



UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA

CARRERA DE POSGRADO

MAESTRÍA EN FINANZAS

Tema: Última crisis de deuda en Argentina: Contexto y perspectivas

Autor: Nicolás De Luca Salinas

Director: Adrián Broz

Fecha: Mayo de 2021

Resumen ejecutivo:

La presente investigación busca determinar los efectos de la liberalización de los flujos de capitales en economías emergentes. Para ello se relevan los trabajos realizados por distintos economistas, teniendo en cuenta sus resultados y recomendaciones para el desarrollo de conclusiones.

Este tema resulta relevante dado que, desde la década de los 90', incrementaron significativamente los flujos de capitales financieros hacia países en desarrollo, en busca de rendimientos extraordinarios, luego de la baja de tasas en países desarrollados.

Existen varias posturas, algunas a favor y otras en contra de la libre movilidad de capitales en economías emergentes. La teoría sostiene que la liberalización representa una posibilidad de crecimiento para economías en desarrollo, pero existe evidencia empírica que sostiene lo contrario, sobre todo si nos basamos en las crisis de deuda de las economías emergentes de la década de los 90'.

Tanto México como Tailandia sufrieron fuertes crisis de deuda con graves consecuencias para sus economías, las cuales se expandieron al resto de los mercados emergentes. Estas crisis tuvieron denominadores comunes, como el financiamiento de sus déficits mediante la emisión de deuda de corta duración en moneda extranjera, seguida de una importante salida de capitales que generó fuertes depreciaciones de sus monedas, crisis bancarias y de deuda, inflación y caída de la actividad, entre otros.

La constante necesidad de financiamiento de Argentina ha llevado a la deuda a niveles peligrosamente elevados. Tanto el déficit fiscal como el déficit en cuenta corriente fueron financiados constantemente con deuda a corto plazo, generándose una fuerte vulnerabilidad ante shocks externos. Las dificultades para renovar sus vencimientos de deuda llevaron a la Argentina a firmar un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en junio de 2018.

Pero sus recomendaciones parecen no haber ayudado a sortear los problemas macroeconómicos de la Argentina, que sigue sin acceso a los mercados internacionales de crédito, habiendo defaultado nuevamente su deuda pública, con restricciones cambiarias y sin poder revertir sus déficits fiscales y de cuenta corriente. Los desembolsos del FMI solo han ayudado a reforzar el presupuesto nacional y a sostener parcialmente la disparada del tipo de cambio, amortiguando los efectos de una crisis que parece no acabar.

Es por ello que parece conveniente estudiar la liberalización de los flujos financieros en países emergentes y en particular en Argentina, ya que el no ajuste de sus cuentas fiscales y externas conducen indefectiblemente a un fuerte endeudamiento externo, que luego de detenciones bruscas en el financiamiento puede desencadenar en una crisis de deuda, con efectos sumamente negativos para la economía en su conjunto.

Palabras clave:

Crisis de deuda, emergentes, crisis argentina, flujos financieros, sudden stops, default de deuda.

Índice

Resumen ejecutivo:	2
Palabras clave:.....	3
Capítulo 1: Introducción	7
1.1 Revisión del estado del conocimiento actual:.....	7
1.2 Fundamentación del problema	11
1.3 Objetivos	12
1.3.1 Generales.....	12
1.3.2 Específicos	12
1.4 Hipótesis.....	12
1.5 Justificación del tema.....	12
1.6 Estructura	15
Capítulo 2: Marco teórico	16
2.1 Crisis de deuda:	16
2.1.1 Default:.....	17
2.2 Sudden Stops:.....	19
2.3 Bancos:.....	22
2.3.1 Crisis Bancarias:.....	22
2.3.2 Regulación Bancaria:	24
2.4 Globalización y especulación financiera:	28
2.4.1 Fondos buitres:.....	30
2.5 Crisis cambiarias:	31
2.6 Marco Histórico (hasta la década del 90').....	32
2.7 Resumen de lo estudiado.....	36
Capítulo 3: Resumen de los flujos financieros y las crisis de deuda.....	38
3.1 Incremento de los flujos financieros a economías emergentes.....	38
3.1.1 Década del 90':.....	38
3.1.2 Luego de la crisis del 2008:.....	40

3.2 Crisis de deuda en países emergentes.....	43
3.2.1 México:	44
3.2.2 Sudeste Asiático:	45
3.2.3 Prevención y manejo de crisis de deuda:	46
3.3 Los beneficios de la Inversión Extranjera directa (IED).....	48
3.4 Control de Capitales.....	48
3.4.1 Los riesgos de no controlar.....	49
3.4.2 Efectividad de los controles.....	51
3.4.3 Carácter prudencial.....	57
3.5 Frecuencia de crisis:.....	61
3.5.1 Bancarias:.....	61
3.5.2 Cambiarias:	64
3.5.3 Gemelas:.....	65
3.6. Resumen de lo estudiado	67
Capítulo 4: El caso argentino	71
4.1 Problemas estructurales	71
4.1.2 “Fondos buitres” en Argentina:.....	71
4.1.3 Déficit fiscal:.....	73
4.1.4 Deuda externa:.....	76
4.1.5 Balanza de pagos y riesgo país:.....	81
4.2 Sturzenegger al mando del BCRA	84
4.2.1 La herencia recibida	84
4.2.2 Plan de acción	87
4.2.3 Metas de inflación.....	88
4.2.3.1 Fracaso de las metas de inflación	89
4.3 Las últimas crisis cambiarias de la Argentina	92
4.3.1 Crisis cambiaria junio de 2018	92
4.3.2 Crisis cambiaria de agosto de 2018:.....	96

4.3.3 Crisis cambiaria de agosto de 2019:.....	101
4.4 Cepo cambiario.....	107
4.5 Intervención del FMI:.....	112
4.5.1 Solicitud de financiamiento:	112
4.5.2 Memorandos.....	113
4.5.3 Aprobación del acuerdo:	116
4.5.4 Primera revisión del acuerdo:.....	117
4.5.5 Segunda revisión del acuerdo:.....	118
4.5.6 Tercera revisión del acuerdo:	119
4.5.7 Cuarta revisión del acuerdo:.....	119
4.5.8 Última visita del FMI:.....	120
4.6 Proceso de reestructuración.	121
4.7 Resumen de lo estudiado.....	125
Capítulo 5: Conclusiones.....	126
5.1 Conclusiones generales:.....	127
5.2 Reconocimiento de limitaciones:	129
5.4 Futuros lineamientos de investigación:	129
Bibliografía	131
ANEXO I: Conceptos introductorios	138

Capítulo 1: Introducción

El presente capítulo analiza los principales conceptos relevantes de la tesis, realizando una breve revisión bibliográfica de la temática (1.1), para luego plantear tanto el problema a estudiar (1.2) como los objetivos del presente trabajo (1.3), planteando la hipótesis que guiará el proceso de investigación (1.4) y explicando la relevancia del tema (1.5). Finalmente se delimita la estructura de la tesis (1.6). Cabe destacar que este trabajo de investigación está destinado a un público avanzado, ya que aborda temas complejos. Si se desea repasar conceptos básicos, se recomienda comenzar leyendo el ANEXO I.

1.1 Revisión del estado del conocimiento actual:

Desde la década del 70', cuando se inicia la globalización financiera a partir de la caída del patrón dólar-oro, se ha dificultado la implementación de un control sobre los flujos financieros internacionales. Al intentar regular el libre movimiento de capitales, los países desarrollados no acompañan estos controles, que logran ser vulnerados por los principales actores de las finanzas internacionales (bancos de inversión, fondos de inversión, calificadoras de riesgo, multinacionales, etc.). Vanoli (2017) explica los problemas que se podrían generar en la economía en caso de no regular los flujos financieros. Argumenta que, al desregularizar los flujos financieros, los países emergentes pueden mostrar cierta vulnerabilidad ante decisiones de grandes actores económicos y ante la volatilidad internacional de los mercados financieros.

Prasad y Wei (2005) aseguran que muchos economistas creen que la libre movilidad de flujos internacionales permite una colocación más eficiente de capitales a nivel global, sobre todo para países emergentes, convirtiéndose en la clave para alcanzar mejores niveles de crecimiento. En la década de los 80', muchos países en desarrollo, que comenzaron a ser conocidos como países emergentes, liberaron su cuenta capital y financiera, obteniendo una buena porción del flujo de capitales provenientes de los mercados financieros internacionales.

Este comportamiento se repitió en las décadas subsiguientes. A pesar de ello, la liberalización de la cuenta capital y financiera demostró no ser del todo positiva, generándose a fines de la década del 90' el debilitamiento financiero y el advenimiento de crisis en las balanzas de pagos de muchos países emergentes.

A continuación, y de acuerdo con la teoría, se enumeran algunos de los beneficios del ingreso de capitales que puede contribuir al crecimiento de países en desarrollo (Prasad y Wei, 2005):

1. Incremento del ahorro nacional.
2. Reducción de los costos de capital.
3. Aumento de las transferencias de tecnología.
4. Desarrollo del sistema financiero nacional.
5. Aumento de los incentivos para poner en marcha mejores políticas internas de cara al desarrollo de la economía y al crecimiento económico.
6. Incremento de la especialización en la producción a partir de los patrones de comercio que se generan.

Es cierto que, a pesar de las dolorosas crisis experimentadas, el nivel de crecimiento de países emergentes fue mucho más elevado que en países en desarrollo en las décadas del 80' y 90'. No obstante, la evidencia empírica no consigue establecer una relación causal entre integración financiera y crecimiento. Sin embargo, existe evidencia de que la integración financiera contribuye a que un país aplique mejores políticas macroeconómicas (Prasad y Wei, 2005).

Hasta los economistas más afines a las ideas de libre movilidad de capitales como lo son Prasad y Roggof (2003) admiten los riesgos a los que se enfrentan las economías emergentes con mayor integración financiera, frente a perturbaciones negativas. Ante la

adopción de un régimen de cambios fijo, los países se enfrentan a una mayor vulnerabilidad a ataques. Esto se debe a que, en contrapartida a los beneficios de un régimen de tipo de cambio fijo, la falta de respuestas a shocks negativos puede desencadenar en un colapso de este.

Asimismo, sostienen que una mayor apertura financiera puede intensificar los riesgos de una política fiscal imprudente, promoviendo el financiamiento de gasto público ineficiente mediante endeudamiento. La acumulación de deuda a corto plazo en moneda extranjera deja a los países en desarrollo expuestos a perturbaciones externas y a merced del cambio de decisiones de los inversores internacionales.

Luego de analizar gran cantidad de información empírica recolectada por distintos autores, y estudiar en profundidad el caso de los países emergentes frente a la integración financiera, concluyen lo siguiente:

“La información empírica no ofrece pruebas definitivas de que la integración financiera haya acelerado el crecimiento económico en los países en desarrollo. Es más, es posible que traiga consigo una mayor volatilidad del consumo. Por lo tanto, a título experimental, parecería conveniente que los países en desarrollo variaran sus estrategias de integración financiera y el ritmo al que emprenden ese proceso. Los estudios empíricos sí apuntan a que las mejoras en la calidad de gobierno y el establecimiento de sólidos marcos macroeconómicos, así como el desarrollo de los mercados financieros de los países, son elementos importantes en dichas estrategias”.
(Prasad y Roggof, 2003, p. 63)

Kose (2009) afirma que existen algunas evidencias de que la globalización financiera, gracias a la liberalización tanto de la cuenta de capital como del mercado de capitales, contribuye al crecimiento de los países emergentes. Asimismo, desde un punto de vista microeconómico, las empresas e industria se ven beneficiadas por la integración financiera, y

se registran importantes distorsiones en caso de control de capitales. A pesar de ello, no existen conclusiones relevantes sobre los beneficios a nivel macroeconómico.

A continuación, se exponen argumentos de economistas que afirman que la globalización financiera favorece la estabilidad macroeconómica en economías emergentes y otros que opinan lo contrario:

Por un lado, Kose (2009) nombra a economistas como Fischer (1998) y Summers (2000), que afirman que, debido a la globalización financiera, tanto la integración del mercado (de capitales, de dinero y de bonos) como la inversión extranjera directa (IED) generaron que los países emergentes se acerquen a los niveles de ingreso de capitales y estabilidad financiera de los países desarrollados.

Por otro lado, asegura que otro grupo de economistas como Bhagwati (1998), Rodrick (1998) y Stiglitz (2002) argumentan que la integración financiera en países emergentes acarrea un alto riesgo que supera ampliamente los posibles beneficios de esta. Para ello se basan en la experiencia de crisis de los países latinoamericanos, africanos y asiáticos en la década del 80' y sobre todo en la década del 90'. Estas crisis de deuda representan a su entender un fuerte ejemplo de las consecuencias desastrosas de la globalización financiera.

Gelos y Werner (2014), en un análisis realizado para el FMI, aportan opiniones sobre los posibles desequilibrios macroeconómicos que se pueden producir si no se regula la entrada de capitales. Al registrarse un ingreso significativo de divisas en el corto plazo, que puede ser generado tanto por financiamiento externo como por motivos comerciales, nos podemos enfrentar a una apreciación de la moneda, que puede desencadenar en una caída de las exportaciones netas, debido a la reasignación de factores productivos o una baja en la manufactura.

Narodowski (2012) también se refiere a la crisis de deuda de los años 90', señalando a la liberalización de la cuenta capital y financiera (una política promovida por el FMI) como responsable de muchos desequilibrios a los que se enfrentaron algunas economías emergentes. Este autor explica que las crisis de finales de los noventa dejaron en evidencia la vulnerabilidad de algunos países a una apertura total de su cuenta capital y financiera.

Dicha liberalización se consideraba necesaria para el desarrollo económico e implicaba un camino hacia el bienestar. Asume que muchos de los países emergentes no contaban con la capacidad de asimilar la entrada de grandes flujos de capitales, tendientes a especular con obtener rendimientos extraordinarios.

Calvo (2001) sostiene que la vulnerabilidad de las economías emergentes es producto del desarrollo de un mercado de bonos emergentes sin la construcción de protecciones adecuadas para enfrentar posibles colapsos sistémicos de los mercados.

1.2 Fundamentación del problema

Al analizar la expansión de los flujos financieros internacionales de la última década, dada la baja de tasas en las economías más avanzadas luego de la crisis de los años 2008-2009, se puede observar que incrementó el interés de los fondos internacionales hacia el diferencial de tasa de interés que ofrecen los bonos soberanos de los mercados emergentes (Gelos y Werner, 2014).

Es sabido que las economías emergentes suelen ser más vulnerables a los shocks macroeconómicos globales, sobre todo si tenemos en cuenta las crisis de deuda de México y Tailandia de la década de los 90' como antecedentes. Debido al elevado rendimiento que se exige a sus bonos con respecto a los títulos de deuda de países desarrollados, el mercado interpreta que financiar a países emergentes es más riesgoso. Invertir en títulos de deuda de países emergentes puede resultar tentador para fondos especulativos. Pero son esos fondos

los que, ante variaciones importantes en las condiciones macroeconómicas locales e internacionales o la baja de la calificación de la deuda de los bonos emergentes, no dudarán en desarmar su posición, pudiendo generar una caída significativa en el precio de los bonos, y provocando quizás, un “*sudden stop*”.

Es por esta razón que debemos estudiar con precaución los posibles efectos negativos de una apertura total de la cuenta capital en las economías emergentes, para determinar su vulnerabilidad y analizar si resultaría prudente tomar medidas precautorias para evitar desequilibrios macroeconómicos.

1.3 Objetivos

1.3.1 Generales

Estudiar los efectos de una liberalización de los flujos de capitales en países emergentes.

1.3.2 Específicos

Describir las crisis de deuda de Tailandia y de México de la década de los 90’.

Explicar, a partir del análisis del devenir de los últimos años de Argentina, cuales son los orígenes de la última crisis de deuda y porque la reestructuración no solucionaría sus problemas estructurales.

1.4 Hipótesis

La liberalización de los flujos de capitales ha sido el común denominador en las crisis de deuda de Tailandia y México en la década de los 90’, y representa un riesgo para Argentina.

1.5 Justificación del tema

La situación macroeconómica de Argentina en materia económica, marcada por fuertes corridas cambiarias y problemas para acceder a los mercados internacionales de crédito,

sumado a las reiteradas asistencias del Fondo Monetario Internacional, conducen a plantearse la necesidad de analizar qué efectos producen sobre las economías emergentes el ingreso de flujos de capitales externos sin ningún tipo de regulación.

El Ministerio de Hacienda de la Nación (29-08-2019) emitió un anuncio extendiendo parcialmente los vencimientos de títulos de corto plazo (LETES, LECAPS, LECER y LELINK) y adelantó que remitirá un proyecto de ley al Congreso de la Nación para incorporar los títulos públicos (ley argentina) con el objeto de reestructurar los vencimientos. Asimismo, se anunció que se contactará a bancos internacionales para recibir propuestas para reperfilar los vencimientos de los títulos bajo ley extranjera que vencen en los próximos 10 años.

El Banco Central de la República Argentina (18-09-2019), mediante un comunicado de prensa del Comité de Política Monetaria (COPOM), adecuó sus metas de base monetaria de acuerdo con la situación económica del país:

“Frente a la suba del riesgo país, las dificultades para refinanciar las Letras del Tesoro y la significativa depreciación del peso, el Ministerio de Hacienda y el BCRA han tomado medidas para defender la estabilidad monetaria y financiera. Estas medidas apuntan a que la economía pueda transitar de la mejor manera posible la incertidumbre actual. La aceleración de la inflación producida por la depreciación del peso implica una reducción en la oferta real de dinero, mientras que el nuevo régimen cambiario permite proyectar una demanda real de dinero sostenida. A fin de evitar una contracción monetaria excesiva, en un contexto que ya presentaba una liquidez ajustada, se requiere actualizar las metas de base monetaria originalmente establecidas.”

Para contextualizar, nos podemos remitir a una nota de prensa del Fondo Monetario Internacional:

“Argentina está enfrentando una situación desafiante en los mercados financieros. El personal del Fondo informó hoy al Directorio Ejecutivo del FMI sobre la reciente volatilidad del mercado experimentada por los activos argentinos y la recalibración de las políticas de intervención anunciadas por el Banco Central de la República Argentina. Los Directores Ejecutivos expresaron su apoyo al marco que sustenta el Acuerdo Stand-By y la implementación de esas políticas por parte del gobierno”.¹

El Banco Central de la República Argentina (30-10-2019), mediante otro comunicado de prensa del Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió modificar el límite inferior de las LELIQ, estableció una nueva meta de base monetaria e implementó un nuevo control de cambios:

“Ante un aumento importante en la demanda de dólares en los días previos a las elecciones presidenciales, el Directorio del Banco Central profundizó los controles cambiarios, reduciendo a 200 dólares mensuales el monto máximo que los individuos pueden comprar para atesoramiento sin autorización previa. Esta medida apunta a preservar las reservas internacionales y permitir al nuevo gobierno contar con más grados de libertad para el diseño y la implementación de sus políticas económicas. Un control cambiario más estricto tiende a incrementar la demanda de activos en pesos. Sin embargo, en el actual contexto de alta incertidumbre, se vuelve especialmente relevante garantizar un rendimiento positivo en términos reales para los ahorristas. Con ese fin, el COPOM fijó para noviembre el límite inferior de la tasa de interés de las LELIQ en 63%”

Dada la situación actual del país, sumado a la aplicación de un nuevo control de cambios, resulta interesante estudiar la libre movilidad de capitales en economías emergentes.

¹ Fondo Monetario Internacional. Comunicado de prensa N° 19/350

1.6 Estructura

El presente trabajo se estructura de la siguiente manera:

En el Capítulo 2, se desarrolla un marco teórico donde se describen los principales aspectos técnicos necesarios para comprender la problemática planteada, explicando en qué consisten las crisis de bancarias, cambiarias y de deuda, los sudden stops y la globalización financiera.

A continuación, se expone un breve marco histórico analizando la libre movilidad de capitales y los controles realizados a lo largo de la historia.

En el Capítulo 3 se muestra el incremento de los flujos financieros durante los últimos años, explicando los beneficios de la inversión extranjera directa.

Seguidamente, se analizan los desequilibrios macroeconómicos generados por la libre movilidad de capitales en países emergentes (tomando como antecedente las crisis de deuda mexicana y asiática de la década de los 90') a partir de las investigaciones realizadas por profesionales de diversas corrientes económicas, teniendo en cuenta los resultados empíricos obtenidos por ellos y la frecuencia de las crisis bancarias y cambiarias.

Adicionalmente, se analizan los riesgos de no controlar los flujos de capital, así como también la efectividad de los controles y el carácter prudencial de estos.

En el Capítulo 4 se describe la situación macroeconómica argentina (hasta febrero de 2020), teniendo en cuenta aspectos como el endeudamiento, la balanza de pagos, las cuentas fiscales y analizando el presente acuerdo con Fondo Monetario Internacional.

Con esta información disponible, se arriba a conclusiones en el Capítulo 5 sobre la conveniencia de la libre movilidad de capitales en economías emergentes, analizando la última crisis de deuda en Argentina, evitando cualquier sesgo ideológico o político.

Capítulo 2: Marco teórico

Como bien se planteó en el capítulo 1, esta tesis ahondará temas como la movilidad de capitales y las crisis de deuda en países emergentes. Es por ello que resulta relevante estudiar en profundidad dichos conceptos. Por lo tanto, el capítulo 2 aborda el tema de las crisis de deuda (2.1), definiendo conceptos como el default (2.1.1) y la reestructuración de deuda (2.1.2), para luego pasar a analizar el fenómeno de los “Sudden Stops” (2.2) y el sector bancario (2.3). Inmediatamente, se analizan la globalización y la especulación financiera (2.4), explicando el rol que cumplen los “fondos buitres” (2.4.1). A continuación, se definen las crisis cambiarias (2.5), para finalizar con un marco histórico sobre la administración de los flujos financieros y la regulación de estos hasta la década del 90’ (2.6). Habiendo analizado todos estos conceptos en profundidad, nos encontraremos en condiciones de estudiar el incremento de los flujos financieros a partir de la década del 90’ y las crisis de deuda de los países emergentes en el capítulo 3.

2.1 Crisis de deuda:

Sachs (1984), en una definición clásica, explica que una crisis de deuda ocurre cuando un país se enfrenta a un evento crediticio donde no puede cumplir con sus obligaciones financieras preacordadas (default). Esto puede ocurrir si el país se endeuda por sobre su capacidad de pago, no consigue financiar el pago de sus servicios de intereses o porque los prestamistas entran en pánico, generando un problema de liquidez por el retiro de su financiamiento de manera abrupta. Adicionalmente, analiza la posibilidad de que un gobierno repudie su deuda, entendiendo que los beneficios de hacerlo supera los costos de pagarla. No obstante, destaca que los costos de no cumplir con las obligaciones financieras han sido

elevados a lo largo de la historia, como la inhabilitación al acceso a préstamos internacionales, así como la incautación de bienes y castigos comerciales.

Por su parte, hay autores que no reducen a una crisis de deuda exclusivamente a un evento de default. Pescatori (2004) define crisis de deuda como un evento de default o un escenario con spreads de 1.000 puntos básicos en el mercado secundario de títulos de deuda. Explica que las calificadoras de riesgo se inclinan más por definir a una crisis de deuda como un evento de default. Para ello, consideran que o no se paga en la fecha establecida capital o intereses, se reestructuran los pagos o se acuerdan condiciones desfavorables para los tenedores.

2.1.1 Default:

De acuerdo con el criterio de Standard & Poor's, una obligación entra en default cuando no cumple con sus pagos en la fecha de vencimiento, otorgándose 5 días hábiles para realizarlos o un periodo de gracia preestablecido. Asimismo, se considerará default cuando un emisor declare su no capacidad de pago, siendo el incumplimiento una certeza virtual. Cuando una deuda entra en default, los emisores deben esperar un canje o renegociación de deuda desventajosa.

Según Panizza (2009), en cualquier modelo de deuda soberana, no debería ocurrir un default. Esto se debe a que los países suelen endeudarse durante períodos complicados económicamente y repagar en períodos de mayor prosperidad. Adicionalmente, los prestamistas anticipan esta situación, limitando el nivel de financiamiento. A pesar de ello, una secuencia de shocks externos puede generar sobreendeudamiento, y el país endeudado preferir el default antes de ajustar su nivel de consumo.

Por otro lado, asegura que los modelos tradicionales de deuda soberana no han logrado predecir los eventos de default a lo largo de la historia, siendo sus probabilidades de default estimadas menores a las observadas efectivamente.

Adicionalmente, sostiene que un evento de default genera una fuerte salida de capitales, como también una caída del consumo y la inversión. También afecta la capacidad de endeudamiento del sector privado. Asimismo, un evento de default provoca consecuencias más allá de la crisis, tanto en el sector crediticio como en el desarrollo financiero.

Por último, Panizza (2009) destaca que los castigos que reciben los países que no cumplen con sus obligaciones financieras no son suficientes:

1. Los períodos de exclusión financiera son breves.
2. El elevado costo financiero de endeudarse es temporario y no muy elevado.
3. La reducción comercial es real, pero no se identifica un canal directo mediante el cual un evento de default reduzca el comercio.
4. No existe evidencia de castigos diplomáticos o militares.
5. Los reclamos legales ganaron relevancia recién en los años 90', aunque se ven debilitados por la aplicación de jurisdicción de la deuda y la capacidad del deudor de volver a endeudarse localmente.

2.1.2 Reestructuración:

En caso de no poder cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma, un país puede optar por la reestructuración de su deuda, negociando con sus acreedores.

Por ejemplo, Espert y Arranz (1992) explican que un plan Brady consiste en la renegociación de la deuda externa mediante acuerdos con bancos internacionales, con extensión de plazos y quita de capital o intereses. Estas reestructuraciones ocurrieron a fines de los años 80, luego de las crisis de deuda de los países latinoamericanos, y gracias a la

extensión de plazos y períodos de gracia, se les permitió a los países en desarrollo mejorar su capacidad de pago. Para ello se puede optar por la emisión de nuevos instrumentos de deuda:

1) *Discount Bonds* (Bonos de reducción de capital): Se canjea la deuda vieja por estos instrumentos, aplicando una importante quita de capital. Por ellos se paga una tasa de interés que corresponde a la tasa LIBOR (tasa interbancaria de referencia de Londres) más un spread. Se han registrado quitas significativas a nivel mundial como en el caso de Filipinas (50%), Uruguay (44%) y México (35%).

2) *Par Bonds* (Bonos con descuento de intereses): Se suscriben estos nuevos instrumentos a la par, estableciéndose una tasa fija menor a la de mercado. Asimismo, se pactan a un plazo superior al original.

En ambos casos el nuevo capital adeudado debe estar garantizado.

3) Bonos con reducción temporaria de la tasa de interés: Es una alternativa a los bonos con descuentos de interés, que adicionalmente incluyen la reducción temporaria de la tasa, para luego igualar la tasa fijada o la tasa de mercado.

4) *New Money Bonds* (Bonos de dinero nuevo): De acuerdo con la participación de los bancos en la deuda original del país, se acordará la suscripción de nuevos títulos para aportar fondos nuevos.

5) *Buy Backs* (Recompras): Mediante licitaciones para determinar el descuento a aplicar en las recompras a realizarse en el mercado secundario.

2.2 Sudden Stops:

Por un lado, existen economistas como Keynes que cree que la globalización y los fallos de mercado pueden perjudicar a algunos países. Keynes sostiene que los “*sudden stops*” podrían ocurrir en los mercados, por lo que debían ser regulados. Dado que las decisiones económicas de un país afectan directamente a sus socios comerciales, consideró necesario tanto una acción colectiva global como la creación de una institución internacional de crédito,

para solventar los problemas de liquidez que pudiesen tener países donde la política monetaria no fuera efectiva.

Por otro lado, la corriente más fundamentalista del mercado, como el Fondo Monetario Internacional, afirma que el mercado funciona correctamente y el problema es el Estado. (Tondini y Bianchi, 2011).

A pesar de esto, Prasad y Roggof (2003), economistas de esta última corriente, sostienen que se generó un incremento en el riesgo de detenciones bruscas y modificaciones en los flujos de capital hacia países en desarrollo, y afirman que muchos de ellos dependen económicamente de los préstamos bancarios o inversiones de portafolio de extranjeros. Estos flujos dependen no solo de la coyuntura de los países beneficiarios de estos fondos, sino también de las condiciones macroeconómica en los países desarrollados (como sus ciclos económicos y las tasas de interés).

Asimismo, destacan que, en las crisis de los años 90' en los mercados emergentes, la libre movilidad de capitales generó una alta volatilidad debido al "efecto manada" (cuando los inversores imitan las acciones de los demás) y al "efecto *momentum*" (estrategias donde se recomienda comprar activos cuando presentan alzas y desprenderse de los mismos cuando presentan bajas).

Este tipo de comportamientos de los inversores puede llevar a un "*sudden stop*". Wolf (2014) explica este fenómeno, revelando que corresponde a una decisión colectiva, donde los inversores asumen que sus pérdidas son insostenibles, entonces deciden rescatar sus inversiones, suponiendo que el resto del mercado está haciendo lo mismo. Este comportamiento colectivo se asimila a una corrida bancaria.

Quien también aborda este fenómeno es Calvo (2001), explicando sus consecuencias y citando casos recientes. Explica que los "*sudden stops*" han cumplido un rol importante en las

últimas crisis. Señala el caso de la crisis de deuda de México (Tequila), donde el gobierno se vio inhabilitado a refinanciar sus bonos del tesoro. También cita casos como el de Corea del Sur, Tailandia y Rusia, donde tanto el sector público como el sector privado tuvieron dificultades con su deuda de corto plazo:

“One key aspect of recent financial crises affecting emerging economies is that they have been accompanied by a major cutback in capital inflows. In Thailand, for example, these flows were cut by an amount equivalent to 26 percent of its gross domestic product during 1997. To adjust to these interruptions, countries have been forced to liquidate their international reserves and reduce their current account deficit. It is this last step that causes the most harm to the economy, as to do so these countries must lower aggregate demand, that is to say their total spending. In practice the amounts involved have been substantial and have consequently resulted in sharp falls in output and employment. This phenomenon, known as the Sudden Stop, is not experienced by developed countries, where the crises have been much less severe, and in many cases have been accompanied by an expansion of credit, rather than a strong contraction as in the case of the emerging economies” [Un aspecto crucial de las crisis financieras recientes que han afectado a las economías emergentes es que estas han sido acompañadas por una fuerte disminución en la entrada de capitales. En Tailandia, por ejemplo, la caída de estos flujos fue una cantidad equivalente al 26% de su producto interno bruto durante 1997. Para ajustarse a estas interrupciones, los países se vieron forzados a reducir sus déficit de cuenta corriente. Es este último paso el que causa el mayor daño a la economía, ya que al hacer eso los países reducen la demanda agregada, es decir, su gasto total. En la práctica, dichas cantidades han sido substanciales y consecuentemente han resultado en profundas caídas en el producto y el empleo. Este fenómeno, conocido como sudden stop, no es experimentado por

países desarrollados, donde las crisis han sido mucho menos severas, y en muchos casos han sido acompañadas por una expansión del crédito, más que con una fuerte contracción como en el caso de las economías emergentes.] (Calvo, 2001, p. 9)

Cuando un país emergente sostiene su economía con financiamiento externo, una caída repentina de los flujos de capitales puede generar tanto una crisis cambiaria como una crisis de deuda. Tal como explica Calvo (2001), ante una caída en los flujos de capitales, los países deberán depreciar su tipo de cambio real, lo que en economías frágiles puede generar crisis muy costosas.

Adicionalmente tendrán que ajustar su demanda agregada, lo que suele desencadenar caídas tanto en el producto como en el empleo, generando una contracción significativa.

Es importante contar con las herramientas necesarias para enfrentar un “*sudden stop*”. Farhi (2013) explica que tanto un tipo de cambio flexible como controles de capitales, son importantes para lidiar con este problema, aunque la flexibilidad del tipo de cambio es más importante, ya que una fuerte depreciación puede mitigar rápidamente las consecuencias de un “*sudden stop*”, evitando así una larga recesión.

2.3 Bancos:

2.3.1 Crisis Bancarias:

2.3.1.1 Definición:

Krugman (2016) explica que el sistema financiero global presenta fragilidad debido a la desregulación de su actividad. En un contexto de globalización financiera, existe cierta vulnerabilidad bancaria a quiebras a gran escala.

Una entidad financiera quiebra cuando se ve imposibilitada de cumplir con sus obligaciones con acreedores o depositantes. Por ejemplo, si hay una repentina demanda de depósitos, el banco debe tener la liquidez suficiente hacer frente a los retiros. Si un banco

otorga créditos, y los deudores son incapaces de devolver el dinero, este se encuentra en problemas para cumplir con sus compromisos, ya que no cuenta con la liquidez necesaria para hacer frente a sus obligaciones. Lo mismo ocurre si por alguna razón hay una caída significativa en el valor de los activos del banco.

Debido a esto, la confianza es clave para el correcto funcionamiento del sistema financiero. Si los depositantes entienden que los activos del banco pierden valor, entonces se verán tentados a retirar sus depósitos, generándole un problema de liquidez significativo. Esto se debe a que muchos de los activos del banco son ilíquidos, imposibilitando al banco a venderlos rápidamente para cubrir sus problemas de liquidez de corto plazo.

2.3.1.2 Crisis bancarias sistémicas:

En una situación de stress financiero, los depositantes pueden responder al “efecto manada” (imitar el accionar de otros inversores), y retirar sus depósitos de todas las entidades financieras, sin importar como su banco gestionó sus activos. Debido a la fuerte conexión financiera que existe entre entidades bancarias (por préstamos, derivados, etc.), una importante fuga de depósitos puede generar una crisis bancaria sistémica si no es contenida a tiempo.

Al quebrar un banco, la desconfianza se expande hacia el resto de las entidades financieras, generando una fuerte pérdida de confianza. Al haber una quiebra bancaria sistémica, no solo se ven perjudicados los depositantes, sino que también se genera una dificultad para financiar tanto la inversión como el consumo, afectando directamente la demanda agregada, lo que puede generar una recesión.

Laeven y Valencia (2012), sostienen que cuando nos enfrentamos a corridas bancarias, pérdidas significativas en el sistema bancario y/o liquidación de bancos, y eso se combina con políticas de intervención bancaria significativas en respuesta dichos episodios, ocurre una crisis

bancaria sistémica. De acuerdo con su criterio, las políticas de intervención son significativas cuando se combinan al menos tres de las siguientes medidas:

Soporte extensivo de liquidez (al menos 5% de los depósitos y pasivos con no residentes).

Reestructuración de bancos (cuando el costo bruto fiscal alcanza por lo menos el 3% del PBI).

Nacionalización de bancos (de instituciones financieras con relevancia sistémica).

