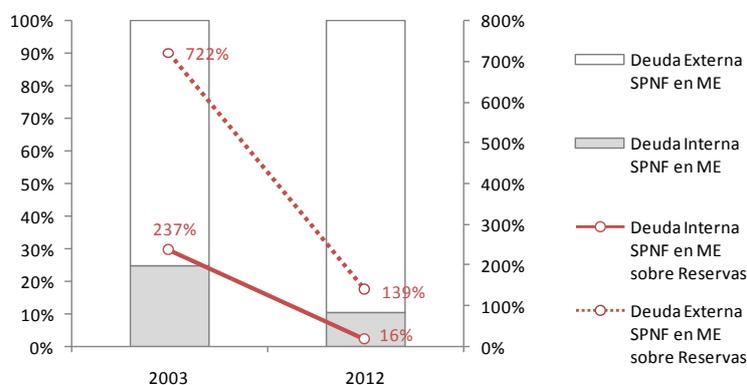


Figura 15: Participación de la Deuda Pública ‘Externa’ e ‘Interna’ en el total de la Deuda del SPNF con Terceros (excluyendo las UVPBI en moneda extranjera). Ratios deuda pública externa e interna sobre reservas internacionales (Eje Derecho).

Fuente: MECON

Esto significa que en los últimos 3 años, la deuda pública en moneda extranjera con privados residentes representó un 10% en promedio del total de la deuda del SPNF en moneda extranjera (sin contar las UVPBI en ME). En otras palabras, la deuda en moneda extranjera con no residentes ha ganado participación porque han ganado participación las agencias públicas entre los residentes como muestra la Figura 16.

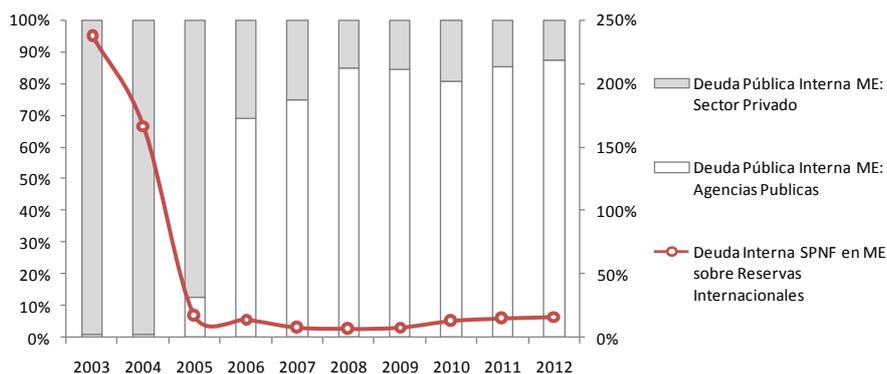


Figura 16: Participación de las Agencias Públicas y el Sector Privado residente en la tenencia de la Deuda del SPNF en moneda extranjera con residentes.

Fuente: MECON

Naturalmente, esto es un indicador positivo tomando en cuenta el punto de partida en 2004, pero también plantea una limitación. El margen de absorción de deuda en moneda extranjera por parte de las agencias públicas se ha reducido tan solo al 10 por ciento del total. En otras palabras, la posibilidad recomprar deuda en moneda extranjera en el mercado secundario local (a través de transacciones en moneda doméstica) se ha reducido significativamente.

Los datos que hemos presentado marcan un avance significativo en términos de la fragilidad financiera del Gobierno, sobre todo, teniendo en cuenta la historia del endeudamiento argentino de las últimas décadas. Sin embargo, algunos economistas han confundido esta notable mejoría con la superación del problema. Por ejemplo, Miguel Bein afirmaba en 2009:

‘Si Argentina logra pasar los próximos dos años cancelando todos los vencimientos de la deuda, el problema ‘maldito’ de la deuda pública pasará a ser historia; y la discusión se trasladará final y merecidamente a la reconstrucción de las instituciones del propio Estado (determinante de la tasa de crecimiento potencial), instalando la agenda larga del desarrollo económico y social’ (*Estudio Bein & Asociados*, 5 de Mayo de 2009)

No obstante, todavía los *niveles*, y ya no las *tasas de decrecimiento* de los ratios de deuda pública, continúan siendo significativos. Como vimos, en 2012, los ratios DPME sobre reservas internacionales y exportaciones fueron 185% y 84%, respectivamente. El peso de la DPME (las amortizaciones y los intereses) continúa siendo un aspecto relevante para el sector externo argentino. Si proyectamos los desembolsos que el Gobierno debe afrontar durante los próximos diez años en concepto de vencimiento de intereses y capital, vemos que las limitaciones de la DPME no han sido plenamente superadas (Figura 17).

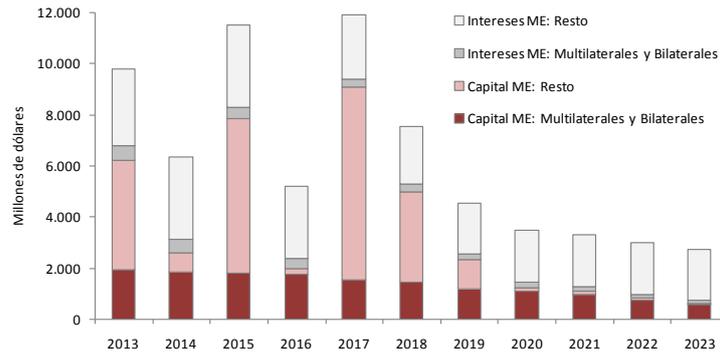


Figura 17: Perfil anual de vencimientos de capital e intereses de la deuda pública denominada en moneda extranjera (no incluye las Letras Intransferibles al BCRA)

Fuente: MECON

Naturalmente, como se trata de una proyección, no están descontadas las tenencias de las agencias públicas, aunque sí lo están las letras intransferibles del Tesoro al BCRA, pues por definición sabemos que no podrían pasar a manos privadas. Pero, por otro lado, nuevamente, como se trata de una proyección en la que no realizamos supuestos, no se están computando los eventuales desembolsos derivados de las Unidades Vinculadas al PBI (que la mayoría se encuentra en manos de terceros)

Por otro lado, desde 2007, a Argentina le imponen altos costos financieros en el exterior si tuviese que emitir deuda en moneda extranjera o refinanciar la existente. En la Figura 18 se observa la evolución del ‘riesgo país’ o EMBI de Argentina y el EMBI+ que es un indicador agregado de países seleccionados por JP Morgan (Figura 26)³³. Oportunamente, Bein (2009) supo captar esta paradoja argentina en la cual ‘conviven precios de default de la deuda pública con escenarios de no default aún sin acceso al mercado’ (Estudio Bein & Asc, 05/05/09)³⁴.

³³ Nótese que en 2007 los EMBI observados se encuentran prácticamente en el mismo nivel. Varios autores han atribuido el posterior despegue del ‘EMBI Argentina’ a las controversias en torno a las estadísticas del INDEC y a la estabilización en la acumulación de reservas internacionales.

³⁴ No obstante, es importante tener presente que las ‘calificadoras de riesgo’ están sufriendo un cuestionamiento global, sobre todo a partir de sus desempeños en los periodos previos a la crisis internacional última (Wierzbka *et al* 2008). El Gobierno argentino ha planteado estos cuestionamientos en diferentes foros internacionales.

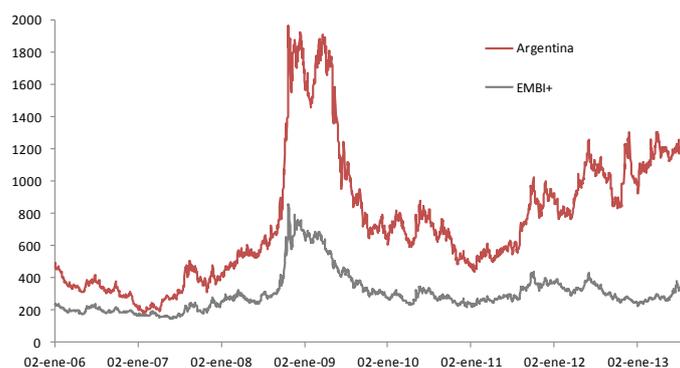


Figura 18: Indicadores de Riesgo País (EMBI) de Argentina y EMBI+
Fuente: MECON

En resumen, Argentina ha experimentado un fuerte desendeudamiento en moneda extranjera manteniéndose al margen de los mercados financieros internacionales, esto es, un desendeudamiento sustentado en los superávits de la balanza comercial y en determinadas medidas de administración de reservas internacionales. De todas formas, Argentina todavía cuenta con litigios internacionales con los llamados *holdouts*, 'fondos buitres' y el Club de París cuyas resoluciones finales presenta desafíos y escenarios inciertos.

Dicho de otro modo, si ciertas tendencias en la balanza de pagos no se revierten o se mitigan la restricción externa podría manifestarse con mayor intensidad. Por lo tanto, se corre el riesgo de que se vuelvan a cometer atajos financieros con acuerdos y negociaciones en situaciones desfavorables que, como siempre, parecen inofensivos en un principio pero se tornan en un obstáculo para el desarrollo en el futuro.

