

El régimen de metas de inflación en un contexto de inestabilidad financiera: análisis de la experiencia reciente del régimen en Argentina desde un enfoque minskiano

Miguel Andino Plechuk

Primer Premio / Categoría Estudiantes Universitarios

13° Premio de Investigación Económica

"Dr. Raúl Prebisch" 2021



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

“El régimen de metas de inflación en un contexto de inestabilidad financiera: análisis de la experiencia reciente del régimen en Argentina desde un enfoque minskiano”

Resumen

Los episodios de crisis financieras se replicaron luego del abandono del sistema de Bretton Woods y acompañaron el desarrollo de un contexto internacional en el cual los flujos de capital se volvieron determinantes del desempeño de las economías soberanas y con mayor relevancia aún en el espectro de las economías en desarrollo que presentan estructuras productivas desequilibradas. En adición a lo antes expuesto, se puede inferir que una adecuada gestión del financiamiento externo por parte de los *policy makers* resulta decisiva para lograr la estabilidad de las variables macroeconómicas y en línea con esto, se tiene que en las últimas décadas, el régimen de metas de inflación se fue imponiendo como el constructo teórico de vanguardia en materia de política monetaria.

Por lo tanto, esta investigación adoptó el enfoque minskiano para explorar y caracterizar el impacto del régimen de metas de inflación sobre la evolución de la inestabilidad financiera de la economía Argentina, durante el período que va desde enero de 2016 hasta octubre de 2018. Como resultado de la misma, se propone la existencia de un vínculo entre la performance del régimen de metas de inflación y la evolución de la inestabilidad financiera de esta economía que derivó en una situación de *fragilidad financiera* manifiesta junto con el predominio de un esquema de financiamiento *Ponzi*.

Palabras clave: Argentina; crisis cambiaria; flujo de capitales; restricción externa, inestabilidad económica; metas de inflación; Minsky; balanza de pagos; fragilidad financiera.

Clasificación JEL: E52; E58; F32; F34.

1. INTRODUCCIÓN

Durante el período en que prevaleció el sistema de Bretton Woods, la evolución y el resultado de la cuenta de capital tenía menor relevancia que el de la cuenta corriente debido a que el resultado global de la de la balanza de pagos se explicaba de manera preponderante por la dinámica adquirida por las exportaciones e importaciones de una economía soberana. Esta configuración se modificó con la génesis, desarrollo y consolidación del proceso de globalización financiera acontecido a partir de la década del 70 del siglo pasado (Hopenhayn & Vanoli, 2001). Luego, con la evolución y consolidación de este nuevo patrón financiero

internacional se terminó verificando que “la importancia relativa de la cuenta corriente respecto de la cuenta de capital como determinante del desempeño de la balanza de pagos en América Latina ha ido disminuyendo” (Médici, 2018, pág. 446).

Respecto a la globalización financiera, esta avanzó de la mano de la desregulación de los mercados financieros, y en el caso de América Latina, esta recibió el impulso de las recomendaciones de política económica que, a fines de los años 80, pasaron a denominarse como “Consenso de Washington”¹. Siguiendo a Reinhart y Rogoff (2009) se verificó que “en las décadas de 1980 y 1990, la mayoría de los episodios de liberalización estuvieron asociados con crisis financieras de variada intensidad por lo que este cambio en la dinámica de la economía global se desarrolló junto a recurrentes episodios de este tipo.

Testigo de esta nueva configuración financiera internacional, el economista estadounidense Hyman Minsky (1919-1996) se dedicó a estudiar este tipo de crisis y arribó a la conclusión de que existe una inestabilidad inherente al funcionamiento del sistema capitalista, inestabilidad propia de la configuración del financiamiento de los agentes económicos, que termina dando lugar a episodios de crisis financieras, con la particularidad, de que estas se comienzan a gestar de manera endógena durante los momentos de estabilidad económica (1992; 1991; 1986). Si bien el aporte teórico desarrollado por Minsky partió del análisis de las firmas, según el economista Jan Kregel (2006; 2004) este enfoque también puede aplicarse al análisis de las economías soberanas que en caso de no poder cubrir sus necesidades con las divisas producidas por un intercambio comercial favorable, deben recurrir al financiamiento externo. En este sentido, y siguiendo a Calvo (1998) y Reinhart y Calvo (2000), las economías latinoamericanas, que persiguen a través de la adopción de medidas que apunten a la liberalización tanto comercial como financiera, la obtención de los recursos que les permitan sortear sus persistentes déficits de cuenta corriente y así sostener el equilibrio en la balanza de pagos, tienen como contrapartida un incremento del riesgo de padecer este tipo de crisis. Por lo tanto, en el marco de este fenómeno global y tal como antes se mencionó, la cuenta capital y financiera se volvió el factor determinante de la posición del sector externo de las economías periféricas y Argentina no fue la excepción a la regla.

Este trabajo asume la hipótesis minskiana de que los procesos de *fragilidad financiera* son endógenos en economías capitalistas, es decir, son el resultado normal del funcionamiento de estas economías, y sostiene además que dicha *fragilidad financiera* se amplifica y agudiza en

¹ El término fue acuñado por el economista John Williamson en el año 1989 al momento de presentar un documento de su redacción que enumeraba diez (10) reformas de política económica a emprender en América Latina en ese momento.

economías abiertas al flujo de capitales que a su vez presenten una estructura productiva desequilibrada. De lo anterior se deriva que el acceso al financiamiento externo, la gestión de los recursos obtenidos por esta vía, y el grado de integración de una economía soberana con el sistema financiero internacional, desempeñan un papel clave en la posible transición de una situación financieramente estable, a otra situación de fragilidad y/o inestabilidad financiera. Por lo tanto se puede inferir que la adopción como esquema monetario del régimen de metas de inflación cuyo instrumento central es la tasa de interés junto al desempeño de los hacedores de política monetaria que se encuentren en funciones, resultan ser cruciales para que una economía periférica se desenvuelva en un sendero de crecimiento estable y no tenga que enfrentar una persistente alternancia entre situaciones de crisis y estabilidad.

Ergo, el objetivo general de este trabajo es caracterizar la forma en que la *adopción* y *ejecución* del régimen de metas de inflación, impactó en la evolución de la inestabilidad financiera agregada de la economía Argentina entre enero de 2016 y septiembre de 2018. Para ello, en primer lugar, se analizará la evolución de la inestabilidad financiera mediante indicadores propuestos por Médici (2020; 2017). Estos indicadores están contruidos a partir de las estadísticas del balance cambiario y la razón de ser de los mismos “es mostrar la capacidad de las economías para cubrir sus principales compromisos en moneda extranjera con sus propios flujos de recursos externos” (Médici, 2020, pág. 8), en otras palabras, indicar la capacidad que tienen las economías para hacer frente a los compromisos en moneda extranjera con los recursos en divisas aportados por sus propias exportaciones.

En segundo lugar, se realizará una revisión de las medidas que los hacedores de política monetaria que se fueron adoptando y ejecutando durante el período de referencia. El objetivo es evaluar y analizar el impacto que estas medidas tuvieron en la evolución de los indicadores y obtener una serie de conclusiones al respecto. En cuanto al recorte temporal, se toma el período enero 2016-septiembre 2018, que abarca la *etapa de adopción* de las medidas previas que demandó la implementación del régimen de metas de inflación y la *etapa de funcionamiento formal* del mismo hasta su abrupto abandono. La elección de este recorte temporal es producto de la confluencia de tres ejes: en primer lugar se tiene que durante el transcurso de este periodo se desarrolló la experiencia más reciente del régimen de metas de inflación en Argentina; en segundo lugar porque en este lapso se concretó el retorno pleno de nuestro país a los mercados de deuda internacionales luego de la crisis del 2001; y en tercer lugar porque a pesar de la abundante afluencia de recursos financieros que ingresaron al sistema financiero local, el saldo de este periodo en materia de estabilidad macroeconómica no cumplió con los objetivos esperados por los *policy makers* en funciones.

2. MARCO TEÓRICO

2.1. El enfoque de Hyman Minsky aplicado a economías soberanas

La hipótesis desarrollada por Minsky (1992; 1991; 1986) propone que la inestabilidad financiera de una economía surge del funcionamiento habitual de la misma y que se vincula a un proceso de excesivo apalancamiento de parte de los agentes económicos el cual que se comienza a gestar de manera paulatina pero progresiva en los momentos de relativa prosperidad. Luego, en el marco de su enfoque, Minsky denomina *unidad económica* a cualquier agente económico que sea partícipe de la actividad económica y la configuración de la estructura de flujos financieros con la que opere cada una de estas unidades va a determinar su propia *posición financiera* que puede ser de tres tipos: *cubierta (hedge)*, *especulativa* y *Ponzi* siendo esta última la que reviste mayor grado de fragilidad financiera. En línea con lo anterior y en complemento al enfoque minskiano, el economista Jan Kregel (2006; 2004) propone hacer extensiva la caracterización mencionada a las economías soberanas ya que sostiene que este esquema general de Minsky es fácilmente aplicable a la gestión del endeudamiento externo contraído por las economías soberanas para financiar sus déficits de balanza de pagos.

En el caso de las economías en desarrollo que también presenten una estructura productiva desequilibrada existe una profusa literatura que sostiene que la capacidad para cumplir con sus compromisos en moneda extranjera va a estar fuertemente condicionada por los saldos de la Balanza de pagos (Diamand, 1972; Thirlwall & Hussain, 1982). Es decir, en las mismas se verifica que su desempeño económico está fuertemente vinculado a la performance de sus respectivos balances de pagos y a una persistente necesidad de financiamiento externo para superar los episodios donde la *restricción externa* se vuelve operativa debido a una situación deficitaria en sus cuentas corrientes que conduce a los conocidos episodios de crisis de balanza de pagos. En adición a lo antes expuesto y siguiendo a Médici (2020; 2017), también se puede considerar que el sostenimiento de un adecuado nivel de superávit de la cuenta corriente, es un fuerte indicador de la solvencia de una economía en desarrollo, ya que este representa el poder de fuego con el que cuenta para hacer frente a sus compromisos financieros en moneda extranjera.

Sin embargo, la experiencias recientes indican que frente a la inminente operatividad de la *restricción externa*, la liberalización de la cuenta capital para abrir la economía a los capitales extranjeros fue el recurso elegido por los gobiernos de turno para obtener los flujos de divisas que en el corto plazo se utilizaron para cubrir los déficits de la cuenta corriente del balance de pagos y configurando *ipso facto* una estrategia de desarrollo que se caracteriza por lo que

Minsky llamó de *fragilidad financiera*, pues su éxito va a depender de la disposición de los prestamistas a seguir prestando (Kregel J. , 2006, pág. 322). En este punto es importante marcar una diferencia crucial respecto al ciclo económico minskiano en el caso de las economías periféricas y la misma radica en que la evolución a una situación de *fragilidad financiera* se vincula al problema de descalce de monedas más que al descalce de plazos (Amico, 2020). De lo anterior se desprende que “cuando se trata de deuda denominada en moneda extranjera, el ratio deuda bruta-PIB no aporta la información suficiente ya que observando este indicador se desconocen las composiciones de monedas y tenedores de la deuda, y se desconoce la capacidad de repago en divisas” (De Lucchi J. M., 2015, pág. 21). Por el motivo precedente, suceden casos donde una economía soberana que no emite divisas y que posee un bajo ratio deuda bruta/PIB también puede encontrarse en una situación de *fragilidad financiera* donde no puede hacer frente a sus compromisos financieros en moneda extranjera sin acceso a nuevo financiamiento.

Incorporando al análisis estas consideraciones y asumiendo el enfoque minskiano, Médici (2020; 2017) propone las siguientes categorías para clasificar una economía en función de su posición financiera pero vinculando la misma al signo y la cuantía del saldo de la balanza comercial:

- Una economía soberana en una *posición financiera cubierta* se configura cuando los ingresos corrientes de la balanza comercial (superávit de la cuenta comercial) son suficientes para pagar las rentas de la inversión, los pagos principales de la deuda externa, las importaciones y la formación de activos externos.
- Una economía soberana en una *posición financiera especulativa*, se presentan cuando el saldo comercial es superavitario, pero no suficiente para afrontar todos los pagos relacionados con las rentas de la inversión y deuda extranjeras.
- Una economía soberana en una *posición financiera Ponzi*, que representa el mayor grado o status de vulnerabilidad financiera, se produce cuando las exportaciones netas son negativas, por lo que las cuentas externas se financian de manera predominante con ingresos de capitales.

La clasificación anterior es de donde se va a partir para realizar un análisis de corte exploratorio-descriptivo del impacto del régimen de metas de inflación, vigente durante el gobierno de la Alianza Cambiemos, en el posicionamiento financiero de la economía argentina.