Se establecen garantías significativas (sobre todos los pasivos de los bancos o la extensión a pasivos que no corresponden a depósitos)

Importante compra de activos a entidades financieras (por al menos el 5% del PBI, por parte del Tesoro o Banco Central).

Congelamiento de depósitos o feriados bancarios.

Asimismo, ha habido episodios donde los países intervienen su sistema financiero con menos de 3 medidas enunciadas anteriormente, pero en gran escala, condición suficiente para considerarla una crisis bancaria sistémica. Por ejemplo, si los bancos registran pérdidas por morosidad de préstamos mayor al 20% o se generan cierres bancarios por al menos el 20% de los activos del sistema financiero. Asimismo, nos encontraremos frente a una crisis bancaria sistémica si los costos de reestructuración bancaria superan el 5% del PBI.

2.3.2 Regulación Bancaria:

Dados los desequilibrios macroeconómicos que puede generar una crisis bancaria, los países intentan regular al sector bancario. Luego de la experiencia de las últimas crisis sistémicas, Krugman (2016) explica que se han establecido varias medidas precautorias, con el objetivo de prevenir futuras crisis bancarias:

Fondos de garantía de depósitos: Fueron aplicados luego de la Gran Depresión (años treinta). Se crea un fondo de garantía donde se protege al depositante. Se obliga a que los bancos aporten para el fondeo de este. Funciona como garantía en caso de pérdidas, por lo que los depositantes no retirarían sus depósitos como medida precautoria. En Argentina el sistema de seguros de depósitos es administrado por SEDESA S.A. y es regulado por el marco normativo que se especifica a continuación: Ley N° 24.485, , Decreto N° 905/2002 (Parte pertinente), Decreto N° 30/2018.

El BCRA, mediante la Com. "A" 5943 regula la aplicación del sistema de seguro de garantía de depósitos y establece que las entidades comprendidas deberán aportar al fondo de garantía, mensualmente, el 0,015% del promedio mensual de sus saldos diarios.

Coefficiente de reserva: También puede ser utilizado como un instrumento de política monetaria. Obliga a los bancos a mantener parte de sus activos líquidos, para poder afrontar demandas de depósitos repentinas. En Argentina este coeficiente es más conocido como encaje bancario y es regulado por el BCRA. En su texto ordenado de Efectivo Mínimo, el Banco Central establece la base de aplicación de este, así como también beneficios para entidades que brinden financiamiento a PYMES, financiamiento en cuotas por el programa "Ahora 12", así como incrementos puntuales de los requerimientos de efectivo mínimo. Cabe destacar que actualmente el BCRA permite integrar los saldos correspondientes tanto en cuentas corrientes como en LELIQS (Letras de Liquidez), NOBACS (Notas del Banco Central) o el TN20P (Bonos del Tesoro Nacional en pesos a tasa fija vencimiento noviembre de 2020). Asimismo, establece las sanciones por incumplimiento a los responsables del manejo de liquidez ante el BCRA.

Restricciones de capital y de activos riesgosos: Para evitar la vulnerabilidad, se les exige a los bancos un mínimo de capital. Esto se debe a que entre menor sea el capital del banco, hay más posibilidades de que se declare su insolvencia por pérdidas en el valor de sus activos, ya sea por demanda de depósitos o por asuntos macroeconómicos externos. Por otra

parte, también se regula la exposición al riesgo de las entidades financieras, limitando sus tenencias de activos volátiles como acciones y prohibiéndoles prestar gran parte de su capital a un solo acreedor, por el riesgo que ello implica. El texto ordenado del BCRA sobre Capitales Mínimos de las Entidades Financieras establece los requerimientos de capital a las entidades, estableciendo las exigencias mínimas de acuerdo con el riesgo de crédito, riesgo operacional, riesgo de contraparte y riesgo de mercado, asignado al Gerente General y a los miembros del Directorio como responsables ante la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC), que actúa como agente veedor de acuerdo con la Ley de Entidades Financieras.

Inspecciones los bancos: El ente regulador puede revisar los libros contables de las entidades financieras para hacer cumplir la normativa vigente. Se verificará que el banco no posea activos demasiado riesgosos ni préstamos de dudosa devolución. En su texto ordenado sobre Supervisión Consolidada, el BCRA designa a la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC) para cumplir el rol de supervisor. Se establece que las entidades deben presentar sus estados financieros consolidados mensual, trimestral y anualmente, con la revisión de un auditor externo para el caso de los informes trimestrales y anuales.

Préstamos de última instancia: El Banco Central puede brindar asistencia financiera a las entidades si estas lo necesitan, siempre que brinden garantías de mayor valor a cambio. En el caso de EEUU, ese rol lo cumple la Reserva Federal. Que las entidades financieras cuenten con este recurso le brinda más confianza a los depositantes, que entienden que los bancos pueden soportar situaciones de stress financiero. En Argentina, el BCRA cumple el rol de prestamista de última instancia. Para ello cuenta con distintas herramientas:

Inyecciones de liquidez: Mediante pases activos de hasta 5 días hábiles a entidades financieras a la tasa de interés resultante de la Tasa de Política Monetaria (TPM) multiplicada por un coeficiente que estará entre 1.01 y 1.5 determinado por el BCRA o recompra de Letras

de liquidez (con un plazo residual menor o igual a 5 días hábiles), de acuerdo con la Com. "A" 6879.

El BCRA establece en su texto ordenado sobre Ventanilla de Liquidez, que se activará esta línea una vez agotada la tenencia de títulos públicos admitidos para la operatoria de pases activos con el BCRA. Mediante la rueda "VELI", manejada por la Mesa de Operaciones del BCRA, este puede brindar asistencia financiera a las entidades con afectación a préstamos garantizados o títulos públicos nacionales, garantías aforadas que deben reponerse en caso de perder un 10% de su valor originalmente pactado. Este préstamo tendrá una duración de entre 7 y 60 días (corridos) y no puede ser cancelado de forma anticipada. Para acceder a este beneficio, las entidades deben presentar la documentación correspondiente a la Gerencia de Créditos del BCRA, como el contrato de prenda de las garantías requeridas (se afectarán los activos de menor vida promedio) y una declaración jurada que acredite la no tenencia de títulos públicos elegibles para realizar pases activos. Esta asistencia no podrá exceder la Responsabilidad Patrimonial Computable de la entidad, salvo algunas excepciones.

En los incisos b) y c) del artículo 17 de su Carta Orgánica es facultado para brindar tanto redescuentos como adelantos en cuenta a entidades financieras por iliquidez transitoria. Su reglamentación es detallada en el texto ordenado de Asistencia Financiera por Iliquidez Transitoria. Allí se establecen los requisitos, solicitudes y condiciones generales como tasas de interés y ratios de liquidez necesarios para su otorgamiento y cancelación. Para acceder a este financiamiento las entidades deben haber agotado la instancia de Ventanilla de Liquidez y demás alternativas de financiamiento. Esta asistencia nunca podrá exceder el patrimonio neto de la entidad y tendrá un plazo máximo de 180 días corridos, y con la opción de cancelación anticipada.

Rescates o reestructuración: En casos de posibles pérdidas fuertes en los activos de un banco, las autoridades nacionales pueden optar intervenirlo u organizar la compra de este por

parte de entidades financieras más saneadas. Con fondos fiscales también se puede recapitalizar al banco, tomando el gobierno control de dicha entidad, gestionando su crisis para evitar su quiebra. En los artículos 34 y 35 bis de la Ley de Entidades Financieras se establecen los lineamientos de regularización y saneamiento. En primer lugar, se obliga a las entidades a dar las explicaciones pertinentes en caso de incumplimientos normativos, para luego presentar un “Plan de Regularización y Saneamiento” cuando presenten:

Problemas de liquidez o solvencia a juicio del BCRA.

Deficiencias de efectivo mínimo.

Reiterados incumplimientos a relaciones técnicas o límites.

Incumplimiento de la Responsabilidad Patrimonial Exigida.

En caso de haber sido rechazado, no presentado o incumplido, el BCRA podrá disponer la revocación de su autorización para funcionar como entidad financiera.

El Art. 35 bis establece que, si el Directorio del BCRA decide por mayoría absoluta, dicha entidad podrá ser reestructurada en defensa de los depositantes. Para ello, y de acuerdo con lo que resulte pertinente, se puede determinar o la reducción/aumento de su capital social, la exclusión de activos y pasivos y su transferencia, la intervención judicial o la transferencia de activos/pasivos excluidos.

2.4 Globalización y especulación financiera:

De acuerdo con Braun (2010) la globalización financiera es la *“tendencia del capital a cruzar fronteras”* (p. 470).

En cuanto a las ventajas de la globalización financiera destaca la disminución del diferencial de tasas entre países, de acuerdo con el principio de paridad de tasas.

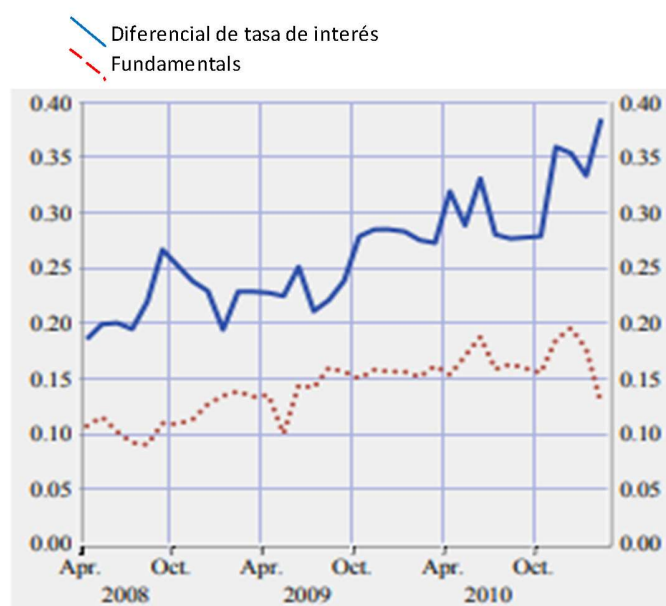
Desde lo teórico, asegura que esta reducción en la tasa de interés puede resultar beneficiosa para el crecimiento de algunos países, brindándole mayor rentabilidad a sus negocios. Si los flujos de capital provienen del sector empresario, el país receptor se puede ver beneficiado con aprendizaje tecnológico.

Uno de los grandes riesgos es la capacidad de los países de sobreendeudarse. Esta situación puede traer consecuencias que superan ampliamente los beneficios de la globalización financiera, sobre todo si estos países se enfrentan a un evento de “*sudden stop*”, generándose caídas en el producto y una mayor inestabilidad del consumo.

De acuerdo con Krugman (2016) un país emergente es un mercado en vías de desarrollo que ha liberalizado su sistema financiero para atraer fondos internacionales.

Los diferenciales de tasa de interés pueden ser atractivos para los fondos de inversión internacionales. La tendencia de transferencia de fondos con fines especulativos hacia economías emergentes puede ser explicada en parte, por los altos rendimientos que tienen sus bonos soberanos. Una mayor tasa de interés acarrea un mayor riesgo, por lo que se puede clasificar a este tipo de inversiones como de grado especulativo ya que es probable que el emisor no cumpla con sus obligaciones financieras, defaulteando o reestructurando su deuda. En el siguiente gráfico se muestra la preferencia de muchos inversores institucionales hacia rendimientos extraordinarios, por sobre el valor teórico de los activos.

Dependencia de las inversiones de portafolio al diferencial de tasa de interés y a los fundamentals



Nota: Las medidas de dependencia son calculadas en base al promedio del valor estandarizado de los coeficientes estimados (β s) entre países.

Figura 1.

Fuente: Banco Central de Europa (2011). Portfolio Flows to Emerging Market Economies: Determinants and Domestic Impact.

El Banco Central de Europa (2011), en su resumen de estabilidad financiera, explica que, a pesar de que los flujos financieros representan un comportamiento natural de los mercados financieros internacionales, grandes inversiones de portafolio pueden potencialmente crear inestabilidad, generando pérdidas en el mercado de valores debido a burbujas financieras y generar a mediano plazo ciclos de caída y recuperación en mercados emergentes. Para evitar estos riesgos, estima que es necesario tomar medidas prudentes a nivel micro y macro, como medidas para dar profundidad al mercado de valores, y de esa manera mejorar su capacidad de absorber constantes ingresos de flujos financieros.

2.4.1 Fondos buitres:

Los “fondos buitres” (*holdouts* o “*vulture funds*”) son fondos especulativos que buscan rendimientos extraordinarios. Para ello compran bonos de baja calificación crediticia, a precios

bajos, con el objeto de acudir a cortes internacionales y demandar a los deudores a abonar el total de la deuda acordada originalmente.

Kamenis (2014) explica que este tipo de fondos pone en cuestionamiento la sustentabilidad de la deuda soberana de los mercados. Esto se debe a se aprovechan de países endeudados, buscando sacar ventaja de las reestructuraciones y con estrategias moralmente discutibles, forzando litigaciones legales para cobrar la totalidad de la deuda acordada originalmente. Para ello compran bonos de mercados emergentes con legislación de EEUU o Reino Unido, ya que la reestructuración de deuda requiere el acuerdo de todos los tenedores de deuda y las reglas no pueden ser modificadas por el gobierno local del emisor.

Asimismo, expone que utilizan la interpretación de algunas cláusulas como la “Pari Passu” para beneficiarse. Esta cláusula establece que todos los tenedores de deuda deben recibir el mismo tratamiento y tiene el objeto de proteger a los inversores para no verse perjudicados frente a otros. Estos fondos utilizan dicha cláusula para asegurarse el cobro del valor facial de deudas reestructuradas. Adicionalmente, debido a su gran volumen de inversiones, presionan mediante “lobbies”, teniendo mucha influencia dada sus fuertes conexiones políticas.

2.5 Crisis cambiarias:

Glick y Hutchison (2011) explican que en la literatura existen distintos criterios para determinar si existe una crisis cambiaria:

Una depreciación nominal de 25% o más, al menos un 10% mayor a la del año anterior.

Una depreciación nominal de 25% o más, doblando la del año anterior, que debe haber sido de menos del 40%.

Un mínimo de 15% depreciación, un incremento de al menos 10% con respecto a la del año anterior y una depreciación previa de menos del 10%.

Otras definiciones que incluyen ataques a la moneda controlados, teniendo en cuenta promedios ponderados de pérdida de reservas y depreciación.

Asimismo, Glick y Hutchison (2011) afirman que puede ocurrir una crisis cambiaria cuando existe un ataque especulativo hacia una moneda, que resulta en la depreciación de ésta, obligando a las autoridades a defender el tipo de cambio vendiendo reservas o subiendo las tasas de interés. Finalmente, por más medidas que se tomen, el ataque especulativo consigue depreciar fuertemente la moneda.

En cuanto a las consecuencias de una crisis cambiaria destacan el incremento de los costos del repago de la deuda nominada en moneda extranjera, caída de las inversiones, producción y empleo.

2.6 Marco Histórico (hasta la década del 90')

La administración de los flujos financieros y la regulación de estos son un fenómeno con muchos años de historia.

En el año 1873, en pleno auge del comercio internacional, comenzó a preocupar lo que se conoce como la depresión de los precios. Se produjo una fuerte deflación, que redujo significativamente la rentabilidad de las empresas, principalmente del sector agrícola. Los agricultores reaccionaron desde la agitación electoral hasta con rebelión, y algunos hasta morían de hambre. En el Reino Unido los precios descendieron un 40% entre 1873 y 1896. El precio del trigo en 1894 era aproximadamente un tercio del registrado en 1867. Esta crisis de precios se explicó principalmente por la escasez relativa de oro. Para enfrentar esta crisis, se adoptó un patrón bimetálico y se aplicaron aranceles proteccionistas para elevar los precios. (Hobsbawm, 2009)

La era imperialista, ubicada por Eric Hobsbawm (2009) entre los años 1875 y 1914, estuvo caracterizada por la expansión territorial y económica de las principales potencias

económicas mundiales. Los economistas marxistas afirman que el capitalismo monopolístico condujo al colonialismo, basándose en la idea de que la expansión económica y la explotación en ultramar eran esenciales para el desarrollo capitalista.

Por otra parte, el autor explica que los economistas no marxistas negaban que las raíces del imperialismo fueran económicas, argumentando que la explotación de los países subdesarrollados no fue fundamental para el capitalismo, minimizando los efectos negativos sobre las economías coloniales.

Sin importar la visión de cada grupo de economistas, resulta importante destacar que, evidentemente, el colonialismo tuvo una dimensión económica. Durante esta etapa, la globalización tuvo una aceleración en cuanto a volumen y cifras. Las economías desarrolladas lograban con facilidad comerciar con economías subdesarrolladas, pero cuando no podían, conseguían territorios para ubicar sus empresas de manera monopolística. Este fue una de las ampliaciones del proteccionismo de la década de 1880. Hobsbawn cita los dichos del primer ministro británico al embajador francés en 1897: *“Si no fueran tan tenazmente proteccionistas... no nos encontraríamos tan deseosos de anexionarnos territorios”* (Hobsbawn, 2009, p. 76)

Acá podemos detectar los primeros indicios sobre la disconformidad de las potencias económicas mundiales ante políticas proteccionistas en términos económicos

El tratado de Versalles, que selló la paz luego de la Primera Guerra Mundial impuso fuertes sanciones económicas a Alemania, y provocó una transición desde el liberalismo económico hacia el proteccionismo. Muchos países comenzaron a aplicar restricciones de comercio, barreras que duraron hasta finalizada la segunda guerra mundial. Una de las medidas utilizadas fue la devaluación de la moneda, para lograr equilibrar las cuentas externas. (CaixaBank, 2018)

Luego del “Crack de Wall Street” en 1929, donde los mercados cayeron un 85% en 3 años, comenzó la Depresión de la década de 1930. Cabe destacar que antes de la caída de los mercados de 1929, desde 1927 los agentes financieros estadounidenses centraron sus negocios en el mercado interno, haciendo subir el valor de las acciones. Adicionalmente, 9 millones de estadounidenses tenían participación en el mercado de capitales invirtiendo sus ahorros. En marzo de 1929 la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió subir la tasa de interés un 1%, y recomendó a los bancos no otorgar créditos para invertir en la Bolsa. Dado que algunos agentes financieros encontraron más atractivas otras inversiones en activos fuera de la Bolsa, comenzó una fuerte corriente vendedora, que desencadenó el “jueves negro” del 24 de octubre de 1929. Desde ese jueves hasta el “martes negro” del 29 de octubre de ese año, se produjo el derrumbe de la Bolsa de Wall Street, donde cayeron vertiginosamente el precio de las acciones, expandiéndose el efecto al resto de las Bolsas de los Estados Unidos. (CaixaBank, 2018)

Tondini y Bianchi (2011) describe los efectos en lo que respecta a las decisiones proteccionistas de muchos países luego de la crisis del 29: *“La devaluación monetaria, las restricciones arancelarias y los controles comerciales y cambiarios se propagaron de un país a otro, en el desesperado afán de todos por protegerse del impacto de la depresión internacional.”* (p. 12)

Argentina también se vio fuertemente golpeada por los devastadores efectos de la crisis del 29'. En diciembre de ese mismo año, el presidente Hipólito Yrigoyen cerró la Caja de Conversión para evitar la salida de oro. Luego de la caída del gobierno constitucional en 1931, se decretó un control de cambios para frenar la devaluación de la moneda. Estos controles a los flujos financieros son un antecedente claro de la necesidad de regular los flujos financieros para evitar desequilibrios macroeconómicos (Tondini y Bianchi, 2011)

En 1933, mediante la *Executive Order* N° 6102, Estados Unidos prohibió la acumulación privada de oro amonedado a sus ciudadanos. Estos tampoco podrían poseer oro en bruto ni en certificados. En consecuencia, todo el oro acumulado debió ser entregado a la Reserva Federal, a cambio de US\$ 20,67 por onza. (Vanoli, 2017)

En 1944, luego de la Segunda Guerra mundial, mediante los acuerdos de Bretton Woods, se acordó un orden monetario internacional que duró 25 años. Este período registró altas tasas de crecimiento, así como también un bajo nivel de desempleo y la mejora de calidad de vida de la población. Todo esto se generó gracias al Estado de Bienestar Keynesiano. Estos acuerdos restringieron los flujos financieros. Solo permitía comprar o vender moneda extranjera por motivos comerciales (importaciones y exportaciones) o por inversiones dirigidas a la economía real. Esto significó una fuerte restricción a las operaciones vinculadas con la especulación financiera. (Vanoli, 2017)

Luego de la suba de tasas de los Estados Unidos de los años 80', para combatir la inflación, se observó una importante reversión de los flujos de capitales en Latinoamérica, dejando a muchos países sin financiamiento para solventar el pago de sus deudas contraídas en la década del 70'. (Narodowski y Lenicov, 2012)

Esta caída en los flujos financieros internacionales generó una modificación en los patrones de acumulación en la periferia, pasando de perfiles desarrollistas a otros más marcadamente financieros. Narodowski y Lenicov (2012) explican las consecuencias de este comportamiento en los flujos de capitales:

“Esto implicó por un lado, la interrupción de la etapa de industrialización por sustitución de importaciones y, por el otro, la articulación local con las tendencias internacionales, lo cual generó en la periferia fuerzas favorables a una mayor dependencia financiera,

una desarticulación creciente del entramado productivo, un crecimiento marcado de la deuda pública y la creciente salida de capitales privados hacia el exterior.” (p. 260)

2.7 Resumen de lo estudiado

Una economía emergente es un mercado en vías de desarrollo que ha liberalizado su sistema financiero para atraer fondos internacionales. Estos fondos pueden tener varios destinos, como el financiamiento de sus cuentas fiscales o externas, o inversiones productivas, entre otros. Uno de los medios de los que dispone un país de acceder a financiamiento es la emisión de títulos de deuda, que prometen el futuro pago de capital e intereses a los inversores.

La globalización financiera ha facilitado el movimiento de flujos financieros hacia economías emergentes. Esto puede generar resultados positivos, como la disminución del diferencial de tasas entre países, mayor rentabilidad a sus negocios y hasta aprendizaje tecnológico. Asimismo, puede resultar riesgosa la capacidad de los países de sobreendeudarse, como también la participación de fondos especulativos en situaciones de reestructuración.

La fuerte dependencia de países emergentes al ingreso de flujos financieros desnuda la vulnerabilidad de estos ante caídas repentinas en el financiamiento (*Sudden Stops*). Un *Sudden Stop* puede desencadenar una crisis cambiaria, una crisis de deuda o ambas, pudiendo derivar en una crisis bancaria, con graves consecuencias para las economías emergentes.

El endeudamiento puede ser peligroso para las economías en vías de desarrollo. Un exceso de este puede incentivar un gasto ineficiente del Estado, pudiendo la corrupción afectar de manera negativa la composición de los ingresos, acrecentando el riesgo de ataques especulativos.

También se genera un incremento en la vulnerabilidad a shocks externos y a la voluntad de inversores internacionales. Estos pueden desestabilizar el mercado de deuda para verse beneficiados, mediante maniobras poco transparentes.

La regulación bancaria es una medida necesaria para evitar y contener posibles crisis del sector financiero. La creación de fondos de garantía de depósitos, los encajes bancarios, las restricciones (de capital y activos riesgosos), las inspecciones bancarias, el Estado como prestamista de última instancia y la creación de un marco normativo para rescates y reestructuraciones pueden prevenir futuras crisis bancarias.

Cabe destacar que Argentina, luego de la crisis del 2001 desarrolló un fuerte marco regulatorio a entidades financieras. En el capítulo 4 se podrá verificar como, gracias a estas medidas macro prudenciales, el sector bancario argentino no tuvo inconvenientes para atender la fuerte salida de depósitos que ocurrió luego de la fuerte depreciación del peso en agosto de 2019 dados sus altos ratios de liquidez.

La regulación de los flujos financieros cuenta con un largo historial. Generalmente se ha aplicado para apalea los efectos de crisis internacionales, intentando evitar los movimientos especulativos, priorizando la estabilización de las cuentas externas mediante controles de cambios y restricciones comerciales, con el afán de estabilizar la macroeconomía y retomar un sendero de crecimiento.

Capítulo 3: Resumen de los flujos financieros y las crisis de deuda

En el capítulo 2 se definieron varios conceptos que serán útiles para avanzar en el análisis de las crisis de deuda en los países emergentes. En el presente capítulo, se explica por qué incrementaron los flujos financieros desde la década del 90' (3.1), estudiando las crisis de deuda de México y del Sudeste Asiático (3.2), para luego analizar los beneficios de la IED (3.3). A continuación, se aborda la temática control de capitales (3.4), analizando su necesidad de aplicación y efectividad. Finalmente se estudia la frecuencia de las crisis bancarias y cambiarias, y cómo una puede desencadenar en otra (3.5).

3.1 Incremento de los flujos financieros a economías emergentes.

3.1.1 Década del 90':

P. Narodowski y M. Remes Lenicov explican que los flujos financieros provenientes de países industriales en los años 90', generalmente en forma de Inversión Extranjera Directa (IED), se destinaron principalmente a la explotación de recursos naturales, por lo que no se producía el "efecto derrame" esperado. Adicionalmente destacan que dichos ingresos generaban pérdidas de competitividad, ya que apreciaban la moneda local. Narodowski y Lenicov (2012) concluyen lo siguiente:

"...al tiempo que se liberalizaba la cuenta capital, parecía aumentar la vulnerabilidad ante la crisis. La globalización exacerbó los riesgos debido a que las vinculaciones financieras entre países amplificaron los efectos y los transmitieron con gran rapidez a través de sus fronteras." (p.238)

En la década del 90', y luego de una flexibilización de la política monetaria de los Estados Unidos reflejada en una baja de las tasas de interés y la expansión del crédito tanto en

Estados Unidos como en Europa, volvió a registrarse una importante liquidez, que comenzó a buscar mayores rendimientos.

Esta década se caracterizó por un aumento en los flujos de capital privado desde los países desarrollados hacia los países en vía de desarrollo. Los países que recibían estos flujos liberalizaron su cuenta capital, eliminando restricciones a la entrada y salida de capitales. Esta decisión permitió a los fondos especulativos volver a ingresar a los países emergentes en busca de rendimientos elevados con respecto al resto de las regiones.

Narodowski y Lenicov (2012) explican que estos ingresos generaron una sobrevalorización del tipo de cambio real, que obligaba a los gobiernos a mantener altas las tasas de interés, promoviendo el ingreso de capitales para poder financiar el sector externo.

El FMI sugirió estas políticas de liberalización y luego de la crisis mexicana muchos flujos financieros se dirigieron al sudeste asiático. La apreciación de la moneda y los saldos negativos en la cuenta corriente generaron crisis en Tailandia en 1997 y en Rusia en 1998, expandiéndose a todas las economías emergentes. (Narodowski y Lenicov, 2012)

En cuanto a la expansión de los flujos financieros internacionales de la última década, nos podemos remitir a las afirmaciones de Gelos y Werner (2014), en su análisis realizado para el Fondo Monetario Internacional:

“Como consecuencia de la política monetaria expansiva, implementadas en las economías avanzadas tras la crisis financiera mundial de 2008-09, los diferenciales de tasa de interés han provocado un aumento en el ingreso de capitales hacia los países de mercados emergentes.” (p. 7)

Calvo (2001) expone que, a partir del año 1989, gracias al éxito del plan Brady a lo largo del mundo, los países emergentes lograron endeudarse nuevamente en los mercados internacionales. Debido a las garantías que estos nuevos instrumentos poseían, los bancos

comenzaron a invertir su liquidez en ellos, dándole profundidad al mercado secundario de estos (pasando de un valor de mercado de US\$ 20 billones en 1990 a US\$ 100 billones en 1997).

El Plan Brady estableció las bases para el retorno de los países latinoamericanos altamente endeudados al financiamiento externo. Cabe destacar que tanto el mercado de deuda como al mercado de valores dependen fuertemente de la información disponible sobre el deudor. La principal información que consultan los inversores son las condiciones macroeconómicas del país, las políticas monetarias y fiscales y sus características institucionales. Esto se debe a que la capacidad de repago de la deuda depende de estos ítems.

El principal problema de dicha expansión en el mercado de bonos emergentes es que gran parte de sus obligaciones son en moneda extranjera, y no poseen un prestamista de última instancia, como es la Reserva Federal en los EEUU, en caso de que el precio de sus bonos colapse. Para resolver estos problemas, el Fondo Monetario Internacional creó una línea de crédito de contingencia en caso de crisis financieras.

3.1.2 Luego de la crisis del 2008:

El Banco Central de Europa (2011) afirma que desde la caída de Lehman Brothers en 2008, se incrementaron sustancialmente los flujos de capitales hacia economías emergentes. A pesar de que parte de ellos correspondían a IED, las inversiones de portafolio incrementaron fuertemente, tanto en el mercado de acciones como en el mercado de bonos, alcanzando niveles sin precedentes.

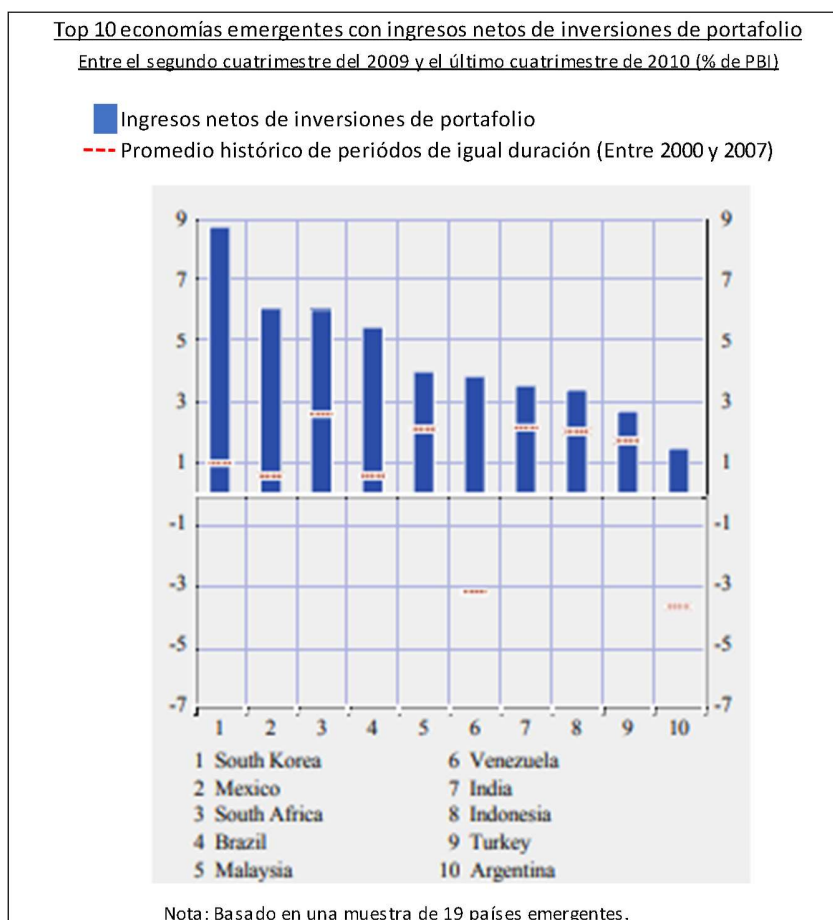


Figura II.
 Fuente: Banco Central de Europa.

En la Figura II se observa que entre los años 2009 y 2010, Argentina se encontraba entre los 10 países emergentes con mayor ingreso neto de flujos por inversiones de portafolio por más de 1% de su PBI, habiendo tenido entre los años 2000 y 2007 salidas netas por este mismo concepto (superiores al 3% del PBI). De igual manera, el resto de los países estudiados también superaron ampliamente sus promedios históricos, evidenciando una fuerte preferencia de los fondos de inversión hacia los países emergentes.

El flujo de inversiones de portafolio ha generado volatilidad en los mercados emergentes, y debido a la gran dimensión de los ingresos netos de portafolio, estos países han experimentado fuertes episodios de inestabilidad financiera, como en los casos de la crisis de

México de 1994 y la crisis de los países asiáticos en 1997. Adicionalmente, el Banco Central de Europa (2011) asegura que los ingresos de inversiones de portafolio contribuyen a la volatilidad, ya que fuertes olas de ingresos seguidos de “*Sudden stops*” o una salida repentina de capitales, pueden generar incrementos sustanciales tanto en el tipo de cambio como en la volatilidad del mercado de capitales, deteriorando las condiciones de financiamiento. A continuación, se enumeran posibles impactos macroeconómicos generados por un sostenido ingreso de inversiones de portafolio:

1. Una apreciación indeseada en el tipo de cambio, con un posible *overshooting*, con efectos negativos sobre la competitividad de la economía.
2. Una presión al alza en el mercado de acciones, incrementando sus valores con respecto a sus valores basados en *fundamentals*, pudiéndose generar burbujas financieras.
3. Presión inflacionaria debido a la distensión tanto en las condiciones crediticias como en la política monetaria.

No cabe duda de que este fenómeno viene incrementando significativamente ya desde la década del 70’:

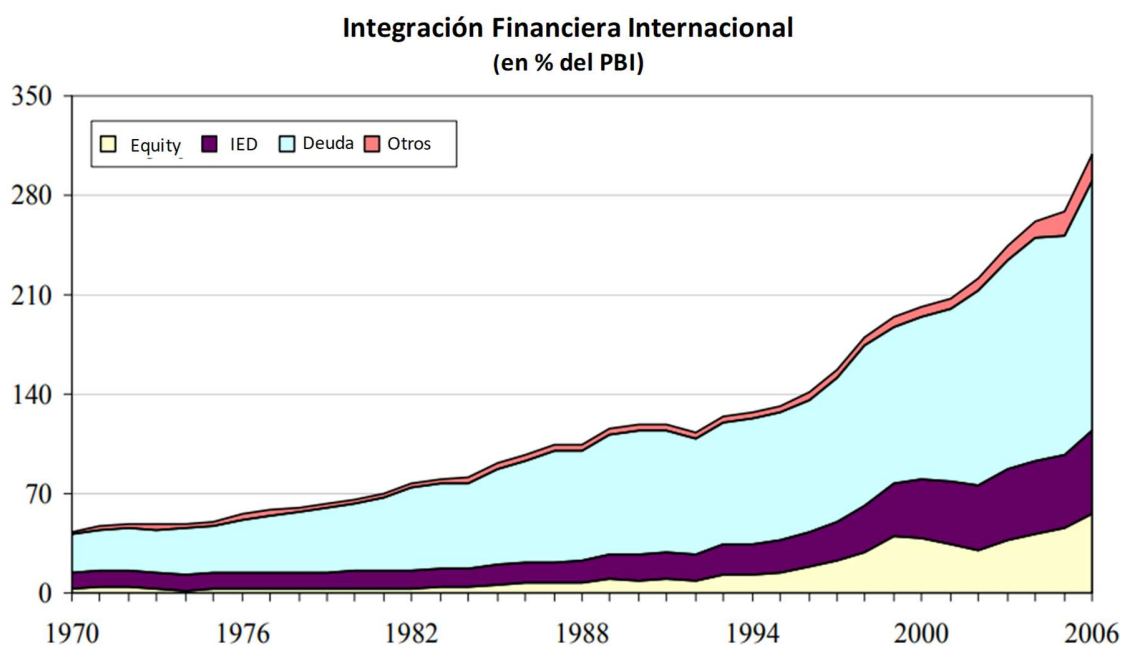


Figura III.
Glick y Hutchison (2011). Currency Crises.

