

Crisis de balanza de pagos y recuperación de la sostenibilidad de la deuda pública en la Argentina (2016-2020)

Balance of payments crisis and recovery of public debt sustainability in Argentina (2016-2020)

Por Eugenia Aruguete*

Fecha de Recepción: 01 de febrero de 2021.

Fecha de Aceptación: 19 de abril de 2021.

RESUMEN

En 2020, Argentina transitaba una crisis de balanza de pagos originada en el proceso de sobre-endeudamiento público que se inició cuatro años antes. Sin acceso a financiamiento internacional ni local, en un escenario de intensa inestabilidad macroeconómica y en el contexto de las nuevas dificultades generadas por la crisis del COVID-19, nuestro país avanzó en un proceso de reestructuración de la deuda pública en moneda extranjera y de normalización del acceso a financiamiento doméstico en pesos. En ese marco, procuró restaurar la sostenibilidad de la deuda, mejorar el perfil de vencimientos de corto plazo, relajar las necesidades de divisas más inmediatas y recuperar la estabilidad financiera y cambiaria.

Palabras clave: *Deuda, Crisis, Reestructuración, Sostenibilidad.*

ABSTRACT

In 2020, Argentina was going through a balance of payments crisis originated in the process of public over-indebtedness that began four years earlier. Without access to international or local financing, in a scenario of intense macroeconomic instability, and within the framework of the new difficulties generated by the COVID-19 crisis, our country advanced in a process of restructuring the public debt in foreign currency and normalization of access to domestic financing in pesos. Within this framework, it sought to restore debt sustainability, improve the profile of short-term maturities, relax more immedi-

* Doctoranda en Ciencias Económicas y Magíster en Historia Económica por la Universidad de Buenos Aires. Actualmente, cursa la Maestría en Finanzas en la Universidad Torcuato Di Tella. Correo: eugenia.aruguete@gmail.com

ate foreign exchange needs, and regain financial and exchange stability.

Keywords: *Debt, Crisis, Restructuring, Sustainability.*

Introducción

A principios del año 2020, la Argentina se hallaba ante un escenario complejo, atravesando una crisis de balanza de pagos con origen en la deuda pública, especialmente en moneda extranjera, y una intensa inestabilidad macroeconómica fruto de la acumulación de agudos desequilibrios. Tras cuatro años de sobre-endeudamiento, la deuda pública alcanzaba niveles insostenibles. El país había perdido acceso a financiamiento en los mercados internacionales, el Fondo Monetario Internacional –única fuente de recursos externos– había suspendido el último desembolso del acuerdo *stand by*, y el mercado de deuda local se hallaba virtualmente cerrado tras el reperfilamiento de títulos públicos de corto plazo dispuesto en agosto de 2019. La situación cambiaria y financiera era frágil, en una economía que evidenciaba una intensa volatilidad y la pérdida sostenida de reservas. En el corto plazo, el país enfrentaba una fuerte acumulación de vencimientos que contrastaba con su casi nulo acceso a financiamiento, especialmente en moneda extranjera. Urgía atender el problema externo y, al mismo tiempo, estabilizar la economía: atenuar la volatilidad, reducir la brecha cambiaria, contener las presiones en los mercados oficial y paralelo y recomponer reservas. La agenda 2020 imponía avanzar en la reestructuración de la deuda pública para restaurar la sostenibilidad. El gobierno esperaba que un acuerdo exitoso con los acreedores externos permitiera despejar el cronograma de vencimientos, relajar las necesidades de divisas más inmediatas y mejorar las posibilidades de volver a los mercados voluntarios de crédito a futuro. También, que una menor presión sobre las reservas permitiera recupe-

rar cierta estabilidad financiera y cambiaria. Un suceso inesperado alteró la agenda de gobierno. El estallido de la pandemia del Coronavirus a principios de 2020 desató una crisis económica y social de carácter global. La incertidumbre ante la agudeza de la situación sanitaria, sus efectos socio-económicos y las perspectivas de salida impactó en los mercados de todo el mundo. A nivel local, el *shock* externo apuntaló la inestabilidad y condicionó las negociaciones en torno al canje.

En este artículo de investigación, nos proponemos analizar la crisis de balanza de pagos con origen en la deuda pública en moneda extranjera que atraviesa la Argentina desde principios de 2018 y hasta la actualidad. En un primer apartado, luego de esta introducción, repasaremos brevemente la literatura sobre vulnerabilidad externa y crisis de balanza de pagos, atendiendo sus orígenes y dinámica de desenvolvimiento. En el segundo, abordaremos el proceso de sobre-endeudamiento público reciente que sentó las bases de la actual vulnerabilidad externa y financiera local, los episodios que desencadenaron la crisis y los intentos para contener la debacle que culminaron en fracasos, agudizando los problemas. Posteriormente analizaremos el proceso de reestructuración de la deuda que emprendió el gobierno argentino en 2020, centrado en el canje de deuda en moneda extranjera bajo ley extranjera y local, así como en moneda doméstica. En todos los casos consideraremos los condicionamientos creados por la pandemia del COVID-19. Al final presentaremos unas breves reflexiones.

Acerca de la vulnerabilidad externa y las crisis de deuda en economías en desarrollo

A mediados de los años '70 se inició una nueva fase de globalización financiera que, en un contexto de alta liquidez internacio-

nal, incluyó el ascenso de los flujos financieros transfronterizos y la implementación de reformas orientadas a la liberalización de la cuenta capital y los sistemas financieros domésticos (Eatwell, 1996; Eatwell y Taylor, 2000 y Taylor, 1998). Desde entonces, los países en desarrollo y, en particular, los de América Latina, se integraron al sistema económico mundial como receptores de capital, en el marco de la liberalización financiera externa e interna de sus economías y la aplicación de regímenes cambiarios que, con distintos arreglos según los países, tendieron a la apreciación (Bortz, 2018; Díaz Alejandro, 1985 y Frenkel, 2003).¹ Hasta ese entonces (previo a 1973/4), los límites al desarrollo de los países de la región habían estado asociados al problema de la restricción externa (Braun y Joy, 1968; Diamand, 1972; Díaz Alejandro, 1966 y Prebisch, 1950). Los procesos de industrialización encarados por estas economías, especializadas en la producción y exportación de productos primarios, habían alentado un aumento de las importaciones –en especial, de insumos y bienes de capital– que crecían a un ritmo mayor al de las ventas externas. Señalaba Prebisch: “mientras las exportaciones de productos primarios en general –salvo pocas excepciones– aumentan con relativa lentitud, la demanda de importaciones de productos manufacturados tiende a crecer con celeridad, con tanta más celeridad cuanto mayor sea el ritmo de desarrollo” (1961: 91). Además, los bienes

primarios padecían un deterioro en sus términos de intercambio que afectaba el valor de las exportaciones.² Fruto de esta dinámica entre las exportaciones y las importaciones, los países incurrieron en recurrentes déficits de cuenta corriente que deterioraban la posición de reservas, empujaban ajustes en el tipo de cambio (devaluaciones) y la consecuente contracción de las economías. Para mantener el equilibrio externo y evitar crisis, se veían forzados a crecer a un ritmo menor al de las economías desarrolladas.

En el marco de la segunda globalización financiera (años '70 en adelante), el problema de la restricción externa de los países de la región mutó. La sostenida acumulación de deuda pública y privada, especialmente en moneda extranjera, configuró un agudo (y nuevo) problema de vulnerabilidad externa. Bajo tales condiciones, las economías quedaron más expuestas a los ciclos financieros globales y la inestabilidad de los mercados domésticos creció. Como resultado, se volvieron más propensas a experimentar crisis de balanza de pagos que, con frecuencia, se combinaron con crisis cambiarias y financieras. Desde entonces, experimentaron sucesi-

1 A lo largo del período, los países de la región aplicaron diversos arreglos cambiarios. En los años '70, implementaron regímenes con alguna regla de predeterminación del tipo de cambio (fijación o *crawling peg*); en los '90, esquemas de convertibilidad; y en los 2000, regímenes de metas de inflación con flotación cambiaria e intervenciones de los Bancos centrales (Frenkel y Rapetti, 2012).