2.2. El régimen de metas de inflación

El régimen de metas de inflación, se caracteriza por el anuncio oficial de una meta

inflacionaria para uno o varios períodos consecutivos “con el reconocimiento explícito de que la inflación baja y estable es el objetivo primordial de la política monetaria” (Mishkin B. y., 1997, pág. 97). Concretamente, el objetivo central de la autoridad monetaria radica en administrar la tasa de interés con el fin de hacer frente a las presiones inflacionarias coyunturales, que se explican por un exceso de demanda agregada. La idea es que mediante la manipulación de la tasa de interés de política monetaria se induzcan cambios en toda la estructura de tasas de interés de la economía. En líneas generales y siguiendo a Abeles y Borzel (2004), la siguiente es la secuencia causal bajo la que operan los regímenes de metas de inflación y consta de tres etapas:

- 1- La modificación de la tasa de interés de política afecta a los mercados financieros, en particular, al precio de los activos y a las restantes tasas de interés.
- 2- Estos cambios alteran el nivel de demanda agregada como consecuencia del comportamiento de las firmas y las familias.
- 3- Dado el PBI potencial, la alteración de la demanda agregada repercute sobre la tasa de inflación.

En cuanto a los mecanismos de transmisión de la política monetaria, es decir, los canales mediante los cuales la gestión de la tasa de interés de política monetaria impacta sobre la demanda agregada, Abeles y Borzel (2004) distinguen 4 canales: el canal de la tasa de interés, el canal del tipo de cambio, el canal del efecto riqueza y el canal del crédito. Sin embargo, que el impacto de la modificación de la tasa de interés en los componentes de la demanda agregada reviste un importante nivel de complejidad que se vincula a las características propias de la economía donde se implemente el régimen y a la importancia relativa de los canales de transmisión imperantes en la misma.

Otra cuestión que resulta fundamental para el correcto funcionamiento del régimen de metas de inflación refiere a la manera en que los agentes económicos forman precios y aparte del supuesto de rigidez nominal en el corto plazo² también se supone que tanto los precios como los salarios de la economía se determinan tomando como referencia la inflación futura esperada. Por lo tanto, “la efectividad de este esquema requiere que los precios se fijen mirando al futuro y que las metas fijadas por el banco central sean creíbles, es decir que la reputación del banco central es un aspecto muy importante” (Kacef, 2016). Es decir, “el supuesto de *expectativas racionales* es importante en este aspecto (...) y en este sentido, la práctica de los bancos centrales modernos puede describirse como la administración de las

² El supuesto de rigidez nominal temporal de los salarios y precios, le confiere al Banco Central la posibilidad de afectar las tasas de interés reales y las decisiones de gasto en términos reales a corto plazo.

expectativas privadas” (Arestis, 2013).

Siguiendo también a Abeles y Borzel (2004) se tiene que en cuanto al papel o rol de la autoridad monetaria, se proponen dos condiciones para el correcto funcionamiento del régimen, estas son: su *independencia* y *credibilidad*. Con la Independencia de la autoridad Monetaria se persigue el objetivo de que los objetivos asociados al nivel de empleo o producto, así como al nivel del tipo de cambio, deben subordinarse al cumplimiento de la meta de inflación y la autoridad monetaria debe detentar el grado de autonomía y capacidad de actuación discrecional que resulten acordes ese objetivo establecido. Sin embargo, es menester realizar una aclaración respecto al grado de discrecionalidad y en este sentido, Bernanke y Mishkin (1997) denominan al régimen de metas de inflación como un marco de referencia en el cual la autoridad monetaria opera con una “discrecionalidad restringida”. Más específicamente, con “discrecionalidad” hacen alusión a la independencia de la autoridad monetaria respecto de las autoridades políticas y con el término “restricción”, aluden a determinadas reglas de conducta que deben guardarse por parte de la autoridad monetaria para no dar lugar a situaciones de ejercicio de arbitrariedad manifiesta. Pasando al tema de la “credibilidad”, la literatura refiere con esto a la relevancia que le otorga este modelo a “el grado de convicción de los agentes sobre la voluntad de la autoridad monetaria para tomar las medidas necesarias para cumplir con la meta de inflación cuando la economía se desvíe de ella” (Abeles & Borzel, 2004, pág. 25). Por lo tanto y con el objetivo de darle a la autoridad monetaria el nivel de credibilidad adecuado, esta deberá dar cuentas de su accionar ante el público.

Con respecto al contexto macroeconómico, el régimen demanda disciplina fiscal introduciéndose el postulado de ausencia de *dominancia fiscal*, término que refiere a la necesidad de que la política monetaria no se vea “dominada” por las decisiones de gastos e ingresos públicos tomadas por las autoridades electas. Finalmente, con respecto al sector externo, la literatura propone dos medidas puntuales: adoptar un régimen cambiario de flotación libre e implementar la plena desregulación del movimiento internacional de capitales (Abeles & Borzel, 2004).

4. METODOLOGÍA

Para describir el impacto del régimen de metas de inflación implementado en nuestro país en la estabilidad financiera agregada de la economía argentina, durante el período bajo análisis, a continuación se introducen los 5 (cinco) indicadores propuestos por Médici (2020; 2017) y que están elaborados a partir de las estadísticas estandarizadas sobre la evolución del Mercado de Cambios que elabora el BCRA. Como se indicó previamente, estos indicadores permiten

manifestar la capacidad que tienen las economías para hacer frente a los compromisos en moneda extranjera con los recursos en divisas aportados por sus propias exportaciones. Siguiendo a Medici (Op. Cit.), los compromisos en moneda extranjera que se utilizan en los indicadores son los siguientes: rentas netas de inversión³ (RNI), pagos de la deuda externa (Deuda), formación de activos externos (FAE) e importaciones (M). Los anteriores compromisos que representan los requerimientos de divisas se expresan en el numerador del ratio que tiene a las exportaciones(X) como denominador, ergo se van a tomar en cuenta los siguientes cinco ratios:

-Importaciones sobre Exportaciones: $\frac{M}{X}$

-Renta neta de inversiones sobre Exportaciones⁴: $\frac{RNI}{X}$

-Deuda sobre Exportaciones: $\frac{Deuda}{X}$

-Formación de activos externos sobre Exportaciones: $\frac{FAE}{X}$

-RNI + Deuda más FAE + Importaciones, sobre Exportaciones: $\frac{(RNI+Deuda+FAE+M)}{X}$

La forma de interpretar el resultado del indicador es la siguiente: a medida que más grande sea el valor que arroja el ratio, la economía denota una situación de mayor inestabilidad financiera. Luego, siguiendo la clasificación propuesta por el enfoque minskiano en función de la interpretación que propone Médici de sus cinco indicadores se tiene que:

- La economía se encuentra en una *posición cubierta*, cuando los recursos provenientes de los ingresos corrientes de la balanza comercial (superávit de la cuenta comercial) tengan la magnitud suficiente para cubrir las rentas de inversión, los pagos de los principales de la deuda externa, las importaciones y la FAE.
- La economía se encuentra en una *posición especulativa* (estadio siguiente) porque a pesar de que la balanza comercial arroja un superávit, este resulta insuficiente para cubrir o afrontar la totalidad de los pagos vinculados con la inversión y deuda extranjeras, adicionándose la demanda interna de dólares del sector privado no financiero.
- La economía se encuentra en una *posición Ponzi* cuando las exportaciones netas son negativas de manera persistente a lo largo del tiempo, ergo, los compromisos externos se financian predominantemente con ingreso de capitales.

En cuanto a las medidas inherentes al régimen de metas de inflación, las mismas se relevaron de la web oficial del BCRA, más precisamente, de los informes de política económica, los comunicados, las noticias y las circulares que son emitidos por esta institución. Sin embargo,

³ Utilidades, dividendos e intereses.

⁴ Cobros y pagos por inversión directa, inversión de cartera y otras inversiones.

Premio Anual de Investigación Económica “Dr. Raúl Prebisch”

esta no fue la única fuente de información, ya que la investigación también se complementó con la obtención de datos secundarios suministrados por el Ministerio de Economía y Finanzas, por *papers* e informes elaborados por centros de estudios económicos, y también de los que se fueron recopilando a partir de la revisión de publicaciones de medios periodísticos especializados en economía y finanzas. Las fuentes consultadas permitieron, luego de realizarse una organización sistemática de la información y de los datos secundarios pertinentes, reconstruir la dinámica económica del periodo bajo estudio y obtener información enriquecedora del mismo en función de los objetivos planteados en esta investigación.

5. RESULTADOS

El gráfico 1 muestra la evolución de los 5 indicadores de inestabilidad financiera durante el período bajo análisis y brinda información que al ser complementada con las medidas de política económica que se fueron adoptando durante la vigencia del régimen monetario, permite realizar un recorrido a través del cual se pueden inferir ciertos rasgos de la dinámica que adquirió el vínculo entre la evolución de la inestabilidad financiera y el régimen en cuestión.

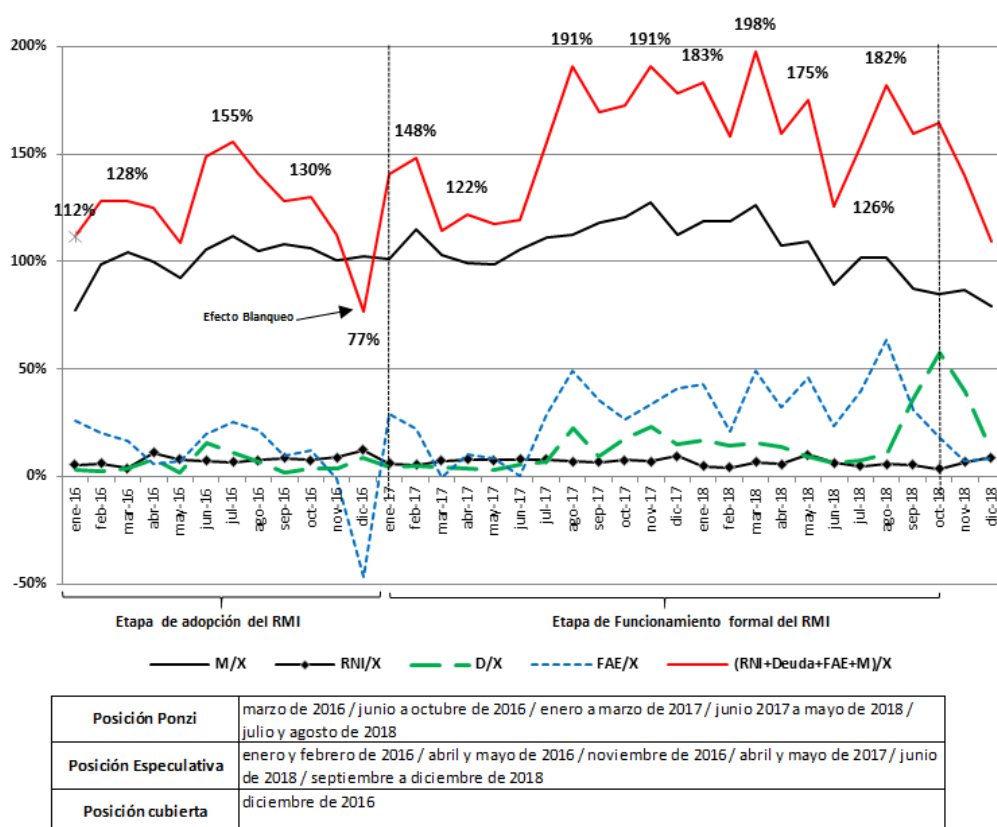


Gráfico 1. Indicadores de inestabilidad financiera. Argentina, enero 2016 – diciembre 2018.

Notas. RNI: Rentas netas de Inversión (mill. de USD); X: Exportaciones de bienes y servicios (mill. de USD); M: Importaciones de Bienes y Servicios; D: repago de préstamos de organismos internacionales y agencias oficiales de crédito y repago de otros préstamos del exterior de títulos de deuda; FAE: formación de activos externos netos.

Fuente: Elaboración propia en base a datos extraídos del MULC y el Balance Cambiario del BCRA.

Desde mediados de diciembre del año 2015 los *policy makers* recién entrados en funciones comenzaron a implementar importantes cambios en materia de política económica y en este apartado se hará mención a las medidas que se consideran relevantes a los fines del presente trabajo y que, a criterio del que suscribe, representan de manera inequívoca los lineamientos generales de la conducción que asumió a partir de diciembre de 2015. No obstante, también se van a incorporar otras medidas de carácter coyuntural que fueron adoptadas por los *policy makers* en función de las vicisitudes que signaron la evolución del período bajo estudio.

Durante este recorrido, que se encuentra organizado en dos etapas, se va a intentar caracterizar en función de la información recopilada, cual fue el impacto del régimen de metas de inflación en la evolución de los indicadores de inestabilidad financiera. La primera etapa es la denominada “*etapa de adopción*” del régimen de metas de inflación y durante la misma se implementaron los principales cambios en la orientación de la política monetaria y en el marco regulatorio vigente, todo en función de la futura implementación del régimen de metas de inflación y de la correcta performance del mismo. Con respecto a la segunda etapa, esta se va a denominar como “*etapa de funcionamiento formal*” del régimen y las medidas que se enmarcan dentro de la misma responden tanto al desenvolvimiento del régimen monetario como a acontecimientos coyunturales de índole local y/o internacional que afectaron a la economía Argentina.