3.2 Crisis de deuda en países emergentes

Al repasar diversas crisis de deuda a lo largo de la historia, nos encontramos con 2 que llaman poderosamente la atención por las similitudes con respecto a la última crisis de deuda argentina. Al estudiar tanto el caso de México como el de Tailandia de la década del 90', se identifican muchos aspectos en común, tanto en la gestación de sus crisis como en las consecuencias de estas. Financiamiento de déficit de cuentas fiscales mediante la emisión de deuda, desajustes en la balanza comercial, régimen de tipo de cambio fijo, apreciación de la moneda por ingreso de flujos financieros, subas de tasas de interés, suba de la inflación, control de capitales, default de la deuda, entre otros. Todos estos sucesos nos resultan familiares, y en el Capítulo 4, cuando se estudie el caso argentino, se podrá observar que Argentina ha cometido los mismos errores, sufriendo consecuencias similares.

3.2.1 México:

Crespo (2016) explica que a mediados de los 90', México, luego de la privatización de bancos públicos, una baja inflación y cierta estabilidad en sus finanzas, atrajo la entrada de flujos financieros. Tanto las inversiones en infraestructura como el gasto público llevaron a que sus cuentas fiscales sean deficitarias (7% del PBI), financiadas por bonos dolarizados de corto plazo (TESOBONOS).

El incremento del stock de dichos bonos (83% interanual) sumado a desajustes en su balanza comercial, llevó a una fuerte venta de estos instrumentos en el mercado secundario, generando una importante baja de las reservas internacionales.

En lugar de subir las tasas de interés, el gobierno mexicano decidió recomprar deuda, ya que no quería perjudicar a los ciudadanos endeudados a tasa variable en época electoral. Este comportamiento ocasionó preocupación en el mercado, que reaccionó vendiendo los bonos, generando una nueva baja en las reservas internacionales y presionando al tipo de cambio, lo que se vio reflejado en el mercado informal de divisas.

El gobierno mexicano (que mantenía un tipo de cambio fijo) decidió devaluar un 15%, pero la acelerada venta de bonos en moneda nacional y en moneda extranjera lo obligó a dejar el régimen de tipo de cambio fijo, lo que generó una fuerte depreciación de su moneda en tan solo una semana (-80%). Este salto en el tipo de cambio se trasladó rápidamente a las tasas de interés y a inflación.

En cuanto al sector financiero, el incremento de la morosidad, el efecto en sus hojas de balance dada la depreciación del tipo de cambio y el retiro de depósitos obligaron al Estado mexicano a intervenir mediante planes de rescate.

La economía mexicana debió ser rescatada por los EEUU, que desembolsó una línea por US\$ 20.000 millones. A esta línea se sumaron préstamos del Bank for International

Settlements (US\$ 10.000 millones), FMI (US\$ 17.000 millones) y otros préstamos bilaterales (US\$ 3.000 millones).

A pesar de ello, la recuperación de México fue lenta, siendo el país latinoamericano con el crecimiento más bajo entre los años 1995 y 2005.

No obstante, los efectos de la crisis mexicana se expandieron al resto de América Latina, sobre todo hacia Brasil y Argentina, que sufrieron fuertes salidas de capitales que debieron ser compensadas con endeudamiento a corto plazo y subas en la tasa de interés (Crespo, 2016).

3.2.2 Sudeste Asiático:

Kawai (2001) explica que la crisis de los países asiáticos de la década del 90 se desencadenó por los desbalances macroeconómicos provocados por un boom de ingreso de flujos financieros destinados a financiar el déficit de cuenta corriente de Tailandia (de alrededor de un 8% del PBI) en el año 1996. Dicho país perdió competitividad dada la apreciación de su moneda.

Dado el bajo crecimiento mundial, los países asiáticos se vieron afectados en sus exportaciones, siendo Tailandia el país más afectado. Varias instituciones financieras sufrieron dificultades por lo que el Banco Central tuvo que proveerles liquidez. La suba de tasas de interés generó en el mercado la percepción de que el tipo de cambio no estaba alineado. El ingreso de flujos financieros disminuyó, y los bonos cayeron hasta un 30%.

En 1997 Tailandia defaultó un bono en euros. Allí comenzó un fuerte ataque a su moneda (Baht) y su Banco Central debió intervenir para sostener el tipo de cambio en el mercado de futuros. Al mismo tiempo, el país asiático siguió inyectando liquidez para sostener a los bancos. Allí comenzó una fuerte salida de capitales que derivó en una caída de reservas

internacionales, por lo que Tailandia decidió implementar un control de capitales y en julio del mismo año cedió ante las presiones del mercado, devaluando el Baht.

Esta situación generó en los inversores una visión más crítica sobre las vulnerabilidades de los países asiáticos. El pánico financiero se trasladó a otros países como Indonesia, Corea y Malasia.

La crisis de Tailandia tuvo efecto contagio en el resto de las economías. Lo siguieron Filipinas, que dejó flotar su moneda, Malasia que abandonó su régimen de tipo de cambio fijo, Taiwán también dejó flotar su moneda cediendo ante las presiones y cuando Hong Kong experimentó problemas con su moneda, debió reaccionar subiendo la tasa de interés, lo que generó fuertes caídas en su mercado bursátil. Fue tal el efecto que generó este evento de crisis, que en noviembre de 1997 Indonesia debió ser rescatado por el FMI y Corea al mes siguiente, que pudo recuperarse recién a mediados de enero de 1998, luego de lograr la reestructuración de su deuda a mediano plazo.

Kawai (2001) asegura que entre 1996 y 1997, se registró una salida de capitales neta de más de US\$ 100 billones en los 5 países asiáticos más afectados (Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Corea)

Esta crisis generó una ola que afectó los mercados financieros, expandiéndose a Wall Street, Europa, Rusia y América Latina.

3.2.3 Prevención y manejo de crisis de deuda:

En cuanto a los recaudos que hay que tomar para evitar y gestionar una posible crisis de deuda, en un contexto de libre movilidad de capitales, para que no se expandan, Kawai (2001) toma los aprendizajes de las crisis de deuda del Sudeste Asiático de la década de los 90'. Como se mostró anteriormente, las crisis de deuda pueden generar un "efecto contagio" al

resto de los mercados, con graves consecuencias. Es por ello que elabora algunas recomendaciones:

Para prevenir las crisis:

Evitar el financiamiento de largos déficits en la cuenta corriente mediante el ingreso de flujos financieros de corto plazo.

Generar incentivos para evitar altos ratios de endeudamiento en moneda extranjera.

Supervisar y regular fuertemente al sector financiero, para que maneje el riesgo de manera prudencial.

Para el manejo de las crisis:

Generar la liquidez externa necesaria para restaurar la confianza del mercado.

Proteger a los acreedores privados de deuda, y en caso de no contar con los recursos suficientes, negociar con ellos la quita de capital o la reestructuración de la deuda, pudiendo existir la posibilidad de que estos tengan que participar de manera involuntaria.

Asumir que no existe un modelo monetario o fiscal predeterminado para enfrentar las crisis de deuda.

Para resolver las consecuencias de las crisis:

Avanzar hacia mecanismos tanto nacionales como internacionales para la gestión de activos y pasivos de bancos y empresas con problemas.

Aminorar los efectos de las crisis mediante políticas sociales para evitar tensiones asociadas al ajuste.

Por último, Kawai (2001) sugiere que todos los mecanismos necesarios para prevenir, manejar y resolver las crisis sean consistentes con mejoras en la arquitectura financiera global.

Por su parte, el FMI también se muestra preocupado por prevenir futuras crisis. Para ello supervisa la política económica de los países, evitando la aparición de vulnerabilidades generadas por la fragilidad de sus sistemas financieros, y por la aplicación o de políticas macroeconómicas o regímenes de tipo de cambio imprudentes.

Asimismo, destaca la importancia de gestionar las crisis minimizando los costos económicos y sociales, reconociendo que el papel de los acreedores privados es fundamental para ello.

3.3 Los beneficios de la Inversión Extranjera directa (IED)

Prasad y Wei (2005) afirman que la IED es el ingreso de capital preferido de las economías emergentes, ya que suele ser estable y estar asociada a otros beneficios, como la transferencia de tecnología y pericia gerencial.

Diversos economistas (Prasad, Rogoff, Wey y Kose, 2003) explican que no solo la apertura de capitales importa, sino también la composición de los flujos. De ahí se determina la calidad de la relación entre los mercados emergentes con la globalización. La IED es el ingreso de capitales menos volátil. Adicionalmente, este tipo de ingresos no son tan proclives a fuertes reversiones, como es el caso de préstamos bancarios.

Vanoli (2017), hace hincapié en diferenciar la procedencia del ingreso de capitales. Explica que no es lo mismo que los capitales ingresen a una economía por una exportación que implique un desarrollo tecnológico a que lo hagan por la emisión de deuda, que implica tener que pagar tanto capitales como intereses en el futuro, sumado a la subordinación a los mercados financieros internacionales.

3.4 Control de Capitales

Dado que, tanto el sobreendeudamiento como la salida brusca de capitales pueden generar graves consecuencias en los países en desarrollo, resulta interesante estudiar cómo

pueden limitarse los flujos financieros, analizando la aplicabilidad de los controles como la combinación con otros instrumentos de política macroeconómica, distinguiendo los distintos flujos de capitales y estudiando la efectividad de estos.

3.4.1 Los riesgos de no controlar

De acuerdo con Vanoli (2017) existen varios problemas que se podrían generar en la economía en caso de no regular los flujos financieros. Argumenta que, al desregularizar los flujos financieros, los países emergentes pueden mostrar cierta vulnerabilidad ante decisiones de grandes economías extranjeras y ante la volatilidad internacional de los mercados financieros.

Dados los riesgos que conlleva un excesivo flujo de dinero hacia países emergentes, el Banco Central de Europa (2011) explica que estos pueden reaccionar ante un fuerte ingreso de capitales mediante respuestas políticas. Los países deben tener en cuenta la naturaleza de dichos ingresos, determinando si se encuentran ante circunstancias temporales o de largo plazo. Las políticas económicas más comunes para enfrentar fuertes ingresos de capitales suelen ser un régimen de tipo de cambio apropiado, como también regulación y supervisión financiera.

Si se considera que existe un gran riesgo de inestabilidad financiera, deben considerarse políticas macro prudenciales y medidas para gestionar de mejor manera los flujos de capitales. Si se considera una perspectiva de largo plazo, también pueden ser necesarias medidas políticas que fomenten la profundidad de mercado.

Lartey (2008) coincide en que los grandes receptores de capital tanto en Asia como en América Latina han sufrido presiones a la apreciación del tipo de cambio, entre 1990 y 1994. Afirma que la respuesta más común es la esterilización, que tiene como objetivo mitigar tanto la apreciación del tipo de cambio como las presiones inflacionarias. Lartey modela la respuesta de

la política monetaria al ingreso de capitales. Su trabajo se basa en la “enfermedad holandesa”, cuando ese país sufrió en la década del 60 una apreciación del tipo de cambio generada por un fuerte ingreso de capitales provenientes de la explotación y exportación de gas natural (se descubrieron grandes yacimientos). Esta apreciación del tipo de cambio generó problemas de empleo y competitividad.

Explica que la autoridad monetaria debe utilizar la tasa nominal de interés como instrumento de política monetaria. En su modelo estudia las distintas reacciones de la tasa de interés en un escenario de fuertes ingresos de capitales.

El modelo de Lartey concluye que, si se mantiene la tasa de política monetaria fija, no se pueden prevenir los efectos de fuertes ingresos de capitales. Pero si la política monetaria ajusta su tasa de interés mediante una regla de Taylor, donde la tasa reacciona a los movimientos como la depreciación del tipo de cambio, o la depreciación del tipo de cambio sumada a la desviación de los precios de productos no transables, se podría haber evitado la “enfermedad holandesa”. Afirma que, si las autoridades de política monetaria eligen de manera óptima los coeficientes de una regla de Taylor para decidir cómo debe reaccionar la tasa de interés, se pueden evitar los efectos previamente explicados.

Bakardzhieva (2010) concluye en una de sus investigaciones que el ingreso agregado de flujo de capitales genera una apreciación del tipo de cambio.

Adicionalmente afirma que existe una clara distinción entre los flujos de capitales que pueden ingresar a un país. Por un lado, la IED, que es la única variable que no genera un impacto relevante sobre el tipo de cambio. La presión inicial sobre el tipo de cambio generado por la inversión inicial es compensada por la importación de maquinaria y materiales, además de que incremento en la producción puede provocar una presión hacia la baja de precios.

Por otro lado, las inversiones de portafolio y los préstamos externos derivan en una apreciación del tipo de cambio. Asimismo, las remesas son un flujo con efecto indefinido.

Es por todo esto que resulta interesante estudiar los controles de capitales, para evitar dichas presiones.

3.4.2 Efectividad de los controles

Magud (2011) destaca que existe cierta dificultad para medir los controles de capitales. Sostiene que la literatura no considera una estructura teórica unificada para analizar los efectos de los controles de capitales ni una definición clara de éxito para estos. Asimismo, no existe una metodología clara en los estudios empíricos, además de observarse muchas diferencias entre las muestras sobre todo en el tiempo de aplicación de los controles.

Sostiene que los países en desarrollo incentivan el ingreso de flujos de capitales durante sus etapas de crecimiento, pero comienzan a aplicar controles cuando las entradas son muy grandes y generan una presión hacia la apreciación de la moneda. Más allá de que existen períodos de fuertes controles y otros de liberalización, se destaca el desarrollo de regulaciones macro prudenciales.

Sobre los controles a los ingresos, Magud (2011) destaca que los países buscan reducir los flujos netos, cambiar la composición de estos (con vencimientos más largos) y al mismo tiempo reducir la presión sobre el tipo de cambio.

A pesar de ello, Magud (2011) considera que la aplicación de controles no parece generar cambios en los flujos netos de capitales, pero si logra cambiar la composición de estos (menos inversiones especulativas), una mayor independencia en su política monetaria y una disminución en las presiones sobre el tipo de cambio (aunque la evidencia no resulta concluyente).

Braun (2010) explica que muchos países han limitado los flujos financieros a corto plazo, sin controlar los flujos a largo plazo. Por ejemplo, Argentina implementó la aplicación de un encaje del 30% al ingreso de moneda extranjera en 2005, inmovilizando esos fondos por un año². Existe una dificultad práctica, que es diferenciar los capitales de corto plazo con los de largo plazo. Si se logran efectuar los controles, esto redundará en un incremento de la tasa de interés real, dada la dificultad para conseguir capital, impactando en el consumo y la inversión.

Para calcular el nivel de apertura financiera, se utilizan medidas respecto de restricciones legales al flujo internacional de capitales. Dichas restricciones se aplican tanto al ingreso como al egreso de capitales, control de cantidades o precios, restricciones a la tenencia de activos externos, etc. Anualmente, el FMI publica en su sitio oficial el "Reporte anual de arreglos de cambio y restricciones de cambio" (AREAER), donde estudia hasta 60 tipos de controles. De acuerdo con Prasad (2009), estas estimaciones pueden no ser ciertas, ya que no miden el nivel de efectividad en la aplicación de los controles de capital. Adicionalmente, explica que no siempre refleja el actual nivel de integración económica de un país a los mercados financieros internacionales. A pesar de la alta cobertura del AREAER, puede omitir otro tipo de regulaciones que funcionan como regulación de capital, como por ejemplo regulaciones prudenciales sobre la exposición a la tenencia de moneda extranjera de las entidades financieras locales. Estas regulaciones no son controles de capital, pero en algunas circunstancias pueden tener sus mismos efectos. Es por ello que es importante tener en cuenta todo tipo de restricciones que puedan tener impacto en la integración financiera. Muchos países latinoamericanos experimentaron grandes fugas de capitales durante las décadas del 80 y 90, a pesar de tener controles a la salida de capitales.

Este fenómeno no solo ocurrió en Latinoamérica, Prasad y Wei (2005), en su análisis sobre los ingresos de capitales a China, explican que, a pesar de su extensivo control de

² Decreto 616/2005.

capitales, el régimen socialista no fue capaz de detener el ingreso de fondos especulativos, incluso durante el desarrollo de la crisis asiática de los años 90'.

Otro caso relevante es el de Chile en la década del 90'. Le Fort (2000) explica que durante los primeros 7 años de la década del 90', Chile mostró un significativo ingreso de capitales (7,3% del PBI en promedio). El gasto privado mostró incrementos que promediaron el 10% anual, superando ampliamente el gasto público y el PBI potencial, lo que llevó al Banco Central de Chile a aplicar medidas de ajuste, mediante la suba de tasas de interés. Para evitar que este incremento de tasas atrajera el ingreso de nuevos flujos financieros, se decidió establecer la exigencia de un encaje selectivo no remunerado del 20% a la entrada de capitales, que quedaba retenido durante un año.

De Gregorio (2000) explica que la suba de tasas de interés aplicadas por el gobierno chileno desde 1991 a 1997 resultaron en tasas de interés reales que promediaron entre 5% y 16%, lo que fue posible gracias a la aplicación del encaje no remunerado (ENR). De Gregorio afirma que el ENR alteró la composición de los flujos de capitales, disminuyendo los flujos a corto plazo e incrementando los flujos a largo plazo, con un efecto neto neutro. Asimismo, generó un incremento en la tasa de interés, que le dio mayor independencia al Banco Central de Chile para el manejo de la política monetaria. También estima que los ENR contribuyeron a una depreciación del peso chileno de aproximadamente 2,5%. No obstante, De Gregorio resalta que la suba de las tasas de interés generada por los ENR no solo afectó la composición de los ingresos de flujos, sino que también encareció el costo de capital, afectando principalmente a las pequeñas empresas que no podían acceder a los mercados internacionales de crédito y tuvieron que endeudarse a tasas más elevadas. Por último, los ENR, que penalizaban los ingresos a corto plazo, generaron que la curva de tasas se invirtiera.

No obstante, Valdés Prieto y Soto (1998), utilizando un modelo econométrico, afirman que el ingreso de flujos exentos a corto plazo compensó la caída de los flujos gravados a corto

plazo, y concluyen que los ENR no contribuyeron a desalentar las entradas netas de fondos a corto plazo.

El FMI (2018) en su “Reporte anual de arreglos de cambio y restricciones de cambio” enuncia las distintas restricciones de cambio y de comercio vigentes.

En primer lugar, describe las posibilidades de arreglos cambiarios, como la moneda vigente, el régimen de tipo de cambio (Fijo, flexible, flotación administrada, bandas cambiarias), formas de calcular el tipo de cambio de referencia, etc. Asimismo, hace un análisis del mercado cambiario.

Adicionalmente, describe las posibilidades de política monetaria, como por ejemplo por objetivos de inflación, de agregados monetarios, etc.

A continuación, se enumeran los conceptos que podrían tener regulación cambiaria o comercial:

1. Arreglos para pagos y cobros:
 - a. Establecimiento de la moneda a utilizar en intercambios comerciales.
 - b. Acuerdos con otros países sobre los métodos de pago:
 - i. Acuerdos Bilaterales.
 - ii. Acuerdos Regionales.
 - iii. Acuerdos de *Clearing*.
 - iv. Acuerdos de Intercambio.
 - v. Establecimiento del órgano de control.
 - vi. Regulación de la compra de oro.
 - vii. Regulación de la importación/exportación de billetes.
2. Regulación a las cuentas de residentes.
3. Regulación a las cuentas de no residentes.

4. Regulación a las importaciones y pagos de importaciones:
 - a. Presupuesto cambiario para importaciones.
 - b. Regulación del financiamiento para importaciones.
 - c. Documentación requerida para acceder al mercado de cambio para el pago de importaciones.
 - d. Licencias de importación.
 - e. Lista de bienes permitidos.
 - f. Lista de bienes prohibidos.
 - g. Requerimiento de licencias.
 - h. Tarifas e impuestos.
 - i. Establecimiento de monopolio público para importar ciertos bienes.
5. Regulaciones a las exportaciones y cobros de exportaciones:
 - a. Requerimiento de repatriación de fondos (Tipo de cambio y obligación de liquidación).
 - b. Regulación del financiamiento para exportaciones.
 - c. Documentación requerida.
 - d. Requerimiento de licencias.
 - e. Impuestos.
6. Regulación al pago de servicios y transferencias corrientes:
 - a. Regulación a pagos relacionados a las importaciones fletes y seguros.
 - b. Regulación a pagos financieros como utilidades y dividendos o la amortización de préstamos.
 - c. Regulación a los gastos por turismo y viajes.
 - d. Regulación a los gastos personales como gastos médicos gastos de estudio, pensiones, ayuda familiar, etc.
 - e. Regulación al uso de tarjetas de crédito en el exterior.

- f. Regulación al pago de sueldos en moneda extranjera.
- g. Regulación a otros pagos (suscripciones, consultoría o gastos legales).
- 7. Procedimiento para el pago de servicios y transferencias corrientes:
 - a. Requerimientos para la repatriación.
 - b. Restricción a la disponibilidad de los fondos.
- 8. Regulación a las transacciones de capital.
 - a. Requerimientos para la repatriación.
 - b. Control de capitales:
 - i. En el mercado de capitales.
 - ii. En el mercado de bonos.
 - iii. En instrumentos de política monetaria.
 - iv. En Fondos comunes de Inversión (FCI)
 - c. Controles en el mercado de derivados y otros instrumentos.
 - d. Controles al sector crediticio:
 - i. Créditos comerciales.
 - ii. Créditos financieros.
 - iii. Garantías o seguros financieros.
 - e. Controles a la inversión extranjera directa.
 - f. Regulaciones a la liquidación de la inversión extranjera directa.
 - g. Regulación de las operaciones inmobiliarias.
 - h. Control al movimiento de capital entre privados.
- 9. Regulación del sistema financiero.
 - a. Especificaciones para bancos comerciales y entidades crediticias.
 - b. Regulación de su posición abierta en moneda extranjera.
 - c. Especificaciones para inversores institucionales:
 - i. Compañías de seguro.

- ii. Fondos de pensión.
- iii. Fondos comunes de inversión.

3.4.3 *Carácter prudencial*

Korinek (2011) explica que la aplicación de un control de capitales puede disminuir la exposición de agentes privados a externalidades, disminuyendo riesgos excesivos, además de mejorar la estabilidad macroeconómica y el bienestar. Esto se debe a que los mercados se encuentran muy expuestos a los vaivenes de los flujos internacionales y a las crisis sistémicas. Afirma que la liberalización de los flujos de capitales ha sido costosa para muchas economías, y considera apropiada la aplicación de controles prudenciales.

Korinek los define como prudenciales, ya que considera que son herramientas que deben utilizarse antes de que una crisis financiera se materialice, y explica que son más efectivos que intervenciones post crisis.

Por un lado, plantea que deberían aplicarse controles de capital que limiten el riesgo que afronta el mercado privado, tomando elevados niveles de deuda, invirtiendo en instrumentos financieros riesgosos y abusando de la deuda a corto plazo. Para ello, se debería apuntar a coordinar acciones para que los participantes del mercado no se encuentren tan expuestos a externalidades, lo que podría desencadenar en una situación de fragilidad financiera. Para ello se debe desincentivar la inversión en instrumentos riesgosos, sobre todo la deuda en dólares a corto plazo, para incentivar la estabilidad.

Por último, Korinek afirma que los controles de capitales son importantes, pero que es fundamental entender a nivel microeconómico el efecto de episodios de crisis en las hojas de balance de las empresas, y cómo esto se relaciona con el fenómeno macroeconómico, y estar preparados para aplicar las políticas correctas a nivel macroeconómico para enfrentar las crisis financieras. De esta manera se reduciría la necesidad de controles de capitales prudenciales.

Korinek (2017) explica que es fundamental a la hora de aplicar regulaciones a los flujos de capital, distinguir los distintos tipos de flujos. Los ordena de menor a mayor riesgo a ser afectados por externalidades (en economías emergentes):

- IED
- Inversiones de portafolio en el mercado de acciones
- Deuda en moneda local
- Deuda en moneda local ajustada por inflación
- Deuda en dólares ajustada por PBI
- Deuda en dólares

Farhi (2013) explica que una política monetaria óptima respondería a un *Sudden stop* con una depreciación del tipo de cambio nominal y con una suba de tasas de interés. De esta manera se ajustaría la cuenta corriente debido a la caída en el consumo doméstico. Por otra parte, los controles de capitales óptimos, resultan en un subsidio a los ingresos e impuestos a los egresos de capital. Esto mitiga la necesidad de una depreciación del tipo de cambio, la suba de tasas de interés y tanto la caída del consumo como la necesidad de mejorar la cuenta corriente.

Explica que tanto la política monetaria como los controles de capital son instrumentos imperfectos, por lo que sería adecuado utilizar una combinación de ambos, para lograr una mejora en los términos de intercambio y una estabilización macroeconómica.

Farhi también afirma que en el caso de economías con tipo de cambio fijo los controles de capital cumplen un rol fundamental a nivel macroeconómico, para recuperar autonomía monetaria y mitigar los impactos de una recesión.

Schmitt-Grohe (2012) también describe a la política de control de capitales como prudencial. Afirma que los países con rigideces en los salarios y un tipo de cambio fijo sufren

las consecuencias de externalidades, ya que dichas rigideces no permiten bajar los salarios reales mediante una devaluación, por lo que los salarios reales altos junto a una contracción de la economía llevan a un incremento del desempleo.

Es por ello que Schmitt-Grohe modela un control óptimo de capitales, para alivianar los efectos de dichas externalidades en economías con tipo de cambio fijo. A pesar de no ser la mejor solución, un efectivo control de capitales minimiza los efectos en economías con rigideces en el tipo de cambio.

Afirma que los gobiernos aplican impuestos a los ingresos de capitales en etapas de crecimiento y subsidian el endeudamiento en recesiones, resultando en superávits o déficits, respectivamente. El rol clave de los controles de capital es evitar que los shocks externos impacten en el mercado de bienes transables, para que no se extienda al sector de no transables, donde podrían generar desempleo.

Intenta establecer la relación entre el endeudamiento y la movilidad de capitales. En su investigación, la ratio deuda/producto promedio baja de 26% en economías con libre movilidad de capitales a 11% en economías con controles óptimos de capitales óptimos. Las economías reguladas acumulan activos para estabilizar el consumo cuando se ven afectadas por shocks externos.

El Reporte del Foro de Estabilidad Financiera (2000) describe el uso de controles de capitales a los ingresos. Explica que es justificado el uso de estos cuando hay un período de fuertes ingresos o para mejorar el marco institucional y regulatorio del sistema financiero en casos donde la liberalización no ha sido bien secuenciada. Manifiesta que desalentar el ingreso de capitales puede ser utilizado para complementar requerimientos prudenciales tanto a instituciones financieras como a otros prestamistas.

No obstante, el Foro de Estabilidad Financiera afirma que los gobiernos que consideran aplicar controles a los ingresos deben tener claro cuál es el objetivo de dichos controles, y evaluar los costos/beneficios relativos a otras alternativas. Considera que hay muchas políticas alternativas antes de decidirse por un control de capitales, ya que estos tienen muchos costos asociados, aunque difícil de cuantificar (Oportunidades de corrupción, distorsión a la asignación eficiente de recursos y la sustitución/reemplazo de la implementación de los ajustes necesarios).

A pesar de ello, destaca que los controles a los ingresos pueden ser beneficiosos como en el caso chileno de 1991, donde le dieron al gobierno mayor maniobrabilidad en materia de política económica, modificaron la composición a flujos más estables y moderaron la volatilidad.

El Foro de Estabilidad Financiera estima que, según la experiencia, hay ciertas condiciones que incrementarían la posibilidad de éxito de un control al ingreso de capitales:

Deben servir como soporte a un programa macroeconómico sólido, con un tipo de cambio que no se aleje de su valor de equilibrio, con una buena posición de balanza de pagos y reservas.

Deben ser temporarios y amplios, sin enfocarse en instrumentos en particular, ya que los participantes del mercado son sofisticados y encontrarían la manera de evadir los controles cambiando a otros instrumentos.

Deben estar acompañados de un sistema de regulación cambiaria efectivo, con reglas claras, sin sectores ni instituciones privilegiadas, y un sistema efectivo de control y sanciones.

Deben ser monitoreados y ajustados para evitar el carácter discriminatorio.

Se debe desarrollar un adecuado sistema de información, donde el Banco Central y las agencias de supervisión puedan dar seguimiento a los flujos.

En cuanto a los controles a los egresos, destaca que solo deben ser utilizados en casos de manejo de crisis. La diferencia entre los controles a los egresos y los controles a los ingresos a veces no suele ser clara. Por ejemplo, la aplicación de restricciones a las remesas (egresos) puede tener como intención desalentar un excesivo ingreso de capitales.

3.5 Frecuencia de crisis:

Dado que el presente trabajo estudia la última crisis de deuda argentina, resulta relevante estudiar cómo se definen tanto las crisis bancarias como las crisis cambiarias, ya que estas tienen varias causas en común (Crisis internacionales de liquidez, Sudden Stops, Crisis de deuda soberana, Fuerte salida de capitales).

3.5.1 Bancarias:

La desregularización bancaria vino de la mano de la globalización financiera. Los bancos consiguieron mayores libertades para operar e incrementó la competencia entre los intermediarios financieros: *“Estos cambios alteraron la dinámica y la naturaleza de la economía mundial, tornándola más inestable debido a la expansión irresponsable del crédito y a la inflación financiera”* (Narodowski y Lenicov, 2012, p. 236)

Durante la década del 70', se registraron altos niveles de liquidez en bancos internacionales, debido a los petrodólares generados por la crisis del petróleo de los años 70. Muchos de estos excesos de liquidez se alocaron en deuda latinoamericana. (Narodowski y Lenicov, 2012)

Laeven y Valencia (2012), de acuerdo con sus definiciones sobre crisis bancarias sistémicas abordadas anteriormente, contabilizaron 147 crisis bancarias desde 1970 hasta 2011. Muchos países las han experimentado, pero solo Argentina y la República Democrática del Congo han registrado más de dos crisis bancarias:

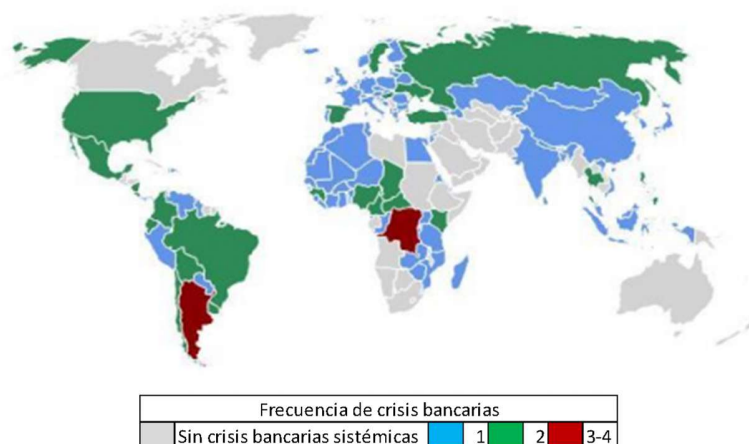


Figura IV.
Fuente: Laeven y Valencia (2012). Systemic Banking Crises Database: An Update.

En el siguiente gráfico podemos observar que, salvo en la última década, los países emergentes/en desarrollo son más vulnerables a las crisis bancarias. Se destaca la cantidad de crisis bancarias de la década del 90' en mercados emergentes, número que se encuentra directamente relacionado con las crisis explicadas anteriormente.

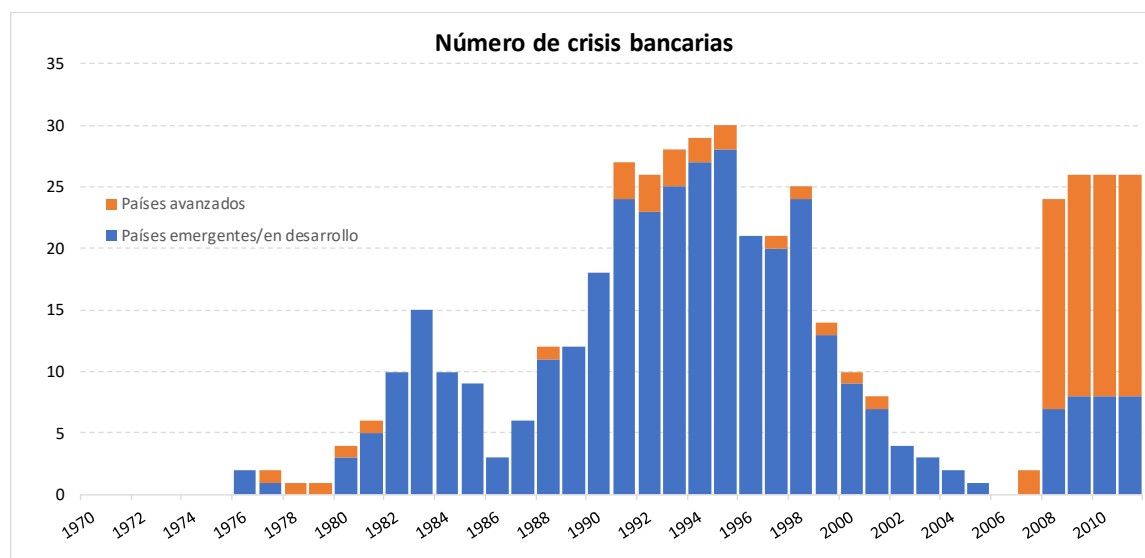


Figura V.
Fuente: Elaboración propia con datos de Krugman, P et al. (2016). Economía Internacional.

En un análisis realizado a 53 países entre 1980 y 1995, Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998) explican que la liberalización financiera incrementa la probabilidad de crisis de deuda, sobre todo en países donde no existe un marco institucional sólido. Los aspectos relevantes para determinar si existe solidez institucional son:

Nivel de cumplimiento de la ley.

Niveles de corrupción.

Nivel de cumplimiento de contratos.

Nivel de regulación y supervisión de intermediarios financieros.

En cuanto a la determinación del nivel de liberalización financiera, los autores utilizaron métricas para armar modelos econométricos. Dado que no existe una base de datos a nivel sistémico, utilizaron información disponible en el FMI, correspondiente a la remoción de controles sobre la tasa de interés, que representa un fuerte indicador de liberalización financiera.