2 La tesis de la tendencia al deterioro de los términos de intercambio, conocida como Tesis Prebisch-Singer, sostenía que en la medida en que los bienes primarios presentaban una elasticidad ingreso de la demanda menor a la unidad, y que la de los bienes industriales era mayor, si la oferta de los primeros *vis-à-vis* los segundos crecía a una mayor velocidad que sus respectivas demandas, el precio de los productos primarios tendía a caer y a deteriorarse respecto al de los industriales. Como resultado, los bienes primarios, predominantes en el perfil exportador de los países de América Latina, padecían una tendencia al deterioro de sus términos de intercambio (Prebisch, 1949).

vos episodios de crisis que siguieron un patrón y una dinámica cíclica similar (Frenkel, 2003; Frenkel y Rapetti, 2009). En contextos de bajas tasas de interés en los mercados internacionales y un marco de políticas de liberalización financiera externa y local, el ingreso de capitales a una economía alimenta una fase expansiva mientras crece su vulnerabilidad externa y financiera. Tanto el sector público como privado buscan aprovechar el bajo costo del financiamiento externo colocando deuda en los mercados internacionales. El ingreso de capitales permite acumular reservas, contribuye a expandir la actividad, la moneda y el crédito y alienta un alza en el precio de activos reales y financieros mientras, como contrapartida, se acumulan pasivos en moneda extranjera.

El ingreso de capitales deriva en una apreciación cambiaria (enfermedad holandesa) con efectos reales: la pérdida de rentabilidad de los sectores transables *vis-à-vis* los no transables deteriora la oferta exportadora, mientras la demanda de importaciones crece aceleradamente y por encima de las exportaciones. En consecuencia, aparecen déficits de cuenta corriente que deterioran la posición de reservas de la economía.

El nuevo marco de políticas y el ingreso de capitales, a su vez, generan un alza de precios de activos financieros domésticos y un diferencial de rendimientos de éstos respecto a los externos, alentando a inversores internacionales y locales a tomar posiciones en activos locales financiadas con endeudamiento en moneda dura. De este modo, crece la exposición de la economía al riesgo cambiario y de *default* y, con ella, su fragilidad financiera.

Si inicialmente el arbitraje de activos alienta la disminución de las tasas de interés, a medida que la exposición al riesgo crece, apuntalada además por un cada vez mayor déficit de cuenta corriente, las tasas de interés locales aumentan. El riesgo alienta a los inversores a desarmar sus posiciones en activos locales y a

re-dolarizar sus carteras. En ese marco crecen la demanda de divisas, las presiones sobre el dólar y la inestabilidad en los mercados cambiario y financiero.

Mientras tanto, el aumento de tasas y la inestabilidad afectan la capacidad de refinanciamiento de la deuda pública, se cierra el acceso a los mercados voluntarios de deuda y el sector privado comienza a experimentar episodios de iliquidez e insolvencia. En este marco, crecen aún más los riesgos (y las expectativas) de devaluación y de *default*. Al final, no hay tasas de interés suficientemente altas para sostener la demanda de activos financieros locales y contener la dolarización de carteras. Se producen corridas contra las reservas y presiones sobre el tipo de cambio que pueden derivar en una devaluación abrupta.

Desencadenada la crisis, en ocasiones los países recurren al auxilio de los organismos multilaterales de crédito, en particular, del FMI, para recomponer reservas y contener la corrida. Sin embargo, el apoyo externo opera como señal de fragilidad de las economías y la incertidumbre crece, retroalimentando el proceso previo, pero desde un nivel de deuda superior, fruto de la asistencia financiera recibida. Al final, cuando las economías ya no disponen de suficiente liquidez en moneda extranjera para mantener al día el pago de sus obligaciones, la economía incurre en una cesación de pagos (declarada o no) y los problemas se agudizan. Los procesos de reestructuración de deuda se llevan a cabo, habitualmente, en el marco de la crisis. La fragilidad asociada a la incobrabilidad de los títulos públicos, junto a la inestabilidad cambiaria y financiera, son el contexto de la negociación y condicionan decisivamente su desarrollo y resultados. Un proceso de reestructuración exitoso es condición necesaria, pero no suficiente, para recomponer la sostenibilidad de la deuda, normalizar los mercados y recuperar la estabilidad macroeconómica.

El retorno a los mercados y un nuevo ciclo de sobre-endeudamiento

A fines de 2019, la situación de la economía argentina era crítica. El cambio de rumbo operado cuatro años antes, con la apertura a los flujos financieros internacionales, la eliminación de los controles cambiarios (el “cepo”) y el retorno a los mercados voluntarios de crédito tras el acuerdo con los *holdouts*³ abrió una nueva etapa de sobre-endeudamiento público.

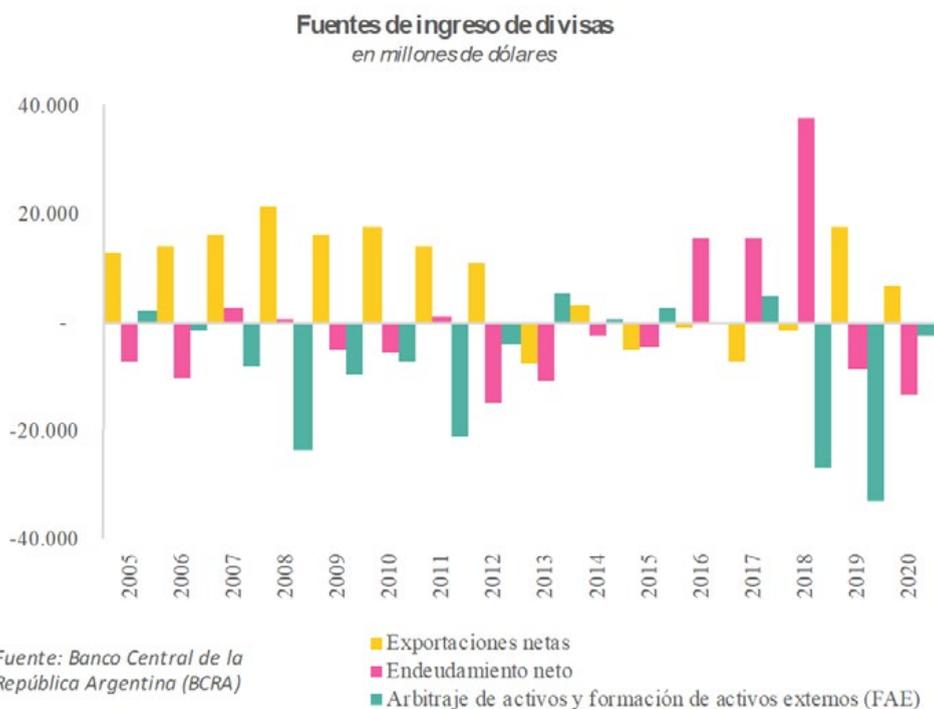
A pocos meses de iniciada la nueva gestión se puso en marcha un régimen de metas de inflación, un esquema de estabilización monetaria basado en la administración de las tasas de interés, la libre movilidad de capitales y la flotación “sucia” del tipo de cambio (Beltrani, 2018), que sentó las bases de un esquema macroeconómico inconsistente, aumentando la vulnerabilidad externa de nuestro país y su exposición a los vaivenes de la economía mundial.

En el marco de un ciclo de bonanza global y apetito por los mercados emergentes, bajo el nuevo esquema de políticas ingre-

saron al país ingentes flujos de capital para colocarse en acciones, letras y títulos públicos, alentando un *boom* financiero y un *rally* alcista en el precio de los activos locales. Con estabilidad cambiaria y bajo riesgo soberano, el sector público emitió deuda en los mercados internacionales y locales, acumulando pasivos de manera acelerada, sobre todo en moneda extranjera. El BCRA emitió una serie de instrumentos (inicialmente las *Lebacs*, luego las *Leliqs*) y administró sus tasas para regular la oferta monetaria con fines antiinflacionarios. Ambos activos ofrecieron altos rendimientos en pesos y alentaron una fuerte demanda por parte del sector privado (BCRA, 2020).

El combo desregulación financiera y cambiaria y altas tasas de interés generó condiciones para el arbitraje entre activos, alentando el ingreso de capitales privados que buscaron aprovechar los altos retornos de los activos en pesos, generalmente financiados en moneda dura. En los primeros años, el ingreso de capitales contribuyó a engrosar las reservas del BCRA.

3 En abril de 2016, el gobierno de Cambiemos acordó, en los juzgados internacionales, la cancelación del remanente no reestructurado de la deuda pública en *default* (el 7% de total *defaulteado*, tras dos canjes exitosos en 2005 y 2010) por un valor de 9,3 mil millones de dólares. En la misma operación emitió títulos por 16,5 mil millones de dólares y canceló la deuda. Los 7,2 mil millones de dólares restantes fueron utilizados para engrosar las reservas del BCRA del Tesoro, especialmente en moneda extranjera, de la reserva Federal de los Estados Unidos.