5.1. Etapa de adopción (diciembre 2015-enero 2017)

Al comienzo de la primera etapa se puede observar un incremento de casi el 20 por ciento en el valor del indicador que muestra la relación entre los egresos agregados de divisas y las exportaciones hasta alcanzar el primer pico de 128%. Este primer incremento se corresponde con el inicio del proceso flexibilización de las regulaciones del mercado cambiario que se empezó a concretar con la emisión de la comunicación “A” 5850 del 17/12/15 del BCRA y que continuó durante todo el año 2016 hasta que en el 2017, cuando se concretó la plena liberalización del marco regulatorio. A modo de un breve repaso, se tiene que durante diciembre de 2015 se eliminaron todos los requisitos administrativos a la compra de moneda extranjera -sin un fin específico- por parte de individuos, pero se mantuvo el tope de 2 millones de dólares por mes por persona. También se eliminaron la percepción del 20% de impuesto a las ganancias y bienes personales aplicada a la compra de moneda extranjera sin un fin específico, la retención de ganancias de 35% para la compra de moneda extranjera por turismo y en enero de 2016 se suprimió el límite para extraer moneda extranjera en cajeros del exterior. Por otra parte, con respecto al plazo mínimo de permanencia de fondos financieros ingresados en el MULC, este fue reducido gradualmente de 365 a 120 días (Resolución 3/15

del Ministerio de Hacienda), y de 120 a cero días (Resolución 1/17 del Ministerio de Hacienda). Asimismo, en la primera de estas resoluciones se eliminó la obligación de constituir un depósito por el 30% del monto de la operación correspondiente.

En conclusión, la eliminación de estas regulaciones implicó la plena liberalización de los movimientos de capitales desembolsados en operaciones de endeudamiento con el exterior y de los ingresos de fondos de no residentes en el mercado local que fueron, principalmente, destinados a inversiones financieras. En línea con lo anterior, se observa que el aumento de los indicadores se explica fundamentalmente por el incremento de la FAE que alcanza los 3.343 millones de USD netos en el primer trimestre de 2016, por lo que existe evidencia estadística como para inferir que las medidas adoptadas tuvieron un impacto directo en el salto de los indicadores durante el inicio de esta primera etapa.

Luego de una breve caída de los indicadores, generada por 6.827 millones de USD que ingresaron por exportaciones durante el mes de mayo de 2016 (representó el ingreso más importante por exportaciones de los casi tres años bajo análisis), los mismos volvieron a repuntar hasta superar el primer pico del 128% y alcanzar uno del 155% para julio del mismo año. Este nuevo pico se explica por tres factores, el primero es el nuevo incremento de la FAE, el segundo es el repunte de los egresos de dólares por el pago de importaciones de bienes y servicios, en relación a los ingresos de dólares por exportaciones de bienes y servicios. Por último, el tercer factor que impulsa el crecimiento de los indicadores es el aumento de los egresos de divisas por pago de deuda durante los meses de junio y julio de 2016 que alcanzó los 1.527 millones de USD. Se debe tener presente que durante este periodo que abarca los meses de mayo, junio y julio, también se avanzó en la profundización de la liberalización del mercado de cambios (se elevó el tope de compra de moneda extranjera sin un fin específico de 2 a 5 millones de USD) y, para el caso de las divisas provenientes del comercio exterior, se eliminó la declaración jurada de percepción de divisas de exportadores y se amplió a 365 días el ingreso de la moneda extranjera de exportaciones.

En el tramo final de la primera etapa que abarca el período agosto-diciembre de 2016, si bien se continuó con el proceso de desregulación del mercado de cambios, ya que se eliminó el máximo vigente para la compra de moneda extranjera para cualquier fin y se amplió a cinco años el plazo para la liquidación de divisas provenientes de exportaciones, se produce una abrupta caída del indicador que representa los egresos agregados de divisas partido de las exportaciones. El mencionado indicador se reduce hasta alcanzar el 77% en diciembre de 2016, hecho que situó a la economía en una *posición cubierta* según la clasificación minskiana y que se explica por el ingreso extraordinario de divisas provenientes del blanqueo

de capitales que fue impulsado por el régimen de sinceramiento fiscal incluido en la Ley N° 27260 de junio de 2016.

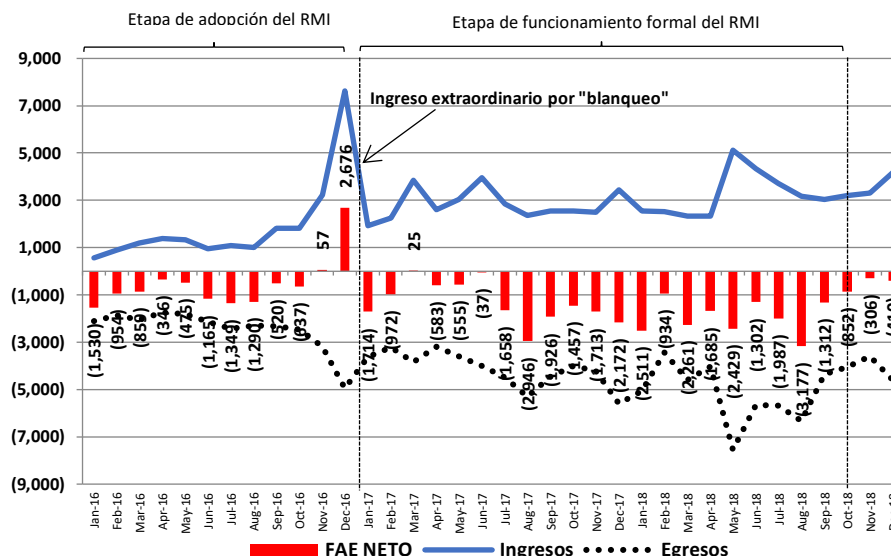


Gráfico 2. Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero. Ingresos, egresos y saldo neto (Millones de USD). Argentina, enero 2016 - diciembre 2018.

Fuente: Elaboración propia en baso a datos extraídos del MULC y el Balance Cambiario del BCRA.

En el gráfico 2 de la página anterior se puede observar la evolución del volumen de la FAE luego de las medidas de desregulación y se tiene que la misma, en términos de dólares netos, alcanzó durante el año 2016 la suma de 6.391 millones de USD (incluyendo el blanqueo). Esta tendencia al alza continuó en 2017 cuando la salida de dólares por FAE sumó 15.708 millones de USD, más que duplicando el neto del año anterior. Con respecto al año 2018, cuyas especificidades serán abordadas más adelante, si bien hubo una desaceleración durante el último cuatrimestre, la FAE neta acumuló un rojo de 19.166 millones de USD.

En conclusión, durante esta primera etapa las principales influencias sobre la dinámica de los indicadores se encuentran fundamentalmente vinculadas a los cambios en la regulación antes mencionados destacándose a la apertura de la cuenta capital y la liberalización casi total del mercado de cambios, como las modificaciones más importantes que sufrió el entorno en el cual se desempeñan los hacedores de política monetaria. Luego, en función de los indicadores se verifica que la economía Argentina se ubicó en una *posición especulativa* durante el período enero-mayo de 2016, pero a partir de junio de 2016 y hasta el final de la primera etapa, la *posición Ponzi* fue la predominante.

En este contexto y desde diciembre de 2015, el BCRA mantuvo una política de sesgo antiinflacionario que se instrumentó a través de una tasa de interés positiva en términos reales y superior a la tendencia esperada de la tasa de inflación para el período correspondiente. En el gráfico 4 de la página 15 se muestra como la tasa de referencia, tras la fuerte devaluación

del peso y demás ajustes de los precios relativos, subió hasta alcanzar el 38% en abril de 2016 para luego ir disminuyendo de manera gradual acompañando la reducción de la tasa de inflación esperada(ver gráfico 3).

5.2. Etapa de funcionamiento formal (enero 2017-septiembre 2018)

En esta segunda etapa, pese a que en el segundo semestre de 2016 la inflación mostró una desaceleración, la mediana de las expectativas de inflación para diciembre de 2017 se ubicó según el REM en el 21%. Este porcentaje superó las bandas de inflación anual que el BCRA fijó como metas (12% y 17%) por lo que este mantuvo el sesgo antiinflacionario de la política monetaria. El gráfico 3 de la página siguiente muestra la evolución de la inflación interanual calculada por el INDEC, la inflación esperada y las metas de inflación (originales y las anunciadas el 28 de diciembre de 2017).

La crisis cambiaria acontecida durante el primer tramo del segundo semestre de 2018 provocó que las metas anunciadas en diciembre de 2017 se resientan en cuanto a su capacidad de fijación de las expectativas de los agentes económicos. Es importante aclarar que en el tramo final de vigencia del régimen, ya en el marco de una fuerte inestabilidad cambiaria y con la injerencia del FMI mediante, se realizó una tercera modificación de las metas que no se incluye en el gráfico pero que sí se tomará en cuenta para el análisis de las condicionalidades de la coyuntura durante la cual ocurrió dicha modificación. Con respecto a la vigencia de esta tercera generación de metas, anunciadas en el marco del acuerdo con el FMI, resultó efímera ya que la profundización y gravedad de la tensión cambiaria que ocurrió durante fines de agosto de 2018 volvió directamente ineficaz al régimen y signó su abandono definitivo.

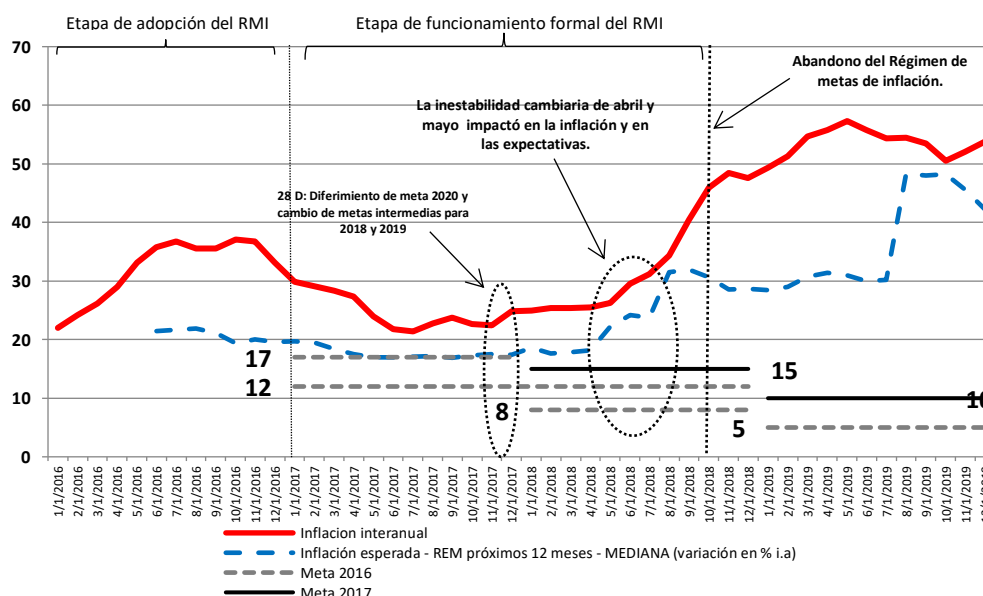


Gráfico 3. Inflación interanual, inflación esperada y metas. Argentina, enero de 2016-diciembre de 2019.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA e INDEC.

En el gráfico 4 se puede observar la evolución de la tasa de política monetaria a lo largo del período bajo análisis:

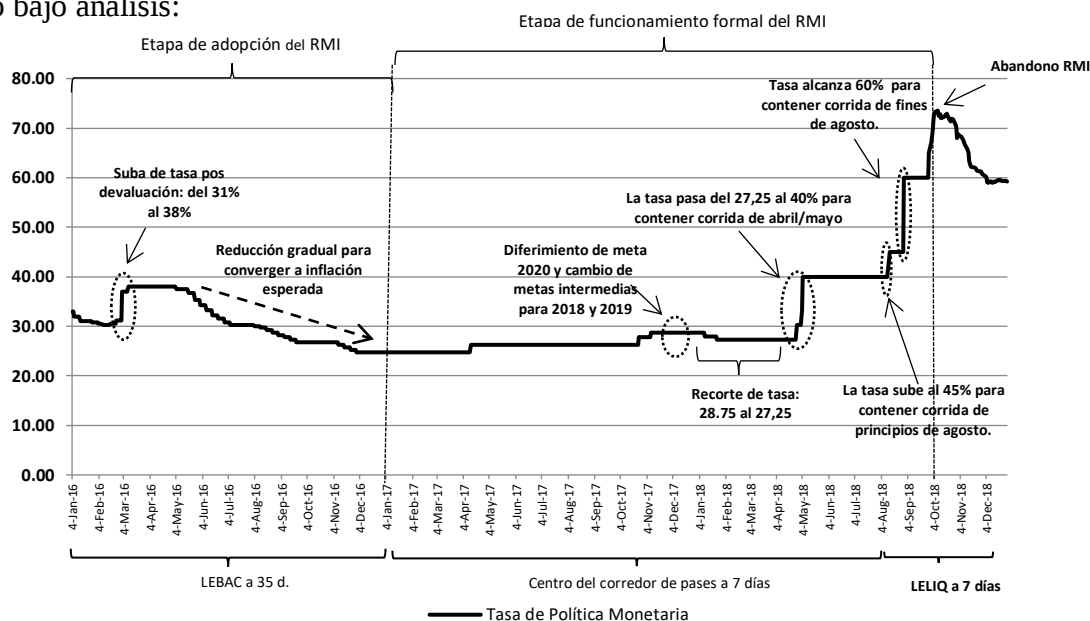


Gráfico 4. Evolución de la tasa de política monetaria. Argentina, enero 2016-diciembre 2018.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

A partir de la primera semana de enero de 2017, el Banco Central cambió su tasa de interés de política monetaria que pasó a ser el centro del corredor de pases a 7 días de plazo en reemplazo de la de las LEBAC a 35 días y la mantuvo sin cambios en 24,75% durante el primer cuatrimestre de 2017. Sin embargo, la autoridad monetaria continuó realizando licitaciones de LEBAC como parte de la administración de sus pasivos y de la gestión de las condiciones de liquidez del mercado. Con respecto a lo anterior, a partir de febrero de 2017, las licitaciones de LEBAC pasaron a tener una frecuencia mensual y las especies licitadas comenzaron a tener un único vencimiento mensual.