5.3.2. Desendeudamiento en moneda doméstica

En un análisis integral, el stock de DPMD (medido en dólares, con terceros e incluyendo las Unidades Vinculadas al PBI en moneda doméstica) también se ha reducido fuertemente. En términos del PBI, este desendeudamiento ha sido más marcado. Como muestra la Figura 19, a diferencia de la evolución de la DPME, durante la reestructuración de 2005 la DPMD aumentó como parte del proceso de 'pesificación' de los pasivos del Gobierno para luego estabilizarse en niveles similares hasta 2007. Por supuesto, este fenómeno ha sido un reflejo de la mejoría relativa con respecto al pasado en la calidad del endeudamiento público. En términos del PBI, también aumenta transitoriamente en 2005 pero ya al año siguiente evoluciona sistemáticamente en forma decreciente. El ratio DPMD sobre el PBI cae un 87% entre 2003 y 2012.

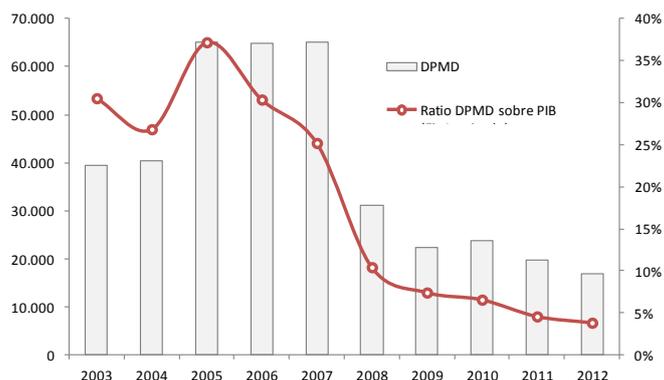
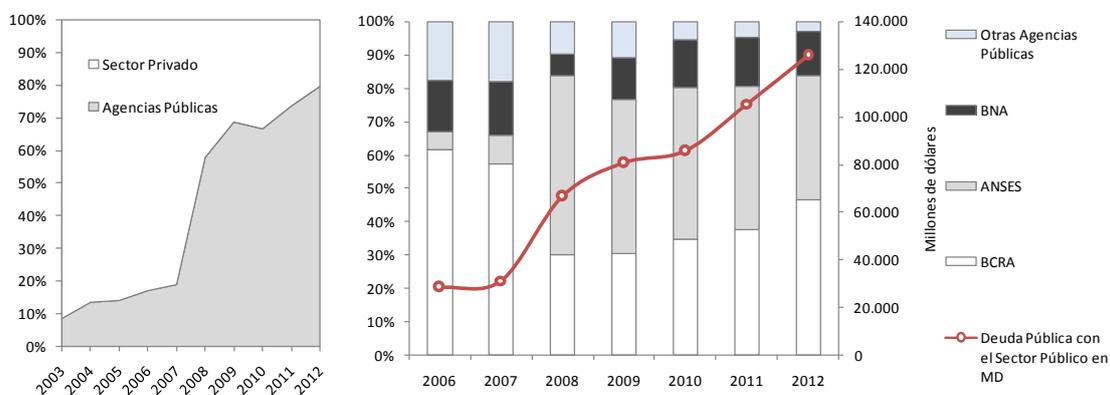


Figura 19: Ratio Deuda del SPNF (en moneda doméstica, con terceros e incluyendo las UVPBI en MD) sobre PBI. Stock de deuda del SPNF en moneda doméstica con terceros (medida en millones de dólares)

Fuente: MECON

Como se observa en las Figuras 20 y 21, la participación de las agencias públicas en el total de la deuda del SPNF en moneda doméstica pasó del 9% en 2003 al 80% en 2012, convirtiendo al propio Estado en el principal acreedor de la deuda pública en moneda doméstica. Además, la deuda intra-estatal aumentó en términos absolutos, destacándose la ANSES (Fondo de Garantía de Sustentabilidad) y el BCRA como los principales acreedores, seguidos por el Banco de la Nación Argentina (BNA) y otras agencias.



Figuras 20 y 21: Distribución de la deuda del SPNF en moneda doméstica según el acreedor. Participación de las Agencias Públicas en las tenencias de la deuda del SPNF en moneda doméstica. Stock de deuda del SPNF en moneda doméstica en manos de Agencias Públicas (medida en dólares).

Fuente: MECON

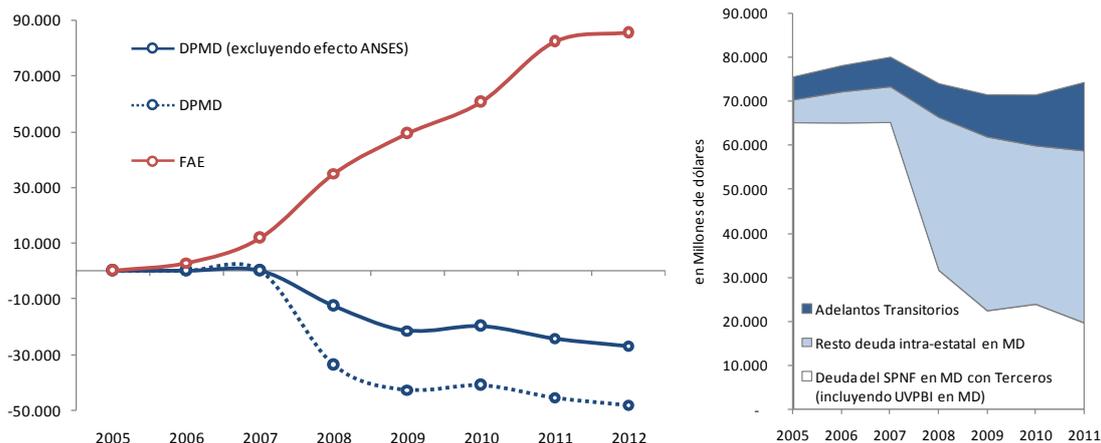
Sin embargo, desde un enfoque de finanzas funcionales no deja de ser curioso el marcado desendeudamiento público en moneda local que se evidencia a partir de 2008. Sobre todo, considerando la importancia del impulso fiscal entre los factores que determinaron el fuerte crecimiento de la economía argentina en la última década. Una primera explicación tiene que ver con la nacionalización de las AFJPs que, a través de

un efecto contable automático, se redujo la deuda pública con el sector privado residente. Una parte significativa de las carteras de las AFJPs estaban aplicadas en títulos públicos en moneda doméstica. No obstante, este efecto ha sido por única vez y solo explica una parte de la reducción de 2008.

A partir de la caída de los precios de los títulos públicos durante la crisis internacional de 2008, el Gobierno también recompró deuda a través de sus agencias públicas, destacándose el BCRA, la misma ANSES (a través del FGS) y otras agencias como el BNA. Asimismo, el Gobierno recurrió a la colocación intra-estatal como un mecanismo no convencional de cobertura fiscal. Desde un punto de vista especulativo se podría insinuar que el Gobierno aprovechó que los precios de los títulos públicos estaban 'baratos' para recomprarlos. Sin embargo, los Gobiernos no especulan como un inversor privado sino que hacen política monetaria y fiscal. Aunque parezca una obviedad, en realidad, la contraparte de las recompras del sector público son las ventas del sector privado. Por ello, a fin de mantener su política monetaria (el objetivo de tasa de interés) el Gobierno se vio obligado a intervenir (recomprando) en los mercados de bonos en períodos de vuelos a la calidad o salidas de capitales.

En la Figura 22 y 23 podemos observar como el desendeudamiento en moneda doméstica parecería ser la contraparte parcial de la formación de activos externos acumulada en 2005-2012³⁵. Dicho de otro modo, algunos agentes privados habrían dolarizando sus carteras sustituyendo activos seguros en pesos (títulos públicos) por activos externos (dólares). Se podría objetar que sólo las recompras de títulos públicos formarían parte de este proceso, pero no así las emisiones primarias intra-estatales, como colocaciones en la ANSES, el BNA, pero por sobre todo, los adelantos del BCRA. Sin embargo, la decisión política del Gobierno de recurrir directamente al financiamiento público es parte del mismo proceso. Veamos:

³⁵ Para un específico análisis sobre la evolución estimada de stocks de activos externos del sector privado argentino ver Gaggero *et al* (2013)



Figuras 22 y 23: Variaciones acumuladas desde 2005 de la deuda del SPNF en moneda doméstica con el sector privado (medida en dólares) y la Formación de Activos Externos acumulada del sector privado residente no financiero. Composición del financiamiento en pesos del Gobierno.

Fuente: MECON y BCRA

Supongamos que el Gobierno hubiese optado por realizar emisiones primarias con el sector privado. Como el sector privado estaba dispuesto a obtener mayores rendimientos en moneda doméstica (por eso la salida de capitales, según nuestra hipótesis) que lo que el Gobierno estaba dispuesto a remunerar según su política monetaria, éste se hubiese visto obligado, de cualquier modo, a recomprar posteriormente los títulos públicos en el mercado secundario. Por lo tanto, el resultado hubiese sido finalmente el mismo. En algún sentido, la ventaja que ha tenido el esquema directo es que como los adelantos transitorios son préstamos sin interés el Gobierno mejora su resultado financiero.