Por otro lado, señalan que a pesar de que haber experimentado crisis bancarias, países reprimidos en términos de libre movilidad de flujos de capitales han progresado financieramente luego de una liberalización.

Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998) hacen hincapié en las precauciones que hay que tener a la hora de una liberalización de los flujos financieros, incluso con estabilidad macroeconómica, si nos encontramos ante cierta debilidad del marco institucional. Por otra parte, destacan la importancia de la implementación de regulaciones y supervisión al sistema financiero.

Por último, explican que la fragilidad financiera depende de otros factores, como la situación macroeconómica y la vulnerabilidad a crisis en la balanza de pagos.

A continuación, se expone un cuadro donde se muestra que muchas de las crisis bancarias entre 1980 y 1995 fueron precedidas por la liberalización de la tasa de interés:

País	Períodos de liberalización de la tasa de interés (entre 1980 y 1995)	Fecha de crisis bancarias	País	Períodos de liberalización de la tasa de interés (entre 1980 y 1995)	Fecha de crisis bancarias
Austria	1980-95		Corea	1984-88; 1991-95	
Australia	1981-95		Sri Lanka	1980-95	1989-93
Bélgica	1986-95		México	1989-95	1982; 1994-95
Canada	1980-95		Malasia	1980-95	1985-88
Suiza	1989-95		Mali		1987-89
Chile	1980-95	1981-87	Nigeria	1990-93	1991-95
Colombia	1980-95	1982-85	Holanda	1980-95	
Dinamarca	1981-95		Noruega	1985-95	1987-93
Ecuador	1986-87; 1992-95		Nueva Zelanda	1980; 1984-95	
Egipto	1991-95		Papua N. Guinea	1980-95	1989-95
Finlandia	1986-95	1991-94	Peru	1980-84; 1990-95	1983-90
Francia	1980-95		Filipinas	1981-95	1981-87
Alemania	1980-95		Portugal	1984-95	1986-89
Grecia	1980-95		Paraguay	1990-95	1995
Guatemala	1989-95		El Salvador	1991-95	1989
Guyana	1991-95	1993-95	Tanzania	1993-95	1988-95
Honduras	1990-95		Siria		
Indonesia	1983-95	1992-94	Suecia	1980-95	1990-93
India	1991-95	1991-94	Togo	1993-95	
Irlanda	1985-95		Tailandia	1989-95	1983-97
Israel	1990-95	1983-84	Turquía	1980-82; 1984-95	1991; 1994-95
Italia	1980-95	1990-94	Uganda	1991-95	
Jamaica	1991-95		Uruguay	1980-95	1981-85
Jordania	1988-95	1989-90	USA	1980-95	1980-92
Japón	1985-95	1992-94	Venezuela	1989-95	1993-95
Kenia	1991-95	1993	Zaire	1980-95	
			Zambia	1992-95	

Figura VI.

Fuente: Elaboración propia con datos de Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998). Financial Liberalization and Financial Fragility.

3.5.2 Cambiarias:

Glick y Hutchison (2011) sostienen que una crisis cambiaria puede afectar la economía de muchas maneras. Por un lado, una depreciación puede incrementar los costos de pago de

la deuda externa, resultando contractivo para la economía. Adicionalmente, en caso de existir endeudamiento en moneda extranjera, puede caer tanto la inversión como el crecimiento.

Para la determinación de si existe o no una crisis cambiaria utilizan un criterio que corresponde a una depreciación de la moneda de 30% o más, con un incremento de al menos 10% con respecto al ratio de depreciación del año previo. A continuación, se expone un gráfico con la cantidad de crisis cambiarias desde 1975 a 2007:

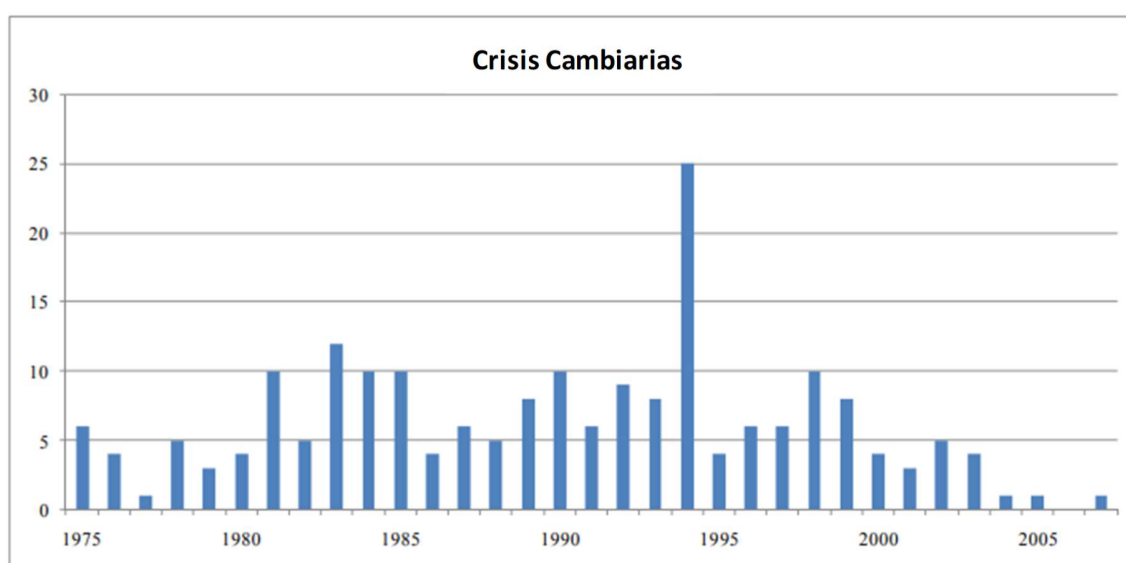


Figura VII.
Fuente: Glick y Hutchison (2011). Currency Crises.

Cabe destacar que la cantidad de eventos de crisis del año 1994 es elevado dada la devaluación simultánea de 14 países africanos (antiguas colonias francesas).

3.5.3 Gemelas:

Glick y Hutchison (2011) explican que cuando se combina una crisis cambiaria con una crisis bancaria (año anterior, mismo año o año siguiente), nos encontramos ante una crisis gemela.

Estas crisis se encuentran relacionadas, ya que la ocurrencia de ambas tiene muchos factores en común:

Crisis internacionales de liquidez.

Sudden Stops.

Crisis de deuda soberana.

Fuerte salida de capitales.

Asimismo, una puede impulsar la ocurrencia de otra.

Crisis bancaria a crisis cambiaria:

Puede existir un ataque especulativo si el incremento de liquidez utilizado por el gobierno para rescatar al sector bancario no le permite sostener el tipo de cambio.

Si el sector bancario es débil y los especuladores anticipan que el gobierno prefiera aplicar medidas para evitar la quiebras o tensiones del sector antes que privilegiar la defensa de la moneda.

Crisis cambiaria a crisis bancaria:

Puede ocurrir si los bancos se encuentran endeudados en dólares sin cobertura, y se desencadena una crisis cambiaria. Entonces se deteriorará el balance de los bancos a medida que incrementa la depreciación de la moneda.

A continuación, se presentan estos eventos para el período 1975-2007.

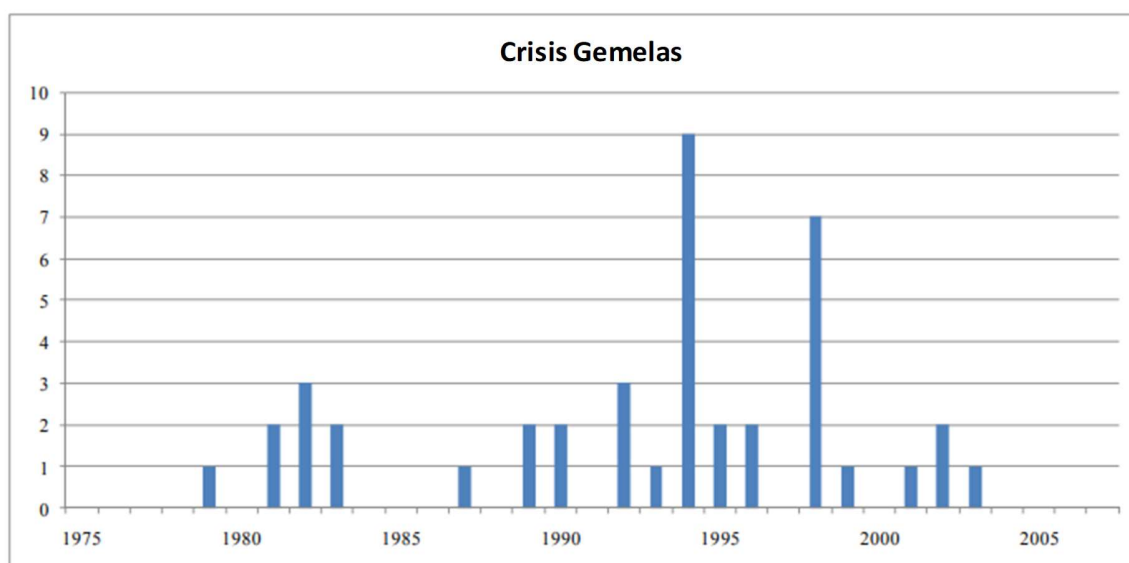


Figura VIII.
Fuente: Glick y Hutchison (2011). Currency Crises.

3.6. Resumen de lo estudiado

Desde la década del 90 se incrementaron fuertemente los ingresos de flujos financieros a economías emergentes. Los fondos de inversión huyeron de EEUU luego de bajas en la tasa de interés, y buscaron rendimientos elevados en economías emergentes. Varios países liberalizaron su cuenta financiera, siguiendo las recomendaciones del FMI.

Desde la teoría, muchos economistas afirman que la libre movilidad capitales representa una posibilidad de crecimiento para los países emergentes, con beneficios el incremento del ahorro nacional, menores costo de capital, desarrollo del sistema financiero y transferencia tecnológica entre otros. No obstante, existe fuerte evidencia empírica que demuestra lo contrario, sobre todo si se tienen en cuenta las crisis de deuda de México y el sudeste asiático de la década de los 90'.

Es posible que un exceso de ingreso de flujos financieros genere problemas graves a las economías emergentes, sobre todo si estos están destinados a financiar déficits o fiscales o de cuenta corriente, agravándose aún más la situación si los ingresos corresponden a

endeudamiento de corto plazo. Problemas como inflación, caída del consumo, la inversión y la competitividad, apreciación del tipo de cambio, burbujas en el mercado bursátil y crisis de deuda pueden azotar vigorosamente a las economías emergentes.

La crisis de deuda en México de 1994 comenzó con un fuerte endeudamiento (en dólares y a corto plazo) para financiar cuentas fiscales. El elevado stock de deuda, sumado a los desajustes en su balanza comercial y la falta de respuesta del gobierno mexicano a la caída del precio de sus bonos, generaron que los mercados desconfíen de su capacidad de pago, vendiendo sus bonos repentinamente y generando una fuerte presión cambiaria, que finalizó con una depreciación del 80% en una semana, una importante caída de reservas y una fuerte suba en la inflación y en las tasas de interés. Esta crisis de deuda generó una crisis en el sector bancario, que debió ser rescatado por el Estado mexicano, que a su vez fue rescatado por el FMI, EEUU y otros prestamistas internacionales. Este evento se conoce también como la crisis del Tequila, y se expandió al resto de América Latina, sobre todo a Argentina y Brasil.

La crisis de deuda de los países asiáticos comenzó en Tailandia. En 1966 Tailandia decidió financiar su déficit de cuenta corriente con el ingreso de flujos financieros. Este boom de ingresos generó una fuerte apreciación de su moneda (baht), generándose una pérdida de competitividad. Esta situación empeoró dado el bajo crecimiento mundial, afectándose sus exportaciones y generando problemas de liquidez en las entidades financieras, por lo que el gobierno tailandés decidió proveerles liquidez. Los flujos financieros cayeron, disminuyendo el precio de sus bonos un 30%. Esta situación generó que el país asiático defaultee en 1997. Allí comenzó un fuerte ataque hacia el baht, y luego de la pérdida de reservas internacionales y la aplicación de un control de capitales para intentar sostener el tipo de cambio, Tailandia cedió a las presiones, devaluando su moneda. A Tailandia lo siguieron Filipinas, Corea, Indonesia, Malasia, Hong Kong entre otros, algunos depreciando su moneda, otros subiendo su tasa de

interés, con reestructuraciones de deuda y hasta rescates del FMI. Esta crisis se expandió a los mercados financieros de EEUU, Europa, Rusia y América Latina.

No obstante, la Inversión Extranjera Directa (IED) parece ser el ingreso más saludable, siendo el menos volátil ya que no es proclive a fuertes reversiones. La IED no genera apreciación en el tipo de cambio (en términos agregados), con beneficios como el desarrollo tecnológico, integración comercial, el aumento de la competitividad entre otros.

La libre movilidad de capitales puede volver a los países emergentes vulnerables a decisiones de grandes economías extranjeras y a la volatilidad de los mercados internacionales. Un régimen de tipo de cambio apropiado, regulación y supervisión financiera suelen ser las políticas económicas más utilizadas. Los países emergentes suelen aplicar controles cuando las entradas de capitales son muy grandes y generan presiones sobre el tipo de cambio. Los controles de capital buscan reducir los flujos netos y cambiar la composición de estos (menos inversiones especulativas), para reducir las presiones sobre el tipo de cambio. No obstante, varios autores coinciden en que no suelen ser efectivos, y en ciertas ocasiones generan efectos como el encarecimiento del costo de capital y no pueden frenar la fuga de capitales. Muchos economistas estiman que los controles de capitales deben ser prudentes, utilizándose antes de una crisis financiera y combinados con política monetaria.

Los países emergentes/en desarrollo son más vulnerables a las crisis bancarias y cambiarias. Una de las principales causas de las crisis bancarias es liberalización financiera, ya que incrementa la probabilidad de crisis de deuda, sobre todo en países donde no existe un marco institucional sólido. Otras señales de fragilidad son la situación macroeconómica y la vulnerabilidad a crisis en la balanza de pagos. Es por ello que resulta fundamental la aplicación de regulaciones y supervisión al sistema financiero. Algunos factores en común entre las crisis bancarias y cambiarias son las crisis internacionales de liquidez, los Sudden Stops, la crisis de deuda soberana y una fuerte salida de capitales.

Habiendo estudiado los riesgos de la libre movilidad de capitales en países emergentes, teniendo en cuenta tanto las crisis de deuda de México y de Tailandia de la década de los 90, y luego de analizar la aplicabilidad de controles de capitales, nos encontramos en condiciones de estudiar el caso argentino. Argentina es un país en vías de desarrollo, con una economía con varios problemas estructurales, que suele acudir a los mercados internacionales para financiar sus déficits. El no limitar los ingresos de capitales ha permitido que se endeude a niveles muy elevados, lo que ha derivado en la última crisis de deuda, como se verá continuación.

Capítulo 4: El caso argentino

Ya habiendo analizado el incremento de los flujos financieros hacia economías emergentes en las últimas décadas y las crisis de deuda mexicana y del sudeste asiático de la década del 90', y luego de estudiar la posible aplicación de controles de capitales, se finalizó el capítulo 3 describiendo las crisis bancarias y cambiarias. Dado que Argentina se encuentra actualmente atravesando un proceso de reestructuración de deuda, habiendo transitado varias crisis cambiarias en los últimos años, resulta relevante estudiar en profundidad el caso argentino. Es por ello que el capítulo 4 describe los problemas estructurales que llevaron a Argentina a esta situación (4.1), estudiando el fracaso del proyecto de Sturzenegger al mando del BCRA (4.2), analizando las últimas crisis cambiarias (4.3), la aplicación del último cepo cambiario (4.4), la intervención del FMI (4.5) y el proceso de reestructuración de deuda (4.6).

4.1 Problemas estructurales

Las necesidades de financiamiento de la Argentina se encuentran relacionadas con constantes déficits tanto en su balanza de pagos como en sus cuentas fiscales.

El FMI ha destacado este inconveniente: *“El elevado déficit fiscal y en cuenta corriente —dos grandes vulnerabilidades que condujeron a la crisis financiera el año pasado...”* (FMI, 2019)³.

4.1.2 “Fondos buitres” en Argentina:

En enero de 2002 Argentina omitió el pago de un bono por US\$ 28 millones. El país entró en una crisis de deuda (que estaba mayormente nominada en dólares) luego de una devaluación del 40%. De acuerdo con el Gambina (2003), la deuda a fin de 2001 ascendía a US\$ 144 mil millones.

³ Comunicado de prensa N° 19/107. FMI.

Kamenis (2014) explica que, en septiembre de 2003, el presidente N. Kirchner consiguió reestructurar el 76% de ésta, con un 75% de quita, además del no reconocimiento de intereses, y ofreciendo a cambio títulos atados al PBI. EM Ltd. (un fondo offshore manejado por Elliot Associates) acudió a la corte, consiguiendo fallos judiciales que obligaban a Argentina a abonar más de US\$ 900 millones.

Adicionalmente, en marzo de 2005 consiguió el congelamiento de US\$ 7 billones en bonos defaultados que habían sido depositados en el Banco de Nueva York como parte de un contrato swap. A pesar de ello, la Corte de Apelaciones de los Estados Unidos levantó el congelamiento, apoyada por el gobierno de EEUU, que estaba en contra de interpretación de la cláusula *pari passu* a favor de los holdouts.

Es por ello, que muchos de los holdouts (el 17% restante) se vieron obligados a participar de la nueva reestructuración de deuda del año 2010, dejando solo al 7% de los “fondos buitres” exigiendo el pago de US\$ 1.4 billones. Argentina se negó a pagar ese monto, a pesar de fallos judiciales a favor de los holdouts.

En octubre de 2012, uno de los fondos (NML Capital) demandó judicialmente a Argentina en Ghana, donde se encontraba la fragata libertad (un buque de la armada argentina), que fue incautada con el objeto de ser usada como parte de pago por lo adeudado. Este no fue el único intento, ya que en 2007 también se había querido incautar un avión presidencial que se encontraba en EEUU y en 2012 se intentó evitar el lanzamiento de dos satélites argentinos desde California.

Kamenis (2014) relata que, en junio de 2014, la Corte Suprema de los EEUU decidió basarse en las cláusulas *pari passu* para obligar a la Argentina a pagar a los fondos antes que a los prestamistas reestructurados, prohibiendo que se realicen pagos mediante todos los bancos de Nueva York a cualquier otro tenedor que no fuese *holdout*. Cristina Fernández (la

presidente de turno) se negó rotundamente a cumplir con lo dictaminado por la justicia estadounidense, encontrando una manera alternativa para pagar a sus acreedores, evitando el pago a los *holdouts*. Es por ello que decidió hacer un swap de bonos ley extranjera a bonos ley argentina, posibilitando el pago a acreedores mediante el Banco Nación de Argentina. Adicionalmente, decidió la negociación directa con los tenedores en caso de nuevos eventos de default, evadiendo el veredicto de la Corte estadounidense.

Argentina ha sentado precedentes en la lucha contra los fondos especulativos, demostrando que el mercado global de deuda se encuentra expuesto a ellos cuando busca negociar su deuda.

No obstante, el conflicto con los fondos especulativos no ha sido resuelto aún, y la estrategia agresiva frente a ellos ha generado constantes dificultades para acceder a los mercados de deuda.

4.1.3 Déficit fiscal:

En el siguiente cuadro se observa que Argentina registra fuertes déficits durante los últimos años. El resultado primario es sumamente deficitario a lo que hay que sumarle el pago de intereses por deudas emitidas, lo que deriva en un resultado financiero más deficitario aún.

INGRESOS Y GASTOS DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL NO FINANCIERO

En millones de pesos

	2016	2017	2018	2019
INGRESOS TOTALES	1,629,309	1,998,083	2,600,560	3,937,074
Tributarios	1,534,750	1,844,866	2,316,529	3,433,746
Rentas de la propiedad	27,560	71,110	175,292	223,347
Otros ingresos corrientes	66,556	79,336	96,536	160,339
Ingresos de capital	443	2,770	12,202	119,642
GASTOS PRIMARIOS	1,972,834	2,402,225	2,939,547	4,032,195
Gastos corrientes primarios	1,790,789	2,194,291	2,729,251	3,795,834
Gastos de capital	182,045	207,934	210,296	236,362
RESULTADO PRIMARIO	-343,526	-404,142	-340,489	-208,767
Intereses	131,260	224,907	388,940	724,285
RESULTADO FINANCIERO	-474,786	-629,050	-729,429	-933,052

Figura IX.

Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda.

Braun y Llach (2011) aseveran que Argentina ha incurrido sistemáticamente en déficits fiscales durante los últimos 40 años, salvo algunas excepciones. Este comportamiento ha generado a lo largo de largo de la historia graves consecuencias en la economía argentina: “... *inflación, corridas cambiarias, aumentos en las tasas de interés (con caídas en la inversión y el consumo) y cesación de pagos.*” (p. 387).

Si analizamos en profundidad el resultado fiscal, podemos observar que sobre todo los recursos tributarios han contribuido a la reducción del déficit primario en los últimos años.

No obstante, los intereses de la deuda pública han crecido en una proporción mucho mayor a la reducción del déficit primario, por lo que el resultado financiero es cada vez más deficitario.

Por otra parte, si se profundiza el estudio de los gastos primarios, se aprecia que las prestaciones sociales representan más de la mitad de todos los gastos (incluyendo gastos corrientes y gastos de capital), y que su crecimiento en proporción a los gastos primarios viene incrementando en los últimos años (pasando del 48% en 2016 a 60% en 2019).

GASTOS DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL NO FINANCIERO

En millones de pesos

	2016	2017	2018	2019
GASTOS PRIMARIOS	1,972,834	2,402,225	2,939,547	4,032,195
Gastos corrientes primarios	1,790,789	2,194,291	2,729,251	3,795,834
Prestaciones sociales	954,585	1,304,525	1,692,039	2,438,300
Jubilaciones y pensiones contributivas	654,468	922,141	1,167,949	1,687,707
Asignaciones (familiares y por hijo)	108,159	141,555	86,891	137,619
Pensiones no contributivas	80,249	100,400	98,019	129,781
Prestaciones del INSSJP	81,408	101,191	123,730	178,979
Otros programas (Progresar, Argentina Trabaja, otros)	30,302	39,238	129,062	169,145
Subsidios económicos	291,172	225,706	86,388	135,068
Gastos de funcionamiento y otros	346,171	437,727	1,223	3,921
Transferencias corrientes a provincias	73,589	82,660	135,366	168,796
Otros gastos corrientes	125,272	143,673	18,258	57,400
Gastos de capital	182,045	207,934	210,296	236,362

Figura X.

Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda.

Por su parte, el CIPPEC⁴ destaca la participación del estado en la economía luego de la crisis del 2001, incrementando su gasto tanto en desarrollo de infraestructura como en subsidios a los sectores de transporte y energía.

En cuanto a los gastos sociales, explica que también incrementaron desde el 2001, sobre todo el Plan Jefes Y Jefas Desocupados y otros programas sociales. Asimismo, sostiene que Argentina posee uno de los presupuestos sociales más elevados del continente (en 2003 representaba casi un 20% del PBI, solamente superado por Cuba y Uruguay), con una gran proporción destinada al sistema previsional.

Además, subraya la falta de transparencia de la asignación presupuestaria, con la existencia de dificultades para el seguimiento de transferencias a fondos que se reparten entre las provincias y aportes del Tesoro Nacional. Estos movimientos no solo no pasan por el congreso, sino que se basan en criterios discrecionales.

Adicionalmente señala, la indisciplina fiscal de las provincias más beneficiadas por la distribución secundaria, que actúan como si no tuviesen restricción presupuestaria, incrementando sus gastos y reduciendo impuestos, obteniendo beneficios políticos. Este comportamiento se ve justificado por el recurrente salvataje del Gobierno Nacional a provincias con desequilibrios fiscales.

Bulacio y Ferullo (2001) aseguran que, de acuerdo con sus estudios empíricos realizados en Argentina, el déficit fiscal tiene una relación inversa con la tasa de crecimiento, explicando que un creciente gasto público desplaza tanto la inversión como el consumo

⁴ Centro de implementación de políticas públicas para la equidad y el crecimiento.

privado. Asimismo, al analizar el gasto público en Argentina, destacan la baja productividad de éste.

4.1.4 Deuda externa:

En los últimos 10 trimestres medidos por el INDEC (2019), la deuda externa argentina registró una fuerte tendencia al alza, finalizando el segundo trimestre del 2019 con un stock de deuda de unos US\$ 284 mil millones (medido a valor nominal residual).

Stock de deuda externa bruta al final del periodo a valor nominal residual

	2017				2018				2019	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
	Millones de dólares									
Total de deuda externa	199.161	204.914	217.510	234.549	252.896	261.476	255.490	277.932	275.748	283.567
S13. Gobierno general	123.153	126.940	134.281	142.829	153.052	161.510	158.512	173.584	169.722	175.969
Títulos de deuda	94.589	98.228	101.930	108.631	117.931	113.551	109.806	112.541	108.721	104.886
Préstamos	28.564	28.711	32.351	34.197	35.121	47.959	48.706	61.042	61.000	71.084
S121. Banco Central	13.417	14.081	15.196	18.461	23.239	20.444	16.544	23.746	24.218	23.778
Derechos especiales de giro	2.290	2.348	2.385	2.403	2.460	2.374	2.354	2.347	2.350	2.346
Títulos de deuda	954	1.410	2.289	5.300	9.664	4.999	1.499	0	0	0
Préstamos	10.173	10.323	10.522	10.758	11.115	13.072	12.691	21.399	21.868	21.432
S122. Sociedades captadoras de depósitos	3.912	4.283	5.119	5.794	6.211	6.462	6.156	5.650	5.593	5.327
Moneda y depósitos	298	254	607	678	797	816	858	752	643	901
Títulos de deuda	1.590	1.824	1.835	2.287	2.177	1.940	1.891	1.850	1.598	1.667
Préstamos	1.810	1.897	2.359	2.548	2.727	3.371	2.911	2.733	2.976	2.420
Créditos y anticipos comerciales	26	28	71	15	24	26	37	9	6	0
Otros pasivos de deuda	198	280	248	266	536	310	460	306	370	337
S12R. Otras sociedades financieras	2.032	2.029	2.883	3.065	3.543	3.650	3.739	3.983	4.181	4.139
Títulos de deuda	1.247	1.499	1.357	1.424	1.547	1.464	1.383	1.412	1.374	1.384
Préstamos	547	239	1.228	1.397	1.708	1.819	1.934	2.006	2.077	2.011
Créditos y anticipos comerciales	211	253	263	207	245	318	366	470	615	636
Otros pasivos de deuda	27	37	34	37	42	48	57	95	114	107
SIV. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	56.647	57.581	60.032	64.401	66.852	69.409	70.538	70.970	72.035	74.354
Títulos de deuda	11.584	11.728	12.494	14.009	14.720	14.923	14.412	13.472	13.313	13.443
Préstamos	7.572	7.393	7.458	7.775	8.170	8.458	9.110	9.508	9.106	8.628
Créditos y anticipos comerciales	14.812	15.816	16.201	18.599	19.929	22.423	23.788	23.858	25.511	28.142
Otros pasivos de deuda	44	41	165	224	239	282	281	397	420	411
Inversión directa	22.636	22.603	23.714	23.794	23.795	23.323	22.948	23.735	23.685	23.729

Figura XI.

Fuente: INDEC (2019), Dirección Nacional de Cuentas Internacionales.

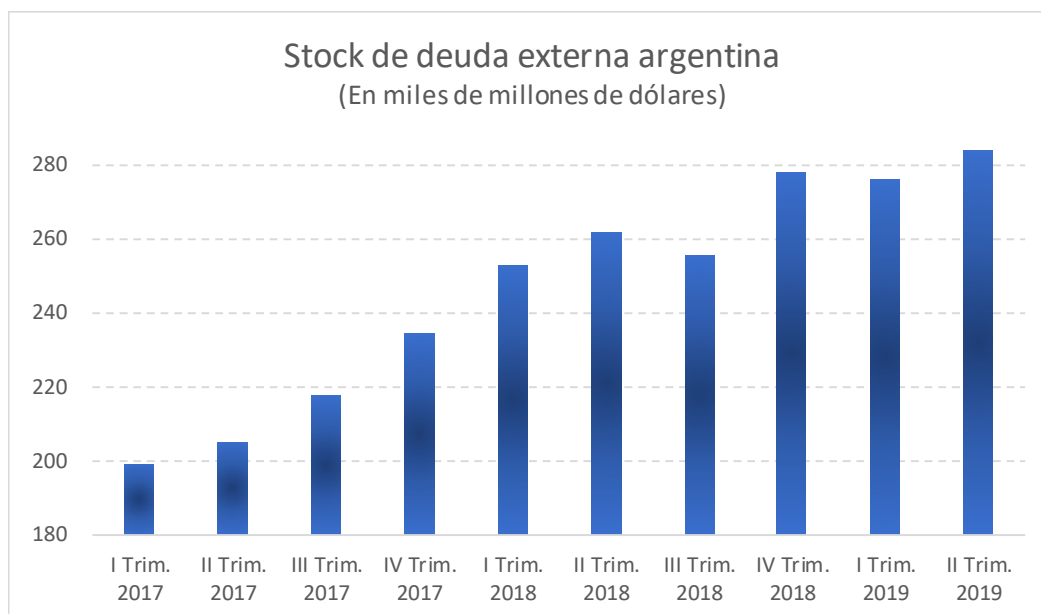


Figura XII.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC (2019), Dirección Nacional de Cuentas Internacionales.

De acuerdo con información del BCRA⁵, Argentina fue el país emergente con mayores niveles de emisión de bonos soberanos en mercados internacionales en el período enero 2016-abril 2018:

⁵ Informe de Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019. BCRA.

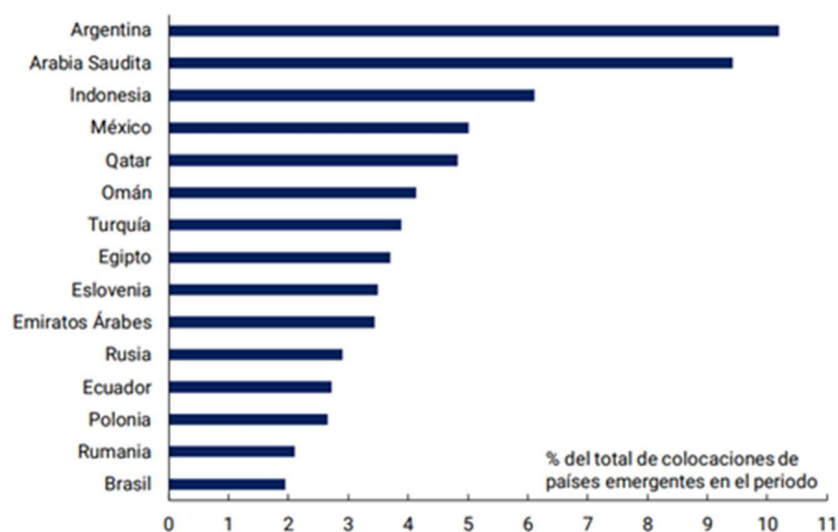


Figura XIII.

Fuente: BCRA. Informe de Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019.

No solo el déficit fiscal nacional se financió mediante colocaciones. Muchas provincias financiaron sus déficits colocando deuda en los mercados internacionales. De esta manera, el total de deuda en el agregado de las provincias pasó de representar un 4,5% del PBI en 2015 a representar el 6,8% en junio de 2019 (incremento de más de 50%). En cuanto a la deuda pública nacional, pasó del 52,5% del PBI al 90% en el mismo período (del 36,4% a 70% del PBI la deuda en moneda extranjera)⁶.

El creciente nivel de endeudamiento (tanto del sector público y de empresas) sumado al ingreso de capitales especulativos (inversiones de portafolio de no residentes, atraídos por las elevadas tasas de interés pagadas por las LEBACs en el marco del régimen de metas de inflación) sirvió en el corto plazo para mejorar el balance cambiario del BCRA, permitiendo de esta manera financiar tanto el déficit de la cuenta de servicios, el creciente pago de intereses y

⁶ Informe de Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019. BCRA.

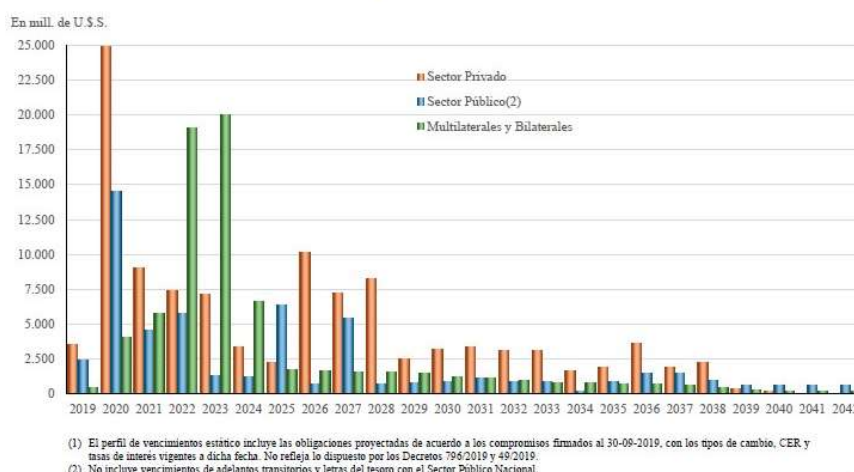
la formación de activos externos (coloquialmente fuga de capitales según el BCRA), además de permitirle al BCRA acumular reservas por casi US\$ 30 mil millones⁷.

Prasad y Wei (2005) exponen que un fuerte endeudamiento incrementa la vulnerabilidad ante la globalización. Las crisis de deuda suelen ser más comunes en países que poseen endeudamiento de corta maduración.

Para países con problemas macroeconómicos es muy difícil controlar tanto la composición de los flujos de capital que ingresan, como también la *maturity* de su deuda. Esto se debe a que se ven forzados a acceder a los mercados internacionales, sin muchas posibilidades de elegir, teniendo que emitir deuda a corto plazo para financiarse.

Este es el caso de Argentina, que presenta una fuerte concentración de vencimientos, tanto de capital como de intereses, en el corto plazo, lo que genera mayor vulnerabilidad. A continuación, se expone el perfil de vencimientos de capital e intereses del sector público nacional:

Perfil de Vencimientos de Capital de la Deuda⁽¹⁾ Oct-2019 a Dic-2042



⁷ Informe de Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019. BCRA.