Con respecto a los indicadores de inestabilidad financiera se puede observar que durante el primer cuatrimestre de 2017 alcanzaron el primer pico de la segunda etapa: 148% en febrero de 2017. Este valor se explicó por una fuerte caída de los ingresos por exportaciones en relación a los egresos por importaciones y al incremento de la FAE. De hecho, en febrero de 2017 ingresaron por exportaciones 4.325 millones de USD, 1.613 millones menos que el mes anterior y un 6% menos respecto al mismo período del año anterior. En este punto, es importante mencionar que el mes anterior, según la resolución 47/2017 se amplió a 10 años el plazo para el ingreso de moneda extranjera proveniente de exportaciones de granos y sus derivados. Con respecto a la FAE, en términos netos, se nota una fuerte aceleración luego de la abrupta caída producto del blanqueo acontecido en el último trimestre de 2016. En conclusión, el primer trimestre de 2017, la economía Argentina permaneció en una *posición Ponzi* pero en un contexto de estabilidad cambiaria.

Luego de este primer pico, se observa una nueva reducción de los indicadores y de hecho, durante el periodo abril-mayo de 2017 la economía volvió a situarse en una *posición especulativa*. Sin embargo, durante todo el primer semestre de 2017, la fuga de capitales aceleró fuertemente su ritmo de salida y en solo el primer semestre de 2017 la formación de activos externos alcanzó 7.677 millones de USD (egresos netos de ingresos), aumentando en un 28% el ritmo de salida respecto de lo registrado en el mismo semestre del año anterior. Asimismo, el promedio de salida mensual del primer semestre de 2017 fue significativamente superior al de semestres de años anteriores, registrando un promedio mensual de 1.280 millones de USD, mientras que en el mismo período de 2016 fue de 999 millones de USD. Sin embargo el frente cambiario permaneció estable y solo se registran intervenciones compradoras del BCRA en el mercado y acumulación de reservas (ver gráfico 5 y 10).

Concluido el primer semestre de 2017, se verificó una etapa de fuerte crecimiento de los indicadores que recién empezarán a reducirse al cierre del año 2018 y ya con otro régimen de política monetaria: control de agregados monetarios. Durante el lapso que va desde agosto de 2017 a septiembre de 2018 ocurrieron los cuatro picos máximos del ratio que representa los egresos agregados de dividas partido de las exportaciones: 191 % en agosto y noviembre de 2017, 198 % en marzo de 2018 y 182 % en agosto del mismo año. El promedio de este ratio durante el periodo agosto 2017-agosto 2018 fue del 172%, lo que evidencia una persistencia en la dinámica de las variables que componen la misma. Sin embargo, el fuerte incremento en los valores de este indicador en este lapso de tiempo, se explicó fundamentalmente por el ritmo acelerado del crecimiento de dos de ellas: los egresos de dólares en concepto de FAE (78.785 millones de USD) y los egresos por pago de Deuda en moneda extranjera (14.250 millones de USD). Sobre ambas se volverá más adelante.

De la información estadística consultada, se desprende que en el centro de esta dinámica que impactó fuertemente en la evolución de los indicadores de inestabilidad financiera, se encuentra el vínculo entre la administración de la tasa de política monetaria y la evolución de otra variable clave de la macroeconomía: el tipo de cambio. Resulta pertinente notar que si bien el BCRA anunció la implementación de una política cambiaria de libre flotación, continuó realizando intervenciones en el mercado de cambios.

En el gráfico número 5 de la página siguiente, se observan todas las intervenciones de compra/venta realizadas por el BCRA durante las etapas de *adopción* y de *ejecución formal* del régimen de metas de inflación. Se verifica que durante el año 2016 predominó una posición compradora, en el año 2017 presentó un carácter dual ya que durante el primer semestre se impuso claramente una posición compradora (1.750 millones de USD) pero

durante el segundo semestre fue vendedora (1.837 millones de USD), y finalmente en el año 2018 el BCRA no realizó operaciones de compra de divisas y llegó a vender casi 10.200 millones de USD durante los meses de marzo, abril y mayo, y 5.800 millones más a partir de junio, con un pico de 2.544 millones en agosto que fue el mes en el cual se experimentó el punto más álgido de la tensión cambiaria de todo el período de vigencia del régimen de metas de inflación.

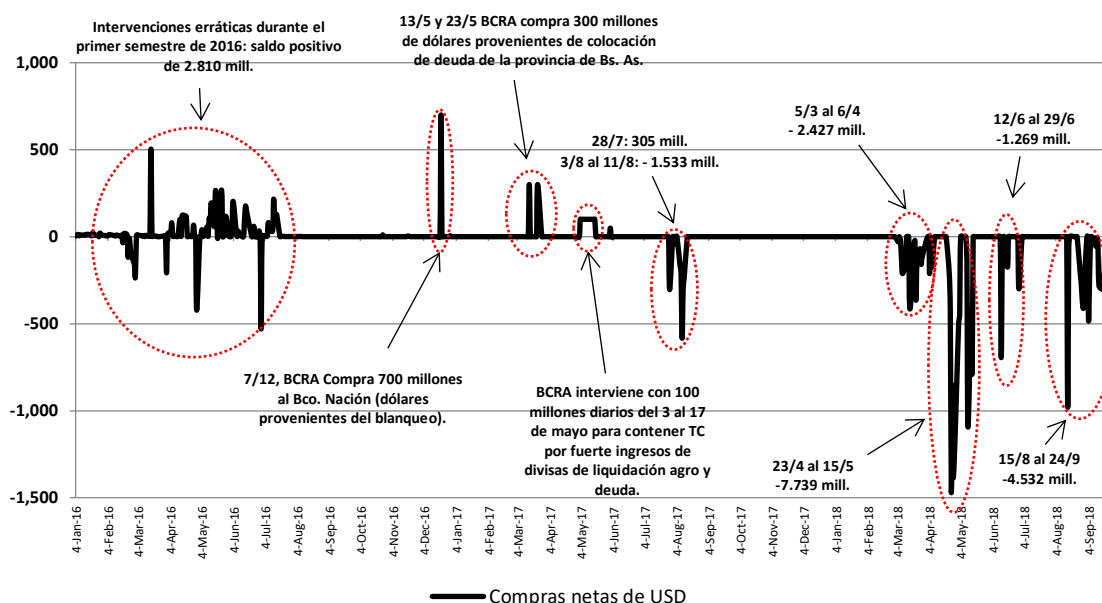


Gráfico 5. Intervenciones diarias del BCRA en el mercado cambiario (en millones de dólares). Argentina, enero 2016 – septiembre 2018.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

En cuanto al ratio entre los egresos agregados de divisas y las exportaciones, se verifica que este alcanzó un valor promedio del 175% durante el primer semestre de 2018 y durante el mismo se produjeron dos picos, uno de 175% y el otro del 198%. Este último pico representó el valor máximo alcanzado por este indicador de todo el período bajo análisis y se dio en marzo de 2018, un mes antes de uno de los dos episodios de tensión cambiaria más fuertes acontecidos en ese semestre. En cuanto al segundo pico del mismo indicador (175%), este se manifestó en mayo de 2018 y también se dio de forma coincidente con el segundo episodio de fuerte tensión en el mercado de cambios de la primera mitad de ese año. Más adelante, el gráfico 11 de la página 32 arroja más luz sobre uno de los posibles detonantes de estos episodios ya que permite situarlo cronológicamente en un determinado período de tiempo.

Con respecto a la evolución del tipo de cambio, el gráfico 6 de la próxima página muestra la misma y los fuertes incrementos del tipo de cambio nominal acontecidos fundamentalmente entre enero y diciembre de 2018.

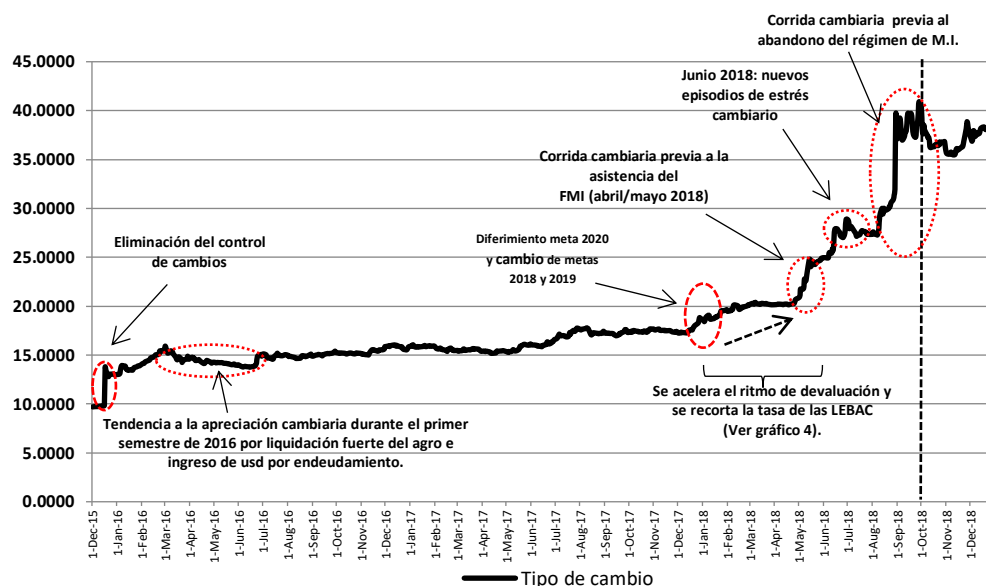


Gráfico 6. Evolución diaria del tipo de cambio nominal (\$/USD). Argentina, diciembre 2015-diciembre 2018.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Además de las intervenciones en el mercado de cambio, se tiene que dos mecanismos, uno por el lado de la oferta y otro por el de la demanda, interactuaron para influir en la evolución del tipo de cambio. En cuanto a la oferta de divisas, la misma se robusteció mediante el acceso al endeudamiento externo (ver gráficos 8 y 9) y por el lado de la demanda se estableció una política de altas tasas interés de los activos en pesos (LEBAC) para contener la demanda de dólares. Lo anterior provocó una la fuerte expansión del endeudamiento en moneda extranjera y la acumulación de un stock cada vez mayor de LEBAC (ver gráfico 7). Finalmente, de la interacción de los factores antes mencionados, se configuró una situación de *carry trade* que se vehiculizó a través de la compra/venta de las mismas LEBAC.

El crecimiento del stock de LEBAC guardó relación directa con el sostenimiento de la desregulación cambiaria y con el funcionamiento del régimen de metas de inflación. Téngase presente que este régimen demandó la libre movilidad de capitales junto con un esquema de tipo de cambio flexible y en este marco, tal como se adelantó en el párrafo anterior, para regular la demanda de dólares y poner una cota superiora a las expectativas de devaluación, el BCRA estableció un esquema de elevadas tasas de interés de corto plazo que brindó un incentivo a los inversores privados no bancarios a tomar posiciones en LEBAC.

El gráfico 7 de la página siguiente muestra la evolución del stock total de LEBAC y como se observa, en poco menos de dos años, el volumen total y su tenencia en manos de inversores privados se incrementó de manera fuerte y constante. Este proceso comenzó con las comunicaciones A 5854 y A 5865 de diciembre de 2015, mediante las cuales la autoridad monetaria habilitó la compra de este instrumento a toda clase de inversores incluyendo a los no residentes, como así también su cotización y listamiento en los mercados del exterior.