Cuando más arriba nos referimos a las nuevas características de los flujos de capitales hacia mercados emergentes y a los cambios experimentados en las composiciones monetarias de los pasivos financieros, advertimos que Argentina presentaba un caso particular dentro de este proceso. A diferencia de la región, Argentina experimentó en los últimos seis años, aproximadamente, una aceleración de la formación de activos externos del sector privado no financiero. En cuanto a las inversiones de cartera de los no residentes, el saldo promedio entre 2007 y 2011 también fue negativo³⁶. Por lo tanto, la paradoja argentina de los últimos años ha sido la coexistencia de un fuerte

³⁶ El balance cambiario del BCRA reportó un promedio anual entre 2007-2011 de 14,4 millones de dólares de ingresos y 18,6 millones de egresos, mostrando así, una limitada integración financiera a los capitales de corto plazo.

desendeudamiento público en moneda extranjera con una aceleración de la dolarización de las carteras del sector privado no financiero³⁷

Como parte de la administración de las reservas internacionales, en el IV trimestre de 2011 el Gobierno optó controles en mercado de cambios que tornaron al peso en una moneda inconvertible para los fines de atesoramiento. A partir de entonces, las explicaciones en torno a las causas de la formación de activos externos han sido diversas en el debate nacional. En cuanto a las explicaciones económicas, muchos economistas sostienen que el problema radicaría en las tasas de interés real negativas que desincentivarían el 'ahorro interno', y por ende, potenciarían aún más las presiones inflacionarias de demanda. Dado que el régimen cambiario no es plenamente flexible, las presiones inflacionarias atrasarían aún más el tipo de cambio real, y de esta forma, se agravaría la sustentabilidad externa.

Desde este enfoque intentaremos retomar la cuestión de los diferenciales negativos de rendimientos en el mercado financiero. En la Figura 24 y 25 observamos, por un lado, los principales componentes de la ecuación del diferencial en forma aislada. En principio, resulta evidente como a partir del IV trimestre de 2008 la tasa básica Call no logra compensar la tasa de devaluación esperada, medida a partir de los contratos a 3 meses de plazo, *Non-Deliverable Forwards* (NDF), en el mercado ROFEX. Por ello, según De Lucchi *et al* (2013), en un análisis integral, podemos observar como la FAE (valores negativo supone salidas de capitales) está explicada por la evolución de los persistentes diferenciales de rendimientos negativos (Ver Anexo I):³⁸

$$FAE = \varphi \left[i_{BCRA} - \left(i_{FED} + EMBI + \frac{NDF - S}{S} \right) \right]$$

Donde *FAE* es la Formación de Activos Externos, i_{BCRA} es la tasa interbancaria local (Call), i_{FED} es la tasa de los Fondos Federales de Estados Unidos, *EMBI* es la prima de riesgo país y $\frac{NDF-S}{S}$ es la tasa implícita NDF o *proxy* de la tasa de devaluación esperada.

³⁷ Paradójicamente, las únicas emisiones internacionales de deuda pública argentina denominada en moneda doméstica fueron en diciembre de 1996; febrero, junio y julio de 1997 y junio de 2001, precisamente en el proceso de dolarización más marcado de la economía argentina (Tovar, 2005)

³⁸ En realidad, comparando tasas interbancaria de 1 a 7 días de plazo, por ejemplo, con expectativas de devaluación a 3 meses estaríamos sobrestimando el diferencial, pues se deberían igualar los plazos en la comparación. Sin embargo, se decidió utilizar la tasa interbancaria porque es una referencia para toda la estructura de tasas de la economía, evitando así tomar un activo en particular a un plazo en particular y, con ello, establecer una conclusión general. En cuanto a la elección de los 3 meses en el ROFEX, simplemente se trata de una arbitrariedad que intenta captar de forma representativa el plazo de una inversión de corto plazo.

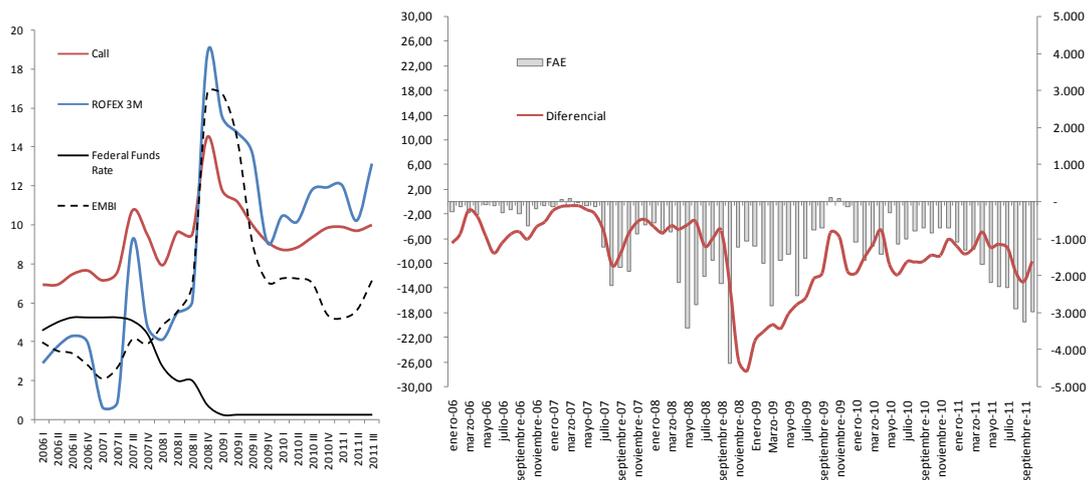


Figura 24 y 25: Evolución de la tasa interbancaria argentina y la norteamericana, la tasa implícita NDF y del riesgo país argentino. Evolución de la FAE (en millones de dólares – eje derecho) y el diferencial de rendimientos
 Fuente: MECON, BCRA y ROFEX

Por supuesto, es posible que determinados shocks exógenos, como pareciera ser, por ejemplo, la crisis internacional y la caída del *Lehman Brothers*, tornen transitoriamente a la FAE insensible al diferencial. En septiembre de 2008 ocurrió un ‘vuelo al dólar’ en todo el mundo periférico. Sin embargo, otros conflictos políticos internos de envergadura como, por ejemplo, el *lockout* agropecuario entre marzo y julio de 2008 crearon también un clima de incertidumbre local (Gaggero *et al* 2010; Gaggero *et al* 2013 y Amico *et al* 2012). Sin duda, determinados comportamientos políticos de ciertos sectores de poder nunca deberían ser subestimados, pero aun tomando en cuenta estas variables parecería haber condiciones objetivas de otra índole: entre el primer trimestre de 2006 y IV de 2008, el diferencial promedio se mantuvo en 5,66% negativo, mientras que entre el primer trimestre 2009 y el III de 2011 en 10,83% negativo.

No obstante, según datos divulgados por el BCRA, una porción significativa de la compra de dólares para atesoramiento es explicada por personas físicas y jurídicas de pequeño o mediano porte³⁹. Con lo cual, se podría argumentar que buena parte del

³⁹ Según el Informe del BCRA ‘Evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario’ del IV Trimestre de 2011, el 45% de la demanda bruta de billetes correspondió a compras de hasta 10.000 dólares mensuales:

‘Con respecto a la estructura de la demanda bruta de billetes a lo largo de 2011, las personas físicas o jurídicas con compras mensuales por el equivalente de hasta US\$ 1.000 sólo representaron el 6% del total; otro 26% representaron las compras entre US\$ 1.000 y US\$ 5.000, un 13% entre US\$ 5.000 y US\$ 10.000, un 24% entre US\$ 10.000 y US\$ 50.000, un 8% entre US\$ 50.000 y US\$ 100.000, un 17% entre US\$ 100.000 y US\$ 1.000.000 y un 6% con compras mensuales superiores a US\$ 1 millón. Asimismo, alrededor del 96% de los billetes demandados fueron dólares estadounidenses, seguidos por euros con el

sector privado no financiero no tiene capacidad operativa para arbitrar en el mercado internacional. Esto significa que una porción importante de la FAE podría ser insensible a la política monetaria 'internacional' y, en alguna medida, al 'riesgo país'⁴⁰. Sin embargo, aun construyendo un diferencial entre la tasa de interés de los plazos fijos a 60 días o más (hasta 99.000 pesos) en el sistema bancario doméstico y la tasa implícita NDF podremos encontrar más evidencia en el mismo sentido. En la Figura 26 observamos que entre el primer trimestre de 2006y III de 2008 este último diferencial se mantuvo en promedio en valores positivos (3,20%) mientras que entre el primer trimestre de 2009 y III de 2011 en 1,34% negativo.

Asimismo, también parecería vislumbrarse un aumento de la 'preferencia por liquidez' en dólares por parte de los bancos. Los excesos de reservas bancarias por los depósitos en dólares serían aplicados en letras o títulos públicos si sus rendimientos diferenciales fuesen positivos. En contextos de poca o nula demanda por créditos en dólares, los bancos prefieren mantenerse en posiciones dolarizadas y hasta incluso encajar voluntariamente el cien por ciento de sus depósitos si los diferenciales son negativos⁴¹.