Perfil de Vencimientos de Interés de la Deuda⁽¹⁾ Oct-2019 a Dic-2042

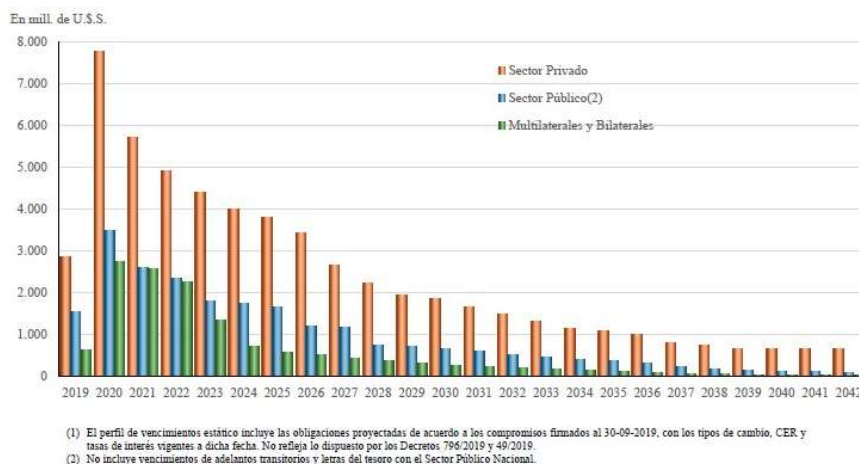


Figura XIV.
Fuente: Secretaría de Finanzas.

En cuanto a la proporción Deuda/PBI, Reinhart y Rogoff (2010) destacan que no existiría una relación directa entre el crecimiento y el nivel de endeudamiento, siempre que este no supere el 90% de Deuda/PBI. En la Figura XIV se observa que Argentina se encuentra muy cerca de esos niveles para fines de 2019. Reinhart y Rogoff aseveran que, de acuerdo con sus estudios empíricos, para ratios mayores al 90% la mediana del crecimiento cae un 1%, disminuyendo aún más el promedio del crecimiento. Asimismo, si solo se toma la deuda externa, este umbral baja al 60%, nivel en el que el crecimiento cae un 2% y más para niveles superiores de deuda externa/PBI.

Asimismo, encuentran que existe una relación directa entre deuda e inflación en mercados emergentes.

Deuda Bruta de la Administración Central en % del PBI⁽¹⁾



Figura XV.
Fuente: Secretaría de Finanzas.

Cabe destacar que de acuerdo con datos del INDEC, el 92% de la deuda externa argentina se encuentra nominada en moneda extranjera.

4.1.5 Balanza de pagos y riesgo país:

En Argentina podemos ver que se registran constantes déficits de cuenta corriente en los últimos años. Estos déficits generan la necesidad de financiamiento externo, que se ve replicado en la cuenta financiera.

Principales resultados de la balanza de pagos

	2017					2018					2019	
	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total	I	II
Millones de dólares												
1. Cuenta corriente (1)	-7.231	-6.734	-8.266	-9.367	-31.598	-9.369	-8.500	-7.453	-2.157	-27.479	-3.685	-2.561
2. Cuenta de capital (2)	37	35	59	7	139	20	11	40	16	87	32	14
Necesidad de financiamiento externo neto (1) + (2)	-7.194	-6.699	-8.207	-9.360	-31.459	-9.348	-8.489	-7.413	-2.141	-27.392	-3.653	-2.547
3. Cuenta financiera (3)	-6.224	-6.971	-8.878	-9.200	-31.273	-9.647	-8.617	-7.868	-1.853	-27.985	-3.696	-3.339
Errores y omisiones (3) - (1) - (2)	970	-272	-671	160	186	-298	-128	-454	288	-593	-43	-792

Figura XVI.

Fuente: INDEC (2019), Dirección Nacional de Cuentas Internacionales.

Este comportamiento no es nuevo, sino que viene repitiéndose desde el último trimestre del 2010:

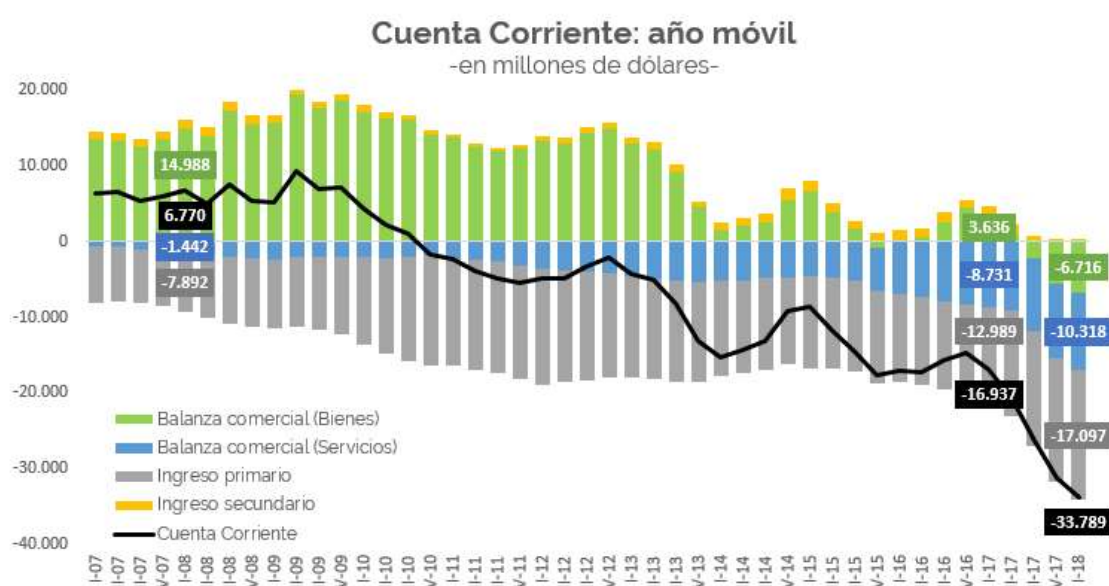


Figura XVII.

Fuente: INVECQ en base a datos del INDEC.

Como fue explicado anteriormente, un constante déficit en la cuenta corriente puede generar desconfianza en los acreedores de deuda, ya que se pone en duda la capacidad de pago de las obligaciones financieras del país. Es por ello que exigirán una mayor tasa de interés para mantener su posición en títulos de deuda.

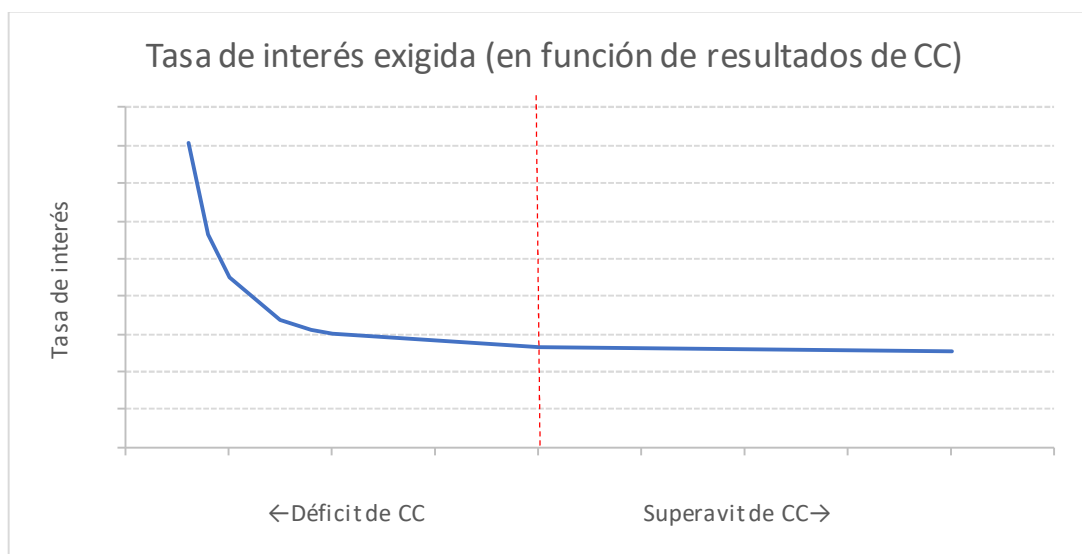


Figura XVII.
Fuente: Elaboración propia.

El EMBI+ (Indicador de Bonos Emergentes) es un indicador elaborado por el banco J.P. Morgan Chase, que calcula el diferencial de tasa de interés que se les exige a los bonos emergentes emitidos en dólares con respecto a los bonos libres de riesgo de los EEUU (*T-Bills*). Es un claro indicador de la confianza que le tienen los mercados a la deuda emitida por un país. También se lo conoce como el “Riesgo País”. A continuación, se muestra una evolución histórica de este en nuestro país:



Figura XIX.

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

4.2 Sturzenegger al mando del BCRA

4.2.1 La herencia recibida

A comienzos de 2016, el BCRA (bajo el mando de F. Sturzenegger) se propuso bajar la tasa de variación de los precios domésticos, buscando converger en niveles semejantes a los de economías emergentes que utilizaban metas de inflación. Para ello dejó de lado los objetivos de tipo de cambio, para adoptar un modelo monetario que buscaba gradualmente disminuir la inflación, considerando necesaria la flotación del tipo de cambio para lograr la disociación de los precios domésticos con respecto al tipo de cambio⁸.

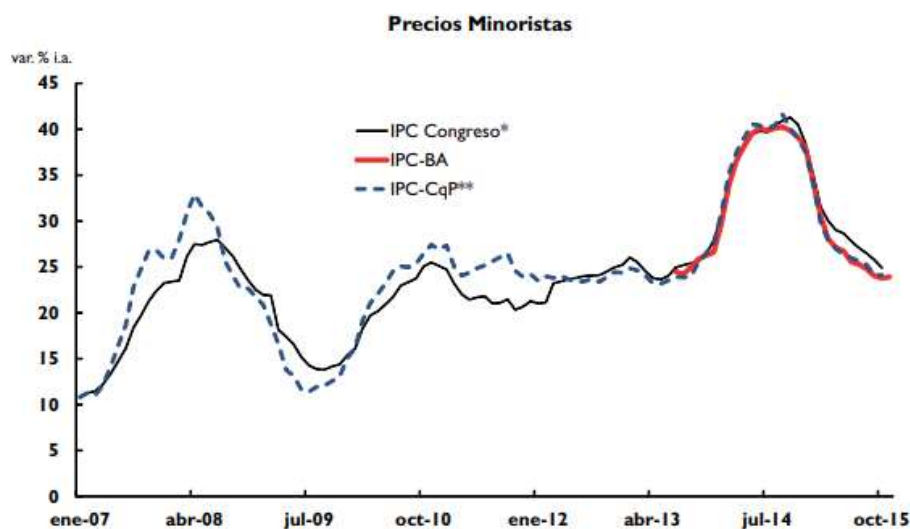
Adicionalmente, el BCRA se propuso estimular el ahorro en pesos para contribuir a una mejora del sistema crediticio, que redundaría en una mejora de créditos hipotecarios y productivos, haciendo foco también en fomentar la bancarización, la equidad social y el incentivo de medios de pago electrónicos.

⁸ Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2016. BCRA.

Este esquema tenía como objetivo mejorar la situación macroeconómica argentina descripta por F. Sturzenegger⁹ al comienzo de su gestión:

Crecimiento bajo o nulo de la economía hasta diciembre de 2015.

Inflación superior al 25% desde 2007:



*El índice Congreso comienza a publicarse en abril de 2011, para períodos anteriores se consideró el promedio de los índices calculados por las consultoras.

**Índice elaborado por el sitio web "Cosas que Pasan". El mismo se calcula como el promedio geométrico ponderado de los índices de precios de una selección de provincias. Las ponderaciones son proporcionales a las correlaciones que tenían estos índices con el IPC-GBA.

Fuente: Gobierno de la CABA, Unión por Todos e índice CqP.

Figura XX.

Fuente: BCRA. Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2016.

Desequilibrio fiscal record (BCRA lo financiaba parcialmente).

Sistema de cambios múltiple (con desincentivos a las inversiones y a la generación de divisas por exportaciones e incentivos a importaciones y turismo externo)

Riesgo país elevado por la situación judicial de la deuda.

⁹ Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2016. BCRA.

Deterioro en el saldo comercial (pasó de un superávit de US\$ 12.200 millones en 2012 a un déficit de US\$ 12.200 millones en 2015).

Estancamiento en producción de bienes y servicios desde 2012.

Limitaciones a la compra de dólares, que resultaba en un freno a la oferta de divisas y una caída de reservas internacionales:



Figura XXI.

Fuente: BCRA. Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2016.

Tensiones en el mercado cambiario y un incremento en la brecha del TC oficial con respecto a los tipos de cambio implícitos (MEP, informal y CCL).

BCRA como vendedor neto en el mercado spot de divisas y único oferente en el mercado de futuros.

Fuerte incremento de la base monetaria:

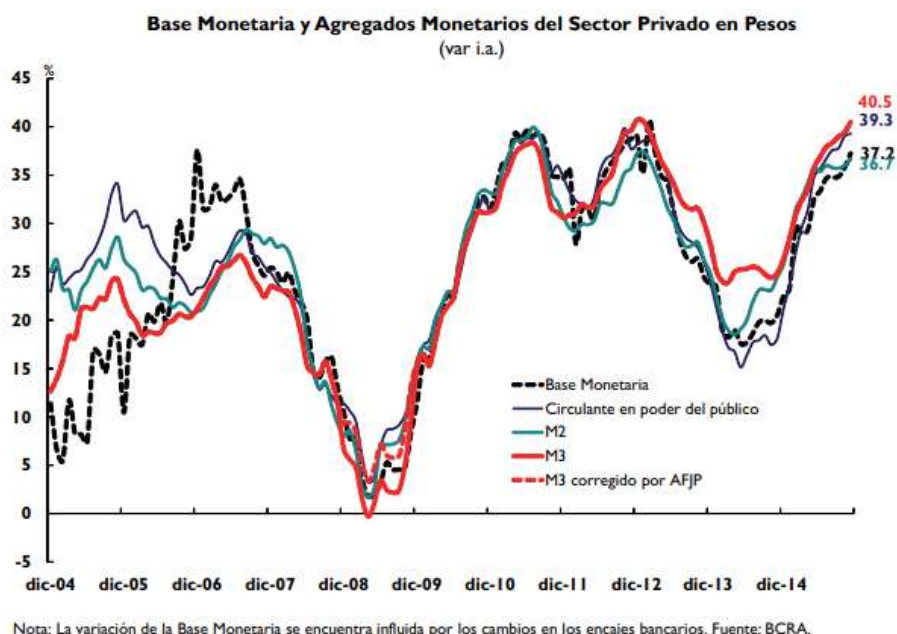


Figura XXII.

Fuente: BCRA. Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2016.

4.2.2 Plan de acción

Para mejorar esta situación, el BCRA se propuso normalizar la política cambiaria, adoptando un régimen de cambios flexible, que permita amortiguar los shocks externos al tipo de cambio mediante medidas de política monetaria.

Se liberó la cuenta corriente, manteniendo la obligatoriedad de liquidación de divisas por exportaciones y se incrementó a US\$ 2 millones el cupo mensual para la formación de activos externos.

Se relanzaron las LEBACs como instrumento de política monetaria, utilizando la tasa de interés de estos títulos de corto plazo y la tasa de pasivos, como las principales herramientas de regulación monetaria.

Por último, se propuso reducir la tasa de emisión monetaria e incrementar sus herramientas de política monetaria, gracias al canje de Letras intransferibles del Tesoro

Nacional por BONAR (22, 25 y 27), que mejoran la hoja de balance de BCRA y son activos líquidos en el mercado.

Adicionalmente, el día 16 de diciembre de 2015, poco después de su asunción como presidente del BCRA, F. Sturzenegger eliminó las restricciones cambiarias¹⁰ impuestas durante el gobierno de C. Fernández de Kirchner, dejando así flotar el tipo de cambio a un nivel de equilibrio, en busca de una nueva paridad de acuerdo a las transacciones del mercado, sin intervención del BCRA. De esta manera, el dólar mayorista pasó de 9.8 a 13.8 pesos por dólar en un día, lo que representó una suba de 40%:

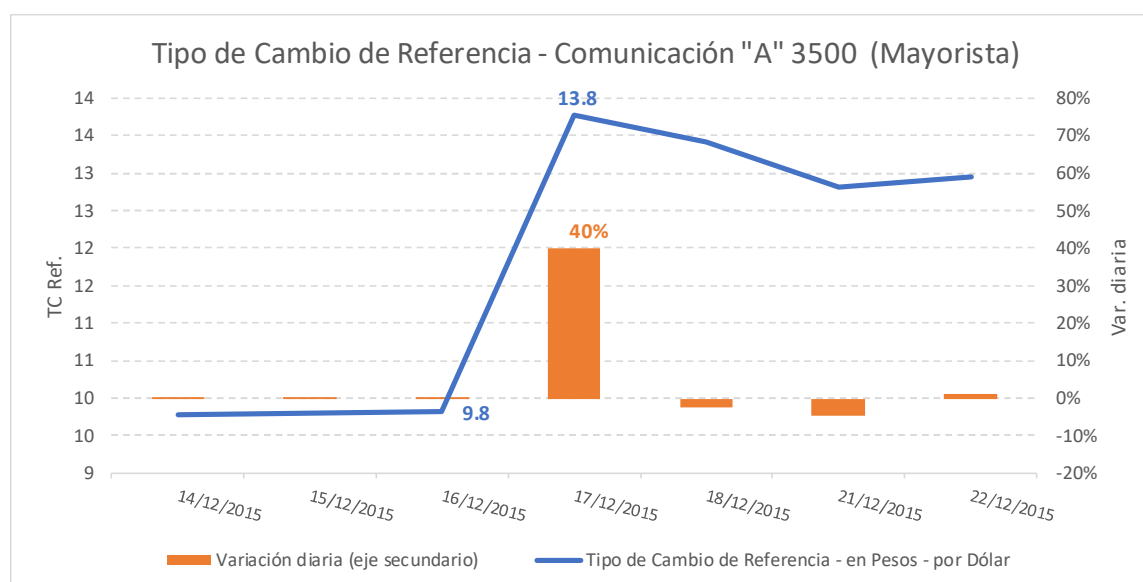


Figura XXIII.
Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

4.2.3 Metas de inflación

El 26 de septiembre de 2016 se presentó el régimen de metas de inflación del BCRA¹¹.

¹⁰ Com. "A" 5850. BCRA.

¹¹ Régimen de Metas de Inflación en Argentina. Conferencia de Prensa. BCRA.

Este sistema buscaba disminuir la inflación, facilitando la coordinación entre los actores de la economía y brindando una unidad de valor estable y previsible.

Para ello, el BCRA cuenta con la independencia para utilizar sus instrumentos de política monetaria en busca del cumplimiento de sus objetivos, rindiendo cuenta sobre el cumplimiento de los mismos. Para conseguir eso se debe anunciar explícitamente la meta de inflación y comunicar constantemente sus acciones. El primer comunicado sobre metas de inflación se planteó las siguientes metas:

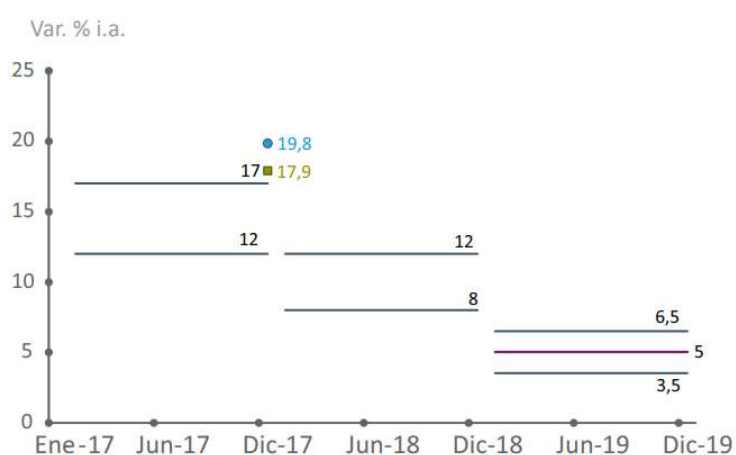


Figura XXIV.

Fuente: BCRA. Régimen de Metas de Inflación en Argentina. Conferencia de Prensa. BCRA.

Para cumplir con estas metas de inflación, se coordinó con la política fiscal la cancelación de adelantos transitorios del BCRA al Tesoro. Las decisiones de política monetaria quedaron a cargo de un consejo de política monetaria conformado por el presidente del BCRA y otras autoridades de dicha entidad.

4.2.3.1 Fracaso de las metas de inflación

Fue evidente el fracaso de las metas de inflación planteadas en 2016. Este sistema atraía el ingreso de fondos especulativos dadas las elevadas tasas de interés pagadas por las

LEBACs y consideraba que el problema de la inflación era exclusivamente monetario¹². En el siguiente gráfico se muestra la inflación registrada vs la inflación objetivo.

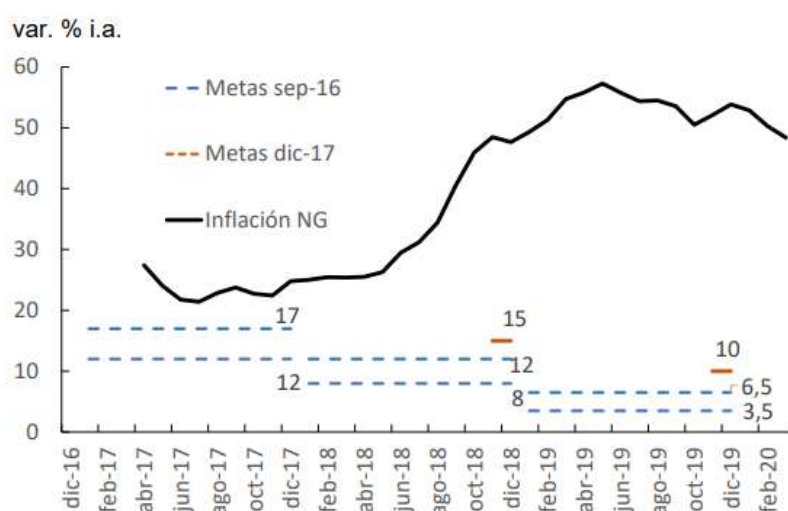


Figura XXV.

Fuente: BCRA. Informe de Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019.

Sturzenegger (2019) explica que, la asunción de M. Macri como presidente de Argentina finalizó con 14 años de peronismo, y resultó en una lucha constante contra la maquinaria populista creada durante esos años. No solo la población argentina, sino que todo el espectro político mundial esperaba una recuperación de largas décadas de fracasos económicos. Se proyectaba un crecimiento económico del 3% anual (siendo conservadores) y una inflación de 5% para finales de su gestión. No obstante, los resultados no fueron los esperados.

Manifiesta que el gobierno de Macri implementó un programa fiscal que no fue lo suficientemente duro, financiado con deuda de corto plazo, acompañado por un sistema de

¹² Informe de Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019. BCRA.

metas de inflación y un tipo de cambio flexible. El ajuste fiscal del gasto llegó tarde según su criterio, calificándolo de gradualista. Los riesgos de ser gradualista en términos fiscales son un incremento de la deuda y un mayor riesgo a enfrentarse a un *credit event* (*Sudden stop*). Sturzenegger admite que el gradualismo acarrea un capital político, que fue también avalado por los mercados, ya que el riesgo país descendió durante los primeros dos años de gestión de M. Macri. No obstante, el ex presidente del BCRA asegura que luego de las elecciones legislativas de 2017 se relajaron tanto las políticas fiscales como monetarias, afectando las expectativas del mercado.

Sturzenegger (2019) afirma que, a pesar de que el gradualismo parecía ser la elección correcta, la reducción gradual del déficit resultó en un incremento de este. Que los mercados internacionales avalaran esta política fiscal laxa resultó negativo, ya que todo el ajuste que debía hacerse se dejó para más adelante, y hubo que cambiar las metas de inflación, lo que impactó en la credibilidad de todo el programa económico. El problema fiscal se alivió ajustando las transferencias desde el BCRA, pero se debió disminuir el ritmo de desinflación para que no genere efectos fiscales negativos (menor recaudación) y se estableció un ratio de depreciación del peso luego de la segunda revisión del acuerdo con el FMI (se desarrollará a más adelante). El ajuste se pospuso hasta 2019 (Figura XXVI), año electoral, lo que afectó el apoyo popular. Es por ello que le resulta difícil a Sturzenegger no señalar a la política fiscal como principal responsable del fracaso del plan económico de M. Macri.

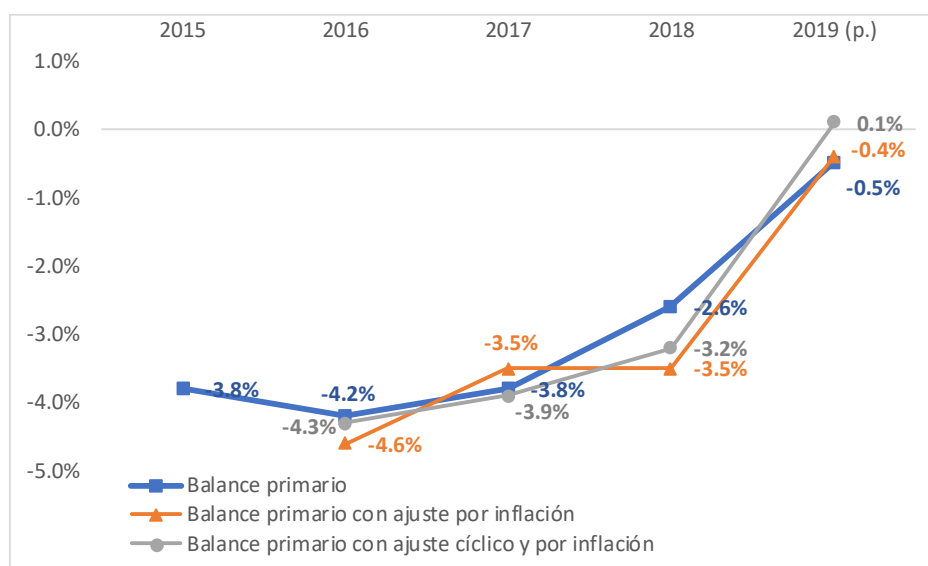


Figura XXVI.

Fuente: Elaboración propia con datos de Sturzenegger F. (2019). Macri's Macro: The Meandering Road to Stability and Growth.

4.3 Las últimas crisis cambiarias de la Argentina

4.3.1 Crisis cambiaria junio de 2018

El día 28 de diciembre de 2017, en una conferencia de prensa liderada por M. Peña (jefe de gabinete de M. Macri), acompañado por los ministros de finanzas y hacienda (L. Caputo y N. Dujovne) y el presidente del BCRA (F. Sturzenegger) se dispuso el cambio de las metas de inflación para el período 2018-2020. Las mismas quedaron establecidas en 15% para 2018, 10% para 2019 y 5% para 2020¹³. El cambio de las metas de inflación fue interpretado por el mercado como un atropello a la independencia del BCRA.

El nivel de pasivos remunerados del BCRA (LEBACs mas pasas) alcanzaba a diciembre de 2017 el 11.9% del PBI¹⁴, un nivel claramente elevado.

¹³ Conferencia de Prensa | Metas de Inflación 2018 – 2020. BCRA.

¹⁴ Informe de Política Monetaria, enero de 2018. BCRA.

Otra mala señal para los mercados era el evidente empeoramiento del resultado de la cuenta corriente:

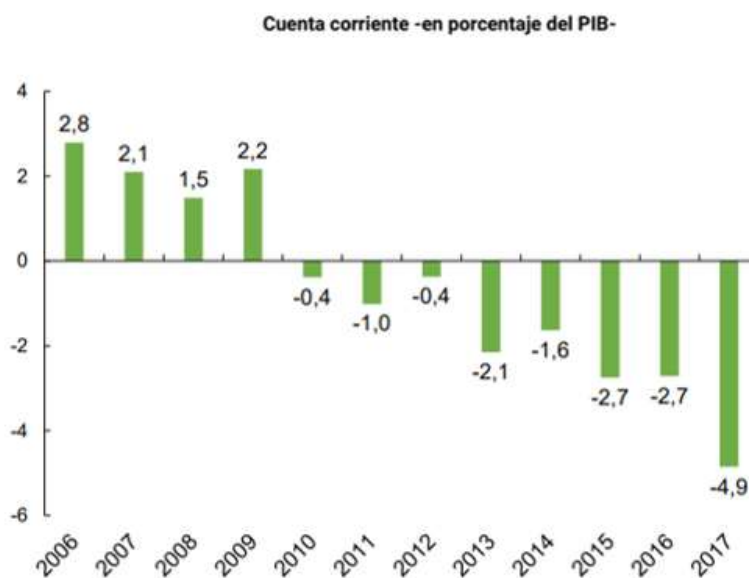


Figura XXVII.

Fuente: BCRA. Informe de Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019.

Como si todas estas señales no fueran suficientes, el día 25 de abril de 2018 entró en vigencia el impuesto a la renta financiera¹⁵, que entre otras cosas alcanzaba con una alícuota del 5% a los intereses obtenidos por las LEBACs. Este suceso generó la huida de los fondos extranjeros, que generó una fuerte presión sobre el tipo de cambio.

¹⁵ Resolución General AFIP N° 4227/2018.

El día 4 de mayo el BCRA anunció que, adicionalmente a sus intervenciones en el mercado de cambios, resolvió aumentar a 40% (+6,75%) su tasa de política monetaria, con el objetivo de estabilizar el mercado.¹⁶

El 8 de mayo, el presidente M. Macri anunció, en conferencia de prensa¹⁷, el inicio de conversaciones con el FMI:

“Frente a esta nueva situación, y de manera preventiva, he decidido iniciar conversaciones con el FMI para que nos otorgue una línea de apoyo financiero. Hace minutos hablé con Christine Lagarde y nos confirmó que hoy mismo vamos a arrancar a trabajar en un acuerdo. Eso no va a dar un mayor respaldo para enfrentar el nuevo escenario global y evitar una crisis como hemos tenidos en nuestra Historia. Tomé la decisión pensando en el mejor interés de los argentinos”.

El día 14 de junio, luego de la renuncia de F. Sturzenegger, L. Caputo asumió como nuevo presidente del BCRA.

A continuación, se muestra la evolución del tipo de cambio durante los últimos dos meses de gestión de F. Sturzenegger al frente del BCRA:

¹⁶ Medidas del BCRA ante la situación del mercado. BCRA. 4 de mayo de 2018.

¹⁷ Diario El Economista.

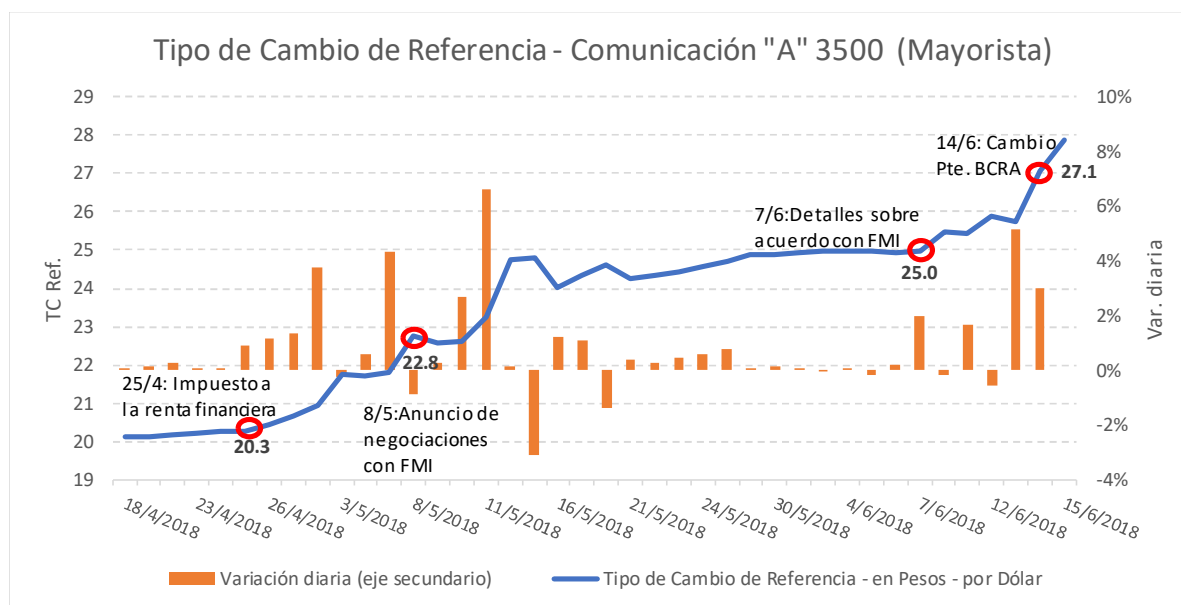


Figura XXVIII.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

La corrida generó una importante salida de los capitales especulativos antes mencionados (mediante flujos de no residentes y movimientos de títulos valores en el mercado secundario)¹⁸, generándose un *Sudden stop*, y sumándose a la dificultad de contener las presiones domésticas sobre el tipo de cambio:

¹⁸ Informe de Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019. BCRA.

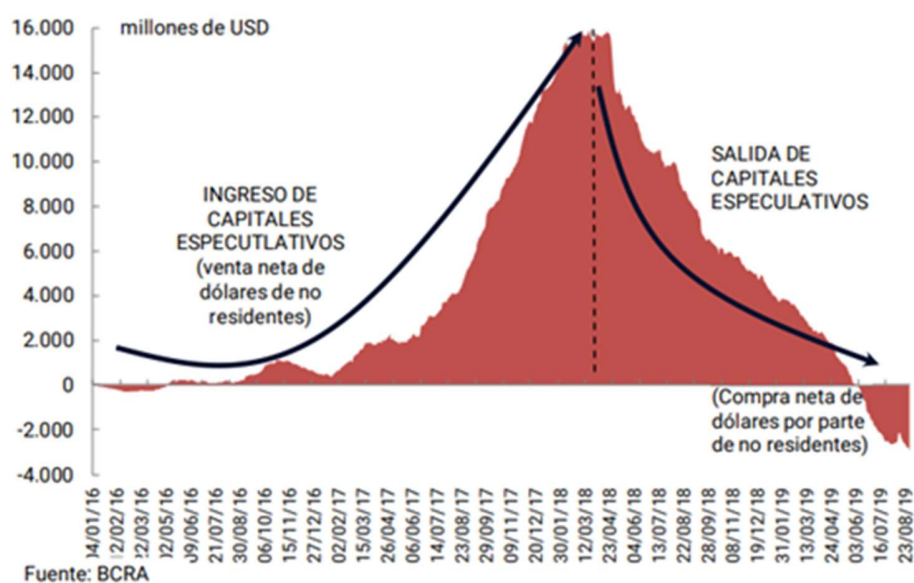


Figura XXIX.