Premio Anual de Investigación Económica “Dr. Raúl Prebisch”

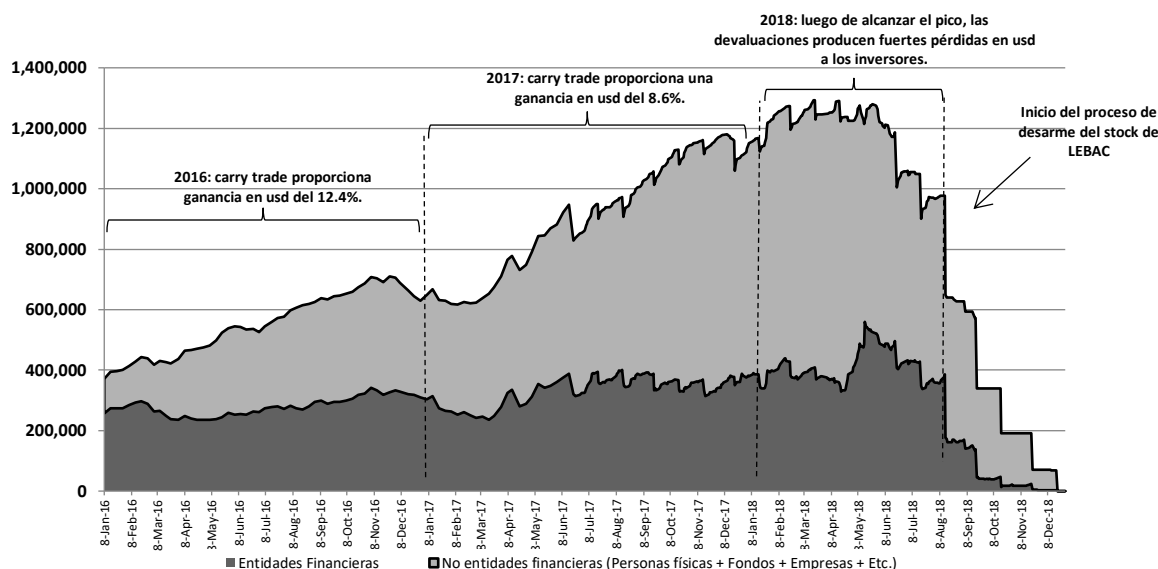


Gráfico 7. Evolución del stock total de LEBAC y detalle según sus tenedores (en millones de pesos). Argentina, enero 2016 – Diciembre 2018. Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

En septiembre de 2016, según datos de la consultora GMA Capital, la adopción de la estrategia conocida como *carry trade* proporcionó a los inversores una ganancia en dólares del 12.4% en ese año y del 8.6 % durante el 2017 (GMA Capital, 2018). Sin embargo, es importante advertir, que esta estrategia conlleva un riesgo inherente a la incertidumbre respecto al nivel del tipo de cambio vigente al momento del desarme de la maniobra y este riesgo implícito, tal como se verá más adelante, se hizo realidad durante el año 2018 fruto de la crisis cambiaria. A pesar de lo anterior, se verificó que el crecimiento del stock de LEBAC se dio casi en sincronía con el ingreso de flujos de inversiones de portafolio durante el mismo período.

El nuevo escenario de apertura financiera junto a la ausencia de controles cambiarios y el nivel de la tasa de interés local, fomentaron un incremento del ingreso de los capitales de corto plazo. Téngase presente, que la experiencia acumulada en los últimas décadas en materia de crisis financiera advierte que este tipo flujos de capital suelen revertirse rápidamente ante una pérdida de confianza que puede ser originada por cambios en las condiciones del mercado receptor o por la ocurrencia de algún shock local o internacional que afecte el nivel de rentabilidad de los instrumentos financieros locales (esto se podrá verificar más adelante en el gráfico en el gráfico 11). En el caso de economía Argentina, resulta conveniente mencionar que el fuerte estrés cambiario que experimentó a partir de 2018 no habría tenido un solo origen, sino que sería consecuencia de la interacción de varios factores que fueron interactuando entre sí y cuyo efecto también se replicó en los indicadores de inestabilidad financiera. A continuación se enumeran los sucesos coyunturales que la literatura consultada (Amico, 2020; Lampa & Zeolla, 2019; Sturzenegger, 2019; Vanoli,

Cibils, & Allami, 2018; BCRA, IPOM, 2018) menciona como disparadores y/o agravantes de la crisis financiera y cambiaria acontecida durante este período:

- El anuncio de la modificación de las metas acontecido en diciembre de 2017 que impactó negativamente en la credibilidad del régimen.

- Luego de la colocación de 9000 millones de USD de deuda en enero de 2018, comenzó un proceso de racionamiento del crédito para Argentina por parte del mercado de deuda internacional y ya no hubo nuevas colocaciones de títulos en el exterior.

- El recorte de la tasa de interés local y la aceleración del ritmo de devaluación del tipo de cambio que acontecieron durante los primeros meses de 2018 (ambas medidas atentan contra la dinámica del carry trade).

- El aumento de la tasa de interés de los bonos del tesoro de EEUU que ocurrió a partir de enero de 2018, fecha a partir de la cual se incrementó paulatinamente hasta que alcanzó su máximo histórico durante el mes de mayo de ese mismo año.

- El impuesto a la renta financiera que determinó que los inversores extranjeros que compren activos financieros en la Argentina deban pagar el 5% de las ganancias derivadas de inversiones que realicen en pesos⁵ y 15% por las utilidades acumuladas en dólares. La aplicación del mismo se efectivizó a partir del 8 de abril de 2018 y fue reglamentada mediante el decreto 279/2018.

- La sequía que, según estimaciones del Ministerio de Hacienda, contrajo la oferta de dólares en 8.500 millones de USD.

Los sucesos antes mencionados fueron de carácter coyuntural pero como la economía Argentina se encontraba en una *posición Ponzi*, terminaron actuando como catalizadores de la inestabilidad cambiaria que terminó signando el tramo final del régimen de metas de inflación y como antes se mencionó, lo anterior tuvo su correlato en el agravamiento de la situación de inestabilidad financiera que se manifestó claramente en los valores que alcanzaron los indicadores: 198% antes de abril de 2018 y 182 % antes de agosto del mismo año. En este punto, es donde resulta conveniente profundizar respecto a la oferta de divisas en el mercado local, ya que la misma se abasteció de manera constante y predominante con dólares provenientes de la emisión de deuda en los mercados internacionales. Incluso, en cuanto a la evolución del volumen de las reservas internacionales en las arcas del BCRA, se verificó que los principales incrementos en su cuantía se explicaron por colocaciones de

⁵ Según el decreto 279/2018, en el caso de las LEBAC, los inversores extranjeros que compren este tipo de instrumentos sufrirán una retención que correrá por cuenta del banco o la sociedad de Bolsa a través de la cual hayan realizado la compra.

títulos de deuda o por el ingreso de préstamos de organismos internacionales (ver gráfico 9 de la página 22) lo que evidencia lo determinante que resultó para el sostenimiento del esquema vigente el poder contar con una afluencia constante de divisas que fortalezca la oferta local de dólares tal como amerita una economía situada en una *posición Ponzi*.

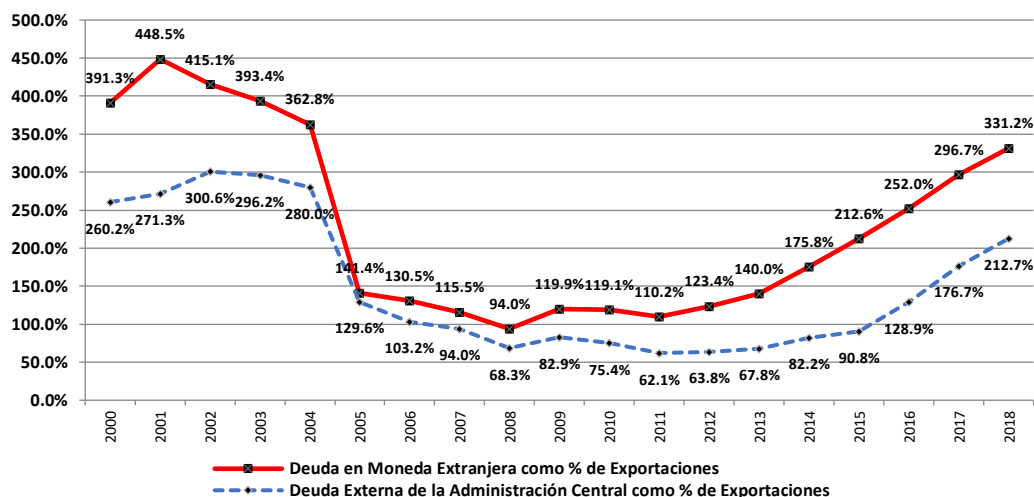


Gráfico 8. Evolución de indicador de sostenibilidad de la deuda pública del ministerio de Finanzas. Argentina, 2000-2018.
Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Finanzas.

Más allá de verificarse un importante incremento en términos absolutos del nivel de endeudamiento, el ministerio de Hacienda confecciona un indicador de la sostenibilidad de la deuda que se presenta en el gráfico 8 y que permite dimensionar el fuerte incremento de este factor al expresarlo en relación a las exportaciones. Este indicador sostuvo una tendencia al alza en sus dos dimensiones a partir de 2016: deuda en moneda extranjera como % de exportaciones y deuda externa de la administración central como % de exportaciones, y de haber persistido la dinámica de endeudamiento, ambos ratios se encontraban en camino a alcanzar valores similares a los de la crisis de 2001.

Para profundizar en el abordaje del proceso endeudamiento se tiene que este se desarrolló en un proceso que el BCRA (2020) dividió en dos fases. Durante la *primera fase*, que va desde enero de 2016 a abril de 2018, los mercados internacionales de deuda se constituyeron como la principal fuente de financiamiento. Esta fase finalizó el 18 de abril de 2018, cuando se concretó la última colocación de un bono soberano en los mercados internacionales durante la vigencia del régimen de metas de inflación por el monto de 9.000 millones de USD y a partir de entonces, comenzó un período donde se reemplazó el financiamiento externo vía colocación de bonos en los mercados financieros internacionales por fondos provenientes de préstamos concertados con el FMI. Luego, entre los meses de abril/marzo de 2018 empezó la *segunda fase* que se caracterizó por la inestabilidad cambiaria, la salida de capitales, la

aceleración de la formación de activos externos y caídas en el nivel de las reservas.

En el gráfico 9, también se pueden apreciar los dos episodios de fuerte pérdida de reservas y su recomposición vía fondos del FMI y en cuanto a los indicadores de inestabilidad financiera, se observa que el período que va desde septiembre de 2017 a septiembre de 2018, fue precisamente el que antes se caracterizó como el de mayor valor de los mismos con un promedio de 171%. Lo anterior permite inferir la existencia de un vínculo entre la dinámica de esta situación y la *posición Ponzi* en la que se situó la economía Argentina durante este tramo que se configuró como la etapa final del régimen de metas de inflación en un contexto de fuerte estrés cambiario y sobre el cual amerita explayarse.

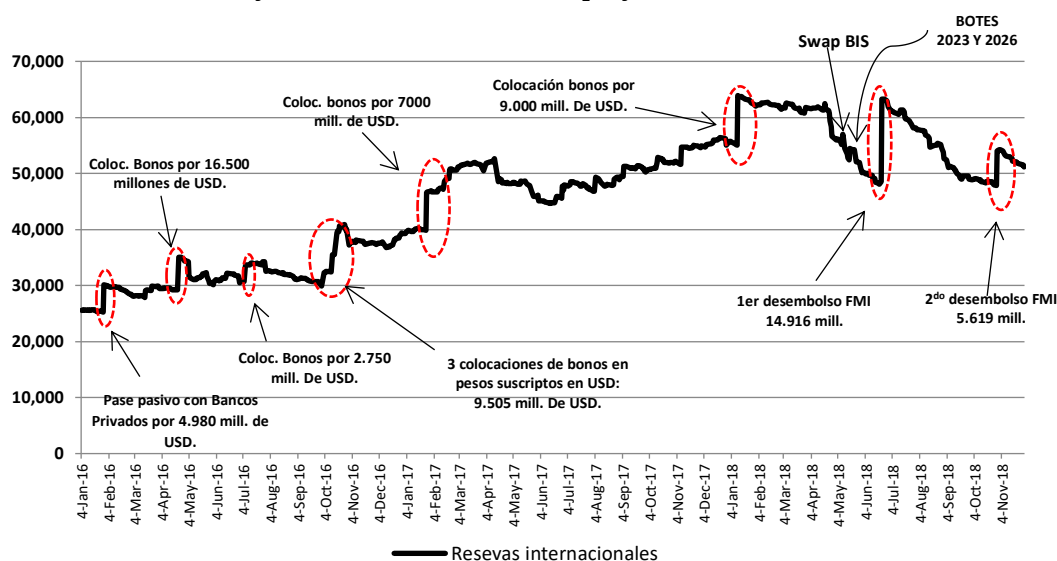


Gráfico 9. Evolución de las reservas internacionales (en millones de dólares). Argentina, Enero 2016 – Diciembre 2018.
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y Ministerio de Economía.