La diferencia entre las condiciones estructurales y coyunturales parece evidenciarse entre los países de América Latina. Pasada la turbulencia financiera internacional (coyuntura) los flujos de capitales retornaron hacia las economías con diferenciales positivos (estructura). Tampoco parece ser cierto que los diferenciales sean variables completamente endógenas determinadas al margen de la política monetaria. Tanto la tasa de interés como las expectativas de devaluación están largamente determinadas por la política monetaria y cambiaria cuando se tiene margen externo para actuar. En un contexto de corrida cambiaria se podría insinuar que lo que podría desalentar la salida de capitales no sería justamente la devaluación en el mercado *spot* sino las intervenciones vendedoras en los mercados *spot* y *forwards*⁴². Sólo para ilustrar el

3% del total' (BCRA, Evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario, IV Trimestre de 2011)

⁴⁰ Por supuesto, también es razonable suponer que, en determinadas circunstancias, los agentes que sí arbitran en el mercado internacional traicionan al resto por medio por medio de la formación de expectativas que se plasman en los medios de comunicación.

⁴¹ Aunque con características completamente distintas, este mecanismo se asemeja bastante a lo que ha sucedido en los sistemas bancarios de las economías desarrolladas (básicamente EEUU, pero también Inglaterra, Europa y Japón) cuando han fijado la tasa básica de interés próxima a cero y lanzado programas de rescate de activos. Allí, los bancos no han tenido ningún incentivo para aplicar sus excesos de reservas en títulos públicos. Por este motivo, los mecanismos de reflujo de la base monetaria dejan de operar y, así, ésta aumenta por la expansión de las reservas bancarias.

⁴² Cuando el BCRA ha intervenido en los mercados ROFEX y MAE han sido justamente en aquel sentido, esto es, con intervenciones vendedoras a futuro para contener las expectativas. En BCRA solo no interviene en los mercados de NDF de New York, y de allí el *spread* que acostumbra tener sobre las

vínculo entre el dólar *spot* y *forward*, observemos la siguiente Figura 27. En términos generales, los contratos a plazo incorporan la evolución del tipo de cambio *spot* en un esquema donde se asumen expectativas adaptativas⁴³.

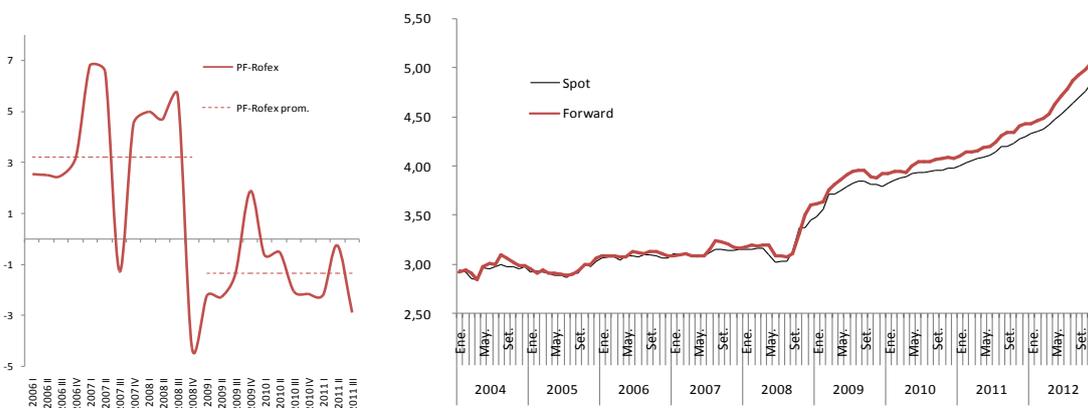


Figura 26 y 27: Diferencial entre la tasa de plazos fijos a 60 días o más (hasta 99.000 pesos) y la tasa de devaluación esperada a 3 meses (ROFEX), ambas anualizadas. Evolución del tipo de cambio spot (MULC) y forward 3M (ROFEX)
Fuente: BCRA y ROFEX

El dólar no es ‘caro’ o ‘barato’ en relación a un tipo de cambio ‘natural’ o de equilibrio (PPP), sino en relación a un tipo de cambio ‘normal’ de los agentes (Keynes, 1936). A su vez, el tipo ‘normal’ (convención) está determinado por las expectativas de los agentes privados, que, a su vez, están influenciadas por la política monetaria y cambiaria del Banco Central. Dicho de otro modo, el tipo de cambio es una convención social ampliamente influenciada por el Banco Central (Aspromourgos, 2007).

6. Conclusiones

Luego del análisis teórico y de lo acontecido en Argentina entre 2003 y 2012 se podría concluir que el endeudamiento intra-estatal en moneda doméstica es un instrumento efectivo de asistencia directa a la política fiscal cuando la economía todavía cuenta con margen externo para crecer. Por otro lado, el desendeudamiento público en moneda doméstica con el sector privado parece ser un resultado endógeno a la política monetaria. Por supuesto, tasas bajas de interés pueden contribuir a la expansión del crédito al consumo e hipotecario pero también plantea desafíos en el

cotizaciones de NDF locales. En este mismo sentido, aunque a través de derivados financieros distintos, la experiencia más reciente en la región tiene que ver con el programa de subastas de swaps cambiarios del Banco Central de Brasil. A raíz de la volatilidad reciente en el mercado de capitales, durante el mes de agosto y los primeros días de septiembre el real brasileño se vio seriamente afectado. Sin embargo, el BCB se comprometió con 1.000 millones de dólares hasta el 31 de diciembre de 2013, equivalente a la venta de dólares en el mercado de futuros, y la cotización del dólar en el mercado *spot* recobró la estabilidad.

frente externo. Dado que el Estado no quiebra en su propia moneda, entonces, el desendeudamiento en pesos parecería estar reflejando decisiones privadas de cartera. Desde un abordaje de dinero endógeno se puede comprender que, aun con la existencia de mecanismos exógenos de creación de dinero como los adelantos transitorios, el stock *ex post* de base monetaria siempre es endógeno. La razón para ello es que el sector privado termina decidiendo sobre la composición de su cartera, pues operan mecanismos de absorción o reflujo monetario de la liquidez no deseada. Por ello, es importante atender estos mecanismos de reflujo para que operen de forma tal que no dañen la balanza de pagos.

Por otro lado, el proceso de desendeudamiento público en moneda extranjera ha sido muy exitoso en Argentina. Dado el margen externo, resultado de factores externos e internos, el Gobierno consiguió mantener estable el stock de deuda luego de la reestructuración de 2005. Sin embargo, como la deuda en moneda extranjera debe analizarse en términos de las reservas internacionales disponibles o exportaciones, es a partir de estos indicadores que podemos observar el profundo relajamiento del peso de la histórica “deuda externa”. Sin embargo, los niveles de estos indicadores todavía presentan serios desafíos para el futuro, sobre todo en un contexto de fuertes déficits industrial, energético y de cuanta capital.

Por ello, por los problemas externos asociados a este tipo de deuda, varias economías emergentes estarían intentando superar el llamado “pecado original”. Así, las entradas netas de capitales ya no necesariamente serían la contraparte contable de la emisión de pasivos en moneda extranjera. Por supuesto, se tratan de condiciones novedosas para muchos países latinoamericanos, y de allí, las incertidumbres al respecto. Más aún, cuando la Reserva Federal de los Estados Unidos ya ha estado reduciendo (“*tapering*”) el tamaño de sus compras de activos (*Quantitative Easing*). No obstante, aun asumiendo un escenario de menor liquidez internacional no parece vislumbrarse la posibilidad de un shock de tasas internacionales en un mundo desarrollado que todavía presenta pobres desempeños de crecimiento.

La periferia cuenta con un escenario internacional muy favorable: mejora de los términos de intercambio, tasas de interés bajas en el centro y creciente comercio “sur-sur” (con China empujando la economía mundial). Además, las economías subdesarrolladas han acumulado importantes reservas internacionales y han mejorado sustancialmente su sector externo. En este marco, la restricción externa de Argentina es un caso particular en el mundo periférico. No obstante, Argentina todavía tiene condiciones para mejorar la calidad de su balanza de pagos, lo cual implica tener

presente que la lógica del endeudamiento en moneda extranjera, tomar deuda para pagar deuda indefinidamente, es una práctica incompatible con una estrategia de desarrollo.

Por último, del trabajo se puede desprender la importancia que tiene para el análisis y la política económica contar con una minuciosa base estadística y un sistema de contabilidad financiera consolidada del sector público que enfatice en la composición monetaria. A partir de la importancia que tiene para Argentina el fenómeno del endeudamiento público sería de gran utilidad fortalecer los mecanismos de registro y seguimiento de la información.