A principios de 2018, la Reserva Federal de los Estados Unidos inició una etapa de aumento progresivo de las tasas de interés, alterando las condiciones financieras globales hasta entonces vigentes (BIS, 2018). El cambio de tendencia encontró a la Argentina altamente endeudada y expuesta a los ciclos financieros globales. El aumento del riesgo asociado al acelerado endeudamiento público en moneda extranjera, que alcanzó niveles insostenibles, condujo al cierre de los mercados internacionales y un freno en el ingreso de capitales que venía alimentando el auge (*sudden stop*). En ese marco, comenzó un período de inestabilidad y mayor volatilidad del dólar, abruptas y periódicas devaluaciones, el de-

rumbe en el precio de los activos domésticos, el aumento del riesgo país y la caída de reservas⁴.

En junio de 2018, el gobierno recurrió a un programa de asistencia del FMI.⁵ Argentina

4 El EMBI (Emerging Markets Bonds Index) es el índice de bonos de mercados emergentes (habitualmente conocido como riesgo país) calculado por JP Morgan Chase. Es la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos en dólares emitidos por países subdesarrollados respecto de la tasa de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados libres de riesgo. El diferencial se expresa en puntos básicos.

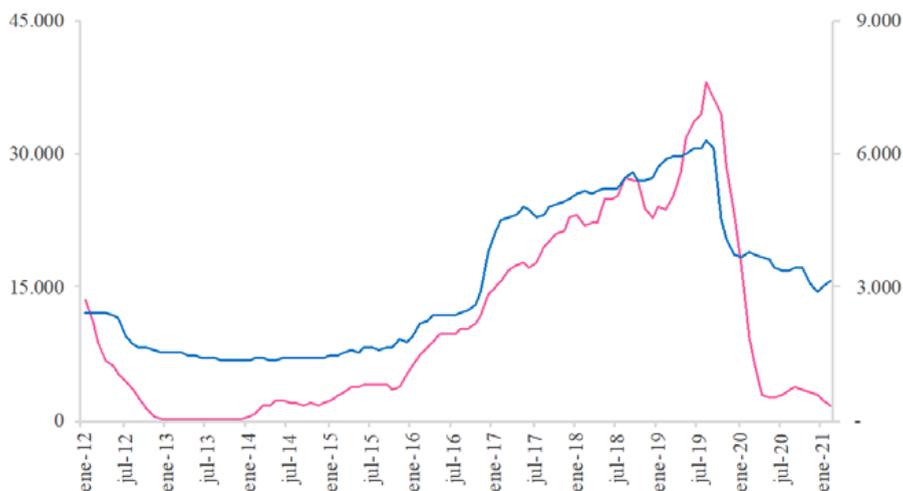
5 El gobierno interpretó la situación como una crisis de confianza, fruto de un programa de reformas pro-mercado insuficiente o inconcluso. Con ese diagnóstico, decidió profun-

accedió a una línea de financiamiento *stand by* por 57.000 millones de dólares por un plazo de 3 años y se comprometió a una serie de metas cuyo cumplimiento sería monitoreado trimestralmente por el organismo. El acuerdo, por el que Argentina recibió cerca de 45.000 millones de dólares entre junio de 2018 y julio de 2019, fecha del último desembolso, convirtió a nuestro país en el principal deudor del organismo. En el ínterin y para complementar el esfuerzo del financiamiento externo, el gobierno implementó sucesivos cambios en el régimen monetario y reemplazó en varias oportunidades a las autoridades del BCRA.

A pesar de la ayuda, la Argentina no logró revertir la situación, los indicadores de vulnerabilidad empeoraron y el riesgo cambiario y soberano creció. En ese marco, se aceleraron la demanda de dólares para atesoramiento (técnicamente conocida como formación de activos externos) y el retiro de depósitos de los bancos, apuntalando la caída de reservas, una nueva devaluación, un salto adicional en las tasas de interés, un mayor deterioro en el valor de los activos locales y el aumento del riesgo país⁶.

Formación de activos externos y depósitos en dólares del sector privado

en millones de dólares



Fuente: Banco Central de la República Argentina (BCRA)

— Salidas por FAE, media móvil 6 meses (eje der.)
— Depósitos en dólares del sector privado

dizar el ajuste, acelerar las reformas y recurrir al FMI para recuperar la “confianza” de los mercados, mostrando el apoyo del organismo internacional a las medidas de gobierno.

6 Si bien la crisis tenía raíces económicas, el año electoral –con un resultado adverso en las PASO y la derrota del oficialismo en los comicios generales–, anticiparon el fin de un ciclo político y agudizaron la crisis. Para un análisis del período, véase: Aruguete (2020) y Bortz y Zeolla (2018).

A fines de agosto y ante la imposibilidad de seguir refinanciando deuda en el mercado local, el gobierno dispuso el reperfilamiento de títulos públicos en moneda extranjera y local de corto plazo. El virtual *default* cerró el acceso

al mercado local (el riesgo país se disparó arriba de los 2.000 puntos básicos), alimentó una mayor inestabilidad y apuntaló la pérdida de reservas, agudizando los problemas.



Ante la aceleración de la salida de capitales, en un contexto de estrés económico y sin acceso a financiamiento, entre agosto y octubre de 2019 Argentina reintrodujo los controles cambiarios, logró detener la pérdida de reservas y contener las presiones sobre el tipo de cambio oficial. No obstante, con la reintroducción del cepo, las presiones se trasladaron a los dólares financieros, dando lugar a la reaparición de la brecha cambiaria. 2019 culminó en una profunda y prolongada crisis macroeconómica, arrastrando dos años de recesión y un agudo deterioro en los indicadores laborales y sociales. El saldo hacia adelante fue una deuda pública que alcanzó niveles insostenibles y la

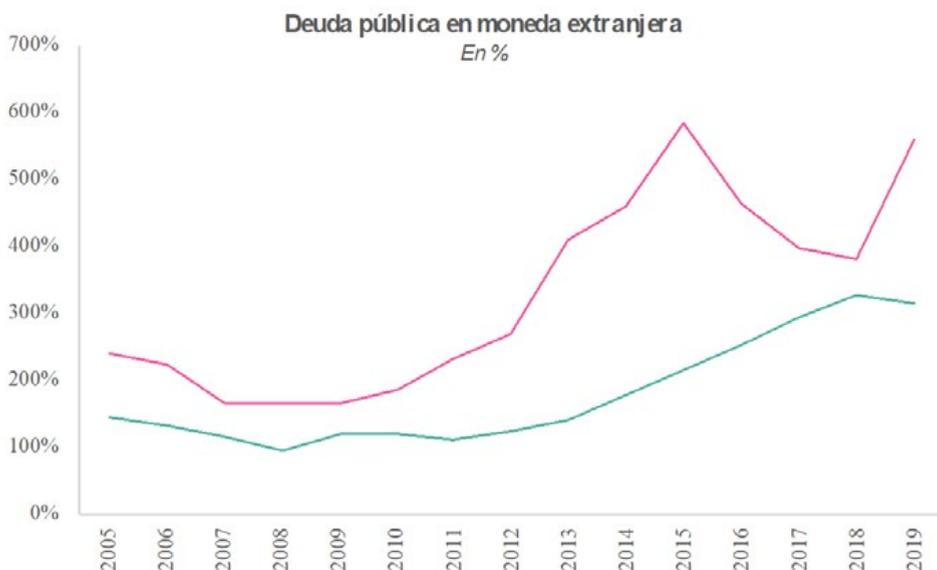
acumulación de vencimientos de capital e intereses por cerca de 220.000 millones de dólares entre 2020 y 2023. La nula capacidad de financiamiento del Tesoro, especialmente en moneda extranjera, lo imposibilitó de cumplir sus compromisos. Con reservas internacionales exiguas, aunque transitoriamente protegidas por el “cepo”, y sin acceso a los mercados de crédito, resolver el problema de la deuda se volvió prioritario.

Los desafíos de la deuda pública en 2020

Luego de un vertiginoso proceso de endeudamiento, a fines de 2019 la deuda bruta del

sector público nacional alcanzaba los 323.000 millones de dólares, habiéndose incrementado en más de 80.000 millones de dólares en apenas 4 años. En relación al producto, la misma ascendía al 89,4%, contra el 53,6% que

alcanzaba en diciembre de 2015. De ese total, la deuda en moneda extranjera rondaba el 77,7% y equivalía a 3 veces las exportaciones anuales y a casi 5,5 veces las reservas brutas en poder del BCRA.



Fuente: Secretaría de Finanzas, Banco Central de la República Argentina (BCRA) e Instituto de Estadísticas y Censos (INDEC).