La inestabilidad cambiaria a la que se hace alusión en el párrafo anterior, que persistió fundamentalmente a partir de diciembre de 2017 (ver gráfico 6), fue en permanente aumento y se intensificó a partir de abril de 2018. La misma tuvo como respuestas el incremento de las intervenciones vendedoras del BCRA en el mercado de cambios y fuertes subas de la tasa de política monetaria. Con respecto a las intervenciones en el MULC, se tiene que del 5/3/2018 al 6/4/2018 la autoridad monetaria intervino vendiendo 2.427 millones de USD y a partir de ese día se mantuvo sin realizar intervenciones hasta la última semana de abril. Luego, a partir del lunes 23 volvió a intervenir diariamente y con mayor intensidad hasta alcanzar un total de ventas por 5.300 millones de USD en una semana en la que medios periodísticos informaron que el banco norteamericano JP Morgan impulsó la corrida cuando desarmó posiciones en LEBAC y compró 800 millones de USD (Burgueño, 2019). Con respecto a la tasa de política monetaria, esta se incrementó del 27,25 % al 40 % en los primeros días de mayo. Luego de estas maniobras del BCRA, el tipo de cambio mostró cierta estabilidad recién en la última

semana de abril, situándose en un promedio diario de 20,44 pesos por dólar. Empero, dicha estabilidad fue breve ya que a partir del 3 de mayo retomo la escalada y entre el 4 y el 9 del mismo mes la divisa aumento un 3,8%.

En el ámbito normativo, el 7 de mayo el BCRA mediante su comunicación A6501⁶, compelió a los bancos a reducir sus tenencias de moneda extranjera con el fin de fortalecer la oferta de divisas y como evidencia de la aguda situación de inestabilidad financiera por la que atravesó la economía y de la *posición Ponzi* en la que esta se encontraba, ese mismo día el presidente Macri informó en conferencia de prensa el inicio de conversaciones con el FMI en pos de la consecución de un préstamo. Luego de este anuncio, pareció acelerarse la devaluación y en solo diez jornadas el tipo de cambio se devaluó un 13%, dando lugar a una situación que demandó nuevas intervenciones vendedoras del BCRA que entre el 10 y el 15 de mayo alcanzaron un total de 2.440 millones de USD. Lo anterior se reflejó en la evolución de las reservas que continuaron a la baja y solo lograron recomponerse por medio de la ejecución de un swap de 2.000 millones de USD provenientes del BIS el día 9 de mayo (ver gráfico 9).

Recién el 14 de mayo, el BCRA modificó su táctica para contener la corrida y ofertó 5.000 millones de USD a 25 pesos con el criterio de solo intervenir cuando algún inversor busque superar ese valor que tenía el objetivo de poner un techo al tipo de cambio (Rafele, 2018; De Lucchi J. M., 2018) y con esta táctica que se mantuvo hasta el 7 de junio, se alcanzó un breve lapso de relativa estabilidad del tipo de cambio.

En este contexto, el Ministerio de Finanzas, en adición al accionar del BCRA, procedió el 15 de mayo con la reapertura de dos instrumentos cuya emisión originaria fue en octubre de 2016: BOTE 2023 y BOTE 2026⁷. Esta operatoria fue calificada por algunos medios especializados como un “rescate” por parte de los fondos de inversión americanos Black Rock y Templeton que ingresaron al mercado mediante la suscripción de casi 3.000 millones de dólares” (Clarín, 2018; Ámbito financiero, 2018).

Si bien existen opiniones diversas sobre el disparador de la corrida, a la luz de los hechos, tanto la apertura financiera como la desregulación imperantes, brindaron el marco adecuado para que los no residentes comiencen a desprenderse fácilmente de sus tenencias de LEBAC y a partir de abril de 2018 la inversión de portafolio neta comenzó a ser negativa, evidenciando una reversión del “inflow” de dólares. Según el balance cambiario del BCRA, entre abril y

⁶ Comunicación A6501: “Esta posición diaria -saldo diario convertido a pesos al tipo de cambio de referencia- no podrá superar el 10 % de la responsabilidad patrimonial computable o los recursos propios líquidos, ambos del mes anterior al que corresponda, lo que sea menor.”

⁷ La suscripción de ambos podía realizarse tanto en pesos como en dólares estadounidenses siendo el tipo de cambio para la suscripción el correspondiente a la Comunicación “A” 3500 del día lunes 14 de mayo de 2018 (Ministerio de Finanzas, 2018).

octubre de 2018 los egresos de inversiones fueron de 12.956 millones de USD. El gráfico 10 muestra cómo fue la dinámica de la inversión de no residentes en instrumentos de portafolio durante el período bajo análisis y cómo, durante el primer trimestre de 2018, los egresos de inversiones de portafolio empiezan a superar a los ingresos:

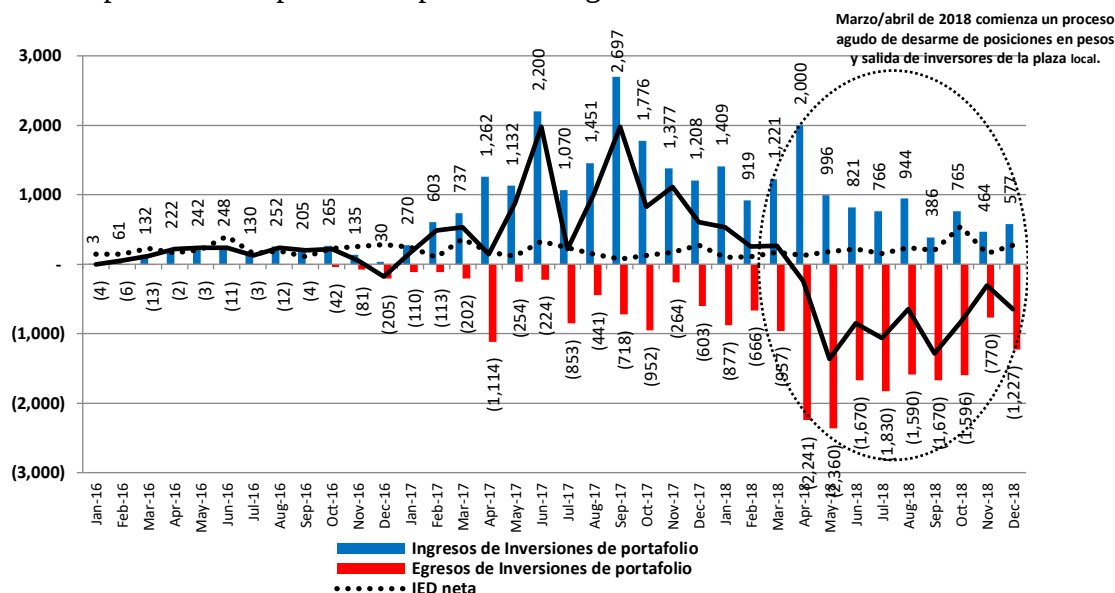


Gráfico 10. Dinámica de los tipos de inversión extranjera: IED y portafolio (en millones de dólares). Argentina, enero 2016 – Diciembre 2018. Fuente: Elaboración propia en baso a datos extraídos del Mercado Único y Libre de Cambios y el Balance Cambiario del BCRA

A continuación, en el gráfico 11 de la página siguiente, se puede observar como luego de alcanzar el nivel máximo, a partir de abril de 2018 comenzó el fuerte proceso de desarme de las posiciones en LEBAC por parte de los inversores extranjeros, configurándose lo que se podría interpretar como la génesis de la corrida contra el peso. Este gráfico permite dimensionar lo súbito del cambio en la tendencia y la velocidad que adquirió el desarme de posiciones en pesos durante los meses donde la crisis cambiaria se manifestó de forma más aguda y, tal como se mencionó antes, también otorga un indicio de uno de los posibles disparadores de las fuertes subas manifestadas en los indicadores de inestabilidad financiera: el incremento de la FAE netos que alcanzó los -11.049 millones de USD en esos dos trimestres y resultó así casi 20 veces superior al valor correspondiente al mismo período inmediato anterior (-566 millones de USD).

El grafico 11 de la página siguiente sitúa cronológicamente el inicio del proceso de salida de capitales en las vísperas de la corrida cambiaria de abril de 2018 y también muestra que el mismo se sostuvo durante todo el primer semestre de ese año, justo en concordancia con los dos picos mostrados por los indicadores de inestabilidad financiera durante el mismo lapso de tiempo: 198 % en marzo y 175% en mayo. Si se analiza el promedio trimestral del indicador que muestra el ratio entre los egresos agregados de divisas y las exportaciones, se tiene que en

el cuarto trimestre de 2017 este alcanzó un valor de 181%, un 70% superior al cuarto trimestre de 2016 y un 180% durante el primer trimestre de 2018, lo que representa un 35% superior respecto el valor del mismo indicador en el primer trimestre de 2017. Sin embargo, resulta relevante notar que estos valores son los más elevados de los 12 trimestres que abarca el período bajo estudio y ambos coinciden con los acontecimientos coyunturales que afectaron la estabilidad sistémica y que como se verá a continuación tuvieron fuertes implicancias en la configuración de la etapa final del régimen de metas de inflación.

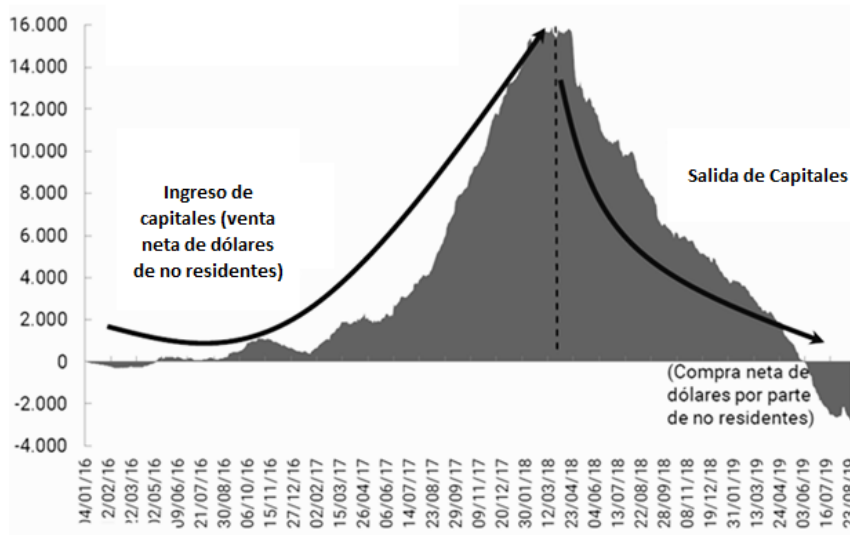


Gráfico 11. Evolución diaria acumulada de los flujos de “no residentes” y títulos valores en el mercado secundario (en millones de dólares). Argentina, enero 2016 – agosto 2019. Fuente: Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019. Autor: BCRA.

A pesar de la batería de medidas que adoptó el BCRA, la magnitud de la corrida también se puede dimensionar por el fuerte impacto que tuvo en el nivel de reservas ya que se verificó una caída de 10.000 millones de USD desde mediados de abril a mediados de mayo de 2018. En cuanto al tipo de cambio, este primer episodio de fuerte estrés cambiario cerró con una escalada del orden del 25% del precio de la divisa en un lapso de tan solo 30 días.

El 7 de junio, se dieron a conocer los detalles de lo que fue el primer acuerdo en formato *stand by* con el FMI, que como se anticipó, pasó a ser la principal fuente de financiamiento de divisas durante esta *segunda etapa* ante el cierre de los mercados voluntarios de deuda. Según el memorándum firmado con el FMI, el acuerdo era por un período de 36 meses y por un monto de DEG 35.379 millones (equivalente a aproximadamente USD 50.000 millones) con un primer desembolso de 15.000 millones de USD luego de la aprobación del programa (Dujovne & Sturzenegger, 2018). Los ejes principales del acuerdo fueron el compromiso de la reducción del déficit primario durante el año 2019 en pos del equilibrio fiscal en 2020 y con respecto al BCRA, además del fortalecimiento de su autonomía y de la modificación de su carta orgánica, se asumió el compromiso de realizar cero transferencias al Tesoro y proceder

con el desarme del stock de LEBAC (Ministerio de Hacienda, Junio 2018). En el acuerdo también se ratificó el régimen de metas de inflación con tipo de cambio flotante pero con la posibilidad de que el Banco Central realice intervenciones limitadas para moderar movimientos disruptivos del mercado de cambios y también se procedió con el anuncio de nuevas metas de inflación acordes al nuevo programa: 17% para 2019, 13% para 2020, 9% para 2021 y 5% para 2020 (BCRA, Junio 2018).

El acuerdo también implicó, junto con el antes mencionado requisito de dejar flotar el tipo de cambio, la supresión de la “barrera” de 5.000 millones de USD que el BCRA venía manteniendo en la oferta de divisas en el MULC. Una semana antes de esto, el día 8 de junio, el tipo de cambio superó por primera vez desde su implementación la cota máxima de los 25 pesos y cuando el 14 de junio se procedió con el retiro de los 5.000 millones de USD ofertados, el tipo de cambio se devaluó otro 5% y volvió a retomar su tendencia alcista. Ese mismo día, Federico Sturzenegger presentó su renuncia al cargo de presidente del BCRA, aduciendo que diversos factores habían deteriorado su credibilidad y esto lo impedía de continuar ejerciendo el cargo (Sturzenegger, Carta de renuncia, 2018). En su reemplazo asumió Luis Caputo, quien se mantuvo al frente de la autoridad monetaria en el tramo final de vigencia del régimen de metas de inflación.