Fuente: BCRA. Informe de Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019.

4.3.2 Crisis cambiaria de agosto de 2018:

En el marco internacional, es de mencionar que entre el 8 y el 13 de agosto, Turquía sufrió una fuerte devaluación en su moneda (de más del 30%), arrastrando a las economías emergentes.

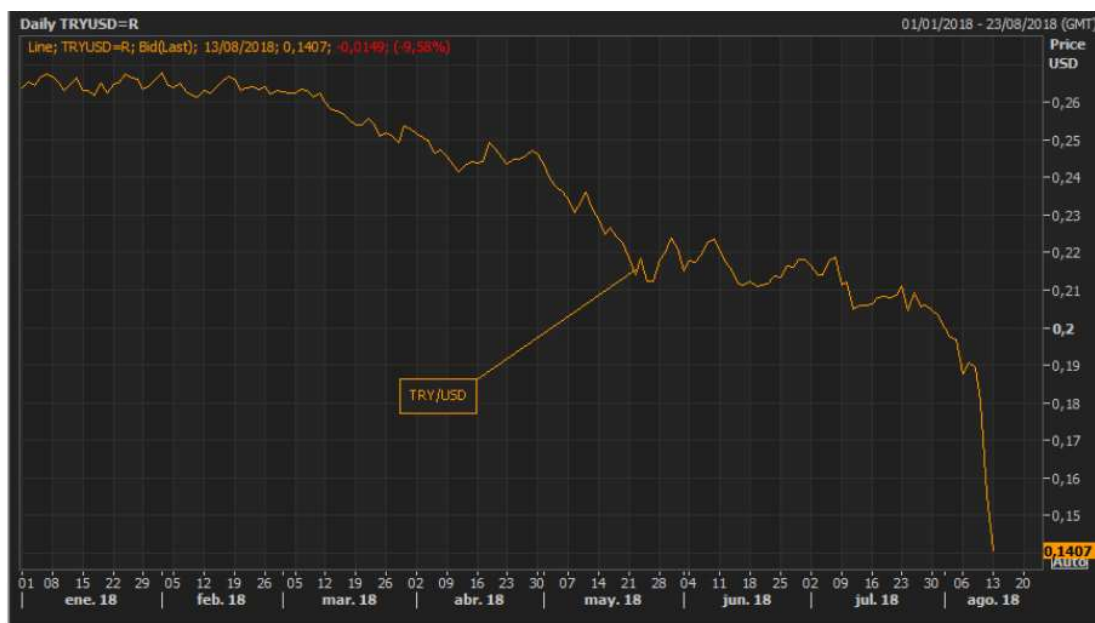


Figura XXXIV.
Fuente: Bloomberg.

Por su parte, el BCRA, en su Informe de Política Monetaria de octubre de 2018, admitió que también se generaron presiones cambiarias debido a causas domésticas, como las dudas sobre el programa financiero y sobre la convergencia hacia el equilibrio fiscal, además de las investigaciones judiciales por corrupción.

Argentina sufrió una importante turbulencia financiera. Es por ello que el día 13 de agosto, el dólar alcanzó los \$30 (TC Ref.). Esta suba obligó a que el BCRA, mediante un comunicado de política monetaria, tome medidas, subiendo la tasa de política monetaria (TPM) de 40% a 45%. La presión continuó, por lo que el BCRA debió comenzar a vender dólares en el mercado spot (Figura XXXVII) para contener la demanda, contrariamente a lo acordado con el FMI.

El día 29 de agosto el FMI mediante un comunicado¹⁹, anunció que, debido a condiciones internacionales más adversas de lo previsto originalmente en el acuerdo con Argentina, accedería a una revisión del plan económico, profundizando las medidas de política monetaria y fiscal, con el objetivo de enfrentar los cambios en los mercados financieros internacionales.

Estas declaraciones no le gustaron al mercado, que reaccionó presionando aún más el tipo de cambio, que finalizó el día en \$31.9 (TC Ref.), lo que significó una suba de 2%.

Durante la rueda cambiaria del día 30 de agosto, el dólar minorista (Com. "B" 9791) se disparó por encima de los \$42 en algunos bancos. En respuesta a la coyuntura complicada desde lo cambiario, el BCRA decidió (mediante un comunicado de política monetaria), elevar su TPM de 45% a 60%, comprometiéndose a mantenerla en esos niveles hasta diciembre e incrementar en 5% los encajes para los depósitos a plazo, fortaleciendo de esta manera el carácter contractivo de la política monetaria. Adicionalmente, intervino nuevamente en el mercado spot para contener la demanda (Figura XXXVII). De esta manera, el dólar minorista finalizó cerca de los \$40 para la venta en la mayoría de las entidades financieras. En cuanto al tipo de cambio de referencia, finalizó el día en \$39.6.

Tipo de Cambio Minorista Ciudad de Buenos Aires – Pesos por dólar estadounidense						
Planilla por Hora						
Tipo de Cambio Minorista de Referencia	11:00 hs.		13:00 hs.		15:00 hs.	
	Comprador	Vendedor	Comprador	Vendedor	Comprador	Vendedor
		37,400	39,383	38,913	40,879	37,872
Cotizaciones a la fecha: 30/08/2018						

Figura XXXV.
Fuente: BCRA.

¹⁹ Comunicado de prensa N° 18/336. FMI.

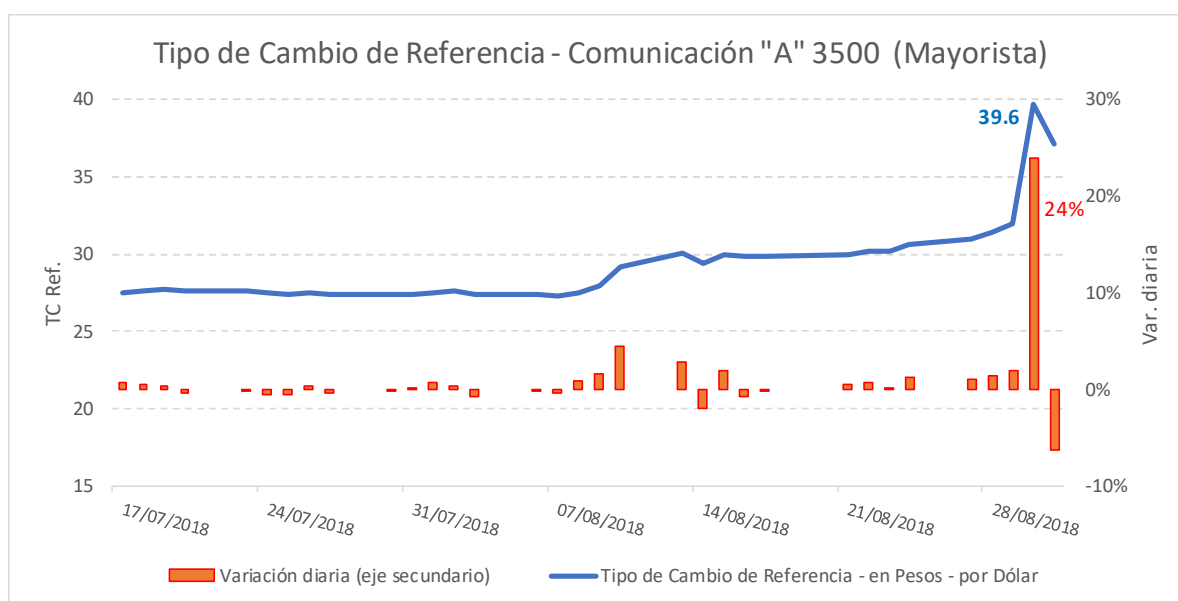


Figura XXXVI.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

Cabe destacar que, de acuerdo con lo establecido en el Memorando de Entendimiento Técnico con el FMI, solo se le permitía al BCRA intervenir en el mercado de cambios spot mediante la subasta diaria de divisas por parte del Tesoro.

A pesar de ello, el BCRA decidió cambiar la manera de intervenir en el mercado de cambios, comenzando a vender directamente dólares para calmar el mercado spot, incumpliendo con lo acordado Fondo.

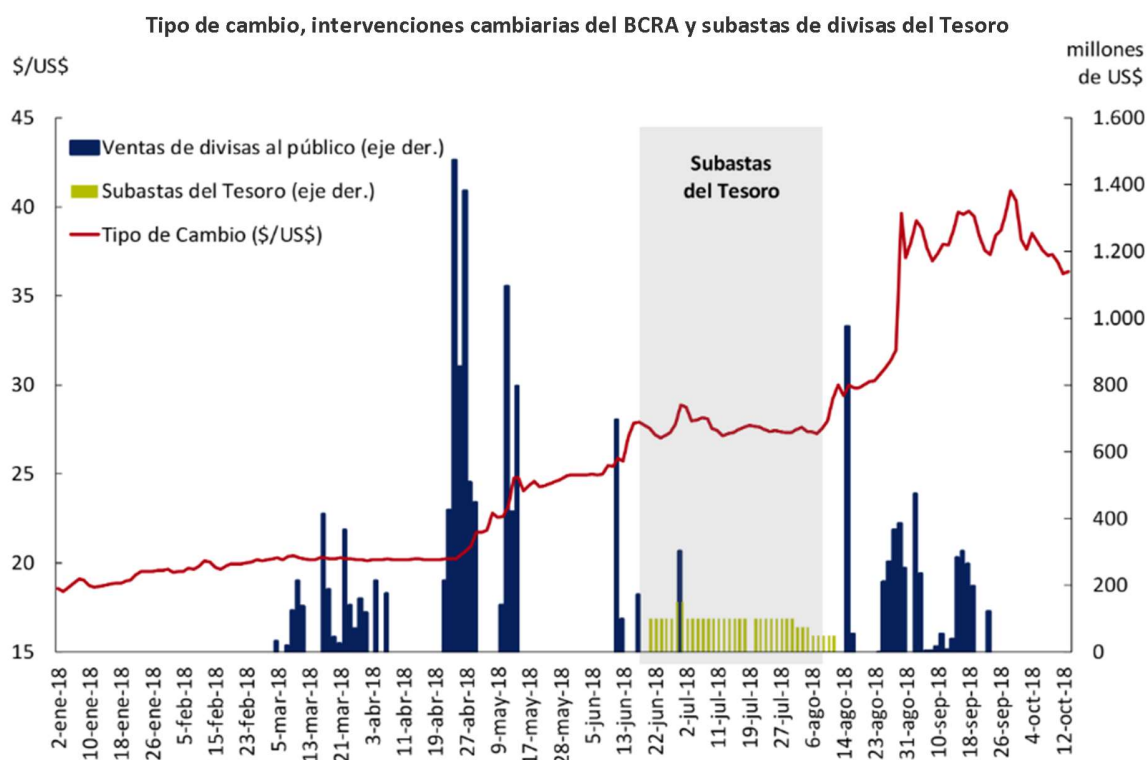


Figura XXXVII.
Fuente: BCRA

Es preciso mencionar que, en su Informe de Política Monetaria de octubre de 2018, el BCRA señaló que se venía cumpliendo con varias de las metas acordadas con el FMI.

Por un lado, la no intervención en el mercado de cambios spot por parte del BCRA hasta las turbulencias cambiarias, con la implementación de subastas diarias del Tesoro en el mercado spot desde fines de junio hasta el mes de agosto.

Adicionalmente, el BCRA destacó el sendero de caída de la inflación proyectada por el mercado de acuerdo con el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), reduciéndose progresivamente el pico alcanzado en septiembre dada la corrida cambiaria registrada en agosto. También remarcó el cumplimiento de la no financiación al Tesoro por parte del BCRA,

como también el cumplimiento de la meta de base monetaria y el desarme progresivo de los pasivos remunerados del BCRA.

Por otro lado, estableció un esquema de zonas de no intervención cambiaria, delimitadas por el Comité de política Monetaria del BCRA, con el objeto de evitar fuertes fluctuaciones y garantizar una flotación cambiaria.

4.3.3 Crisis cambiaria de agosto de 2019:

Luego del resultado de las elecciones PASO (Primarias, abiertas, simultaneas y obligatorias) del 11 de agosto, donde el gobierno vigente (presidencia de M. Macri) fue superado ampliamente por la oposición (A. Fernández), el mercado se convulsionó.

Hubo una fuerte depreciación del tipo de cambio, que pasó de cotizar en \$45.4 (TC Ref.) el 9 de agosto a \$55.8 (TC Ref.) el día 12 de agosto, mostrando una suba diaria del 23%:

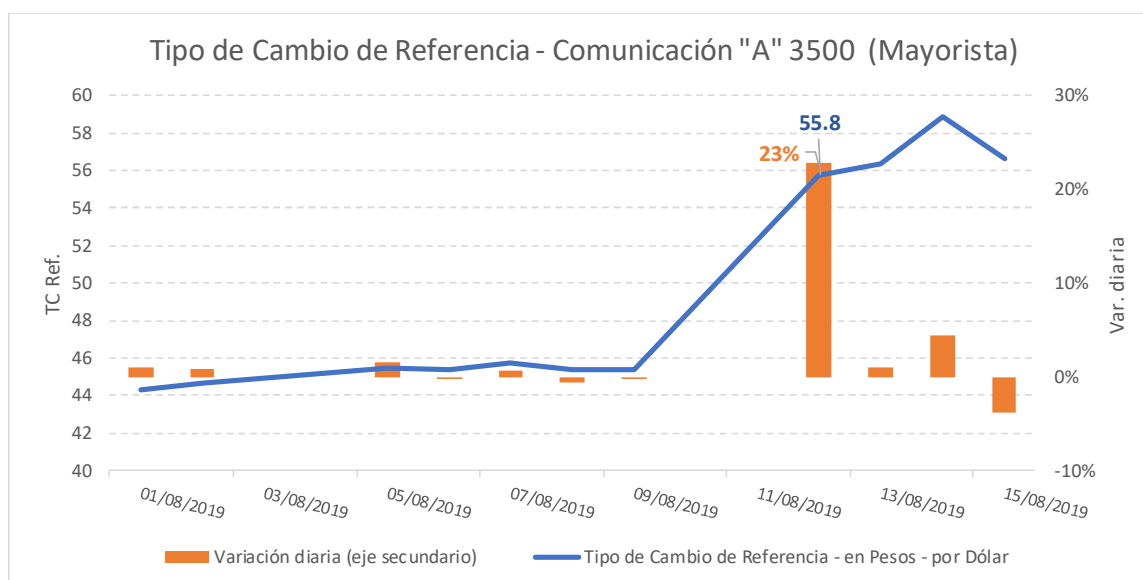


Figura XXXVIII.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

Es de mencionar que el dólar minorista se negoció por encima de los \$60 en muchas entidades a lo largo del día, finalizando en \$57.3 vendedor (Com. "B" 9791):

Tipo de Cambio Minorista Ciudad de Buenos Aires – Pesos por dólar estadounidense

Planilla por Hora						
Tipo de Cambio Minorista de Referencia	11:00 hs.		13:00 hs.		15:00 hs.	
	Comprador	Vendedor	Comprador	Vendedor	Comprador	Vendedor
		54,611	61,430	53,418	58,875	51,230

Cotizaciones a la fecha: 12/08/2019

Figura XXXIX.
Fuente: BCRA.

Esta disparada del tipo de cambio obligó al BCRA a aplicar nuevas medidas regulatorias para el mercado de cambios, limitando la formación de activos externos y reestableciendo la obligación de liquidación para exportadores²⁰.

Por su parte el BCRA, mediante un comunicado de política monetaria, decidió incrementar la tasa de sus Letras de Liquidez, pasando de un mínimo de 58% a 78% en septiembre, con el objeto de garantizar el carácter contractivo de la política monetaria y una tasa real positiva.

Adicionalmente, y de acuerdo con datos del BCRA²¹, los depósitos en dólares del sector privado registraron una caída del 18%. Es de destacar que las entidades financieras pudieron afrontar dichos retiros sin inconvenientes, dado sus altos niveles de liquidez gracias al marco regulatorio macroprudencial.

²⁰ Comunicación "A" 6770. BCRA.

²¹ Informe de Política Monetaria. Octubre de 2019.

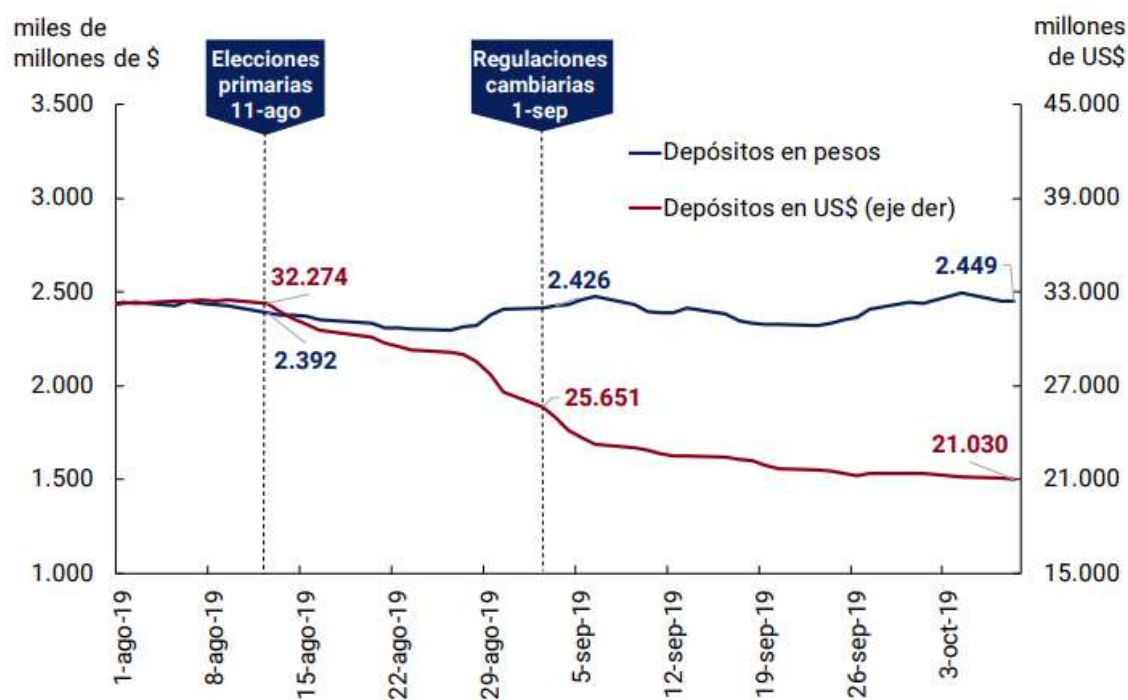


Figura XL.
Fuente: BCRA.

Los bancos tuvieron que afrontar los retiros de depósitos, por lo que utilizaron los fondos encajados en el BCRA, lo que provocó una caída de reservas. A esto se sumaron las intervenciones del BCRA en el mercado spot y los pagos de vencimientos de deuda en moneda extranjera. De esta manera, las reservas internacionales disminuyeron también un 18%:

Principales factores de variación de las reservas internacionales

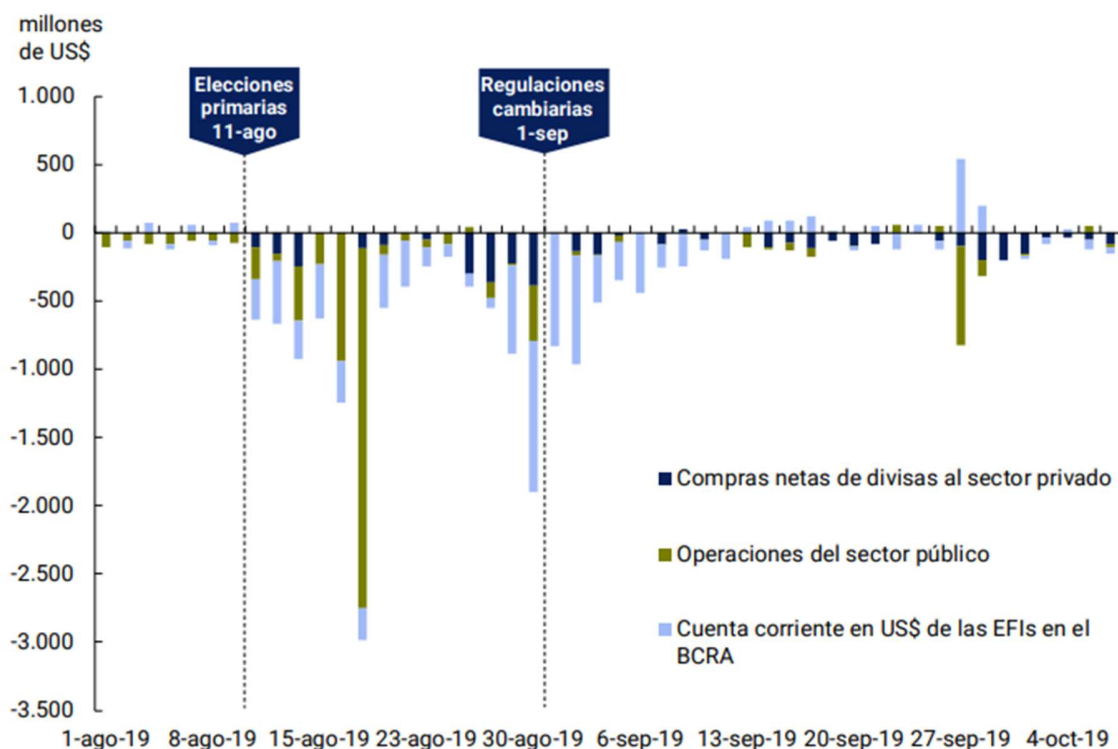


Figura XLI.
Fuente: BCRA.

El AO20 (Bonos de la Nación Argentina en Dólares Estadounidenses 8% 2020" (BONAR 2020 USD), es un bono emitido en el año 2015, que paga intereses semestralmente y amortiza la totalidad de su capital al vencimiento (octubre de 2020). Es un título de gran relevancia dado el monto emitido (unos 3 mil millones de dólares), siendo de los títulos con menor *maturity*. En el siguiente gráfico se puede ver la evolución de la tasa implícita exigida por los inversores, en base a la cotización del bono:

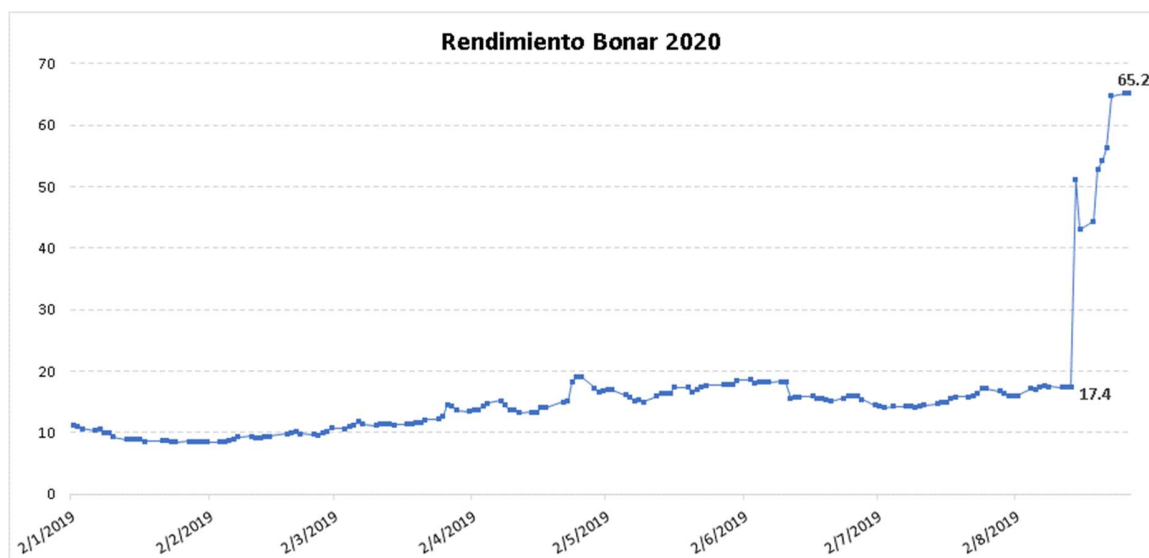


Figura XLII.
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

A finales de agosto de 2019, la tasa exigida alcanzaba 65% de TNA, demostrando las dudas del mercado sobre la capacidad de pago de Argentina, lo que anticipaba un nuevo default/ reestructuración de su deuda.

Esta caída en el precio (incremento en la TIR) se repitió en toda la curva de deuda en dólares. El día 12 de agosto, los principales bonos en dólares sufrieron fuertes caídas en su cotización:

Especie	Último	% Día
AO20D	69,400	-25,4
AY24D	49,650	-32,5
DICAD	78,400	-28,0
AA37D	52,900	-29,0
PARAD	45,000	-18,2
AC17D	57,000	-24,0

Figura XLIII.
Fuente: Rava Bursátil S.A.

Asimismo, el Merval también se vio fuertemente golpeado por el resultado de las PASO, disminuyendo casi un 38% el día 12 de agosto:

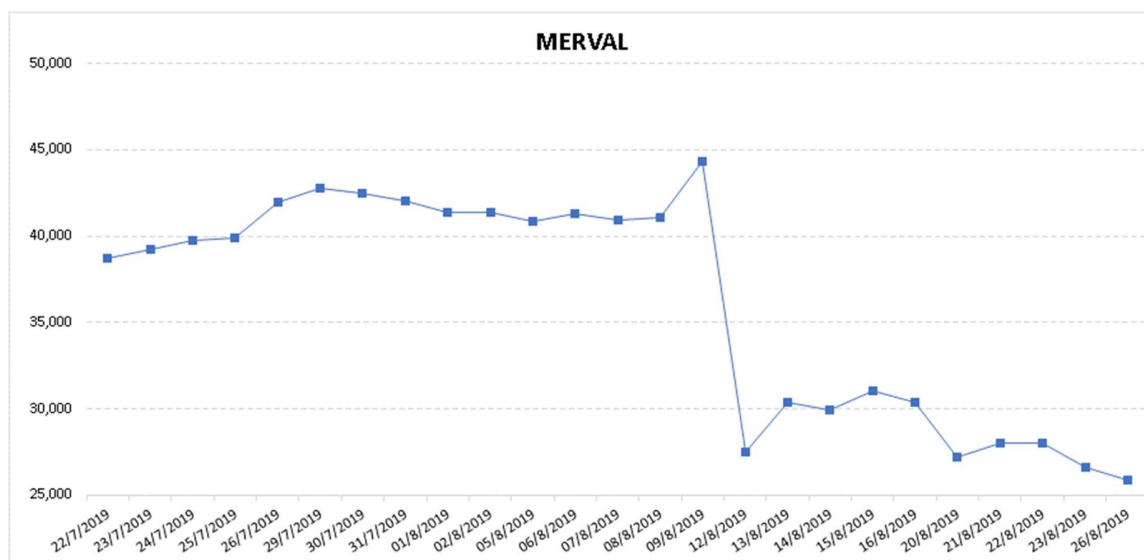


Figura XLIV.

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Dada la visible incapacidad para refinanciar su deuda en moneda extranjera a corto plazo, el Ministerio de Hacienda de la Nación (29-08-2019) emitió un anuncio extendiendo parcialmente los vencimientos de títulos de corto plazo (LETES, LECAPS, LECER y LELINK). Esto se debió a que, viniendo de un promedio de renovaciones del 88%, las últimas dos licitaciones de LETES (Letras del Tesoro en Dólares) no habían tenido éxito en los inversores, consiguiéndose renovar solo el 5% de la deuda el día 16 de agosto de 2019, y declarándose desierta la licitación del día 28 de agosto de 2019.

A continuación, se expone un gráfico del *roll-over* (refinanciación) de LETES hasta agosto de 2019 inclusive:

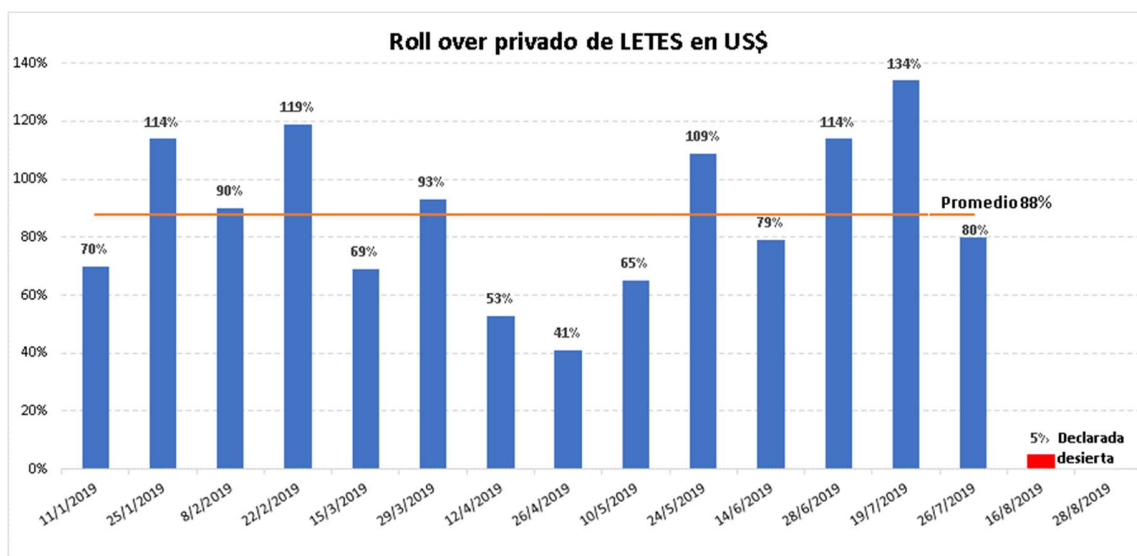


Figura XLV.

Fuente: Elaboración propia con datos de la Secretaría de Finanzas.

De acuerdo con la complicada situación en la que se encontraba Argentina, el FMI continuó expresando su voluntad de colaborar²², entendiendo que la reestructuración de la deuda correspondía a la necesidad de proteger las reservas y hacer frente a los problemas de liquidez.

4.4 Cepo cambiario

El 1 de septiembre de 2019, mediante un Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU)²³, el Presidente M. Macri consideró la necesidad de tomar medidas transitorias para enfrentar la mayor incertidumbre generada por las elecciones presidenciales, con el objetivo de administrar correctamente el mercado de cambios, reduciendo la volatilidad financiera y conteniendo el impacto de las variaciones de los flujos financieros. De esta manera, se facultó al BCRA a

²² Comunicado de prensa N° 19/320. FMI.

²³ Decreto 609/2019.

dictar las reglamentaciones necesarias para administrar prudentemente el mercado de cambios.

Ese mismo día, El BCRA, estableció la reglamentación para administrar el mercado de cambios, instalando nuevas restricciones²⁴, estableciéndose:

La obligatoriedad de liquidación de divisas para exportadores de bienes y servicios.

La necesidad de conformidad previa del BCRA para la compra de divisas destinada a la formación de activos, transferencias al exterior, giro de utilidades y dividendos y precancelación de deudas.

Un límite para la compra y transferencias al exterior de US\$ 10.000 para personas humanas. Para compras superiores a US\$ 10.000 se requerirá la autorización del BCRA.

No obstante, las presiones sobre el tipo de cambio continuaron, principalmente por la demanda bruta de billetes de personas humanas, que en octubre totalizaron US\$ 4.198 millones (US\$ 2.800 millones de suba interanual)²⁵:

²⁴ Com. "A" 6770/2019. BCRA

²⁵ Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario. Octubre 2019. BCRA

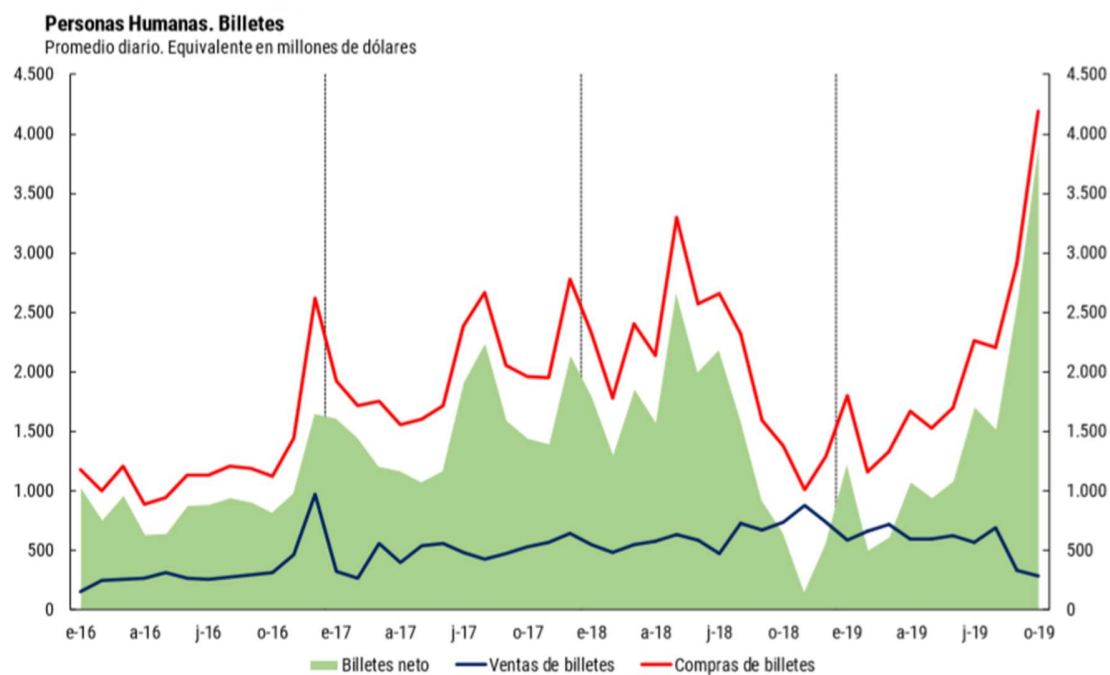


Figura XLVI.

Fuente: Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario. Octubre 2019. BCRA.

Las ventas netas del BCRA en el mercado de cambios por US\$ 4.077 millones en octubre (debido principalmente a la compra de billetes de personas físicas) y los pagos de capital e intereses del Tesoro Nacional por US\$ 1.788 millones fueron los principales movimientos que generaron una caída de las Reservas Internacionales de US\$ 5.443 millones²⁶:

²⁶ Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario. Octubre 2019. BCRA.