— En % de las exportaciones
— En % de las reservas internacionales

En el corto plazo, la Argentina enfrentaba vencimientos de capital e intereses que rondaban los 220.000 millones de dólares entre 2020 y 2023, 70% de los cuales correspondía a compromisos en moneda extranjera y 20,3% a deuda con organismos internacionales. La concentración de vencimientos en el primer semestre de 2020, debido al reperfilamiento de títulos, complicaba la situación en lo inmediato. En contraste, la capacidad de pago de la Argentina se hallaba fuertemente deteriorada, fruto de la caída de reservas. La caída de las importaciones tras dos años consecutivos de recesión había permitido una recomposición del saldo comercial y de las divisas de dicho

origen, pero las exportaciones aún evidenciaban un escaso dinamismo.

El país había perdido acceso al crédito en los mercados internacionales a principios de 2018, el financiamiento del FMI estaba suspendido y el mercado de deuda local se hallaba virtualmente cerrado. Expresión de la falta de financiamiento del Tesoro, el riesgo país rondaba los 2.000 puntos básicos. En este marco, alcanzar un acuerdo para la reestructuración de la deuda pública, con los acreedores privados primero y con el FMI y el Club de París después, resultaba imperioso. Un acuerdo exitoso con los tenedores externos permitiría despejar el cronograma inmediato de pagos y

contribuiría a calmar las expectativas de devaluación, contener la brecha cambiaria y lograr cierta estabilidad en los mercados. Recuperar la sostenibilidad de la deuda era condición necesaria (aunque no suficiente) para avanzar en la reactivación económica y la mejora de los indicadores sociales.

El estallido de la crisis del COVID-19 alteró dramáticamente el escenario global. El freno a la circulación de personas, la suspensión de actividades y el cierre de fronteras derivaron en una aguda caída en la producción y la oferta mundial de bienes y servicios. La pérdida de empleos y el retroceso de los salarios contrajeron el consumo. La combinación de un *shock* de oferta seguido por uno de demanda redundó en una caída del 3% del PBI global y del 9,6% en el comercio (Guerrieri, Lorenzoni, Straub y Werning, 2020).

En paralelo, se deterioraron las expectativas de crecimiento en las principales economías del mundo, con pronósticos que fueron

empeorando con el tiempo y alimentaron un clima de incertidumbre. El ascenso en el riesgo global afectó a las principales plazas bursátiles, impulsó el derrumbe en el precio de acciones, *commodities* y títulos públicos, y un salto en los índices de riesgo país⁷.

Entre las economías emergentes y en desarrollo y, en particular, entre las de América Latina, el impacto fue heterogéneo. El ascenso de la incertidumbre aumentó la volatilidad de los mercados y alentó una rápida salida de capitales hacia plazas más seguras, empujando a la baja el precio de los activos domésticos (en particular, el de los títulos públicos), aumentando los *spreads* soberanos y las tasas de interés y volviendo más inaccesible el crédito. Como contrapartida del fortalecimiento del dólar, disminuyó la cotización de muchas materias primas, afectando los ingresos por exportaciones, el saldo de cuenta corriente y los ingresos fiscales de los países exportadores de bienes primarios.

7 El índice VIX mide la volatilidad implícita en el índice bursátil S&P 500 de Estados Unidos y se lo considera un indicador de la percepción de riesgo global. El MSCI de mercados emergentes (Morgan Stanley Capital Investment sus siglas en inglés) es un índice de instrumentos de renta variable de un conjunto (variable) de mercados emergentes.

Riesgo global e índice bursátil de mercados emergentes

En % y en índice dic-18=100

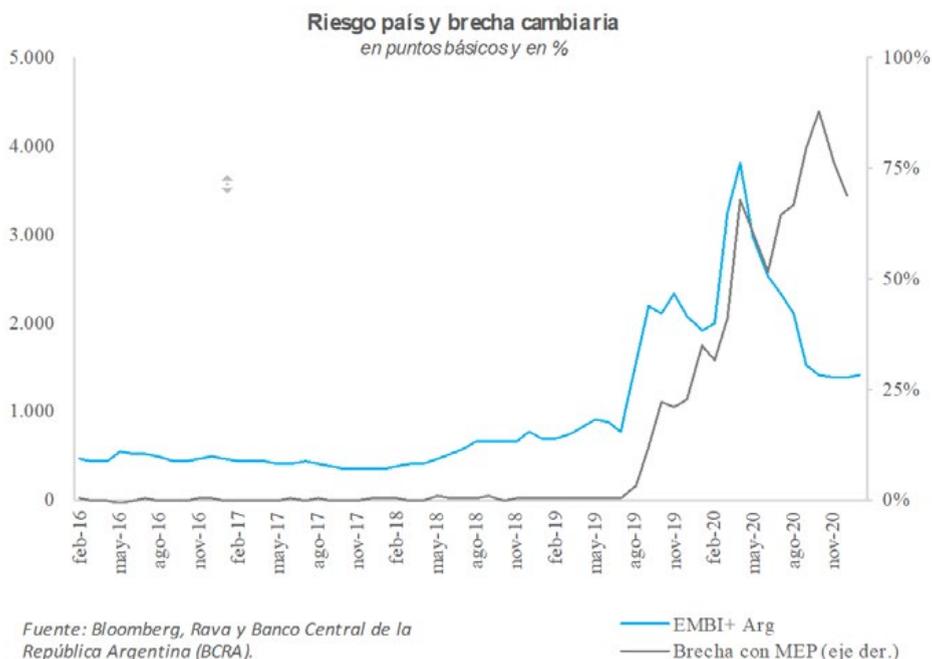


Fuente: Bloomberg

La crisis global conmovió la agenda de prioridades del gobierno argentino, hasta ese momento centrada en resolver el problema de la deuda y reactivar la economía. Argentina se encontraba sin acceso al crédito, con un ajustado control de cambios e iniciando el proceso de reestructuración de su deuda pública en *default*. La incertidumbre y el riesgo global tiñeron el proceso. La caída en el precio de los activos financieros afectó a los bonos argentinos, que cayeron aún más.⁸

8 Debido al derrumbe de sus precios, los títulos públicos se ubicaron en valores atractivos para los fondos buitre, más proclives a batallar en tribunales internacionales que a negociar reestructuraciones, amenazando el éxito del canje. De haber avanzado en adquisiciones masivas y logrado una participación sustantiva en la tenencia de títulos, la presencia de fondos buitre pudo haber impedido el éxito de la reestructuración. Algo que, afortunadamente, no sucedió.

El riesgo país, que había superado los 2.000 puntos básicos tras el reperfilamiento, se disparó arriba de los 4.000. También creció (aún más) el apetito local por activos dolarizados. Paradójicamente, el cierre de los mercados de crédito desde 2018, la fuerte reversión de capitales entre 2018 y 2019 y los controles cambiarios aplicados desde agosto de 2019 desacoplaron parcialmente la economía argentina del ciclo financiero global. Aún así, el BCRA debió intervenir vendiendo reservas para contener las presiones. El aumento de la demanda de dólares, por su parte, se canalizó hacia los dólares financieros y alentó nuevos saltos en la brecha, una mayor inestabilidad y la caída de reservas, generando indirectamente mayores presiones sobre el dólar oficial.



A ello se agregaron las dificultades asociadas a la atención local de la crisis generada por el COVID-19. Al igual que otros países, el gobierno argentino puso en marcha una política fiscal y monetaria expansiva para contener los efectos socio-económicos de la pandemia: en particular, compensar la caída de los ingresos, evitar el colapso de empresas y la destrucción de empleos⁹. Para

ello el Tesoro incurrió en un fuerte aumento del gasto para financiar programas de transferencia de ingresos a sectores vulnerables y el BCRA inyectó liquidez a través de los bancos para acercar préstamos blandos a empresas en dificultades.¹⁰

9 Gobiernos de todo el mundo recurrieron a paquetes de rescate fiscal y monetario para atender la crisis. Se destacaron los casos de los Estados Unidos y de Gran Bretaña, con agresivos paquetes fiscales (16,7% y 16,3% del PIB, respectivamente) y monetarios (2,4% y 16,1%). Entre los instrumentos utilizados, deben mencionarse los programas de asistencia monetaria para compensar los efectos de la recesión en el empleo y los ingresos, recortes de tasas e inyección de liquidez. Véase: Monitor Fiscal del FMI (2021).