El 18 de junio, el BCRA anunció en un comunicado de prensa, cuatro medidas relevantes para el funcionamiento del mercado: un incremento escalonado de 5 puntos porcentuales de los encajes bancarios; la disminución del 10% al 5% de la posición global neta positiva de moneda extranjera de las entidades financieras; la flexibilización de los requisitos para que las entidades financieras puedan adquirir LETES en dólares en el mercado secundario con la posibilidad de aumentar la posición global neta en moneda extranjera por encima del 5% en tanto el exceso se integre con este instrumento; y la implementación de un mecanismo de subastas para realizar las operaciones de compra y/o venta de moneda extranjera. Con respecto a esta última medida, se trató de un programa de licitaciones diarias de 100 millones de USD por el plazo de 75 días, mediante el cual la autoridad monetaria adjudicaría, en acuerdo con el Ministerio de Finanzas, hasta 7.500 millones de USD del total de los recursos provenientes del primer acuerdo con el FMI.

El 21 de junio ingresa el primer desembolso por el total de 14.916 millones de USD de los fondos del FMI y las reservas se recuperan (ver gráfico 9 de la página 21). Esta fuerte inyección de recursos pareció apaciguar la tensión cambiaria y en los hechos, el tipo de cambio promedió los 27, 58 pesos hasta los primeros días de Agosto de 2018.

Sin embargo, el escenario seguía complejo ya que en el ámbito internacional, la tensión existente entre EEUU y Turquía⁸ empezó a impactar en el conjunto de los países emergentes pero con un alto efecto negativo para la Argentina por encontrarse en una situación de *fragilidad financiera*. Con respecto a esto, debe tenerse presente que en este contexto los shocks locales o internacionales impactan con mucha fuerza y rapidez en el mercado financiero interno, lo que permite proponer que el disparador de las crisis cambiarias y su correlato materializado en ajustes del tipo de cambio y/o de la tasa de interés es función del grado de *fragilidad financiera* del soberano (Médici, 2019).

El 7 de agosto el BCRA fijó la tasa de LELIQ a 7 días en 40% y la definió como la nueva tasa de política monetaria en un contexto de reducción gradual del stock de LEBAC “con el objeto de eliminar una fuente de inestabilidad que estuvo en el centro de la escena de la turbulencia cambiaria iniciada en abril” (BCRA, IPOM octubre 2018). Una semana más tarde y en línea con lo acordado con el FMI, el BCRA anunció el inicio de este programa de cancelación del stock de LEBAC que, según el comunicado del día 13 de agosto de ese año, “asciende aproximadamente a 1 billón de pesos, de los cuales la mitad está en poder de entidades bancarias y el resto en manos de entidades no bancarias tales como fondos comunes de inversión, organismos públicos, empresas, individuos y no residentes” (BCRA, 2018).

Un día antes del debut de este proceso, la autoridad monetaria aumentó la tasa de política monetaria al 45%, “aun a riesgo de que implique un nuevo impacto sobre la inflación doméstica” (COPOM, 2018). Luego en la licitación del día 14 de agosto, el monto a adjudicar a los no bancarios fue de 230 mil millones (100 mil millones menor a los respectivos vencimientos estimados en manos de estos) y tal como se anticipó, a los bancos se les ofertó LELIQ (letras a 7 días de plazo) y NOBAC (notas a 1 año de plazo). También se anunció que, el Ministerio de Hacienda procedería con la creación un calendario de licitaciones regulares de LETES (Letras del Tesoro) en pesos en sincronía con las fechas donde haya un vencimiento de LEBAC siendo la primera licitación el miércoles 15 de agosto de 2018. En cuanto al resultado en el debut de este proceso, el BCRA ofreció LEBAC por un monto máximo de \$230.000 millones de pesos a participantes (residentes y no residentes) que no son entidades financieras adjudicándose \$201.701 millones, y con respecto a los instrumentos ofrecidos como alternativas, se evidenció una recepción exigua⁹. A la luz de estos resultados y en un intento por contener los pesos que quedaron en circulación, el BCRA dispuso sucesivos

⁸ La corrida cambiaria turca y la tensión entre ese país y Estados Unidos fueron los factores relacionados entre sí que dispararon una nueva devaluación del peso en la Argentina.

⁹ Por parte de las entidades financieras ya que la subasta de NOBAC quedó desierta y en cuanto a las LETES en pesos, el Ministerio de Hacienda informó que solo se adjudicaron 23.089 millones de pesos

aumentos de los encajes bancarios: 3 puntos porcentuales el 16 de agosto y 5 puntos porcentuales más el 30 del mismo mes. Con el correr de los días y en función de los datos consultados, se puede inferir que la decisión de comenzar con el proceso de desarme de LEBAC tuvo injerencia en la profundización de la tensión cambiaria que se recrudeció a finales de agosto y esto se debió fundamentalmente al reacomodamiento de las carteras de sus tenedores y los fuertes incentivos coyunturales a volcar sus excedentes financieros en pesos a la compra de moneda extranjera.

Para mediados de agosto se recrudeció la tensión cambiaria y cuando el tipo de cambio superó la barrera de los 30 pesos el BCRA incumplió el programa acordado con el FMI al volver a intervenir en el mercado de cambios (con un saldo negativo de 1.036 millones de USD durante esa semana) para intentar contener esta nueva corrida. Sin tener éxito en la contención de la devaluación, el día 29 de este mismo mes, nuevamente el Presidente Macri, utilizó la cadena nacional para el anuncio de un “nuevo”¹⁰ acuerdo con el FMI que permitiría hacer frente a la crisis económica y cambiaria que atravesaba el país. Sin embargo, este anuncio no surtió el efecto esperado ya que en vez de apaciguarse la corrida, ese mismo día el tipo de cambio se devaluó fuertemente y el 30 de agosto alcanzó los 39,60 pesos, por lo que este brusco movimiento no pudo ser contenido por ninguna de las medidas que adoptó el BCRA y ni siquiera por el fuerte respaldo del FMI. En cuanto al nivel de reservas, este continuó cayendo y se verificó que desde el 22 de junio (fecha en que se hizo efectivo el primer desembolso del organismo) hasta el 03 de septiembre, estas disminuyeron en 10.384 mil millones de USD.

En las semanas siguientes y en medio de las negociaciones por un nuevo acuerdo con el FMI, Luis Caputo renunció al BCRA y fue reemplazado por Guido Sandleris. El primero de octubre de 2018, la nueva conducción de la autoridad monetaria declaró el abandono formal del programa de metas de inflación y la adopción de un programa de control de agregados monetarios complementado con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria. Finalmente, el 30 de octubre se aprobó el acuerdo renegociado con EL FMI por lo que ingresaron 5.619 millones de USD y las reservas se recompusieron luego haber disminuido de manera continua durante casi todo el segundo semestre del año 2018, año en el que la economía Argentina evidenció encontrarse en una situación de *fragilidad financiera* manifiesta y, en función de los indicadores de inestabilidad financiera, en un esquema de

¹⁰ En realidad se trató del comienzo de una renegociación de los términos del primer acuerdo que se vio trunco en los hechos ante el incumplimiento del mismo por parte de Argentina que no superó la primera revisión del FMI.

financiamiento del tipo Ponzi según el enfoque minskiano.

5.3. El comportamiento de los indicadores: un resumen

Las medidas inherentes a la *etapa de adopción* y a la de *funcionamiento formal* del régimen de metas de inflación tuvieron impacto en el comportamiento de los indicadores de inestabilidad financiera. Sin embargo, de los cinco indicadores utilizados, solo 4 presentaron un patrón consistente con la performance que evidenció la economía Argentina en su dimensión financiera durante todo el período bajo análisis: los egresos agregados de divisas sobre las exportaciones, los egresos de divisas por importaciones sobre las exportaciones, los egresos de divisas por FAE sobre las exportaciones y los egresos de divisas por deuda sobre las exportaciones. Con respecto al quinto indicador, que representa la relación entre los egresos de rentas netas de inversión sobre las exportaciones, se verificó que mantuvo un comportamiento estable y sin cambios abruptos durante todo el período.

En primer lugar y como se vio anteriormente, los incrementos del ratio entre los egresos agregados de divisas y los ingresos de divisas por exportaciones coincidieron con los episodios de inestabilidad cambiaria que se replicaron en contextos de importantes cambios regulatorios y de ajustes en dos variables que tienen un fuerte impacto en la estabilidad macroeconómica: el tipo de cambio y la tasa de interés de política monetaria.

En segundo lugar, aparece el ratio entre los egresos por importaciones y los ingresos por exportaciones que luego de alcanzar su valor máximo de 127% en noviembre de 2017, empezó a disminuir de manera continua y en octubre de 2018 alcanzó un 85%. Lo anterior se explicó por una importante reducción de los egresos de divisas por el pago de importaciones ya que en el tercer trimestre de 2017 se pagaron por importaciones 19.630 millones de USD y solo 13.844 millones de USD durante el tercer trimestre de 2018. Esta reducción de casi el 30% puede encontrar parte de su explicación en los fuertes incrementos del tipo cambio acontecidos durante ese lapso de tiempo y el impacto recesivo de los mismos en el nivel de actividad¹¹: el tipo de cambio paso de los 17,28 pesos por dólar en el tercer trimestre de 2017 a 31,98 pesos por dólar en el tercer trimestre de 2018 lo que implicó una devaluación interanual del 85%.

En tercer lugar se tiene la relación entre la FAE en términos netos y las exportaciones, con

¹¹ Con respecto al nivel de actividad, según el estimador mensual de actividad económica (EMAE) que elabora el INDEC, éste mostró una fuerte caída a partir de en noviembre de 2017 que como se mencionó, coincide con la etapa de fuertes ajustes en el nivel del tipo de cambio nominal y de reducción de los egresos de divisas por pago de importaciones. Con respecto a los valores del indicador, se tiene que luego de un pico de 152,7 en noviembre de 2017, descendió a 151,8 en marzo de 2018 y luego siguió cayendo fuertemente hasta alcanzar un valor de 143 en junio de 2018.

respecto a la cual se verificó un salto muy importante en su nivel a partir de mediados de 2017 cuando de representar el 1% de los ingresos de divisas por exportaciones saltó al 30% en julio de ese año, para luego sostenerse en un porcentaje promedio mensual del 36% durante el resto del mismo año. Ya en el primer semestre de 2018, si bien este promedio se mantuvo, se verificaron los dos picos más elevados de esta relación siendo estos de 49% en marzo y de 46% en mayo y ambos coincidieron con los episodios de fuerte tensión en el mercado cambiario. En cuanto al egreso de divisas por FAE durante todo el período bajo estudio, el mismo alcanzó los 137.855 millones de dólares con un promedio mensual que pasó de 2.444 millones de USD en 2016 a 4.131 millones de dólares mensuales durante el 2017 y posteriormente alcanzó los 4.913 millones de USD mensuales en 2018. Estas cifras resultan manifestaciones contundentes de la insostenible dinámica financiera que asumió un modelo que no logró generar vía exportaciones las divisas suficientes que le permitan eludir la configuración de un esquema *Ponzi*.

Con respecto a los dos últimos ratios, es decir, los egresos de divisas por pago de deuda sobre exportaciones y los egresos de divisas por rentas netas de inversión sobre exportaciones, se verificó que ambos mostraron un comportamiento estable a lo largo del primer año de vigencia del régimen de metas de inflación pero luego presentaron un comportamiento diferente en los dos años siguientes. Con respecto a la primera relación, durante el año 2016 el indicador presentó un valor mensual promedio del 6% pero luego en el segundo semestre de 2017 este valor casi se triplicó pasando al 16%, y en el año 2018 el valor del mismo fue del 20% en promedio mensual. Lo anterior obedeció al fuerte incremento de los egresos de divisas por cancelación de cuotas de préstamos de organismos internacionales y títulos de deuda, que pasaron de 4.055 millones de USD en 2016 a 6.750 millones de USD en 2017 y 11.277 millones en 2018, lo que representó incrementos interanuales del 67% para cada año respectivamente. En cuanto a la segunda relación, la misma después de alcanzar un promedio mensual del 8% durante en el 2016, se mantuvo relativamente estable ya que pasó a un 7% mensual en 2017 y a un 6% mensual promedio en 2018. Respecto a este indicador, del mismo se desprende que los egresos de divisas afectados al pago de intereses, utilidades y dividendos, que fueran generados por las inversiones extranjeras directas y de cartera acontecidas en aquel período se habrían mantenido en un nivel estable. Sin embargo, la IED neta mantuvo un comportamiento mucho más estable que la las inversiones de portafolio, con un promedio mensual de 208 millones de USD en 2016, 197 millones de USD en 2017 y 205 millones en 2018. Por su parte, la dinámica de las inversiones de portafolio resultó inestable, con un promedio neto mensual de 128 millones de USD en 2016, luego de 828 millones de

USD en 2017 y un negativo de -515 millones de USD mensuales durante el 2018. Lo anterior evidencia el predominio de un carácter cortoplacista en los flujos de inversión que ingresaron al sistema financiero local durante el período y una IED que nunca despegó pese a los incentivos y demás señales de confianza emitidos por los hacedores de política económica en funciones.