Bibliografía

- Abeles, M.; Cuattromo, J.; Mareso, P. & Toledo, F. (2013) 'Sector externo y política fiscal en los países en desarrollo. La experiencia de América Latina ante la crisis internacional de 2008-2009,' Documento de Trabajo Nro. 48, CEFID-Ar.
- Akyuz, Y. (2012) 'The Boom in Capital Flows to Developing Countries: Will It Go Bust Again?' *Ekonomi-tek*, Volume/Cilt: 1 No: 1 January, pp. 63-96.
- Amico, F.; Fiorito, A. & Zelada, A. (2012) 'Expansión Económica y Sector Externo en la Argentina de los años 200: balance y desafíos hacia el futuro,' Documento de Trabajo N° 45 CEFID-AR, Julio de 2012
- Arestis, P. & Sawyer, M. (2003) 'The Case for Fiscal Policy', Working papers No. 382, The Levy Economics Institute.
- Arceo, E. & De Lucchi, J.M. (2012) 'Estrategias de desarrollo y regímenes legales para la inversión extranjera,' Documento de Trabajo Nro. 43, CEFID-Ar.
- Aspromourgos, T. (2007) 'Interest as an Artefact of Self-Validating Central Bank Beliefs,' School of Economics & Political Science, University of Sydney.
- Bacha, E. (2012) 'Belindia 2.0: fábulas e ensaios sobre o país dos contrastes,' Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2012.
- Banco Central de la República Argentina (2011) 'Evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario,' IV Trimestre de 2011.
- Banco Central de la República Argentina (2013) 'Informe Macroeconómico y de Política Monetaria,' Octubre 2013, Buenos Aires.
- Barbosa-Filho, N. (2008) 'Panorama da economia brasileira e estratégia da política econômica', Seminários de Economia Brasileira em Perspectiva, FGV-SP, Março de 2008.
- Barro, R.J. (1974) 'Are government bonds net wealth?' *Journal of Political Economy* 82(6): 1095-1117
- Bein & Asociados, Estudio (2009) 'Deuda Pública: ¿Default o Investment Grade?,' 5 de Mayo de 2009.
- Bhaduri, A. (2004) 'Sobre la viabilidad de la deuda externa', *Investigación Económica*, vol. LXIII, 250, octubre-diciembre, 2004, pp. 59-85.
- Bordo, M.D., Meissner, Ch. & Redish, A. (2003) 'How 'Original Sin' was overcome: the evolution of external debt denominated in domestic currencies in the United States and the British Dominions 1800-2000', Working Paper 9841, National Bureau of Economic Research
- Borenztein, E., Levi Yeyati, E. & Panizza, U. (2007) 'Vivir con Deuda. Cómo contener los riesgos del endeudamiento público', *Progreso económico y social en América Latina. Informe 2007*, Banco Interamericano de Desarrollo/David Rockefeller Center for Latin American Studies-Harvard University

- Cowan, K., Levy-Yeyati, E., Panizza, U. & Sturzenegger, F. (2006) 'Sovereign debt in the Americas: new data and stylized facts', Documento de Trabajo N°371, Banco Central de Chile, Agosto 2006.
- Crespo E. & De Lucchi, J.M. (2011) 'Sobre el Impacto de la de la Industrialización China en las estrategias de desarrollo', III Congreso Anual de AEDA. Agosto de 2011, Buenos Aires.
- Curia, E.L. (2011) 'El modelo de desarrollo en Argentina. Los riesgos de una dinámica pendular,' Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires, 2011.
- De Lucchi, J.M. (2012) 'El enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena. Reflexiones sobre la convertibilidad y post-convertibilidad', Documento de Trabajo Nro. 44, CEFID-Ar.
- De Lucchi, J.M. (2013) 'Endogenous money and public foreign debt during the Argentinean Convertibility', Review of Keynesian Economics, Volume 1, No. 3, Autumn 2013.
- De Lucchi, J.M.; Guaita, S. & Guaita, N. (2013) 'Hacia una explicación alternativa a la 'Formación de Activos Externos' en Argentina', Blog Circus, <http://grupolujan-circus.blogspot.com.ar/2013/11/una-explicacion-alternativa-la.html>
- Eichengreen, B. & Hausmann, R. (1999) 'Exchange Rates and Financial Fragility', Paper presented at the symposium New Challenges for Monetary Policy, 26 to 28 August, Jackson Hole, WY
- Eichengreen, B., Hausmann, R. & Panizza, U. (2003) 'Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why are not the same and why it matters' Working Paper 10036, National Bureau of Economic Research
- Fawley, B. & Juvenal, L. (2011) 'Why Health Care Matters and the Current Debt Does Not,' The Regional Economist, Federal Reserve of St. Louis, Octubre 2011.
- Fondo Monetario Internacional (2001) 'Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas', Washington DC.
- Fondo Monetario Internacional (2003) 'Estadísticas de la Deuda Externa: Guía para compiladores y usuarios del FMI', Washington DC.
- Frenkel, R. (2001) 'Reflexiones sobre el financiamiento del desarrollo', Revista de la Cepal 74, Agosto 2001.
- Frenkel, R. (2004) 'Deuda Externa, Crecimiento y Sostenibilidad', Revista de Economía Política, vol. 24, n°2(94), Abril-Junio.
- Frenkel, R. & Rapetti, M. (2007) 'Política cambiaria y monetaria después del colapso de la Convertibilidad', Ensayos Económicos No 46, enero de 2007, Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires
- Frenkel, R. & Rapetti, M. (2009) 'A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done', Cambridge Journal of Economics, Oxford University Press, vol. 33(4), pages 685-702, July.
- Frenkel, R. (2010) 'Los desbalances globales: una visión desde los países en desarrollo', Lecturas ITF, Vol. 55, septiembre de 2010.
- Frenkel, R. (2013) 'Las perspectivas de América Latina en materia de endeudamiento externo', Buenos Aires: CEDES.
- Gaggero, J.; Kupelian, R. y Zelada, M.A. (2010) 'La fuga de capitales II. Argentina en el escenario global (2002-2009),' Documento de Trabajo N° 29, Cefid-Ar - Julio de 2010
- Gaggero, J.; Rua, M.; Gaggero, A. (2013) 'Argentina. Fuga de capitales (2002-2012),' Discussion Workshop, BEPS and the Future of Corporate Taxation. City University, London 4th and 5th July 2013.
- Goodhart, C.A.E. (2010) 'The changing rol of central banks', Working Paper 326, BIS, November 2010.
- Jeanneau, S. & Tovar, C.E. (2008) 'Latin America's local currency bond markets: an overview,' BIS Papers No 36, February
- Keynes, J.M. (1936 [2009]) 'A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda', Editor Atlas, São Paulo.

- Kupelian, R. & Rivas, S. (2013) 'Fondos Buitre. El juicio contra Argentina y la dificultad que representa en la economía mundial,' Documento de Trabajo N° 49, Cefid-Ar.
- Lau, J.Y.F. & Smithin, J. (2002) 'The Role of Money in Capitalism', *Int. Journal of Political Economy*, vol. 32, no. 3, Fall 2002, pp.5-22.
- Lavoie, M. (1992) 'Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis,' Aldershot, UK: Edward Elgar.
- Lavoie, M. (2011) 'The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: A friendly critical look', Department of Economics, University of Ottawa, October 2011
- Lerner, A.P. (1943) 'Functional Finance and the Federal Debt' *Social Research* 10 (February 1943): 38-51.
- Lerner, A.P. (1944) 'Economía del Control', Fondo de Cultura Económica, 1951
- Marcó del Pont, M. (2013) 'Introduction: the role of central banks in economic development with an emphasis on the recent Argentinean experience,' *Review of Keynesian Economics*, Volume 1, No. 3, Autumn 2013
- Medeiros, C.A. (2008) 'Financial dependency and growth cycles in Latin American countries', *Journal of Post Keynesian Economics / Fall 2008*, Vol. 31, No. 1 79.
- Medeiros, C. & Serrano, F. (2001) 'Capital Flows to Emerging Markets under the Floating Dollar Standard: A Critical View based on the Brazilian Experience,' IE-UFRJ, Rio de Janeiro.
- Ministerio de Economía y Finanzas Publicas, 'Marco Legal del Sistema de Crédito Público' <http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/>
- Minsky, H.P. (1986) 'Estabilizando uma economia instável', São Paulo: Novo Século, 2010.
- Miyajima, K., Mohanty, M.S. & Chan, T (2012) 'Emerging market local currency bonds: diversification and stability,' *BIS Working Papers*, No 391, Monetary and Economic Department, November 2012
- Moore, B. (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Palley, T. (2013) 'Money, fiscal policy, and interest rates: A critique of Modern Monetary Theory,' January 2013, Washington DC, www.thomaspalley.com.
- Panizza, U. (2008) 'Domestic and External Public Debt in Developing Countries', United Nations Conference on Trade and Development, No. 188, March 2008.
- Patnaik, P. (2002) 'Globalization of Capital and Terms of Trade Movements,' Paper presented at the International Conference on Agrarian Reforms and Rural Development in Less Developed Countries, Kolkata, India, January 3–6, 2002.
- Pivetti, M. (1991) '*An Essay on Money and Distribution*', Palgrave Macmillan, 1991
- Possas, M. (1999) 'Demanda efetiva, Investimento e Dinâmica. A atualidade de Kalecki para a Teoria Macroeconômica' *Econ. Contemp.*, Rio de Janeiro, 3 (2): 17-46, jul-dez, 1999.
- Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S. (2009) 'Esta vez es distinto: Ocho siglos de necesidad financiera', Fondo de Cultura Económica, México, 2011.
- Rochon, L.P. (1999), 'The creation and circulation of endogenous money: a circuit dynamique approach,' *Journal of Economic Issues*, 33 (1), 1–21.
- Rochon, L.P. & Vernengo, M. (2003) 'State money and the real world: or chartalism and its discontents,' *Journal of Post Keynesian Economics / Fall 2003*, Vol. 26, No. 1. 57.
- Rodríguez, C.A. (1993) 'The economic consequences of quasi-fiscal deficits', *CEMA Nro.91*, Septiembre 1993.
- Serrano, F. (1995) 'The Sraffian Supermultiplier' PhD Thesis, University of Cambridge, November 1995.
- Serrano, F. (2002) 'Do ouro imóvel ao dólar flexível,' *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, jul./dez. 2002
- Serrano, F. (2010) 'Continuity and Change in the International Economic Order: Towards a Sraffian interpretation of the change in the trend of 'commodity' prices in the 2000s', Rio de Janeiro: IE-UFRJ