10 Concretamente, se impulsaron programas como la Tarjeta Alimentar, el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) y el Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción (ATP). En cuanto al financiamiento, el BCRA puso en marcha un programa de créditos a tasas 0% para monotributistas y autónomos y nuevas líneas de financiamiento a tasa subsidiada y con garantía del Fondo de Garantías Argentino (FoGar) para la producción, especialmente PyMEs. Para apuntalar las medidas, fijó límites a la tenencia de Leliqs por parte de los bancos y los obligó a liquidar sus *stocks*. Para fortalecer el ahorro en pesos, lanzó los plazos fijos en UVA precancelables,

El financiamiento monetario del déficit fiscal debido a las restricciones presupuestarias del Tesoro aumentó la liquidez del sistema. Además, los estímulos a través del crédito no alcanzaron a canalizarse al sistema productivo. Bancos y sector privado se mostraron reticentes a avanzar en operaciones de crédito en un contexto de caída de la demanda. Finalmente, las tasas de interés reales vigentes en la economía no lograron ofrecer retornos suficientemente rentables para alentar el ahorro en pesos. En un contexto de controles cambiarios, el aumento de la liquidez se volcó al mercado paralelo y alimentó la demanda de dólares financieros vía MEP y CCL, apuntalando la brecha y alimentando mayores tensiones¹¹.

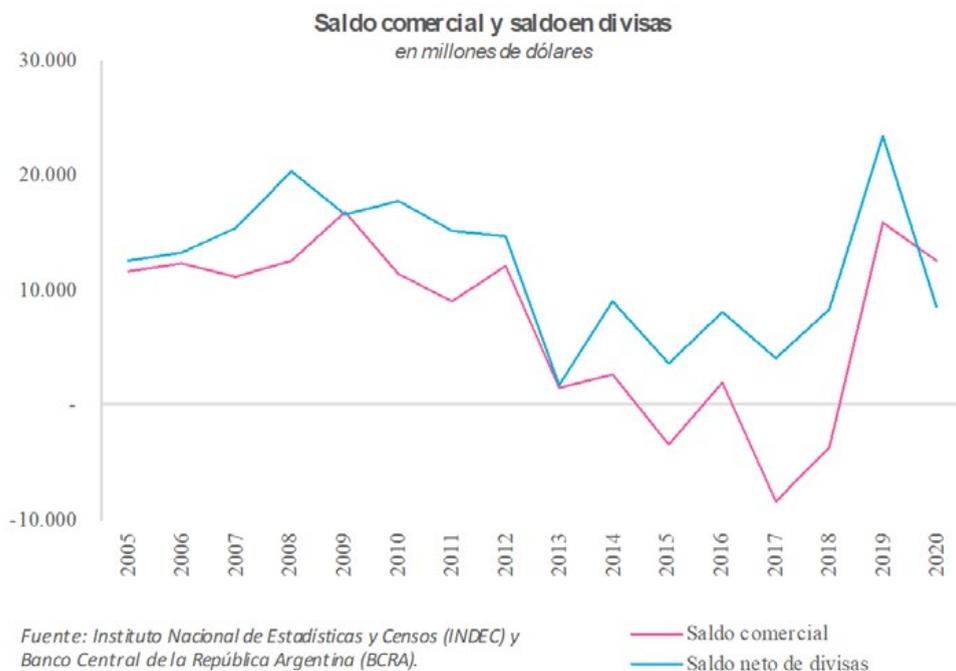
El salto en el precio de los dólares financieros generó incentivos para arbitrar en el mercado paralelo y alimentó expectativas de una devaluación futura. Este escenario incen-

tivó comportamientos que contribuyeron a disminuir la oferta y aumentar la demanda de divisas en el mercado oficial, trasladando las presiones devaluatorias hacia dicho mercado. Así ocurrió, por caso, en el comercio exterior, donde el flujo de divisas asociado a las exportaciones y las importaciones se resintió. La liquidación de divisas por exportaciones se ubicó por debajo del registro de ventas al exterior (los exportadores usaron divisas para cancelar deudas en moneda extranjera). Por el lado de las importaciones se evidenció un aumento en los pagos de contado y a precio oficial de importaciones que previamente financiaban. De modo que el saldo en divisas por exportaciones e importaciones se ubicó por debajo del saldo comercial¹², alcanzando niveles insuficientes para cubrir las necesidades financieras del período.

fijó una tasa mínima para depósitos y revirtió progresivamente la estrategia de disminución de las tasas de política que se transmitió lentamente al resto de las tasas de la economía.

11 El dólar CCL (contado con liquidación) y el dólar MEP (mercado electrónico de pagos) permiten adquirir dólares en un contexto de controles cambiarios mediante operaciones financieras con títulos (acciones o bonos). El CCL consiste en la compra de un título en el mercado local en pesos y su venta en dólares en el mercado internacional, mientras el MEP consiste en la compra de un título en pesos y su venta en dólares, ambos en el mercado doméstico.

12 Suele ser al revés, debido a la financiación de importaciones que sustituye parcialmente los pagos de contado.



Mientras tanto, los incentivos para realizar operaciones de arbitraje entre el dólar oficial y los financieros (o anticiparse a un salto en el tipo de cambio), también elevaron la demanda de dólares en el mercado oficial.¹³ En ese marco, la brecha empujó nuevas caídas en las reservas del BCRA, debilitando su poder de intervención, incrementando el riesgo y la incertidumbre.

La reestructuración de la deuda pública en moneda extranjera

En ese contexto, se inició el proceso de reestructuración de la deuda pública bajo legis-

lación extranjera. El tratamiento de la deuda bajo ley local y con los organismos internacionales, en particular, con el FMI y con el Club de París, se abordaría más adelante, una vez alcanzado el éxito del canje con privados del exterior.¹⁴ El primer paso fue la creación

14 Según el cronograma de compromisos en moneda extranjera que enfrentaba la Argentina, el grueso de los vencimientos de capital e intereses entre 2020 y 2021 correspondía a tenencias de títulos públicos por parte de acreedores privados. Los vencimientos por el acuerdo *stand by* con el FMI, del cual el país recibió 45.000 millones de dólares, se concentraban mayormente en los años 2022 y 2023. Por ello, la reestructuración de la deuda comenzó por los papeles en manos de acreedores privados, supeditando a su resolución las negociaciones con el organismo.

13 Ello se reflejó en un salto en la cantidad de personas que demandaron dólares billete en un contexto de restricciones (un tope a las compras de 200 dólares mensuales).

del marco legal. Por iniciativa del Ejecutivo, entre diciembre y febrero se sancionaron dos Leyes que declararon prioritaria la restauración de la sostenibilidad de la deuda, trazaron los principios generales de buena fe, transparencia e igualdad de trato y definieron los procedimientos para la reestructuración. La negociación contemplaría de manera integral a los acreedores privados, el FMI y el Club de París, aún cuando el tratamiento con cada uno de ellos se abordaría en etapas sucesivas.¹⁵ En marzo se definió el perímetro del canje. El universo sujeto a reestructuración incluyó una serie de bonos por cerca de 68.800 millones de dólares, dos terceras partes de los cuales habían sido emitidos entre abril de 2016 y enero de 2018; el resto, en los canjes de 2005 y 2010.¹⁶ Los servicios de capital e intereses correspondientes a estos papeles ascendían a 126.000 millones de dólares, con obligaciones que llegaban al año 2117 y casi el 60%

15 Se trata de la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva en el Marco de la Emergencia Pública (Ley 27.541), de diciembre de 2019, y la Ley de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública emitida bajo ley extranjera (Ley 27.544), de febrero de 2020.

16 Mediante el Decreto 250/20, de marzo de 2020, se establece el perímetro del canje. El universo de títulos elegibles (Decreto 391/20), definido en abril, estuvo integrado por un conjunto de 21 títulos, 4 de ellos emitidos durante el anterior proceso de reestructuración, en los canjes de deuda llevados a cabo en 2005 y en 2010, y los 17 restantes, entre abril de 2016 y enero de 2018. En términos de monedas, el 71% de los mismos se hallaba denominado en dólares estadounidenses, el 28,3% en euros y el 0,6% restante en francos suizos. Véase: Oficina de Presupuesto del Congreso (2020) y Ministerio de Economía (2020).

de los vencimientos concentrados entre 2020 y 2030. Posteriormente se iniciaron las negociaciones. El gobierno buscaba restaurar la sostenibilidad de la deuda, volverla compatible con un crecimiento sustentable a mediano y largo plazo. El perfil de vencimientos post-canje debía permitir recuperar la senda del crecimiento y recomponer los indicadores sociales fuertemente deteriorados tras la crisis de 2018-19 y como resultado de la pandemia. Además, debía mejorar la capacidad de repago de la economía, facilitar el retorno a los mercados internacionales de crédito en el futuro y fortalecer la economía para absorber *shocks* originados en crisis de origen doméstico y externo, presentes y futuras (Ministerio de Economía, 2020).