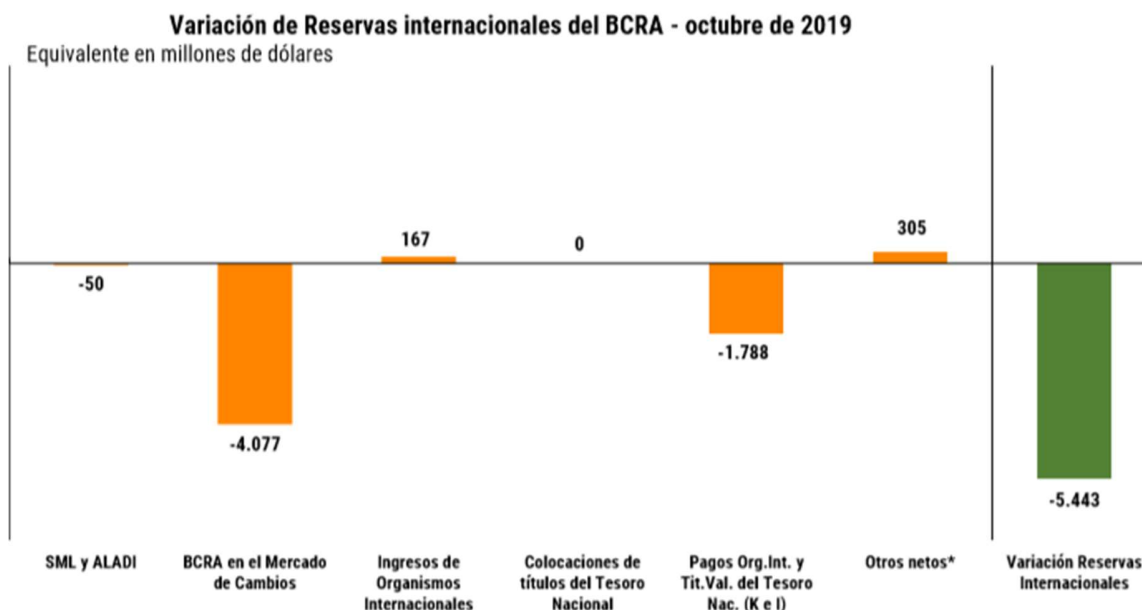


Figura XLVII.

Fuente: Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario. Octubre 2019. BCRA.

Dada esta coyuntura, el día 28 de octubre de 2019 el BCRA endureció las restricciones a la compra de moneda extranjera. Se estableció²⁷:

Un nuevo límite de US\$ 200 mensuales a la compra de dólares de personas humanas residentes y US\$ 100 para no residentes

Que extracción de moneda extranjera en el exterior solo se podrá hacer con débito en cuentas locales en moneda extranjera.

En 90 días corridos el plazo para la demostración del ingreso aduanero de bienes cuya importación se haya realizado con un pago anticipado a proveedores no vinculados.

²⁷ Com. "A" 6770/2019. BCRA.

La remisión anticipada de solicitudes para acceder al mercado de cambios por pedido de clientes o por operaciones propias de las entidades, para montos mayores o iguales a US\$ 2 millones.

En noviembre, y luego del resultado de las elecciones generales del 27 de octubre, las autoridades del FMI volvieron a expresar su disposición a colaborar con la recuperación de la economía argentina, luego de comunicarse con el nuevo presidente (A. Fernández), en busca de un crecimiento sostenible y la reducción de la pobreza²⁸.

El día 23 de diciembre de 2019, ya bajo la presidencia de A. Fernández, se endureció el cepo cambiario. Mediante la “Ley de solidaridad social y reactivación productiva en el marco de la emergencia pública”²⁹ se buscó aumentar la recaudación fiscal mediante la creación del impuesto PAIS (Impuesto para una Argentina Inclusiva y Solidaria), gravando en un 30% la compra para tenencia de dólares, los consumos con tarjetas en el exterior, la compra de pasajes y servicios en el exterior y los consumos en sitios con facturación en dólares. Este impuesto será destinado en un 70% a seguridad social y en un 30% a obras de infraestructura.

El 30 de abril de 2020, BCRA continuó endureciendo las condiciones para el acceso al mercado de cambios³⁰. Estableció nuevas restricciones para la cancelación de pago de deudas pendientes con el exterior, exigiendo que no se registren financiaciones en pesos pendientes, y restringiendo la venta de títulos con liquidación en moneda extranjera a quienes si registren.

Asimismo, se establecieron restricciones al dólar MEP y CCL (contado con liquidación). Se estableció la obligatoriedad de una declaración jurada donde conste que los 30 días anteriores a la solicitud de acceso al mercado de cambios no se realizó la venta de títulos con

²⁸ Comunicado de prensa N° 19/424. FMI.

²⁹ Ley N° 27.541.

³⁰ Com. “A” 7001. BCRA.

liquidación en moneda extranjera o transferencia de estos a entidades en el exterior.

Adicionalmente, el cliente se debe comprometer a no realizar este tipo de operatoria por los 30 días subsiguientes.

Por último, se estableció que las entidades deben remitir al BCRA un listado con las operaciones que impliquen demanda de divisas por operaciones propias o por parte de sus clientes, con una antelación de 2 días hábiles, para montos que sean iguales o mayores a los US\$ 500.000 diarios.

El 28 de mayo de 2020, el BCRA incrementó las restricciones cambiarias³¹, con nuevos requerimientos para el acceso al mercado de cambios en concepto de pago de importaciones, pagos de deuda financiera con el exterior y deuda en moneda extranjera entre residentes. Estos requerimientos consisten en restricciones tanto a la tenencia de moneda extranjera fuera del sistema bancario como a la tenencia de activos externos líquidos y adicionalmente, el compromiso de liquidar en el Mercado Único y libre de cambios (MULC) sus ingresos en un plazo de 5 días hábiles.

Adicionalmente, incrementó de 30 a 90 días el plazo que debe transcurrir entre el acceso al MULC y la venta de títulos valores que se liquiden en moneda extranjera, incrementando las restricciones al dólar MEP y CCL.

4.5 Intervención del FMI:

4.5.1 Solicitud de financiamiento:

El día 12 de junio de 2018, Argentina presentó una solicitud mediante una carta de intención al FMI, requiriendo asistencia financiera, dada su frágil situación macroeconómica. En el Memorando de política económica y financiera, disponible en el sitio del Ministerio de Economía, se describen las políticas del gobierno y los objetivos económicos de Argentina.

³¹ Com. "A" 7030. BCRA.

Mediante este documento, se solicita acceso a una línea de financiamiento Stand-By de 35.379 DEG (Derechos especiales de giro), que equivale a unos US\$ 50.000 millones, con un primer desembolso de US\$ 15.000 millones y el resto de los desembolsos con carácter precautorio. Asimismo, el país se compromete mediante el Memorando de entendimiento técnico, a cumplir con los objetivos específicos acordados con el Fondo Monetario Internacional en su nuevo plan económico. Se estableció que la duración del acuerdo es de 36 meses.

A continuación, se exhibe el programa de desembolsos y revisiones incluido en Memorando de política económica y financiera:

Disponible a partir de	Monto del desembolso		Condiciones (1)
	Millones de DEG	% Cuota	
20 de junio 2018	10.613,71	333%	Aprobación del acuerdo
15 de septiembre 2018	2.063,78	65%	Primera Revisión y criterios de fines de junio de 2018
15 de diciembre 2018	2.063,78	65%	Segunda Revisión y criterios de fines de septiembre de 2018
15 de marzo 2019	2.063,78	65%	Tercera Revisión y criterios de fines de diciembre de 2018
15 de junio 2019	2.063,78	65%	Cuarta Revisión y criterios de fines de marzo de 2019
15 de septiembre 2019	2.063,78	65%	Quinta Revisión y criterios de fines de junio de 2019
15 de diciembre 2019	2.063,78	65%	Sexta Revisión y criterios de fines de septiembre de 2019
15 de marzo 2020	2.063,78	65%	Séptima Revisión y criterios de fines de diciembre de 2019
15 de junio 2020	2.063,78	65%	Octava Revisión y criterios de fines de marzo de 2020
15 de septiembre 2020	2.063,78	65%	Novena Revisión y criterios de fines de junio de 2020
15 de diciembre 2020	2.063,78	65%	Décima Revisión y criterios de fines de septiembre de 2020
15 de marzo 2021	2.063,78	65%	Onceava Revisión y criterios de fines de diciembre de 2020
15 de junio 2021	2.063,71	65%	Doceava Revisión y criterios de fines de marzo de 2021
Total	35.379	1110%	

(1) Además de criterios de evaluación periódicos, las condiciones incluyen criterios continuos de evaluación

Figura XXX.

Fuente: Secretaría de Finanzas.

4.5.2 Memorandos

4.5.2.1 Memorando de políticas económicas y financieras:

En primer lugar, Argentina sostiene que tanto los factores climáticos (sequía) como el contexto internacional (la apreciación del dólar a nivel internacional) son los responsables de la situación cambiaria. Estos factores se suman a las vulnerabilidades de nuestro país, que posee grandes necesidades de financiamiento, fiscal y externo. Las principales consecuencias que enumera el gobierno son:

1. Presión sobre la moneda (tensión en el mercado cambiario).

2. Incremento en la prima de riesgo soberano (aumento de tasas exigidas).
3. Ansiedad de los acreedores respecto de la renovación de las Letras del Tesoro del BCRA.

En este contexto y con el fin de amortiguar los efectos de la volatilidad financiera internacional, las autoridades solicitan acceso al financiamiento del Fondo estableciéndose los siguientes objetivos:

1. Restaurar la confianza de los mercados mediante la adopción de medidas macroeconómicas, disminuyendo las necesidades de financiamiento y reduciendo la deuda pública.
2. Recalibrar la política económica protegiendo a los sectores más vulnerables.
3. Metas de inflación: Establecer un sendero de reducción de la inflación, que intente reducirla a niveles de un dígito para 2021.
4. Disminuir tensiones en la balanza de pagos:
 - a. Mediante la utilización de un tipo de cambio flexible para la amortiguación de shocks.
 - b. Incrementando Reservas Internacionales.
 - c. Disminuyendo el déficit de Cuenta Corriente.
 - d. Reduciendo la necesidad de financiamiento externo.

Para cumplir con dichos objetivos, se establecen metas de política fiscal para reducir el déficit primario, en busca del equilibrio fiscal.

Para ello se propone reforzar la autonomía del BCRA, mejorar su hoja de balance y aplicar una política monetaria basada en metas de inflación.

Por último, el estado se compromete a aplicar medidas que incrementen la inversión, a desarrollar el mercado crediticio doméstico, garantizar la competencia y avanzar hacia la desburocratización del sector público y la equidad de género.

Todos los ajustes necesarios tendrán en cuenta a los más vulnerables, pudiendo destinar fondos adicionales a programas sociales si se considera necesario.

A continuación, se presenta un cuadro que detalla los criterios de ejecución cuantitativos, así como también las metas indicativas y cláusulas de consulta:

(En miles de millones de pesos argentinos a menos que sea mencionado)

	Criterios de evaluación propuestos		Metas indicativas		
	2018		2019		
	Fin-junio	Fin-sep	Fin-dic	Fin-mar	Fin-jun
Objetivos fiscales					
<i>Criterios de evaluación</i>					
1. Balance fiscal del gobierno nacional (piso) (3) (10)	-148,0	-256,0	-362,5	-32,0	-100,0
2. Acumulación de deuda flotante por pagos de deuda externa del gobierno nacional (techo)(4)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3. Acumulación de deuda flotante doméstica por parte del gobierno nacional (techo) (5)	8,2	14,9	21,6	27,1	39,7
4. Gasto en asistencia social (piso)	87,7	131,1	177,5	60,0	112,6
<i>Metas indicativas</i>					
5. Balance primario del gobierno general (piso) (3)	-163,0	-272,0	-382,4	-40,0	-110,0
Objetivos monetarios					
6. Cambio en las reservas internacionales netas (piso) (6) (10)	5,5	5,5	5,5	5,5	7,5
7. Cambio en el stock de non-deliverable forwards de tipo de cambio (techo) (7)	1,0	0,0	-0,5	-1,0	-1,5
8. Cambio en el crédito del Banco Central al gobierno (techo) (8)	0,0	-78,0	-156,0	-234,0	-312,0
9. Financiamiento del gobierno por parte del Banco Central (techo) (4)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cláusulas de consulta - Inflación					
10. Bandas de inflación (en porcentaje, i.a.)					
Cota externa (superior)	32	32	32	28	26
Cota interna (superior)	29	29	29	26	24
Meta central de inflación	27	27	27	24	22
Cota interna (inferior)	25	25	25	22	20
Cota externa (inferior)	22	22	22	20	18
11. Cambios en los activos domésticos netos del Banco Central (techo)(9) (10)	15	64	166	173	184
(1) Objetivos definidos en el Memorandum de Entendimiento Técnico (MET). (2) Basado en los tipos de cambio del programa definidos en el MET. (3) Flujos acumulados desde 1ro de Enero hasta 31 de diciembre. (4) Criterio de ejecución continuo. (5) La acumulación se mide con respecto al promedio durante el cuarto trimestre de 2017, que alcanzó los 45.600 millones de pesos. (6) En miles de millones de dólares. La variación se mide con respecto al 4 de junio de 2018. (7) En miles de millones de dólares. La variación se mide con respecto al 4 de junio de 2018. (8) La variación se mide contra el valor a fines de mayo de 2018, que alcanzó los 2.204,4 millones de pesos, como se define en el MTU. (9) La variación se mide contra el valor a fines de mayo de 2018, que alcanzó los 432,9 millones de pesos. (10) Objetivos sujetos a los ajustadores definidos en el MET.					

Figura XXXI.

Fuente: Secretaría de Finanzas.

4.5.2.2 Memorando de entendimiento técnico:

En este documento se establecieron los criterios técnicos a ser utilizados para evaluar el cumplimiento de los objetivos del plan económico. Incluye los criterios de ejecución

cuantitativos (con la definición de las variables), metas indicativas y cláusulas de consulta, delimitando los métodos utilizados para evaluar el cumplimiento de los objetivos y estableciendo los requerimientos de información necesarios para dar seguimiento al programa económico.

Este incluye delineamientos, pisos y limitaciones a:

1. Resultado primario.
2. Programas de asistencia social.
3. Deuda externa.
4. Reservas internacionales.
5. Contratos NDF (Futuros).
6. Financiamiento del BCRA al gobierno.
7. Intervención del BCRA en el mercado de cambios spot y futuro.

Adicionalmente, se establecen los delineamientos para el cálculo y monitoreo de variables como la inflación y el déficit primario del gobierno.

Por último, incluye cláusulas que establecen la remisión de información periódica al FMI, como también otras que limitan la intervención del BCRA y del Gobierno en el mercado de cambios spot y futuro.

4.5.3 Aprobación del acuerdo:

El día 20 de junio de 2018 el FMI aprobó el acuerdo a favor de Argentina³², con una línea *Stand-By* de US\$ 50.000 millones por 3 años. Este monto representaba el 1110% de la cuota argentina en el Fondo. Se acordó el desembolso de US\$ 15.000 millones de manera inmediata, correspondiendo la mitad de ese monto a un respaldo presupuestario. El desembolso del monto restante estará disponible mientras dure el acuerdo y sujeto a la

³² Comunicado de prensa N° 18/245. FMI.

supervisión trimestral del Fondo. Asimismo, el FMI enfatizó que Argentina se compromete a acceder al resto del financiamiento solo con fines precautorios.

Cabe subrayar que el FMI destacó los esfuerzos del gobierno durante los 2 años y medio previos al acuerdo, reconociendo mejoras económicas, generadas por cambios en los mercados de divisas y tributario, así como también en la política de subsidios y en la mejora de las estadísticas públicas.

Por otra parte, el Fondo estimaba una recuperación gradual en 2019 y 2020, en la medida que se afiance la confianza y mejoren las condiciones macroeconómicas: disminución de la inflación, repunte de las exportaciones y un menor costo de capital.

4.5.4 Primera revisión del acuerdo:

El día 26 de octubre de 2018, el FMI, mediante un comunicado de prensa³³, y en el marco de la primera revisión del acuerdo *Stand-BY*, decidió aumentar el financiamiento para Argentina, otorgando un desembolso adicional de US\$ 5.700 millones. De esta manera, los recursos aumentaron a US\$ 20.400 millones hasta 2019, incrementándose a US\$ 56.300 millones el total de financiamiento hasta 2021. Adicionalmente, se permitió a Argentina utilizar los recursos disponibles, pasando de ser fondos de carácter precautorio, a fondos utilizables como apoyo presupuestario.

Asimismo, el Fondo destacó el compromiso con el país, confiando en la implementación de políticas fiscales, políticas monetarias enfocadas en la inflación y un régimen de tipo de cambio flotante, con zonas de no intervención delimitadas por el BCRA:

³³ Comunicado de prensa N° 18/395. FMI.

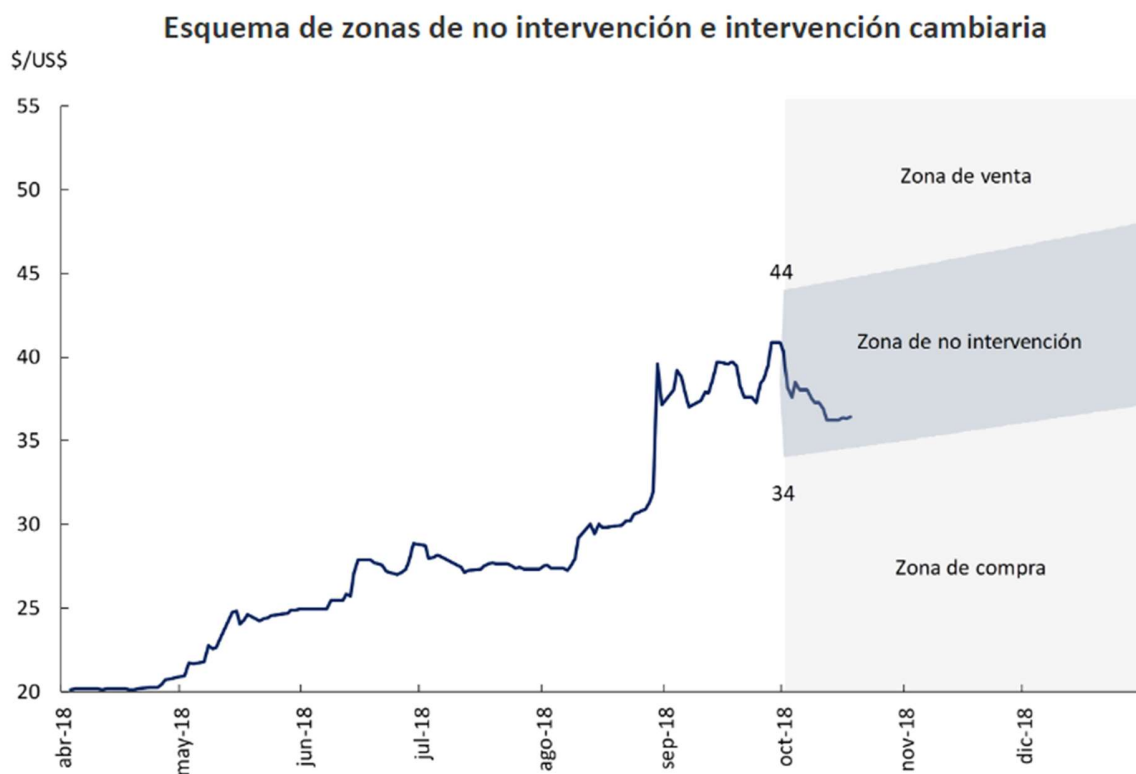


Figura XXXII.
Fuente: BCRA

4.5.5 Segunda revisión del acuerdo:

El día 26 de septiembre de 2018, el FMI, mediante un comunicado de prensa³⁴, y en el marco de la segunda revisión del acuerdo *Stand-BY*, permite el giro de US\$ 7.600 millones adicionales, elevando el total girado a US\$ 28.090 millones. Esta revisión destacó el esfuerzo de Argentina desde la política monetaria, subrayando la estabilización del tipo de cambio e inflación y previendo una recuperación para el segundo trimestre de 2019.

³⁴ Comunicado de prensa N° 18/485. FMI.

4.5.6 Tercera revisión del acuerdo:

El día 5 de abril de 2019, el FMI, mediante un comunicado de prensa³⁵, y en el marco de la tercera revisión del acuerdo *Stand-BY* aprobó el giro de US\$ 10.800 millones adicionales, totalizando US\$ 38.900 millones desde el comienzo de este. Asimismo, señaló que, a pesar de haberse reducido el déficit fiscal y de cuenta corriente, la inflación sigue siendo elevada y difícil de controlar. Por ello subrayó que el gobierno argentino se propone crecimiento cero de la base monetaria hasta fin del año en curso.

Cabe destacar que el Fondo le asignó la responsabilidad del incremento de la inflación a condiciones financieras internacionales menos favorables.

Por su parte destacó que el gobierno argentino redobló sus esfuerzos para disminuir la relación deuda/PBI, garantizando la sostenibilidad de esta, habiendo mejorado su situación fiscal en 2018 y esperando un incremento de sus ingresos fiscales para 2019.

4.5.7 Cuarta revisión del acuerdo:

El día 12 de julio de 2019, el FMI, mediante un comunicado de prensa³⁶, y en el marco de la cuarta revisión del acuerdo *Stand-BY* aprobó el giro de US\$ 5.400 millones adicionales totalizando US\$ 44.100 millones desde junio de 2018.

El Fondo destacó las políticas económicas del país, subrayando el cumplimiento de las metas establecidas, con una mejora de la posición externa y fiscal, en un contexto financiero internacional más estable. Asimismo, señaló que la inflación seguía en niveles elevados, aunque en un sendero descendente y esperaba que continúe así:

³⁵ Comunicado de prensa N° 19/107. FMI.

³⁶ Comunicado de prensa N° 19/268. FMI.

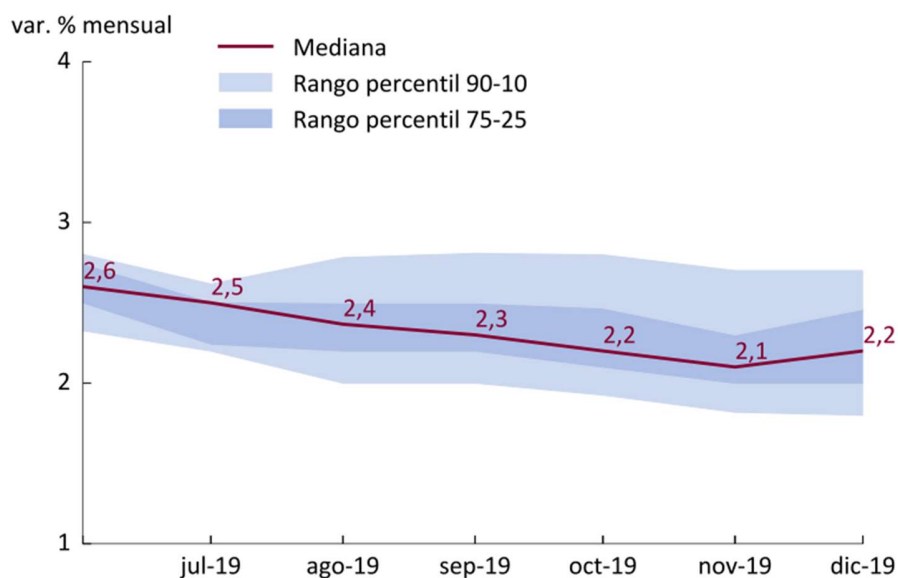


Figura XXXIII.
Fuente REM-BCRA (junio-19)

4.5.8 Última visita del FMI:

Cabe destacar que el día 26 de agosto de 2020, el FMI publicó un comunicado³⁷ donde informaba que el presidente A. Fernández había solicitado un nuevo programa respaldado por el fondo. Esto ocurrió en un contexto donde el COVID-19 profundizó los problemas económicos de la Argentina.

Es por ello que entre el 10 y el 20 de noviembre de 2020, un equipo del FMI visitó la Argentina, para establecer los nuevos lineamientos del FMI, buscando respaldar los planes argentinos para enfrentar una situación económica agravada aún más por el COVID-19³⁸.

³⁷ Comunicado de prensa N° 20/287. FMI.

³⁸ Comunicado de prensa N° 20/95. FMI.

4.6 Proceso de reestructuración.

El día 4 de febrero de 2020, luego de reunirse con el nuevo Ministro de Economía (M. Guzmán), el FMI apoyó las medidas adoptadas por el gobierno, entendiendo el objetivo de A. Fernández de estabilizar la economía, protegiendo a los más vulnerables y garantizando un crecimiento inclusivo y sostenible. Asimismo, anunció una nueva misión de su equipo técnico para la siguiente semana, con el objetivo de profundizar el diálogo en lo que respecta a perspectivas y políticas económicas³⁹.

Esta misión, resaltó que se deterioró significativamente la capacidad argentina para enfrentar los servicios de deuda pública desde la cuarta revisión del acuerdo, donde ya se habían advertido riesgos como la vulnerabilidad de la deuda a la volatilidad del tipo de cambio, las grandes necesidades de financiamiento y los problemas para refinanciar la deuda. Destacó que dichos riesgos se materializaron desde julio de 2019:

Depreciación del peso de más de 40%.

Riesgo país aumentó unos 1100 puntos básicos.

Disminución de Reservas Internacionales por US\$ 20 mil millones aproximadamente.

A fines de 2019 la deuda pública bruta representaba el 90% del PBI (13 puntos por encima de la proyección realizada en la cuarta revisión).

Desde agosto de 2019 se adoptaron medidas para mitigar la fuga de capitales y extender algunos vencimientos de deuda.

El BCRA comenzó a financiar una parte del déficit.

Dadas estas condiciones, el FMI consideró que la deuda argentina no era sostenible, ya que no resultaba económica ni políticamente viable conseguir el superávit primario necesario

³⁹ Comunicado de prensa N° 20/34. FMI

para disminuir las necesidades de financiamiento y reducir la deuda pública. De esta manera, propuso una reestructuración de deuda con el objetivo de restaurar la sostenibilidad de ésta, y se comprometió a colaborar para maximizar la participación de los acreedores privados en una eventual reestructuración⁴⁰.

Es por ello que el día 20 de marzo de 2020 el FMI publicó, a pedido de las autoridades argentinas, una nota técnica, donde cuantificaba el alivio necesario para restaurar la sostenibilidad de la deuda argentina a mediano y largo plazo. En ella destacó que debería ser significativa la colaboración de los acreedores, alentando de esta manera una negociación colaborativa y buscando una alta participación en el proceso de reestructuración⁴¹.

Ese mismo día, el Ministro de economía M. Guzmán, expuso frente a los acreedores los principales puntos de la Ley N° 27.544 “Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública emitida bajo ley extranjera”, que autorizaba al Poder Ejecutivo Nacional a negociar los términos de reestructuración de la deuda pública emitida bajo ley extranjera.

El 16 de abril de 2020, A. Fernández junto a M. Guzmán, presentaron los términos de la primera oferta de canje de deuda que se ofreció a los acreedores. La misma contemplaba una quita de capital del 5,4% (US\$ 3.600 millones), junto a un período de gracia de 3 años, lo que equivalía a una reducción de intereses del 62% (US\$ 37.900 millones). M. Guzmán sostuvo que resultaba fundamental reestablecer la sostenibilidad de la deuda, asumiendo compromisos posibles de cumplir, en un contexto donde el COVID-19 empeoró las condiciones económicas⁴². Esta oferta tenía como fecha de vencimiento el día 8 de mayo de 2020. El día 11

⁴⁰ Comunicado de prensa N° 20/57. FMI.

⁴¹ Comunicado de prensa N° 20/95. FMI.

⁴² Comunicado del Ministerio de Economía, Publicado el jueves 16 de abril de 2020.

de mayo, luego de la negativa de varios fondos, se decidió extender el plazo de vencimiento de la propuesta hasta el día 22 de mayo de 2020⁴³.

El Ministerio de Economía de la Nación, mediante un comunicado⁴⁴, informó sobre reuniones con inversores realizadas desde el 23 al 28 de mayo de 2020, en el marco de la segunda ronda de negociaciones, donde se presentó una nueva oferta para participar de la reestructuración de deuda, con el objetivo de preservar la sostenibilidad de la deuda, y dándole a los acreedores la oportunidad de canjear sus bonos elegibles por nuevos bonos reestructurados (con vto. 2030, 2035, 2038, 2042 y 2046, algunos de ellos con recortes nominales de hasta el 12%). Se estableció como fecha de vencimiento de esta propuesta el día 2 de junio.

El 1 de junio de 2020, y luego de revisar la propuesta de reestructuración de deuda presentada a fines de mayo por el gobierno argentino, el FMI publicó un comunicado técnico⁴⁵, considerando dicha oferta consistente con una alta probabilidad de sostenibilidad de la deuda. Adicionalmente, el fondo destacó que solo existía un margen limitado para mejorar los pagos a los acreedores y al mismo tiempo cumplir con los nuevos niveles de deuda y servicios de deuda estimados.

Ese mismo día se pospuso el vencimiento de la propuesta hasta el día 12 de junio⁴⁶. El día 12 de junio, y luego de debates con inversores, se decidió extender el plazo de vencimiento de la oferta hasta el día 19 de junio⁴⁷, con el objetivo de acercarse a las sugerencias de los

⁴³ Comunicado del Ministerio de Economía, Publicado el lunes 11 de mayo de 2020.

⁴⁴ Comunicado del Ministerio de Economía, Publicado el jueves 28 de mayo de 2020.

⁴⁵ Comunicado de prensa N° 20/228. FMI.

⁴⁶ Comunicado del Ministerio de Economía, Publicado el lunes 01 de junio de 2020.

⁴⁷ Comunicado del Ministerio de Economía, Publicado el viernes 12 de junio de 2020.

inversores, que pretendían mejorar sus cobros, pero siempre preservando el objetivo de sostenibilidad de la deuda.

El día 17 de junio, el Ministerio de Economía informó que recibió propuestas de los principales acreedores, que buscaban mejorar las condiciones ofrecidas por el gobierno argentino en la última ronda de negociaciones mantenidas entre el 8 y el 17 de junio⁴⁸. Es por ello que el 19 de junio se decidió extender el vencimiento de la oferta hasta el día 24 de julio, continuando con los debates con acreedores, con el objetivo de llegar a una reestructuración exitosa⁴⁹.

El 6 de julio se presentó una mejora⁵⁰ de la invitación al canje de deuda ofrecida originalmente el 21 de abril. En ésta, se evidenció la voluntad de Argentina de mejorar las condiciones para alentar la participación de los inversores. Lo más relevante de esta propuesta eran menores reducciones de capital, mejores cupones y vencimientos más cortos, además de la entrega de bonos con vencimiento en 2030, en contraprestación por intereses no pagados correspondientes a los bonos elegibles.

El 17 de agosto de 2020 se anunció una nueva enmienda a la invitación al canje, adelantando las fechas de pago de capital e intereses de los nuevos bonos, ajustes de tipo de cambio, pago de honorarios y gastos de asesores y otras mejoras. Se estableció el 28 de agosto de 2020 como nueva fecha de vencimiento de la oferta⁵¹.

⁴⁸ Comunicado del Ministerio de Economía, Publicado el miércoles 17 de junio de 2020.

⁴⁹ Comunicado del Ministerio de Economía, Publicado el viernes 19 de junio de 2020.

⁵⁰ Comunicado del Ministerio de Economía, Publicado el domingo 05 de julio de 2020.

⁵¹ Comunicado del Ministerio de Economía, Publicado el lunes 17 de agosto de 2020.

En cuanto a la deuda extranjera emitida bajo ley local, se reformuló la oferta, el día 18 de agosto, de acuerdo a lo dispuesto por la Ley 27556, Decreto 676/20 y Resolución 381/20⁵².

El día 31 de agosto se dio por finalizado el proceso de reestructuración de deuda pública externa bajo ley extranjera. Ese día se anunció un nivel de adhesión del 93.55% del monto total de bonos elegibles. Los acreedores aceptaron la propuesta reformulada el día 17 de agosto⁵³.

El 4 de septiembre ocurrió lo mismo con la deuda pública en moneda extranjera emitida bajo ley local. Se anunció una adhesión del 98.8% del monto total⁵⁴.

4.7 Resumen de lo estudiado

Es importante destacar que tanto el déficit fiscal como el déficit en cuenta corriente son un problema recurrente en Argentina, lo que genera una constante necesidad de financiamiento externo. Por su parte, la baja confianza de los inversores dada la frecuencia de crisis cambiarias y de deuda en nuestro país, llevan al mercado a exigir tasas elevadas a los títulos de deuda. El fuerte grado de endeudamiento (mayormente a corto plazo), sumado al no ajuste de las cuentas fiscales y externas, vuelven la deuda externa insostenible, incrementando la vulnerabilidad de Argentina frente a la volatilidad de los mercados internacionales.

La presidencia de Sturzenegger al mando del BCRA planteó un sistema de metas de inflación como salida al proceso inflacionario, haciendo foco principalmente en la política monetaria y la no financiación al Tesoro. No obstante, Sturzenegger admitió que las metas de inflación no se cumplieron dado que el ajuste fiscal del gasto llegó tarde según su criterio,

⁵² Comunicado del Ministerio de Economía, Publicado el martes 18 de agosto de 2020.

⁵³ Comunicado del Ministerio de Economía, Publicado el lunes 31 de agosto de 2020.

⁵⁴ Comunicado del Ministerio de Economía, Publicado el viernes 04 de septiembre de 2020.

calificándolo de gradualista. Los riesgos de ser gradualista en términos fiscales son un incremento de la deuda y un mayor riesgo a enfrentarse a un “*credit event*” (*Sudden stop*).

Esto quedó demostrado durante la última crisis cambiaria, ya que los acreedores vendieron masivamente sus títulos de deuda y se depreció la moneda, obligando al país a recurrir al FMI en busca de financiamiento. El país entró en default y tuvo que reestructurar su deuda.

Asimismo, la participación de fondos especulativos en la reestructuración de deuda argentina del año 2003 ha generado fuertes inconvenientes a nuestro país, con constantes fallos judiciales internacionales en contra, varios intentos de incautación de activos argentinos en el exterior y una grave dificultad para acceder a los mercados internacionales de crédito.

Capítulo 5: Conclusiones

5.1 Conclusiones generales:

Los objetivos, tal como fueron definidos, eran estudiar los efectos de una liberalización de los flujos de capitales en países emergentes, describiendo las crisis de deuda de Tailandia y México de la década de los 90' y realizando un análisis en perspectiva de la última crisis de deuda argentina, explicando sus orígenes y analizando la última reestructuración de deuda.