- Summa, R. (2011) 'An alternative model to the open-economy 'new consensus'', 'First Young Researchers' Workshop of Theoretical and Applied Studies in Classical Political Economy, 10-15 September 2012 Rome, Roma Tre University.
- Tcherneva, P. & Wray, L.R. (2005) 'Employer of Last Resort Program: A case study of Argentina's Jefes de Hogar program', Working Paper No. 41, CFEPS, April 2005
- Tesouro Nacional (2009) 'Dívida Pública. A Experiência Brasileira', Brasília, 2009
- Tovar, Camilo E (2005) 'International government debt denominated in local currency: recent developments in Latin America,' BIS Quarterly Review, December 2005.
- Vernengo, M. (1999) 'Foreign Exchange, Interest and Prices: An Essay on International Finance and Income Distribution', PhD Thesis, March 1999, New School University
- Vernengo, M. & Rochon, L.P. (2000) 'Exchange Rate Regimes and Capital Controls', Challenge, vol. 43, no. 6, November-December 2000
- Vernengo, M. (2006) 'Globalization and Endogenous Fiscal Crisis.' In P. Berglund and M. Wray. (eds.) The Means to Prosperity: Fiscal policy reconsidered. London Routledge
- Wray, L.R. (1997) 'Government as Employer of Last Resort: Full Employment Without Inflation', Working Paper No. 213, The Jerome Levy Economics Institute, November 1997.
- Wray, L.R. (1998) 'Understanding modern money: The key to full employment and price stability', Cheltenham. UK Northampton. MA. USA Edward Elgar, 1999.
- Wray, L.R. (2008) 'The commodities market bubble. Money Manager Capitalism and the Financialization of Commodities', The Levy Economics Institute of Bard College, No. 96, 2008
- Wierzba, G., del Pino, E., Kupelian, R. & López, R. (2008) 'La regulación financiera. Basilea II, la crisis y los desafíos para un cambio de paradigma,' Documento de Trabajo Nro. 22, CEFID-Ar.
- Wolfson, M. (1996) 'A post-Keynesian theory of credit rationing,' Journal of Post Keynesian Economics, 18 (3), 443–470.

ANEXO I: El diferencial de rendimientos

Los flujos de capitales de corto plazo, en una economía abierta que no emite moneda internacional, son determinados por el diferencial de rendimientos entre activos locales (denominados en moneda doméstica) y externos 'similares':

$$F = \varphi \left[i - \left(i^* + \frac{S^e - S}{S} \right) \right]$$

Donde F son los flujos de capitales de corto plazo, i es el rendimiento del activo local más líquido y seguro denominado en moneda doméstica (títulos públicos en pesos) y $\frac{S^e - S}{S}$ es la tasa de devaluación esperada del tipo de cambio *spot*. De esta manera, con la diferencia de ambas tasas se obtiene el rendimiento esperado en dólares del título público local. Por otro lado, i^* es el rendimiento del activo internacional más seguro y líquido del mundo (títulos públicos norteamericanos).

Sin embargo, los movimientos de capitales no solo están mediados por costos de transacción (movilidad imperfecta) sino también por activos que no son sustitutos perfectos (los activos locales no son libres de riesgo). Incorporando estas variables, el diferencial se construye de la siguiente manera:

$$F = \varphi \left[i - \left(i^* + \sigma + T + \frac{S^e - S}{S} \right) \right]$$

Donde σ es la prima de riesgo país y T los impuestos (controles) a los flujos de capitales. Nótese que, en principio, la prima de 'riesgo país' para los títulos públicos locales denominados en moneda extranjera no debería ser la misma que para aquellos denominados en moneda doméstica. Los títulos en moneda extranjera tienen riesgos efectivos de *default* si el gobierno no dispone de las divisas necesarias. Una aproximación empírica cuantificable de este tipo de riesgo es el tradicional *Emerging Market Bond Index* (EMBI) del J.P Morgan. En cambio, los títulos en moneda doméstica conllevan un riesgo de tipo institucional (o 'riesgo político', según Eatwell y Taylor (2000)) más que estructural, asociado a incertidumbres sobre la voluntad de pago del Gobierno, conflictos políticos diversos o simplemente sobre determinadas medidas de política que podrían ser interpretadas por los inversores como contrarias a sus intereses. De todas maneras, más allá de las características intrínsecas del título, si asumimos que existe arbitraje entre los títulos locales en moneda extranjera y doméstica, el EMBI debería incluirse de todas formas como parte del riesgo de los títulos en moneda doméstica.

En términos generales, la principal incertidumbre del inversor de títulos en moneda doméstica no pasa tanto por si el Gobierno pagará, sino si devaluará. Este fenómeno no era frecuente en los mercados de títulos en países emergentes (pues generalmente estaban denominados en moneda extranjera), pero sin duda forma parte de la esencia de las finanzas internacionales. Los arbitrajes internacionales sobre títulos en moneda doméstica implican apuestas simultáneas sobre los valores esperados de la moneda y del título mismo.

Por ello, los contratos en moneda extranjera (o en moneda doméstica pero indexados al tipo de cambio, *dollar-linked*) funcionan como seguros de cambio de hecho. De la misma manera ocurre si los inversores pactasen con anticipación el tipo de cambio a futuro con el fin de cubrirse del riesgo cambiario, por ejemplo, a través de derivados financieros como los *Non-Deliverable Forwards* (NDF). Por esta razón, la tasa implícita NDF puede ser un *proxy* de las expectativas de devaluación de todo el sector privado.

$$F = \varphi \left[i - \left(i^* + \sigma + T + \frac{NDF - S}{S} \right) \right]$$

Así, teóricamente, si los gobiernos que no emiten moneda internacional determinasen para sus pasivos locales (títulos públicos en moneda doméstica) rendimientos en dólares inferiores al costo de oportunidad externo (tasa de interés internacional sobre activos libres de riesgo) habría salida de capitales. Nótese que en este esquema, no importa el rendimiento real doméstico. Por lo tanto, la inflación no juega ningún rol en los flujos de capitales, a diferencia de lo que usualmente se afirma cuando se asocia la fuga de capitales a tasas de interés real negativas.

Por supuesto, estas condiciones no sólo tienen implicancias en la cuenta capital de la balanza de pagos. Siguiendo a Pivetti (1991) y Frenkel (2001, 2004), los rendimientos de los títulos públicos denominados en pesos serán un costo de oportunidad interno para cualquier inversión financiera o productiva en moneda doméstica (para mismos plazos de operaciones). Asimismo, los rendimientos de los títulos públicos denominados en dólares serán un costo de oportunidad interno para cualquier inversión extranjera, ya sea financiera (cartera) o productiva (IED), e incluso para los créditos bancarios domésticos denominados en dólares (en una economía bimonetaria).

Por último, es importante remarcar que dependiendo de la teoría de las expectativas que incorporemos en el análisis obtendremos conclusiones diferentes en torno al alcance de la política monetaria en la administración del diferencial. Lejos de ser una

variable completamente endógena (privada), el diferencial está largamente determinado por la política económica en general, y la monetaria, en particular. Desde el momento en que el Gobierno (o el Banco Central dependiendo el caso) fija la tasa de interés (cupón) sobre los pasivos que emite, y el Banco Central realiza operaciones de mercado abierto (de títulos y divisas), es razonable suponer que, en la *tendencia*, los rendimientos esperados en dólares de los títulos en moneda doméstica estarán largamente determinados por la política monetaria y cambiaria (siempre y cuando se cuenten con reservas internacionales disponibles). No obstante, en contextos de alta volatilidad, es posible que las expectativas sobre variaciones del tipo de cambio o de los precios de los activos puedan estar *parcialmente* controladas por el Banco Central. En la dinámica financiera, incluso durante períodos de normalidad, ciertas ‘noticias’ y shocks aleatorios pueden determinar expectativas *transitorias* al margen de la señalización de la política monetaria⁴⁴. Naturalmente, la volatilidad de las expectativas dependerá de la volatilidad de la variable observada en los periodos precedentes.

Por lo tanto, reuniendo estos conceptos, podemos alcanzar una aproximación general del diferencial de rendimientos en Argentina. Para evitar la complejidad de la selección de activos en particular tomamos simplemente la tasa interbancaria o de referencia de Argentina y de Estados Unidos. Además, dada la simplificación del análisis, omitimos cualquier tipo de costo de transacción. Por último, utilizamos la tasa implícita NDF del mercado ROFEX y el EMBI de Argentina. De esta forma, si el diferencial es negativo, habrá Formación de Activos Externos (FAE) o salidas de capitales.

$$FAE = \varphi \left[i_{BCRA} - \left(i_{FED} + EMBI + \frac{NDF - S}{S} \right) \right]$$

Donde *FAE* es la Formación de Activos Externos, i_{BCRA} es la tasa interbancaria local (Call), i_{FED} es la tasa de los Fondos Federales de Estados Unidos, *EMBI* es la prima de riesgo país y $\frac{NDF-S}{S}$ es la tasa implícita NDF o *proxy* de la tasa de devaluación esperada.