De lograrse el acuerdo, además, mejoraría la situación financiera y cambiaría del país, disminuiría la presión sobre las reservas y se aliviarían las tensiones. Pero la incertidumbre en torno a las negociaciones en curso, sumado a la inestabilidad generada por la pandemia, alimentó la volatilidad, sostuvo alta la brecha cambiaria y siguió apuntalando la caída de reservas.

En abril, el Ministerio de Economía entendió el diálogo con los acreedores. A mediados de ese mes se presentó la propuesta formal del canje que se zanjó el apoyo de un amplio espectro de la sociedad, así como de la comunidad financiera internacional.¹⁷ En coincidencia con la posición argentina, el FMI consideró insostenible la situación de la deuda y manifestó la necesidad de lograr una fuerte

17 Entre los apoyos domésticos se encontraron los de gobernadores, legisladores e intendentes, hombres y mujeres de negocios, líderes sindicales y representantes de la oposición. También recibió el respaldo, sin precedentes, de más de 130 economistas de renombre internacional de diferentes líneas de pensamiento y de más de 170 economistas del país.

reducción en las cargas financieras para que el país recuperase su capacidad de pago.

La Argentina buscaba maximizar el apoyo de los inversores preservando sus objetivos de sostenibilidad. La presencia de grandes fondos de inversión y su acción coordinada, organizada en tres grupos de tenedores, fue decisiva en el devenir de las negociaciones.¹⁸ Con una sustantiva participación en la tenencia de títulos públicos sujetos al canje, contaban con capacidad suficiente para impedir el cumplimiento de la cláusula de acción colectiva (CAC)¹⁹, lo que les concedió un gran poder de negociación. La negociación, que se extendió entre los meses de abril y agosto, estuvo signada por marchas y contramarchas; propuestas, rechazos y contrapropuestas. En agosto el gobierno logró la adhesión de los acreedores mayoritarios nucleados en los tres comités, que aceptaron una nueva propuesta con modificaciones, y el acuerdo se cerró. Días más tarde el Ejecutivo avanzó en el tratamiento de la deuda bajo legislación local y envió al Congreso una Ley que seguía el principio de trata-

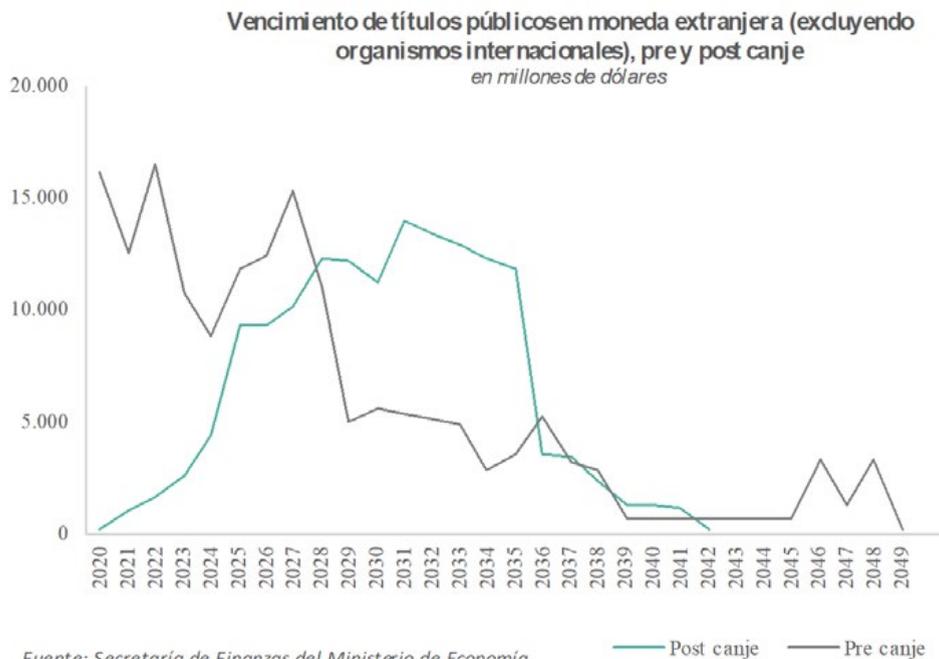
miento equitativo entre legislaciones, lo que le permitió alcanzar un canje exitoso también en ese segmento.²⁰ Fruto de las negociaciones, el gobierno logró el canje del 99,01% de los títulos en moneda extranjera bajo ley externa y, posteriormente, del 99,49% de los títulos en moneda extranjera bajo ley local.

Como resultado, el perfil de vencimientos mejoró. Se logró un alivio financiero sustantivo, sobre todo en el corto plazo. En la reestructuración de títulos bajo ley extranjera se alcanzó una importante reducción del interés a partir de la disminución del cupón promedio, que pasó del 7% pre-canje al 3,07%, y del cupón máximo, que pasó del 8,28% al 5%. También se logró una baja del 2,1% en el capital y una extensión de la vida promedio de la deuda. Para los títulos bajo legislación local, la disminución del cupón promedio fue mayor, pasó del 7,6% al 2,4%, y también se logró un aumento considerable en la vida promedio de los nuevos papeles (Ministerio de Economía, 2020).

18 Del lado de los acreedores, se conformaron tres grupos de tenedores de deuda argentina que actuaron de manera coordinada: el Grupo *Ad Hoc* de Tenedores de Bonos, del que participaban BlackRock, Fidelity, Ashmore y otros fondos de inversión; el Comité de Acreedores de Argentina, liderado por el fondo Greylock; y el Grupo *Ad Hoc* de Tenedores de Bonos de Cambio de Argentina, integrado por 20 fondos y liderados por Monarch, HBK Capital Management, Cyrus Capital Partners LP y VR Capital Group.

19 La Cláusula de Acción Colectiva (CAC) establecía que si el 75% o el 66% de los acreedores, dependiendo del bono, aceptaba la propuesta, el resto de los tenedores quedaba sujeto al mismo acuerdo.

20 El Congreso sancionó la Ley 27.556 de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública instrumentada en títulos emitidos bajo Ley de la República Argentina, que permitió dar tratamiento equitativo a los títulos bajo legislación local, en línea con las gestiones para la deuda bajo legislación extranjera.



Cerrados ambos canjes, en el tercer trimestre del año el gobierno encaró la cuestión con el FMI. Inició conversaciones con el organismo con el mismo objetivo que con los acreedores privados: asegurar condiciones de sostenibilidad. La propuesta, en una negociación aún no cerrada, es avanzar en un programa de facilidades extendidas (EFF, *extended fund facility*) en reemplazo del *stand by* vigente. Los EFF son acuerdos de más largo plazo que suelen incluir compromisos de reforma estructural en el sistema tributario, previsional y/o laboral. En la misma línea, el Ejecutivo envió al Congreso una Ley para el fortalecimiento de la sostenibilidad de la deuda pública, que fue sancionada a principios de 2021. Desde entonces, los préstamos en moneda extranjera y bajo jurisdicción extranjera que excedan lo aprobado en el Presupuesto Nacional, así

como los programas negociados con el FMI, deberán ser aprobados por el Congreso.²¹

En síntesis, los canjes de deuda en moneda extranjera con acreedores privados, tanto bajo ley extranjera como local, permitieron mejorar el perfil de la deuda pública y contribuyeron a

21 La Ley establece que, dentro del Presupuesto Nacional, el Ejecutivo deberá prever un porcentaje máximo para emitir títulos públicos en moneda y bajo jurisdicción extranjera respecto del monto total de emisiones autorizadas para ese año; y, en caso de que supere dicho porcentaje, requerirá de una ley especial del Congreso de la Nación que lo autorice expresamente. Respecto al destino del financiamiento se prohíbe que los préstamos sean dirigidos a atender gastos primarios corrientes, es decir, aquellos que no tienen como contrapartida la creación de activos.