Tal como se ha visto en el Capítulo 3, los *Sudden Stops* efectivamente han sido el denominador común en la crisis de México y de Tailandia (que se expandió al resto de los países asiáticos) de la década de los 90'. Como se estudió anteriormente, los sudden stops se producen en economías con libre movilidad de capitales, con alto nivel de endeudamiento. Ambos países financiaron sus déficits fiscales y de cuenta corriente mediante endeudamiento de corta duración en moneda extranjera. Los inversores se retiraron rápidamente de sus posiciones en títulos de deuda, derrumbando sus cotizaciones y obligando a dichos países a depreciar su moneda, con graves consecuencia en sus economías: crisis de deuda, suba de la tasa de interés, rescates del FMI y crisis del sector bancario. Sus crisis fueron de tal magnitud, que se expandieron afectando a otros países emergentes y a los mercados bursátiles a nivel mundial. Es por ello que la liberalización de la cuenta financiera en países emergentes es peligrosa, ya que estos pueden abusar de la disponibilidad de fondos para financiar sus déficits, generándose problemas a la hora de pagar la deuda, sobre todo si ésta fue emitida a corto plazo.

Como se explicó en el Capítulo 4, Argentina no ha logrado controlar sus déficits, financiándolos constantemente con el ingreso de flujos financieros que al retirarse generaron fuertes depreciaciones de su moneda, inflación, suba de tasas y problemas para refinanciar la deuda. Argentina firmó un acuerdo con el FMI en un contexto de presión sobre el tipo de

cambio, un incremento de las tasas de interés exigida por los acreedores y problemas para refinanciar la deuda. Todas estas dificultades fueron generadas por un fuerte nivel de endeudamiento y desórdenes en las cuentas fiscales y externas, problemas que parecen ser estructurales. El Fondo ha sido la única opción para obtener financiamiento. Sus recomendaciones parecen no haber ayudado a sortear los problemas macroeconómicos de la Argentina, que sigue sin acceso a los mercados internacionales de crédito, habiendo reestructurado su deuda soberana, con restricciones cambiarias y sin poder revertir sus déficits fiscales y de cuenta corriente. Los desembolsos del Fondo solo han ayudado a reforzar el presupuesto nacional y sostener parcialmente la disparada del tipo de cambio, amortiguando los efectos de una crisis que parece no acabar. Asimismo, el conflicto con los fondos especulativos ha llevado muchos años de discusión y ha dificultado varias colocaciones de deuda.

La hipótesis planteada al inicio de esta tesis afirmaba que la liberalización de los flujos de capitales ha sido el común denominador en las crisis de deuda de Tailandia y México en la década de los 90', y representa un riesgo para Argentina. De acuerdo a la revisión de la bibliografía realizada a lo largo de este trabajo, se acepta la hipótesis. Tal como se observa, la apertura de la cuenta capital fue un denominador común en las crisis de los países emergentes estudiados. No obstante, existen otras razones como desequilibrios en las cuentas públicas, constante déficits fiscales, estructura de financiamiento con concentración de vencimientos a corto plazo, mala reputación del país y elevados niveles de deuda, que pueden amplificar los efectos de una crisis de deuda, además de la casuística de cada país. La frágil situación macroeconómica de Argentina, dados estos efectos amplificadores, coloca al país en una situación de vulnerabilidad a la libre movilidad de capitales.

Le efectividad de los controles de capitales es difícil de medir. No obstante, muchos economistas coinciden en que deben ser prudentiales, utilizándose antes de una crisis

financiera y combinados con política monetaria. Este tipo de controles, podrían aliviar la perspectiva argentina.

5.2 Reconocimiento de limitaciones:

Si bien se abordó una gran cantidad de temas, muchos con un mayor grado de profundidad que otros, este trabajo de investigación no profundizó algunos conceptos que podrían haber aportado otras aristas al análisis. Entre ellos, se considera que los siguientes temas podrían haber aportado información relevante, sobre todo al analizar el caso argentino:

Análisis comparativo de mercados emergentes, estudiando variables macroeconómicas como PBI, cuentas fiscales y externas, inflación, nivel de endeudamiento, nivel de apertura financiera, etc.

Estudio en profundidad de los efectos amplificadores de las crisis, analizando la evolución de las productividades relativas y la relación entre bienes transables y no transables.

Estudio del posible retraso del tipo de cambio en Argentina, sus implicaciones políticas/electorales y la sustituibilidad de monedas. Indagación sobre la dolarización parcial de la economía argentina, y como ello hace que la política monetaria resulte más compleja.

Por último, hubiese sido interesante analizar el bajo grado de institucionalidad en Argentina, y como la discrecionalidad en la aplicación de políticas económicas puede afectar a la macroeconomía.

5.4 Futuros lineamientos de investigación:

La presente investigación puede ser un punto de partida para estudiar la sostenibilidad de deuda, equilibrio fiscal y externo en Argentina, y para avanzar en la creación de marcos regulatorios que limiten la participación de fondos especulativos en la deuda soberana.

La vulnerabilidad de las economías emergentes ante el ingreso de flujos financieros nos lleva a plantear la necesidad de desarrollar modelos eficientes de sostenibilidad de la deuda, para disminuir la vulnerabilidad frente a shocks externos.

El déficit fiscal y de cuenta corriente en Argentina representan un grave problema, por lo que resultaría conveniente analizar en profundidad sus orígenes para intentar alcanzar el equilibrio y no precisar de niveles elevados de financiamiento.

Los especuladores financieros han dificultado las reestructuraciones de deuda de Argentina, por lo que parece necesaria la creación e implementación de un marco regulatorio que limite su participación en la deuda pública. Dicho marco regulatorio debería restringir tanto la participación en emisiones como en el mercado secundario, sobre todo cuando el mercado espera un default, con precios de los títulos muy bajos, lo que representa un rendimiento atractivo para fondos que apuestan a la resolución de conflictos en tribunales internacionales.

Bibliografía

Libros:

Braun M. y Llach L. (2010). Macroeconomía Argentina. 2ª ed. Buenos Aires: Ed. Alfaomega.

Dumrauf G. (2014). Análisis cuantitativo de bonos. 1ª ed. Buenos Aires: Ed. Alfaomega.

Filc G. (2008). Las políticas fiscales en la Argentina: un complejo camino hacia la equidad y la eficiencia. 1ª ed. Capital Federal: Fundación CIPPEC.

Disponible en: <https://www.cippec.org/wp-content/uploads/2017/03/2237.pdf>

Gelos G. y Werner A. (2014). Gestionando la volatilidad económica en América Latina, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Hobsbawm E. (2009). La era del imperio 1875-1914. Buenos Aires: Ed. Planeta.

Disponible en: <http://ceiphistorica.com/wp-content/uploads/2016/02/Eric-J.-Hobsbawm-La-Era-del-Imperio-1875-1914.pdf>

Krugman, P et al. (2016). Economía Internacional: Teoría y Política. 10ª ed. Madrid: Ed. Pearson.

Narodowski P. y Remes Lenicov M. (2012). Geografía Económica Mundial. Buenos Aires: Ed. UNM.

Steinberg F. (2006). La economía política del proteccionismo. Madrid: Universidad Autónoma de Madrid, Facultad de ciencias económicas y empresariales.

Disponible en:

https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/4527/30306_80_02.pdf?sequence=1

Tondini B. y Bianchi S. (2011). Los Orígenes de los Organismos Multilaterales de Crédito, la creación del FMI, las conferencias de Bretton Woods y la participación de Argentina en el concierto económico mundial. Buenos Aires: Centro Argentino de Estudios Internacionales.

Vanoli A. (2017). Patria o dólar: Banco Central, corporaciones y especulación financiera, Buenos Aires: Ed. Colihue.

Wolf M. (2014). The Shifts and the Socks. Nueva York: Ed. Penguin press.

Papers y documentos académicos:

Bakardzhieva D. et al. (2010). The Impact of Capital and Foreign Exchange Flows on the Competitiveness of Developing Countries. IMF. WP/10/154

Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Impact-of-Capital-and-Foreign-Exchange-Flowson-the-Competitiveness-of-Developing-23932>

Banco central de Europa (2011). Portfolio Flows to Emerging Market Economies: Determinants and Domestic Impact. Financial Stability Review.

Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/art/ecb.fsrart201106_01.en.pdf

Bulacio J. y Ferullo H. (2001). El déficit fiscal en Argentina y sus consecuencias macroeconómicas. Universidad Nacional de Tucumán. Argentina.

Disponible en: https://aaep.org.ar/anales/pdf_01/bulacio_ferullo.pdf

Calvo G. (2001) Economic Policy in Stormy Waters: Financial Vulnerability in Emerging Economies. Journal of Applied Economics, 4:1, 1-25.

Disponible en: <https://doi.org/10.1080/15140326.2001.12040556>

Crespo A. (2016). La crisis mejicana del 94: Efecto Tequila. Informe mensual de estrategia octubre 2016. Banca March.

Disponible en: <https://www.bancamarch.es/recursos/doc/bancamarch/20160107/2016/informe-mensual-octubre-2016-historia.pdf>

De Gregorio J. et al. (2000). Controls on capital inflows: do they work? Journal of Development Economics. Vol 63.

Disponible en: https://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/degregorio_edwards_valdes.pdf

Duce M. (2003). Definitions of Foreign Direct Investment (FDI): a methodological note. Banco de España.

Disponible en: <https://www.bis.org/publ/cqfs22bde3.pdf>

Demirgüç-Kunt A. y Detragiache E. (1998). Financial Liberalization and Financial Fragility. W.P. 98/83. International Monetary Fund.

Disponibile en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9883.pdf>

Espert J.L. y Arranz J. (1992). Deuda Externa, Plan Brady y Privatizaciones en Argentina. Carta Económica. Buenos Aires, Argentina.

Disponibile en: <https://espert.com.ar/subidas/2017/05/paper13.pdf>

Farhi E. y Werning I. (2013). Dilemma not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows.

Disponibile en:

https://scholar.harvard.edu/files/farhi/files/dilemma_not_trilemma_submission_updated.pdf

Gambina C. (2003). Sobre la deuda externa pública de la Argentina. Comité para la abolición de deudas ilegítimas.

Disponibile en: <http://www.cadtm.org/IMG/pdf/gambina.pdf>

Glick R. y Hutchison M. (2011). Currency Crises. Federal Reserve Bank of San Francisco. Working Paper 2011-22.

Disponibile en: <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp11-22bk.pdf>

Internacional Monetary Fund (2018). 2018 AREAER: Compilation Guide.

Disponibile en:

https://www.elibrary-areaer.imf.org/Documents/Compilation%20Guide/CompilationGuide_2018.pdf

Kamenis D. (2014). Vulture Funds and the Sovereign Debt Market: Lessons from Argentina and Greece. International Finance and Economics Master's Candidate, Fletcher School of Law and Diplomacy, Tufts University. Research Paper N° 13/2014.

Disponibile en:

http://bibliotheque.pssfp.net/livres/VULTURE_FUNDS_AND_THE_SOVEREIGN_DEBT_MARKET1.pdf

Kawai M. et Al. (2001). Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons. World Bank Policy Research Working Paper N° 2.610.

Disponibile en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3044146

Korinek A. (2011). The New Economics of Prudential Capital Controls: A Research Agenda. IMF Economic Review Vol. 59, N° 3.

Disponibile en: <https://core.ac.uk/download/pdf/191961618.pdf>

Kose M. et. Al. (2009). Financial Globalization: A Reappraisal. Washington, D.C.: International Monetary Fund, Paper N° 56.

Disponibile en: <http://prasad.dyson.cornell.edu/doc/research/imfsp200836a.pdf>

Laeven L. y Valencia F. (2013) Systemic Banking Crises Database. IMF Econ Rev 61, 225–270.

Disponibile en:

<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Systemic-Banking-Crises-Database-An-Update-26015>

Lartey K. K. (2008). Capital Inflows, Dutch Disease Effects, and Monetary Policy in a Small Open Economy. Review of International Economics.

Disponibile en:

<https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.843.7970&rep=rep1&type=pdf>

Le Fort G. y Lehmann S. (2000). El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica. Central Bank of Chile. Working Paper N° 64.

Disponibile en: <https://si2.bcentral.cl/public/pdf/documentos-trabajo/pdf/dtbc64.pdf>

Magud N. et. Al. (2011). Capital controls: Myth and reality – A portfolio balance approach. National Bureau of Economic Research. Working Paper 16805

Disponibile en: <https://www.nber.org/papers/w16805.pdf>

Panizza U. et Al (2009). The Economics and Law of Sovereign Debt and Default. Journal of Economic Literature. 47:3, 651–69

Disponibile en:

https://people.ucsc.edu/~hutch/Econ241a/Articles/Panizza_Econ%26Law_SoverignDebt_JEL2009.pdf

Pescatori A. y Amadou N. R. Sy. (2004). International Monetary Fund. WP/04/44.

Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0444.pdf>

Prasad E. et. Al. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Disponible en: <https://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>

Prasad E. y Wei S. (2005) The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations. WP/05/79. International Monetary Fund.

Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Chinese-Approach-to-Capital-Inflows-Patterns-and-Possible-Explanations-18138>

Reinhart C. y Rogoff K. (2010). Growth in a Time of Debt. NBER Working Paper No. 15639.

Disponible en: <https://www.nber.org/papers/w15639.pdf>

Report of the Working Group on Capital Flows (2000). Meeting of the Financial Stability Forum.

Disponible en: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0004.pdf?page_moved=1

Sachs J. (1984). Theoretical Issues in International Borrowing. Princeton Essays in International Finance No. 54.

Disponible en: <https://ies.princeton.edu/pdf/S54.pdf>

Schmitt-Grohe S. y Uribe M. (2012). Prudential Policy for Peggars. National Bureau of Economics Research. Working Paper 18031.

Disponible en: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w18031/w18031.pdf

Sturzenegger F. (2019). Macri's Macro: The Meandering Road to Stability and Growth. BPEA Conference Drafts, September 5–6, 2019.

Disponible en:

https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/09/Sturzenegger_conference-draft.pdf

Valdés-Prieto, S. y Soto, M. (1998). The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile. *Empirica* 25, 133–164

Disponible en: <https://doi.org/10.1023/A:100699220802>

Páginas web:

Banco Central de la República Argentina.

Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar>

CaixaBank (2018). El efecto mariposa y la economía tras la I Guerra Mundial.

Disponible en: <https://blog.caixabank.es/blogcaixabank/2018/12/el-efecto-mariposa-y-la-economia-tras-la-guerra-mundial.html>

Diario El Economista.

Disponible en: <https://eleconomista.com.ar/2018-05-iniciar-conversaciones-fmi/>

Fondo Monetario Internacional.

Disponible en: <https://www.imf.org/es>

INDEC (2019) Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. Buenos Aires, Argentina.

Disponible en: https://www.indec.gob.ar/uploads/informesdeprensa/bal_09_19BAE8FB4C93.pdf

Invecq Consulting S.A. (2018). Un desequilibrio creciente.

Disponible en: <https://www.invecq.com/contenidos/economia/un-desequilibrio-creciente>

Ministerio de Hacienda de la Nación.

Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar>

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

Disponible en: <https://www.oecd.org/>

Rava Bursatil S.A.

Disponible en: <https://www.rava.com>

Secretaría de Finanzas

Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas>

S&P Global.

Disponible en: <https://www.spglobal.com>

S&P Rating Services.

Disponible en: <https://www.standardandpoors.com/es>

Legislación:

Ley 24.144. Banco Central de la República Argentina. Carta Orgánica. Buenos Aires. 23/09/1992.

Ley 21.526. Ley de Entidades Financieras. Buenos Aires. 14/02/1977.

Disponibles en: <http://servicios.infoleg.gob.ar/>

Resolución General AFIP N° 4227/2018.

Disponible en: <http://biblioteca.afip.gob.ar/>

ANEXO I: Conceptos introductorios

Política fiscal:

Braun y Llach (2010) revelan cómo se financia el estado para su funcionamiento. El estado incurre en gastos, que deben ser financiados con ingresos, que se obtienen mediante el cobro de impuestos. Los gastos del gobierno se clasifican de la siguiente manera:

1. Gastos corrientes:
 - a. Consumo público (Cg): Compra de bienes y servicios, como son los salarios públicos o la compra de insumos.
 - b. Inversión pública (Ig): Destinada al incremento del stock de capital de la economía, como por ejemplo gastos en infraestructura.
 - c. Transferencias (TRANSF): Jubilaciones y planes sociales entre otros. Son pagos realizados a los hogares, y que no representan la transferencia de bienes ni servicios.
2. Gastos de capital:
 - a. Servicios de deuda (rD): Corresponde al pago de intereses por su deuda contraída.

Por el lado del financiamiento, los impuestos se clasifican en 3:

1. A los ingresos: Tanto a personas físicas como a personas jurídicas, por sus ganancias.
2. A las transacciones: A la producción y venta de bienes.
3. Al patrimonio: Sobre la tenencia de activos

El resultado entre los ingresos por impuestos (T) y el gasto del estado (G) es el resultado fiscal (RF):

$$RF = T - G$$

Y dado que el gasto está compuesto por distintos conceptos, podemos decir que:

$$\Delta A = -\Delta D = RF = T - (C_g + I_g + \text{TRANSFER} + rD)$$

Donde ΔA representa la variación de la tenencia de activos del estado y $-\Delta D$ corresponde a la variación de la deuda pública.

Es por ello que, en casos de déficit, el estado debe financiarlo mediante un incremento de su deuda o mediante la reducción en su tenencia de activos:

1. Endeudamiento mediante la emisión de títulos de deuda o con organismos internacionales.
2. Emisión monetaria, lo que implica un aumento de la oferta monetaria.
3. Venta de reservas del Banco Central, sin efecto en el mercado monetario.
4. Venta de activos reales.

El problema de déficits fiscales constantes es que puede incrementar la deuda, que si crece más rápido que la capacidad de repago puede generarse una cesación de pagos. Tanto la cesación de pagos como el temor sobre la capacidad de pago de un país, redundan en un incremento de las tasas de interés exigidas por sus títulos de deuda, un incremento del riesgo país y una retracción tanto del consumo como de la inversión.

Asimismo, si se financia el déficit fiscal con emisión monetaria, puede desencadenarse un proceso inflacionario. Adicionalmente, se generará cierta expectativa devaluatoria, pudiendo generarse tanto ataques especulativos a la moneda como fuga de capitales, lo que puede derivar en una crisis de balanza de pagos.

Si el Banco Central sostiene el déficit fiscal con venta de reservas, deberá contar con las reservas suficientes para sostener ataques especulativos en un sistema de tipo de cambio fijo. En el caso de economías con tipo de cambio flexible, aumentará la expectativa de

depreciación de la moneda, ya que ante una caída de reservas el Banco Central solo tendrá la capacidad para sostener un tipo de cambio más elevado, lo que redundará en una depreciación.

Braun y Llach (2010) explican que dado que la demanda agregada resulta de la suma del consumo (C), la inversión (I), el gasto público y las exportaciones netas (X – M),

$$Y = DA = C + I + G + (X - M)$$

y el ingreso disponible (Yd) es la suma del consumo, el ahorro (S) y los impuestos (T),

$$Yd = C + S + T$$

Si igualamos,

$$Y = Yd, \text{ entonces}$$

$$C + I + G + (X - M) = C + S + T, \text{ por lo tanto}$$

$$(G - T) + (I - S) + (X - M),$$

Siendo (G-T) el déficit del sector público, y (I - S) el déficit privado

Si no mejora el balance del sector privado, un déficit fiscal debe ser compensado por deterioros en la cuenta corriente.

Balanza de pagos:

Braun y Llach (2010) explican que la balanza de pagos (BP) registra todas las operaciones entre residentes y no residentes que representa el ingreso de divisas (con signo positivo) como salida de estas (signo negativo). Es el resultado neto de los ingresos y egresos de divisas del país. La balanza de pagos está formada por la cuenta corriente y por la cuenta capital:

$$BP = CC + CK$$

Cabe destacar que, con el supuesto de que el Banco Central no acumula ni gasta reservas, la balanza de pagos debe dar cero. Esto implica que un déficit de cuenta corriente debe ser financiado por un superávit en cuenta corriente, y viceversa.

También existe la posibilidad de que la balanza comercial no de cero y esto genere una variación en las reservas del Banco Central (dR). En este caso, el Banco Central puede acumular reservas en caso de un balance de pagos superavitario o disminuir sus reservas para sostener un déficit de la balanza de pagos. Es por ello que:

$$dR = BP = CC + CK$$

Esta variación de reservas representa la única acumulación de capital que no está contabilizada en la cuenta capital.

Cuenta corriente:

La cuenta corriente es la que registra los pagos entre residentes y no residentes que no están destinados directamente a comprar activos. Los activos son objetos tanto reales (un campo, una fábrica) como financieros (bonos, acciones) que generarán un futuro flujo de fondos. La balanza comercial (BC) se compone de las importaciones y exportaciones de bienes y servicios y es uno de los determinantes de la cuenta corriente.

Por otro lado, tanto los pagos que reciben los residentes por inversiones en el exterior (como por ejemplo intereses por depósitos en otro país) como los no residentes por sus inversiones en este país (por ejemplo, los intereses de la deuda pública). Adicionalmente, hay que considerar los dividendos que cobran los residentes por sus inversiones en el exterior como también los que se pagan en el país a no residentes. La suma neta de los intereses y los dividendos (los intereses y dividendos que ingresan al país menos los que salen del mismo) se denomina pagos netos a factores en el exterior (PNF).

La balanza comercial sumada a los pagos netos a factores en el exterior son los dos principales componentes de la cuenta corriente

Por último, y de menor relevancia, se deben sumar las transferencias corrientes netas (TCN) (remesas de inmigrantes y donaciones)

Entonces:

$$CC = BC + PNF + TCN$$

Cualquiera de los factores puede ser positivo o negativo, como también la suma de los tres. El resultado neto de la cuenta corriente nos dice si están ingresando divisas (positivo) o saliendo divisas (negativo) por transacciones corrientes.

Cuenta capital:

La cuenta capital registra todas las operaciones entre residentes y no residentes correspondientes a la compra de activos. Estas operaciones suelen llamarse movimientos de capital.

Dependiendo del tipo de activo, podemos clasificar los movimientos de capital.

Si el negocio es real, nos encontramos frente a un movimiento que corresponde a inversión extranjera directa (compras de empresas o partes de empresas o instalación de estas). Es importante destacar que el término "inversión extranjera" no se refiere únicamente a la adición de stock de capital. Por ejemplo, si una empresa nacional es comprada por una empresa extranjera, nos encontramos ante un movimiento que no genera variaciones en el stock de capital del país, y de igual manera debe ser registrada como IED.

Otro movimiento de capital es el de carácter financiero. Las operaciones con bonos públicos o privados, los depósitos, la compra o venta de acciones y los préstamos a particulares o empresas corresponden a movimientos de capital financiero. Adicionalmente,

dentro de los préstamos debemos incluir los créditos comerciales. Dichas operaciones pueden generar ingreso o egresos de divisas, dependiendo de la dirección de estas.

Por último, existe un movimiento de capital que corresponde al atesoramiento de divisas del sector privado de un país. A causa de que ese dinero no puede ser utilizado por quien está enviando divisas al exterior, el atesoramiento se considera similar a un depósito en un banco extranjero, por lo que su efecto económico es similar: el sector privado aumenta su nivel de activos externos.

Deuda externa:

De acuerdo con el INDEC (2019), la deuda externa está formada por los pasivos externos (capital e intereses) que deben abonarse en el futuro, que son la contrapartida de créditos otorgados por el resto del mundo a la economía residente.

Desde el punto de vista fiscal, un déficit puede financiarse con la emisión de deuda. Asimismo, un déficit fiscal puede generar deterioros en la cuenta corriente, lo que también redundaría en un incremento de la necesidad de financiamiento externo. Por otra parte, a mayor déficit, se estima mayor riesgo, por lo que se exigirán tasas más elevadas.

Visto desde la perspectiva de la balanza de pagos, un fuerte desequilibrio de las cuentas externas puede provocar dificultades para financiarse, incrementándose las tasas exigidas por los acreedores, dada la dificultad del país de generar divisas para cancelar sus compromisos.

Braun y Llach (2010) explican que entre más endeudado esté un país, y más rápido crezca su endeudamiento, será más difícil acceder a los mercados internacionales de crédito, que exigirán una mayor tasa de interés para compensar el riesgo que conlleva financiar a un país con dudosa capacidad de pago.

Prasad y Wei (2005) explica que existen muchos riesgos por endeudarse excesivamente:

1. Gasto ineficiente por parte del estado.
2. Incremento de la vulnerabilidad a shocks externos y a decisiones de los inversores.
3. Inversores internacionales pueden desestabilizar mercados emergentes para verse beneficiados, con maniobras poco transparentes.

La corrupción puede afectar de manera negativa la composición de los ingresos de capitales, incrementando el riesgo de ataques especulativos.

Bonos:

¿Qué es un bono?:

Dumrauf (2014) expone que, a la hora de financiarse, los gobiernos acuden a la emisión de títulos de deuda, que son comprados por inversores privados e institucionales. Acceden al mercado de capitales ya que un solo prestamista no podría asumir el riesgo de ser la única contraparte. Un bono es un instrumento de renta fija que le da el derecho a un inversor de cobrar capital e intereses a lo largo de los años.

Un bono tiene algunas características que lo distinguen de otros préstamos. Suelen tener mayor duración que los préstamos bancarios. A su vez, las condiciones de la deuda son establecidas por el emisor, que no individualiza al acreedor, ya que este va cambiando a medida que se negocian los bonos en el mercado secundario.

Las condiciones de emisión de un bono están redactadas en el prospecto de emisión. Este contiene toda la información relevante del título: fechas de pago de amortización e

intereses, legislación, tipo de bono, tipo de garantía, moneda de emisión, monto emitido, metodología de cálculo de los intereses, etc.

El precio:

El precio de un bono (P) es la sumatoria del flujo de caja futuro (CF) descontado a una tasa de interés k:

$$P = \frac{CF}{(1+k)^1} + \frac{CF}{(1+k)^2} + \frac{CF}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF}{(1+k)^n}$$

El precio del bono es el dinero que el inversor entrega hoy a cambio de un flujo de fondos en el futuro.

La TIR:

La Tasa implícita de retorno (TIR) o “*Yield to Maturity*” (YTM) corresponde a la tasa (k) que iguala el flujo futuro de fondos descontados con el precio del bono. Por lo tanto, se interpreta como la tasa exigida por los inversores para comprar el título. A mayor TIR exigida, menor precio del bono y viceversa.

La tasa de interés del cupón:

La tasa de interés del cupón o “*Coupon Yield*” (CY) corresponde a los intereses que pagará el bono periódicamente. Esta tasa está definida en el prospecto de emisión y corresponde a una TNA, aunque generalmente sea abonada semestral o trimestralmente.

La *duration*:

La *duration* (D) mide la vida promedio de un bono, considerando tanto sus cupones de interés como los pagos de capital, ponderando los mismos con respecto al precio del bono.

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{tC}{(1 + TIR)^t}}{P}$$

Donde (C) es el flujo de caja del bono.

Cabe destacar que, más allá de ser una medida de tiempo, la *duration* suele ser utilizada para medir el grado de sensibilidad del precio del bono a cambios en la TIR exigida.

El valor facial:

El valor facial o nominal de un bono corresponde a la cantidad de dinero que debe devolver el emisor de un título al tenedor de éste en la fecha de vencimiento, sin importar el precio que haya pagado por el bono. Si el título paga capital periódicamente antes de la fecha de vencimiento, el valor residual corresponderá al capital adeudado por el emisor.

Mercados de negociación:

Dumrauf (2014) explica el proceso de negociación de estos:

Mercado primario: En primer lugar, el gobierno vende los bonos. Lo hace a través de un agente colocador (agente de bolsa o banco) y de esta manera llega a los inversores. Estos pueden ser tanto privados como institucionales. De esta manera el emisor consigue financiarse a cambio de la entrega de sus bonos o títulos de deuda.

Mercado secundario: Cuando los bonos cotizan en el mercado abierto o bolsa, los inversores pueden desprenderse de estos. De esta manera los títulos van cambiando de tenedores.

Calificadoras de riesgo:

Las calificadoras de riesgo son organismos que determinan el nivel de probabilidad de que se paguen las obligaciones financieras en tiempo y forma. De acuerdo con Standard & Poor's (S&P), esta información puede ayudar a ganar conocimiento para acceder a nuevos

mercados, mejorando la transparencia y sirviendo como referencia universal, determinando el riesgo crediticio de cada obligación financiera. No se garantiza una medida absoluta, pero le puede brindar información crucial a los mercados para la toma de decisiones. Las posibles calificaciones van desde “AAA”, donde se supone la perfecta capacidad de pago del emisor hasta “D”, donde se considera una inversión de grado especulativo ya que el emisor no cumpliría con sus obligaciones financieras.

Para analizar una emisión, las calificadoras evalúan el prospecto de la deuda, teniendo en cuenta las condiciones de emisión y su estructura legal. Asimismo, se estudia la *seniority* (prioridad) de la emisión por sobre otras emisiones y las condiciones de repago en caso de incumplimiento. Por último, se analizan las garantías que posee la emisión, como pueden ser seguros, cartas de crédito o garantías con colaterales.

Las calificadoras pueden ayudar a todos los participantes de una emisión de deuda:

En primer lugar, al emisor (gobiernos o empresas) a financiarse en el mercado de capitales, mediante la emisión de instrumentos de deuda. Con una buena calificación, el emisor puede acceder a una mayor cantidad de inversores. Entre mayor sea la calificación crediticia, menor será la tasa de interés que exigirán los inversores. Es por ello que la calificación de riesgo puede ayudar a prever que tasa exigirá el mercado en sus próximas emisiones de títulos de deuda.

En segundo lugar, los intermediarios financieros. Estos son necesarios para conectar a los emisores con los inversores. Estos pueden utilizar las calificaciones de riesgo para comparar distintas emisiones de deuda, y también para la correcta estructuración de nuevas emisiones de deuda (para determinar el precio inicial y ayudar a establecer la tasa de interés que esta pagará). Los bancos de inversión también suelen formar parte del proceso de estructuración de instrumentos de deuda.

Adicionalmente, brindan información a los inversores sobre el riesgo crediticio que estarían asumiendo al invertir en los distintos instrumentos de deuda, dándoles la posibilidad de comparar distintas emisiones. Esta información es sumamente útil a la hora de tomar una decisión financiera y para administrar sus carteras, adecuando su elección de acuerdo con su tolerancia al riesgo. Cabe destacar que la calificación es una opinión de la calificadora, que deberá complementar los propios análisis de riesgo realizados por los inversores. Muchos inversores institucionales como bancos o fondos de pensión están limitados legalmente a invertir solo en títulos de deuda bien calificados.

Por último, pueden ser útiles a entidades financieras o empresas, que realizan periódicamente transacciones con otras organizaciones, para evaluar el riesgo de contraparte. Esta información puede ser fundamental a la hora de establecer relaciones entre entidades mediante obligaciones financieras.

Entre las calificadoras de riesgo más importantes a nivel global podemos encontrar a Fitch, Moody's y S&P.

De acuerdo con la regulación de la Comisión Nacional de Valores, las calificadoras de riesgo deben estar registradas ante este organismo para desarrollar su actividad, pudiendo ser las mismas tanto calificadoras privadas como universidades públicas.

Inversión Extranjera Directa (IED)

El Fondo Monetario Internacional, en su glosario de Inversión Extranjera Directa, la define como una inversión realizada por el residente de un país, en el extranjero, con el objetivo de obtener ganancias en una empresa. Si el residente posee el 10% de las acciones ordinarias de una empresa en el extranjero o el equivalente si no cotiza en bolsa, debe ser considerado IED para el armado de la balanza de pagos.

Por su parte, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) describe a la IED como una pieza fundamental para el desarrollo de economías abiertas. Asimismo, destaca que es necesaria la creación de un entorno atractivo para los inversores. La IED puede beneficiar a países en vía de desarrollo. Algunos de los beneficios se enumeran a continuación:

1. Desarrollo tecnológico.
2. Asistencia a la formación de capital humano.
3. Integración al comercio internacional.
4. Creación de un entorno empresarial más competitivo.
5. Mejora el desarrollo de las empresas.

Todos estos beneficios contribuyen al desarrollo económico, sobre todo en países en vía de desarrollo.

Fondo Monetario Internacional (FMI):

Objetivos:

El Fondo Monetario Internacional es un organismo que fue fundado por las Naciones Unidas en la conferencia de Bretton Woods en 1944. Se creó buscando la cooperación económica para evitar las crisis cambiarias como las que provocaron la Gran Depresión. Está formado por 189 países. Tiene los siguientes objetivos:

1. Cooperación monetaria internacional.
2. Expansión y crecimiento del comercio internacional.
3. Estabilidad cambiaria.
4. Establecer un sistema multilateral de pagos.
5. Ayudar a los países que tengan problemas con su balanza de pagos.

Para ello, el FMI realiza tareas de supervisión con el objetivo de sostener la estabilidad y evitar crisis del sistema monetario internacional. De esta manera, revisa la situación macroeconómica de los países miembros, promoviendo la aplicación de políticas que reduzcan la vulnerabilidad de los países, fomentando la estabilidad económica y buscando mejorar la calidad de vida. Se financia mediante aportes de sus países miembros, para otorgar asistencia financiera a países con problemas en su balanza de pagos.

La mayoría de los desembolsos del FMI se realizan de manera escalonada, supeditados al cumplimiento de las medidas políticas acordadas.

Supervisión:

Para recibir asistencia, un país debe comprometerse a ajustar su política económica para solucionar la situación que lo llevó a solicitar este financiamiento, mediante un programa económico respaldado por el FMI. Este plan debe constar de políticas estructurales y macroeconómicas, cuyo cumplimiento debe ser constatado por las supervisiones del fondo.

El principal objetivo de dichas supervisiones es constatar el cumplimiento del plan económico, tanto para superar los desbalances por los que se solicitó asistencia como para proteger los recursos del fondo.

De esta manera, el FMI realiza evaluaciones periódicas para constatar el cumplimiento de dicho acuerdo. Para la aprobación del programa o la evaluación de cumplimiento de este, el FMI evalúa las acciones tomadas por el país, estableciéndose metas indicativas, teniendo en cuenta tanto criterios de ejecución estructurales (no cuantificables) como criterios cuantitativos (condiciones macroeconómicas cuantificables: reservas internacionales, agregados monetarios, saldos fiscales, etc.).

Acuerdos *Stand-By*:

Con el objetivo de afrontar crisis de balanza de pagos de países de bajo ingreso, el FMI cuenta con una línea de crédito (derecho de giro o *stand-by*) con condiciones más flexibles y mejor capacidad de respuesta a las repentinas necesidades de financiamiento de los países, con una rápida disponibilidad de los fondos. Esta línea de financiamiento puede ser solicitada de acuerdo con las necesidades de los países, pudiéndose acceder a montos por encima de los normales o con desembolsos iniciales mayores. Adicionalmente, se puede solicitar con carácter precautorio, sin la necesidad de utilizarlos, pero con la ventaja de la disponibilidad de los fondos en caso de necesitarlos.