Referencias

- Davidson, P. (1999) ‘Global Employment and Open Economy Macroeconomics’ In J. Depez and J. Harvey (eds.), *Foundations of International Economics: Post-Keynesian Perspectives*. London: Routledge, 1999, pp. 9-34.
- Eatwell, J. & Taylor, L. (2000[2006]) ‘Finanzas Globales en Riesgo. Un análisis a favor de la regulación internacional,’ Cefid-ar– Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires.

⁴⁴ Por ejemplo, incluso bajo un abordaje sraffiano, Summa (2011) reconoce la complejidad de la formación de expectativas cambiarias aunque en su modelo ‘simplificado’ utilice finalmente expectativas adaptativas para captar correctamente la tendencia en los flujos de capital.

- Frenkel, R. (2001) 'Reflexiones sobre el financiamiento del desarrollo', Revista de la Cepal 74, Agosto 2001.
- Frenkel, R. (2004) 'Deuda Externa, Crecimiento y Sostenibilidad', Revista de Economía Política, vol. 24, n°2(94), Abril-Junio.
- Lavoie, M. (2000) 'A Post Keynesian view of interest parity theorems,' Journal of Post Keynesian Economics; Fall 2000, Vol. 23, No.1, pg. 163.
- Lavoie, M. (2001) 'The reflux mechanism in the open economy', in L.P. Rochon and M. Vernengo (eds), *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essayson Horizontalism*, Edward Elgar, Cheltenham, 2001, pp. 215-242
- Pivetti, M. (1991) '*An Essay on Money and Distribution*', Palgrave Macmillan, 1991
- Serrano, F. & Summa, R. (2011) 'Mundell-Fleming without the LM curve: the exogenous interest rate in an open economy', Rio de Janeiro: IE-UFRJ.
- Smithin, J. (2002) 'Interest Parity, Purchasing Power Parity, 'Risk Premia' and Post Keynesian Economics Analysis', *Journal Post Keynesian Economics*, Vol. 25 No. 2 (Winter 2002-2003) pp. 219-235
- Summa, R. (2011) 'An alternative model to the open-economy 'new consensus', First Young Researchers' Workshop of Theoretical and Applied Studies in Classical Political Economy, 10-15 September 2012 Rome, Roma Tre University.

ANEXO II: Unidades Vinculadas al PBI⁴⁵

Por definición, la deuda pública es un stock de capital prestado por terceros. Por tal motivo, el deudor afronta, además de las amortizaciones del principal, el pago de intereses que expresa un premio a favor del acreedor por haber renunciado a su liquidez. En este sentido, por condiciones en la cual se enmarcan las Unidades Vinculadas al PBI (UVPBI), estos instrumentos pueden entenderse como un stock de deuda del Gobierno aunque técnicamente no reúnan todos requisitos necesarios para ser formalmente clasificados como parte de la 'deuda pública'.

Las Unidades Vinculadas al PBI (UVPBI), más conocidas como 'cupón PBI' son instrumentos (en moneda doméstica y extranjera) derivados de la reestructuración de la deuda pública del 2005 y 2010. Se tratan de instrumentos exóticos, denominados en pesos, dólares, euros y yenes (bajo ley nacional y extranjera) que no pueden ser equiparados a un título público convencional. A diferencia de un título público, no es posible conocer *ex ante* el perfil de desembolsos ya que depende del cumplimiento de tres condiciones simultáneas:

- a) El valor del PBI real observado en el año de referencia debe ser superior al PBI establecido en el caso base.
- b) La tasa de crecimiento anual del PBI real observado del año de referencia debe superar la tasa de crecimiento del Caso Base del PBI.
- c) El total acumulado de los pagos efectuados por estos instrumentos no deberá superar el límite máximo de pago establecido por la quita nominal de capital obtenida en la reestructuración de la deuda, lo que representa 0.48 centavos en moneda de emisión de cada Valor Negociable atado al PBI.

De esta manera, cuando se cumplen las tres condiciones, las UVPBI pagan un monto equivalente al 5% de la diferencia entre el valor de PBI real observado y el PBI del Caso Base. Asimismo, las UVPBI pierden vigencia en 2034.

Debido a sus particularidades exóticas, y la imposibilidad de determinar con certeza los plazos de los desembolsos futuros, el Gobierno argentino no computa las UVPBI como parte de la deuda pública del SPNF. Sin embargo, como demostraremos más adelante, las probabilidades de que no se desembolsen todos los cupones son remotas, por no decir inexistentes.

⁴⁵ Agradezco la colaboración de Pablo Mareso para las estimaciones realizadas.

Por ello, hemos decidido computar los valores nominales residuales (lo que resta pagar en caso de que se cumplan las condiciones) como parte del stock de capital de deuda pública. Como se observa en la Figura I, las UVPBI en moneda extranjera (mayoritariamente en dólares) han representado un 19,5% de la deuda pública (incluyendo las UVPBI ME) en moneda extranjera con terceros. De esta forma, se trata de un componente significativo de las obligaciones públicas en moneda extranjera que no pueden ser desconsideradas.

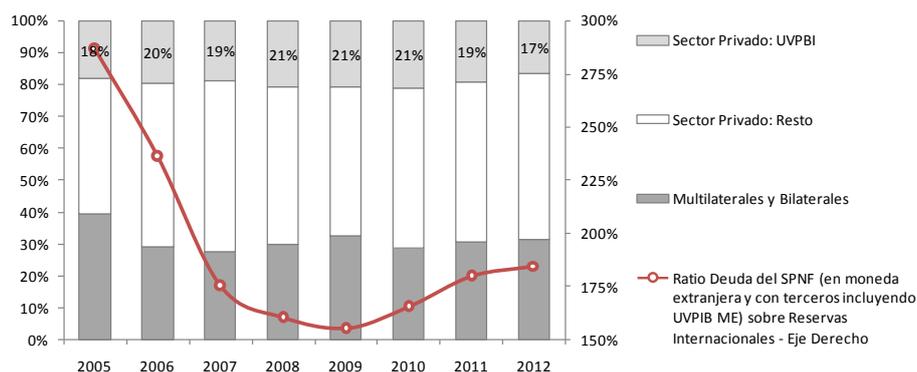


Figura I: Acreedores públicos, privados y multilaterales y bilaterales de la deuda del SPNF en moneda extranjera (incluyendo la UVPBI en moneda extranjera) Ratio deuda SPNF (ME) sobre Reservas Internacionales.

Fuente: MECON y BCRA

Por supuesto, estamos frente a montos significativos. Sin embargo, el impacto ha sido mayor porque, a diferencia de lo que sucedió con las acreencias de los títulos públicos, las UVPBI en moneda extranjera han estado en manos del sector privado, prácticamente en su totalidad, como muestra el Cuadro I. No obstante, las UVPBI en moneda doméstica han sido rescatadas mayoritariamente por el Tesoro Nacional en 2008.

| En millones de dólares | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Agencias Públicas | 491 | 759 | 1.033 | 1.841 | 1.565 | 1.086 | 961 | 864 |
| UVPBI Moneda Extranjera | 478 | 725 | 995 | 767 | 746 | 739 | 688 | 553 |
| UVPBI Moneda Nacional | 14 | 33 | 38 | 1.074 | 820 | 346 | 273 | 310 |
| Sector Privado | 28.264 | 27.542 | 26.934 | 19.257 | 18.817 | 21.794 | 18.679 | 15.075 |
| UVPBI Moneda Extranjera | 14.674 | 14.810 | 15.103 | 15.450 | 15.582 | 18.284 | 15.925 | 13.459 |
| UVPBI Moneda Nacional | 13.590 | 12.732 | 11.831 | 3.807 | 3.235 | 3.509 | 2.754 | 1.616 |
| TOTAL UVPBI | 28.755 | 28.301 | 27.967 | 21.098 | 20.382 | 22.879 | 19.640 | 15.939 |
| UVPBI Moneda Extranjera | 15.152 | 15.535 | 16.097 | 16.217 | 16.327 | 19.023 | 16.613 | 14.012 |
| UVPBI Moneda Nacional | 13.603 | 12.765 | 11.870 | 4.881 | 4.055 | 3.856 | 3.027 | 1.927 |

Cuadro I: Acreedores públicos y privados de las UVPBI en moneda doméstica y extranjera.

Fuente: MECON

Por último, para tener una dimensión de los posibles perfiles de desembolsos, y para justificar aún más su incorporación en un análisis integral de la deuda pública,

veremos que en determinadas circunstancias las UVPBI en moneda extranjera pueden entenderse como una DPME de más corto plazo si se la compara con determinados títulos públicos en moneda extranjera.

Para calcular los valores residuales de las UVPBI, tanto en moneda extranjera como domésticas (a partir del cálculos de los eventuales pagos del cupón), asumiremos siempre que los precios implícitos del PBI varían a una tasa constante de 18% anual (siguiendo el supuesto de Muller, 2013) y que las tasas de devaluación del peso contra el dólar, el euro y el yen son del 18% anual respectivamente.

A partir de estos supuestos, observaremos cómo evoluciona el valor residual a partir de tres escenarios diferentes. En primer lugar, proyectemos un escenario de crecimiento económico moderado de 4 a 2 por ciento alternado como en la Figura II. Esto significa que, por las condiciones establecidas del instrumento, pagará cuando la economía crece al 4% y no pagará cuando crece al 3%. Con este desempeño económico, el Gobierno terminaría de pagar las UVPBI en pesos en 2015, y las UVPBI en moneda extranjera, prácticamente en 2021 (para 2022 sólo restaría 30 millones de dólares). O sea, en menos de 10 años se terminarán de pagar estos instrumentos aun asumiendo un crecimiento económico promedio de 3%, que según Panigo *et al* (2012), no garantiza mantener el nivel de empleo.