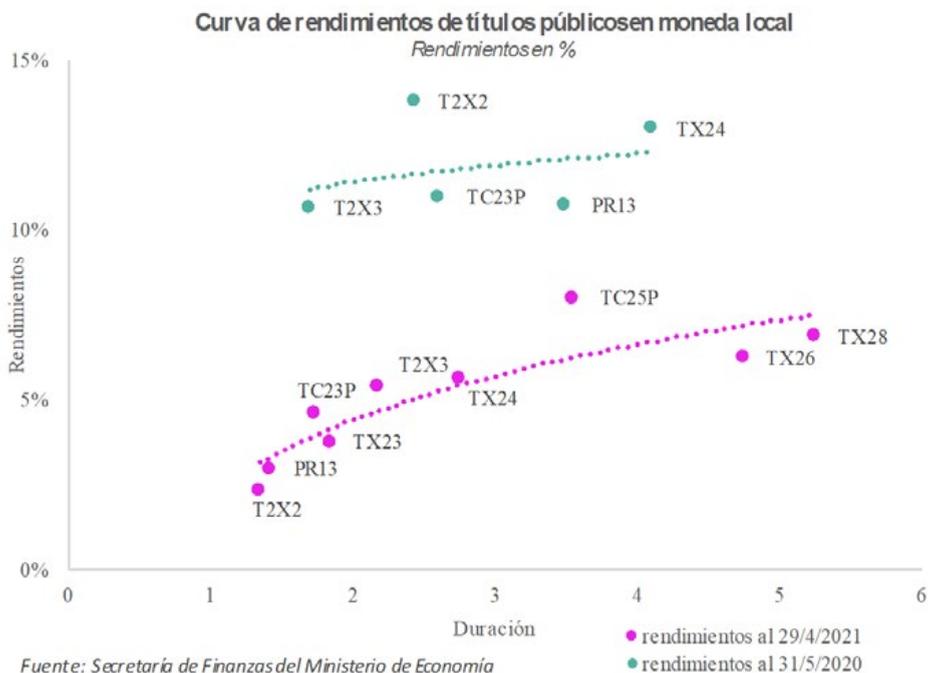
aliviar las necesidades financieras del país en el corto plazo. Sin embargo, a mediano plazo las cargas vuelven a incrementarse. Los altos niveles de riesgo país no auguran un rápido retorno a los mercados voluntarios de crédito. Y si bien la baja de tasas internacionales para impulsar la recuperación mundial anuncia un relajamiento del crédito global, Argentina necesitará fortalecer su macroeconomía y asegurar una mayor estabilidad para disminuir su *spread*, a mediano plazo, acceder nuevamente al crédito bajo condiciones favorables.

La recuperación del financiamiento en pesos en el mercado doméstico

La deuda del sector público en moneda nacional también se hallaba en situación irregular a fines de 2019. El reperfilamiento de títulos dispuesto en agosto de 2019 había paralizado el funcionamiento del mercado de deuda en pesos, afectando a los tenedores de títulos en dicha denominación que ya habían padecido el deterioro en el valor de sus tenencias a raíz del deslizamiento cambiario y la aceleración inflacionaria de 2018 y 2019. El Tesoro, por su parte, enfrentaba una fuerte acumulación de vencimientos de capital e intereses en moneda local (concentrados en el primer semestre de 2020) y la imposibilidad de acceder a financiamiento en el mercado doméstico, con títulos que a fines de 2019 cotizaban en promedio en torno al 35%-40% de su paridad.

Desde sus inicios el gobierno buscó normalizar el mercado de deuda local en pesos, ampliando y diversificando sus instrumentos para promover una mayor canalización del ahorro y la inversión hacia activos en moneda doméstica, atacando de ese modo una de las fuentes de inestabilidad macroeconómica que por entonces afectaba a nuestra economía: la demanda de dólares. Al mismo tiempo, procuró ampliar las fuentes de financiamiento del sector público, habituado a recurrir a la emisión de deuda en moneda extranjera que aumenta la vulnerabilidad externa de la economía y la vuelve más propensa a las crisis. Mediante sucesivas licitaciones y operaciones de canjes de activos, el Tesoro logró refinanciar un alto porcentaje de los vencimientos más inmediatos y mejorar el perfil de la deuda pública: disminuyó su nivel de exposición a deuda de corto plazo en dólares, contrajo las tasas de interés de colocación y logró plazos más razonables, compatibles con la capacidad de pago del país.

La emisión de nuevos instrumentos atados al CER, con retornos reales positivos, fue central. En octubre, incluso, le permitió cancelar adelantos transitorios del BCRA. Hacia fin de año, el Tesoro diversificó el *set* de instrumentos ofrecidos al mercado. Colocó un bono *dólar linked* que generó una opción de inversión más atractiva en contextos de inestabilidad cambiaria y un bono en dólares integrable en pesos.

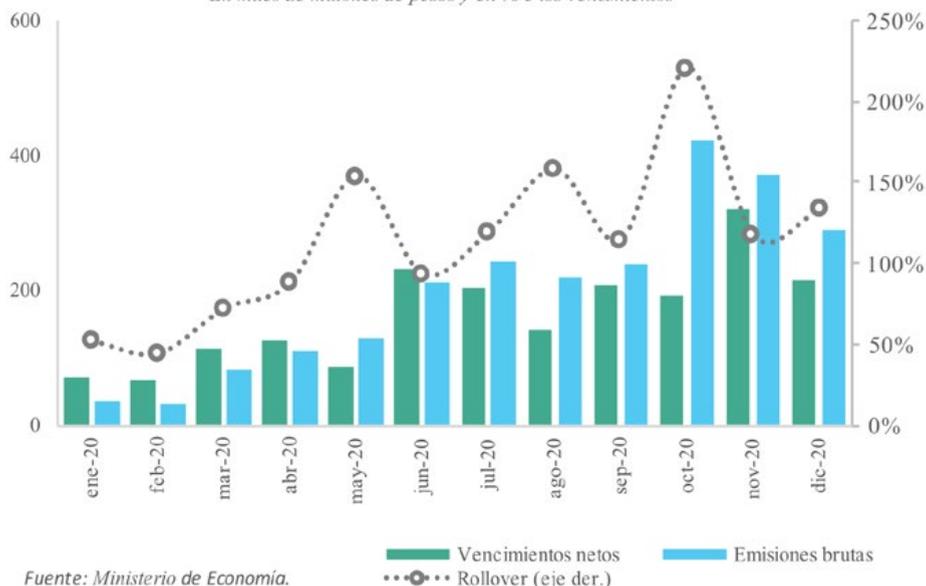


Hasta mediados de año, la refinanciación fue parcial y el Tesoro debió cancelar parte de sus obligaciones con pesos frescos. Pero a partir del segundo semestre, las emisiones superaron los vencimientos netos de cada mes. El año

2020 finalizó con tasas de refinanciación que permitieron no sólo cubrir los vencimientos del período sino además lograr financiamiento genuino y en pesos para el sector público.

Vencimientos de deuda, nuevas emisiones y roll-over

En miles de millones de pesos y en % e los vencimientos



Fuente: Ministerio de Economía.

En el frente cambiario, comenzando el tercer trimestre del año el BCRA decidió endurecer nuevamente los controles pero la medida otra vez aceleró la demanda de dólares, generó un nuevo salto en la brecha e incidió negativamente en el mercado, con impacto en las reservas.²² Un mes más tarde, la autoridad monetaria volvió a flexibilizar parcialmente los controles e inauguró una estrategia de mayor volatilidad cambiaria para desalentar

comportamientos basados en expectativas. En simultáneo avanzó hacia una política monetaria más contractiva.²³ Adicionalmente, el Gobierno operó en el mercado paralelo mediante la venta de títulos, con lo que consiguió disminuir la cotización de los dólares financieros. Las medidas resultaron efectivas y hacia fin de año se logró cierta calma, la brecha disminuyó y se estabilizó, aunque en niveles altos. La mayor coordinación de la política económica permitió ordenar la macro, al menos en lo inmediato. El éxito del canje con los acreedores redujo la incertidumbre. La mejora en las condiciones de financiamiento del Tesoro dismi-

22 El 15 de ese mes, dispuso el encarecimiento del dólar ahorro y para consumos con tarjeta en el exterior, fijando un adicional de 35% a cuenta del pago de impuestos que se sumó al impuesto PAIS (30%) vigente desde diciembre de 2019; modificó la regulación sobre las operaciones con dólares financieros (MEP y CCL) para alentar una mayor oferta y desalentar la demanda; y restringió a las empresas el acceso a dólares para cancelar deudas.

23 Dispuso una suba de tasas de pases pasivos y de plazos fijos para mejorar el retorno de los activos en pesos, desalentar el fondeo barato en pesos para dolarizar activos y/o cancelar deudas en dólares y absorber parte del exceso de dinero de los meses previos.

nuyó los requisitos de monetización del déficit y permitió una mayor adecuación de las políticas monetaria, financiera y fiscal. También contribuyó a ello el cambio en las condiciones internacionales, en particular, la mejora en el precio internacional de los *commodities* agrícolas que impactó favorablemente en el saldo comercial. Bajo las nuevas condiciones, en los últimos meses del año, la Argentina logró recuperar cierta calma cambiaria, contener la brecha y detener la caída de reservas. Un equilibrio transitorio cuya continuidad dependerá de muchos factores.