Como corolario, y siguiendo la clasificación propuesta por el enfoque minskiano pero en función de la interpretación propuesta por Médici de los 5 indicadores de inestabilidad financiera, se verificó que de los 33 meses que abarcó el presente trabajo, la economía argentina se encontró en una *posición Ponzi* durante 23 meses, en una *posición especulativa* durante 9 meses y solo 1 mes en una *posición cubierta*, es decir, el 68% del tiempo la economía se situó en una *posición Ponzi*, el 29% en una *posición especulativa* y solo el 3% en una *posición cubierta*. Con respecto a su posicionamiento en un esquema *Ponzi*, resulta pertinente notar que este se configuró de manera casi continua desde mayo de 2017 hasta agosto de 2018 y lo hizo de forma coincidente con los sucesos coyunturales más críticos de todo el periodo bajo estudio y que en adición a la *fragilidad financiera* de la economía Argentina, signaron el abrupto final del régimen de metas de inflación.

6. CONCLUSIONES

Del análisis del período en términos de las dos etapas en que se divide el abordaje del tema propuesto, es decir, en función de la *etapa de adopción* y la *etapa de funcionamiento formal* del régimen de metas de inflación, se verificó que durante la primera etapa, la desregulación y liberalización de la economía junto con los ajustes en los precios relativos, impulsaron la dinámica alcista de los indicadores de inestabilidad financiera. Sin embargo, a partir de la segunda etapa, el salto en el valor de los indicadores evidenció corresponderse con la manifestación de la agregación de una serie de problemas inherentes a la dinámica que adquirió el funcionamiento de la economía Argentina en sus dimensiones financiera, monetaria y cambiaria. Estos problemas resultaron ser función del carácter que asumió la integración de Argentina a los mercados internacionales de deuda, de la praxis de los hacedores de política económica, de la vulnerabilidad adquirida respecto de la evolución del contexto internacional y de los problemas estructurales latentes, es decir, de una serie de condicionantes que guardan relación con el régimen seleccionado como esquema de política monetaria. Lo anterior invita a reflexionar sobre la conveniencia de la adopción del régimen de metas de inflación por parte de una economía signada por la presencia de problemas estructurales irresueltos y que encontró sistemáticamente en la operatividad de la restricción externa una de las principales explicaciones a sus trancos procesos de crecimiento. En este

contexto, el financiamiento en dólares obtenido durante el período, en el marco de una estrategia económica orientada por programas de liberalización y desregulación de las cuentas externas, no evidenció haber sido destinado en favor de la superación de estos problemas ya que las estadísticas del mercado de cambios muestran que su principal correlato fue la formación de activos externos.

En definitiva, del análisis del impacto del régimen de metas de inflación en la evolución de la estabilidad financiera de la economía Argentina, que se realizó a partir de la interpretación de los indicadores de inestabilidad financiera en función de los requisitos de adopción del régimen (tipo de cambio flexible, libre movilidad de capitales, ausencia de dominancia fiscal, credibilidad) y de la performance que el mismo evidenció, se propone la existencia de un vínculo entre ambos. Este vínculo, se manifestó mediante el impacto de la dinámica adquirida por la relación entre los egresos e ingresos de divisas en el incremento de la inestabilidad financiera de la economía Argentina durante el período bajo análisis. En este punto y bajo el enfoque minskiano, se concluye que la gestión directa e indirecta de estos flujos y reflujos de dólares, por parte de los *policy makers*, formó parte del eje constitutivo de la crisis sistémica resultante de la profundización de una situación de *fragilidad financiera* subyacente.

7. BIBLIOGRAFÍA

- Abeles, M., & Borzel, M. (2004). *Metas de inflación: Implicancias para el Desarrollo. Documento de trabajo n°1*. CEFID -AR, Buenos Aires, Argentina.
- Alvarez, J. (2019). *Cómo comenzó la megadevaluación de 2018 que lo cambió todo en Argentina*. Obtenido de Diario Perfil: <https://www.perfil.com/noticias/economia/pasaron-cosas-como-se-gesto-la-megadevaluacion-que-lo-cambio-todo.phtml>
- Ámbito financiero. (2018). *Black Rock y Templeton, los fondos vip a los que Macri les prometerá que Argentina saldrá de la "tormenta"*. Obtenido de Ámbito financiero sección Economía: <https://www.ambito.com/economia/black-rock-y-templeton-los-fondos-vip-los-que-macri-les-prometera-que-argentina-saldra-la-tormenta-n4031381>
- Amico, F. (2020). *La macroeconomía de Macri: Adiós represión financiera, bienvenido nuevo default*. Circus Revista Argentina de Economía, n°7, pag. 52-89. Buenos Aires, Argentina.
- Arestis, P. (2013). *Metas de inflación: un enfoque crítico*. Ensayos Economicos - N°68 – revista del BCRA, CABA, Argentina.

- Barbería, M. (2018). *Nuevo swap con el BIS para sumar u\$s 2000 millones a las reservas*.
Obtenido de Cronista: <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Nuevo-swap-con-el-BIS-para-sumar-us-2000-millones-a-las-reservas-20180510-0034.html>
- BCRA. (2015). *Informe Anual al Honorable Congreso de la Nación Argentina, Diciembre de 2015*. CABA, Argentina.
- BCRA. (2016) *IPOM mayo de 2016 (Informe de política monetaria)*. CABA, Argentina.
- BCRA. (2016) *IPOM octubre de 2016 (Informe de política monetaria)*. CABA, Argentina.
- BCRA. (2016). *Comunicación “A” 6105 del 25/11/2016*. CABA, Argentina.
- BCRA. (2017) *IPOM enero de 2017 (Informe de política monetaria)*. CABA, Argentina.
- BCRA. (2018). *Comunicado Mayo de 2018: Medidas del BCRA ante situación del mercado*. CABA, Argentina.
- BCRA. (2018). *Documento técnico de Junio de 2018: Fortalecimiento del Régimen de Metas de Inflación*. CABA, Argentina.
- BCRA. (2018). *IPOM julio de 2018 (Informe de política monetaria)*. CABA, Argentina.
- BCRA. (2018). *Noticia del 13 de agosto de 2018: El BCRA anuncia el programa de cancelación de LEBAC*. CABA, Argentina.
- BCRA. (2018). *Comunicado del COPOM del 13 de agosto de 2018: BCRA aumenta tasa de política monetaria al 45%*. CABA, Argentina.
- BCRA. (2018). *IPOM octubre de 2018 (Informe de política monetaria)*. CABA, Argentina.
- BCRA. (2020). *Informe: Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019*. CABA, Argentina.
- Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997). *Inflation Targeting: A New Framwork for Monetary Policy?* Journal Of Economic Perspectives - Volume 11, Number 2, 97-116. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, EEUU.
- Burgueño, C. (2019). *365 días de crisis: la “traición del JP Morgan”*. Disponible en Ambito financiero: <https://www.ambito.com/edicion-impresa/deuda/365-dias-tesis-la-traicion-del-jp-morgan-n5027894>

Calvo, G. (1998). Capital Flows and Capital-Market Crises: the Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*, Volm I, (Nov. 1998) 35-54.

Clarín. (2018). *Súpermartes: Un fondo extranjero compró el 75% de los bonos que emitió Caputo*. Obtenido de Clarín sección Economía: https://www.clarin.com/economia/fondo-extranjero-compro-75-bonos-emitio-caputo_0_B1Si6S9Rz.html

De Lucchi, J. M. (2015). *Comportamientos especulativos, autoridad monetaria y demanda efectiva*. Documento de Trabajo N°65 . CEFIDAR, Buenos Aires, Argentina.

De Lucchi, J. M. (2018). *La devaluación era evitable*. Obtenido de Página 12 sección Economía: <https://www.pagina12.com.ar/117790-la-devaluacion-era-evitable>

De Lucchi, M. (19 de noviembre de 2018). *Una crisis cambiaria por mala praxis*. Obtenido de Revista Circus del Grupo Luján: <http://grupolujan-circus.blogspot.com/2018/11/una-crisis-cambiaria-por-mala-praxis.html>

Diamand, M. (1972). *La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio*. Revista Desarrollo Económico, Vo.12 N°45, 25-47. Buenos Aires, Argentina.

Dujovne, N., & Sturzenegger, F. (2018). *Memorándum de Políticas Económicas y Financieras*. BCRA, CABA, Argentina.

GMA Capital. (2018). *El adiós final a las LEBAC*. Informe técnico de consultora GMA, Capital. CABA, Buenos Aires.

Hopenhayn, B., & Vanoli, A. (2001). *La globalización financiera. Génesis, auge, crisis y reformas*. Fondo de Cultura Económica. Buenos Aires, Argentina.

Kacef, O. (2016). *Metas de inflación en Argentina a partir de 2017*. Documento del CECE , FCE – UBA, Buenos Aires, Argentina.

Kregel, J. (2004). *External Financing for Development and International Financial Instability*. G-24 Discussion Paper N°32. Discussion Paper Series –UNCTAD, Ginebra, Suiza.

Kregel, J. (2006). *Estabilidad Financiera internacional, flujos de capital y transferencias netas hacia los países en desarrollo*. En c. Eugenia Corre y Alicia Girón, *Reforma financiera en América Latina*. CLACSO, Buenos Aires, Argentina.

- Kregel, J. (2015). *Las economías emergentes y la arquitectura financiera internacional: el "privilegio exorbitante" del dólar es solo el síntoma de un problema estructural*. Ensayos Económicos n°73 - BCRA. CABA, Argentina.
- Lampa, R., & Zeolla, N. (2019). *Apertura financiera, endeudamiento externo y crisis cambiaria: entendiendo la economía argentina (2016-2019)*. Buenos Aires, Argentina.
- Médici, F. (2017). *Inestabilidad financiera como problema de desarrollo en economías con restricción externa: Un enfoque minskiano*. De F. M. Editora, *Discusiones sobre el tipo de cambio. El eterno retorno de lo mismo* (págs. 191-220). UNM editorial, Moreno - Provincia de Buenos Aires, Argentina.
- Médici, F. (2018). *Términos de intercambio, cuenta capital y el modelo de crecimiento restringido por la balanza de pagos: Un análisis empírico*. Artículo publicado en Cuadernos de Economía, 37(40), 443-470. Publicación de la Universidad Nacional de Colombia. Bogotá, Colombia.
- Médici, F. (2019). *Crónica de una crisis anunciada*. Céfiro - Revista de economía y gestión, Año 5 n°4, 113-119. Publicación del departamento de Economía de la UNM. Buenos Aires, Argentina.
- Médici, F. (2020). Financial instability in peripheral economies: an approach from the balance-of-payments constraint. *Journal of Post Keynesian Economics*.
- Ministerio de Finanzas. (2018). *Noticias: Llamado a licitación de Bonos del Tesoro Nacional en Pesos a tasa fija vencimientos 2023 y 2026*. Obtenido de Ministerio de Finanzas: <https://www.argentina.gob.ar/noticias/llamado-licitacion-de-bonos-del-tesoro-nacional-en-pesos-tasa-fija-vencimientos-2023-y-2026>
- Ministerio de Hacienda. (2018). *Presentación oficial: Acuerdo Argentina-FMI*. CABA, Argentina.
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, New York, USA.
- Minsky, H. (1991). *Financial Crises: Systemic or Idiosyncratic*. Working paper n°51 - The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, New York, USA.

- Minsky, H. (1992). *La Hipotesis de la inestabilidad Financiera*. Documento de trabajo N°74 publicado en la Revista de Economía Crítica, n° 9.
- Mishkin, B. y. (1997). *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?* Revista Journal of Economic Perspectives - Volume 11, Number 2, 97 de la American Economic Association. Washington D.C, USA.
- Mishkin, F. S., & Savastano, M. A. (2000). *Monetary Policy for Latin America* - Working Paper 7617. National Bureau of Economic Research, Cambridge Massachusetts, USA.
- Rafele, E. (2018). *El Banco Central cambia de estrategia y le pone techo al dólar para blindar el vencimiento clave de Lebacs*. Obtenido de TN sección economía: <https://tn.com.ar/economia/el-banco-central-cambia-de-estrategia-y-le-pone-techo-al-dolar-para-blindar-el-vencimiento-clave-de-868921/>
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*. Fondo de Cultura Económica. Santiago de Chile, Chile.
- Reinhart, C., & Calvo, G. (2000). *When Capital Inflow Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options*. Reforming the International Monetary and Financial System – FMI, Washington DC, USA.
- Sturzenegger, F. (2018). *Carta de renuncia*. Documento disponible en: <https://www.infobae.com/economia/2018/06/14/la-carta-de-renuncia-de-federico-sturzenegger/>
- Sturzenegger, F. (2019). *Yes, Macri Failed on the Economy. But It Wasn't All for Naught. Americas Quarterly*. Disponible en: <https://www.americasquarterly.org/article/yes-macri-failed-on-the-economy-but-it-wasnt-all-for-naught/#.Xbs0c2bqmJg.twitter>.
- Thirlwall, A., & Hussain, M. (1982). *The Balance of Payments Constraint, Capital Flows and Growth Rate Differences between Developing Countries*. Oxford Economic Papers, n°34 , 498-510.
- Vanoli, A., Cibils, A., & Allami, C. (2018). *Los cambios en la era Cambiemos*. Fundación Friedrich Ebert , Buenos Aires, Argentina.