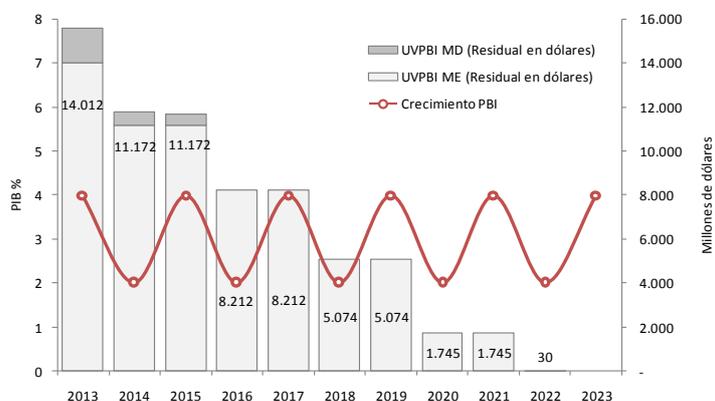


Figura II: Escenario bien conservador. Crecimiento promedio 3% anual.
Fuente: MECON

Según Panigo *et al* (2012), la economía argentina debería crecer como mínimo un 4,3% anual para mantener constante el nivel de desempleo. Siguiendo este supuesto, observamos (Figura III) que si Argentina creciese 4,3% en los próximos años, las UVPBI en pesos se terminarían de pagar en 2014 y las UVPBI en moneda extranjera en 2016, prácticamente (sólo restando 25 millones de dólares en 2017).

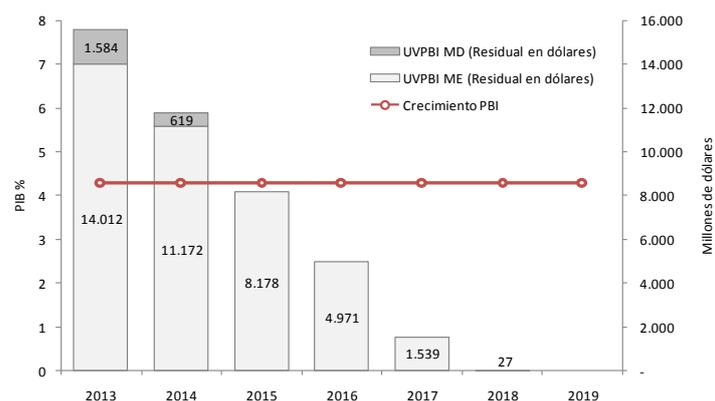


Figura III: Escenario conservador. Crecimiento constante del 4,3% anual.
Fuente: MECON

Por último, supongamos que Argentina creciese al 7,2% anual, esto es, el crecimiento promedio del PIB entre 2003 y 2012. Como observamos en la Figura IV las UVPBI en pesos se terminarían de pagar también en 2014 y las UVPBI en moneda extranjera en 2016, prácticamente (sólo restando 25 millones de dólares)

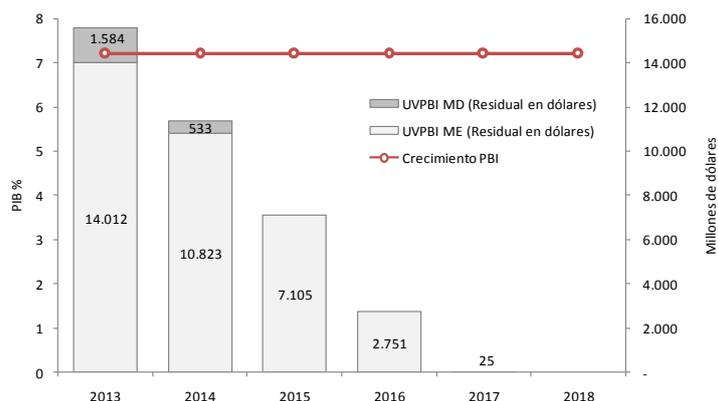


Figura IV: Escenario optimista. Crecimiento constante del 7,2% anual.
Fuente: MECON

Como pudimos demostrar, la no inclusión de las unidades vinculadas al PIB en las estadísticas de la deuda pública responde a un criterio técnico pero no macroeconómico. Realizando cualquier tipo de estimación razonable podemos tener la certeza de que las UVPBI se cancelaran en su totalidad.

Referencias

- Muller, A. & Benassi, A. (2013) 'Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?', Documento de Trabajo 32, CESP, FCE, UBA, Marzo 2013
- Panigo, D., Kiper, E. & Garriz, A. (2012). 'La política económica frente a la restricción externa en un contexto de incertidumbre global', Congreso de AEDA, 2012

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

- N° 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
- N° 23 - “LA PROGRESIVIDAD TRIBUTARIA. SU ORIGEN, APOGEO Y EXTRAVÍO (Y LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE)” Jorge Gaggero. Diciembre 2008
- N° 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
- N° 25 - “DESIGUALDAD Y CRECIMIENTO. LA LITERATURA, LOS DEBATES Y SU MEDICIÓN” Autor: Federico Grasso Colaboración: María José Castells. Mayo 2009.
- N° 26 - “CRISIS MUNDIAL. ELEMENTOS PARA SU ANÁLISIS”. Enrique Arceo, Claudio Golonbek y Romina Kupelian. Julio 2009
- N° 27 - “TITULIZACIÓN HIPOTECARIA EL INSTRUMENTO. RESEÑA DE EXPERIENCIAS. ENSEÑANZAS Y DESAFÍOS POST-CRISIS PARA SU USO EN LA ARGENTINA”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Agosto 2009
- N°28 - “BANCA DE DESARROLLO UN ESTUDIO DE CASO: BNDES, DISEÑO INSTITUCIONAL Y ROL CONTRACICLICO”. Claudio Golonbek y Andrea Urturi. Marzo de 2010.
- N°29- “LA FUGA DE CAPITALS II. ARGENTINA EN EL ESCENARIO GLOBAL (2002-2009). Jorge Gaggero, Romina Kupelian y María Agustina Zelada. Julio de 2010.
- N°30- “CENTRO, PERIFERIA Y TRANSFORMACIONES EN LA ECONOMIA MUNDIAL”. Enrique Arceo y María Andrea Urturi. Agosto de 2010.
- N°31- “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”. Martín Abeles y Mariano Borzel. Septiembre de 2010.
- N°32- “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.
- N°33- “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
- N°34 - “AMERICA LATINA: EXPANSIÓN, CRISIS Y DESPUÉS. UN ESTUDIO DE CASO SOBRE LA POLÍTICA CONTRACÍCLICA EN ARGENTINA”. Guillermo Wierzba y Pablo Mareso. Diciembre 2010.
- N°35 - “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.
- N°36 - “SECTOR FINANCIERO ARGENTINO 2007/2010. NORMALIZACIÓN, EVOLUCIÓN RECIENTE Y PRINCIPALES TENDENCIAS”. Claudio Golonbek y Pablo Mareso. Marzo 2011.
- N°37 - “LA REGULACIÓN DE LA BANCA EN ARGENTINA (1810-2010). DEBTAES, LECCIONES Y PROPUESTAS”. Guillermo Wierzba y Rodrigo López. Junio 2011.
- N°38 - “PLANIFICAR EL DESARROLLO. APUNTES PARA RETOMAR EL DEBATE”. Claudio Casparrino, Agustina Briner y Cecilia Rossi. Julio 2011.
- N°39 - “MÁRGENES UNITARIOS FLEXIBLES, CICLO ECONÓMICO, E INFLACIÓN”. Gustavo A. Murga y María Agustina Zelada. Agosto 2011.
- N°40 - “IMPACTO DEL PRESUPUESTO SOBRE LA EQUIDAD. CUADRO DE SITUACIÓN (ARGENTINA 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2011.
- N°41 - “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 Matías 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.
- Nº 48 “SECTOR EXTERNO Y POLÍTICA FISCAL EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO. LA EXPERIENCIA DE AMÉRICA LATINA ANTE LA CRISIS INTERNACIONAL DE 2008-2009. Martin Abeles, Juan Cuattromo, Pablo Mareso y Fernando Toledo.
- Nº 49 “FONDOS BUITRE. EL JUICIO CONTRA ARGENTINA Y LA DIFICULTAD QUE REPRESENTAN EN LA ECONOMÍA MUNDIAL” Romina Kupelian y Maria Sol Rivas.
- Nº 50 “LA UNIDAD Y LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA DE AMÉRICA LATINA: SU HISTORIA, EL PRESENTE Y UN ENFOQUE SOBRE UNA OPORTUNIDAD INÉDITA”. Guillermo Wierzba, Jorge Marchini, Romina Kupelian y María Andrea Urturi.
- Nº 51 “LA POLÍTICA FISCAL EN EL ENFOQUE DE HAAVELMO Y KALECKI. EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico.
- Nº 52 “LA FUGA DE CAPITALES III. ARGENTINA (2002-2012). MAGNITUDES, EVOLUCIÓN, POLÍTICAS PÚBLICAS Y CUESTIONES FISCALES RELEVANTES. Jorge Gaggero. Magdalena Rua, Alejandro Gaggero