Comentarios finales

2020, el año que vivimos en peligro. Argentina y el mundo se hallaron ante un hecho extraordinario. La pandemia del Coronavirus se cobró millones de vidas a lo largo del planeta y comprometió una inusitada caída de la producción, el consumo y el comercio globales, con impactos negativos en el empleo y los ingresos. Aunque la crisis sanitaria aún no se ha superado, los recientes avances en materia de producción y distribución de vacunas con un alto nivel de efectividad acotaron la incertidumbre respecto al devenir (y el final) de la pandemia.

Este año, además, Argentina lidió con otras dificultades. En particular, la reaparición de los problemas asociados a la restricción externa (con el endeudamiento público en moneda extranjera como capítulo especial) y los desequilibrios macroeconómicos derivados de ella. Estos asuntos, que tienen un origen histórico y estructural, se agudizaron en los últimos años y siguieron condicionando el presente y el futuro económico y social de nuestro país. Las restricciones de financiamiento del sector público condicionaron su capacidad de gestión —mientras el Estado siguió desempeñando un rol protagónico en la administración de la crisis, la contención de sus efectos socioeconómicos y la recuperación— y el propio desempeño de la economía argentina.

El proceso de reestructuración iniciado en 2020 a partir del acuerdo con privados permitió recuperar el camino de la sostenibilidad de la deuda, despejar el cronograma de vencimientos en el corto plazo y alcanzar un perfil de compromisos más cercano a las posibilidades de pago de nuestro país. El éxito del acuerdo y el posterior avance hacia una mayor consistencia fiscal, monetaria y financiera colaboraron en moderar la inestabilidad de nuestra economía y detener la pérdida de reservas. La renegociación con el FMI y con el Club de París es un capítulo aparte, con final abierto. A pesar de los avances, los problemas de la economía argentina persisten y es posible que se agudicen, condicionando la recuperación económica y social en la post-pandemia.

En ese escenario, mejorar la posición de reservas en poder del BCRA será fundamental para relajar las restricciones de divisas, despejar tensiones cambiarias y recuperar poder de fuego de la autoridad monetaria para intervenir en el mercado de cambios y proteger el valor de la moneda.

Mientras Argentina no recupere acceso al crédito, deberá mejorar aún más el saldo comercial y asegurar que éste se traduzca en un ingreso regular de divisas. Máxime cuando es probable que, de la mano de la recuperación y la reactivación de las importaciones, reaparezcan los desequilibrios vinculados al intercambio. Además de promover las exportaciones aprovechando la reciente recuperación en el precio internacional de los *commodities* agrícolas y el desarrollo de sectores estratégicos como infraestructura, energía y transporte que puedan contribuir en ese sentido, será necesario generar el marco —con incentivos y sanciones— que asegure que el flujo de divisas del comercio exterior se canalice a través del mercado oficial de cambios.

Otro punto relevante será seguir apuntalando la desdolarización de pasivos de la economía para disminuir la vulnerabilidad externa y el nivel de exposición de nuestro país a los

ciclos financieros globales. El canje de deuda con acreedores privados y, en particular, la estrategia de financiamiento en pesos del Tesoro en 2020, han sido pasos fundamentales en ese sentido.

Hacia delante, el Estado deberá seguir reconstruyendo su capacidad de financiamiento en pesos, a tasas y plazos razonables, privilegiando el mercado de capitales local. Al afianzar dicho mercado, podrá seguir mejorando las condiciones de financiamiento del sector público, disminuyendo su exposición a cambios bruscos en el tipo de cambio y asegurando un mercado de deuda local que le permita financiarse sin recurrir a los mercados internacionales.

Al robustecer el mercado de capitales local, ampliando y diversificando instrumentos en pesos con retornos reales positivos, el Tesoro mejorará también las condiciones de financiamiento de la inversión privada y colaborará con el objetivo de construir una moneda robusta que incentive el ahorro en moneda doméstica y desaliente la demanda de moneda extranjera.

Argentina necesita fortalecer su posición externa y reducir los desequilibrios macroeconómicos que derivan en inestabilidad y alientan comportamientos de cobertura que reeditan (y agudizan) los problemas originales. Caso contrario, seguirá enfrentando restricciones de financiamiento y crisis externas.

Referencias bibliográficas

- Aruguete, E. (2020). Inestabilidad macroeconómica en tiempos de elecciones. *Más poder local. Revista de comunicación política e institucional*. Núm. 40.
- Bacha, E. (1984). *Growth with limited supplies of foreign exchange: a reappraisal of the two-gap model*. En M. Syrquin, L. Taylor, L. Westphal (Eds.). *Economic Structure and Performance*, Academic Press Inc.
- Bank for International Settlements (2018). *Informe Económico Anual*.
- BCRA (2020). *Informe de Estabilidad Financiera*. Buenos Aires: BCRA.
- BCRA (2020). *Informe de Política Monetaria*. Buenos Aires: BCRA.
- BCRA (2020). *Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos (2015-2019)*. Buenos Aires: BCRA.
- Beltrani, M. (2019). Una nota sobre la experiencia de las Metas de Inflación en Argentina. *Divulgatio. Perfiles académicos de posgrado*. Vol. 3, Núm. 9, 134-148.
- Bortz, P. G. (2018). *Flujos de capital y endeudamiento externo: Algunas reflexiones para América Latina*. En *Estudios Sobre Financierización en América Latina* (pp. 295-321). United Nations Publications.
- Bortz, P. & Zeolla, N. (2018). Argentina: From the “confidence fairy to the (still devilish) IMF. *Critical Finance*.
- Braun, O. y Joy, L. (1968). A model of economic stagnation. A case study of the Argentine economy. *The Economic Journal*. Núm. 312.
- Diamand, M. (1972). La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio. *Desarrollo Económico*. 25-47.
- Díaz Alejandro, C. (1966). *Etapas de la industrialización argentina*. En Brodersohn (1970), (1970) [1966]. *Estrategias de industrialización para la Argentina* (pp. 297-360). Buenos Aires: Editorial del Instituto.
- Díaz Alejandro, C. (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of development Economics*. 19. (1-2), 1-24.
- Eatwell, J. (1996). *International financial liberalization: The impact on world development* (No. 12). United Nations Publications.
- Eatwell, J. & Taylor, L. (2000). *Global finance at risk: the case for international regulation* (No. 332.042/E14g).
- FMI (2021). Medidas fiscales nacionales en respuesta a la pandemia COVID-19. *Monitor Fiscal*.
- Frenkel, R. (2003). Globalización y crisis financieras en América Latina. *Brazilian Journal of Political Economy*. 23 (3), 437-455.

- Frenkel, R. (2008). From the boom in capital inflows to financial traps. *Capital market liberalization and development*. 101-120.
- Frenkel, R. (2014). *Las perspectivas de América Latina en materia de endeudamiento externo*. En *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. (pp. 121-154).
- Frenkel, R. & Rapetti, M. (2012). *Exchange rate regimes in the major Latin American countries since the 1950s: lessons from history*.
- Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L. & Werning, I. (2020). *Macroeconomic implications of COVID-19: Can negative supply shocks cause demand shortages?* National Bureau of Economic Research.
- Ministerio de Economía (2020). *Restauración de la sostenibilidad de la Deuda Pública. Informe especial*. Buenos Aires: Ministerio de Economía de la Nación.
- Minsky, H. (1977). *A theory of systemic fragility*. En E. Altman y A.W. Sametz (Eds.). *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*. Nueva York: John Wiley and Sons.
- Ocampo, J. A. (2008). A broad view of macroeconomic stability. *The Washington consensus reconsidered*. 63-94.
- Ocampo, J. A. (2011). Macroeconomía para el desarrollo: políticas anticíclicas y transformación productiva. *Revista Cepal*.
- OCEPP (2020). El Coronavirus y su impacto en la Argentina. Buenos Aires: OCEPP.
- Oficina de Presupuesto del Congreso (2020). *Proceso de reestructuración de los bonos bajo ley extranjera. Acuerdo con principales grupos de acreedor*. Buenos Aires: Oficina de Presupuesto del Congreso.
- Prebisch, R. (1949). *El Desarrollo Económico de América Latina y Algunos de sus Principales Problemas*. New York: Naciones Unidas.
- Prebisch, R. (1950). *Crecimiento, desequilibrio y disparidades. Interpretación del proceso de desarrollo*. En R. Prebisch. *La obra de Prebisch en la CEPAL* (selección de Adolfo Guerrieri). Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.
- Rúa, M. (2020). Los fondos que dominan el mundo. *El cohete a la luna*.
- Taylor, L. (1998). Capital market crises: liberalisation, fixed exchange rates and market-driven destabilization. *Cambridge Journal of Economics*. Vol. 22, Núm. 6.
- Val, M. E. (2017). El accionar de los “fondos buitres”: una caracterización a partir del conflicto con la República Argentina. *Relaciones Internacionales*. 26 (52), 006-006.