

**MOVIMIENTOS DE CAPITALES Y FLUCTUACIONES MACROECONÓMICAS**  
**BAJO EL RÉGIMEN DE CONVERTIBILIDAD<sup>1</sup>**

MARIO DAMILL

---

<sup>1</sup> Publicado en Serie Estudios del Centro de Estudios para el Cambio Estructural, #24, octubre de 1997.

## **MOVIMIENTOS DE CAPITALES Y FLUCTUACIONES MACROECONÓMICAS BAJO EL RÉGIMEN DE CONVERTIBILIDAD**

MARIO DAMILL<sup>2</sup>

### **1. Introducción.**

El descenso de las tasas de inflación y la recuperación de una tendencia positiva del producto agregado constituyen los logros macroeconómicos más importantes de la Argentina en los años noventa. Las fluctuaciones del PIB en torno a su nueva tendencia no han sido, sin embargo, de menor amplitud que las observadas en la década anterior. En particular, la recesión desencadenada luego de la crisis de México de diciembre de 1994, aunque provocada por mecanismos diferentes, tuvo intensidad comparable a la de episodios semejantes de los ochenta, y fue acompañada por una crisis financiera. Parece claro que el desempeño del régimen de convertibilidad, muy exitoso en materia de precios nominales, presenta una faz menos favorable en lo que se refiere a la estabilidad de variables reales como la tasa de crecimiento, la tasa de inversión y el empleo<sup>3</sup>, y financieras como la cantidad de dinero y de crédito y los indicadores de solvencia de los bancos. El examen de estos aspectos particulares del problema general de la estabilización macroeconómica bajo el régimen de convertibilidad constituye el eje central de este trabajo.

Bajo este régimen cambiario, la evolución del sector externo de la economía y el comportamiento del crédito interno y de las condiciones internas de liquidez están vinculados muy estrechamente. La liquidez y el crédito gravitan a su vez sobre el comportamiento de la demanda agregada, del nivel de actividad y de la ocupación. Es por ello que el trabajo pone énfasis en el examen de los rasgos estilizados del funcionamiento monetario del régimen y sus conexiones con el contexto externo, así como en ciertos aspectos monetarios y financieros de la política fiscal, que incluyen los vinculados al manejo de la deuda pública o, más ampliamente, a las decisiones de cartera del gobierno.

En la sección siguiente se describen de manera estilizada los principales rasgos de funcionamiento de la economía argentina bajo el régimen de convertibilidad -desde una perspectiva de corto plazo- y sus nexos con la evolución del marco financiero externo. Se obtienen algunas conclusiones a partir del análisis de la fase expansiva de 1991-94, de la etapa contractiva

---

<sup>2</sup> Centro de Estudios de Estado y Sociedad y Centro de Investigaciones en Economía de la Universidad de Palermo. El autor agradece la colaboración recibida de Daniel Kampel y Sebastián Katz, y los comentarios de Roberto Frenkel, Martín Hourest y Tomás Bulat a una versión anterior del trabajo.

<sup>3</sup> En Cetrángolo et al. (1997) se muestra que si bien es claro un cambio en la tendencia del PIB a comienzos de los años noventa (se pasa del estancamiento entre 1980 y 1990 a un ritmo de crecimiento tendencial de 4,6% entre 1990 y 1996) no puede rechazarse la hipótesis de continuidad del patrón cíclico observado en los ochenta, definido por el comportamiento de los desvíos del producto en torno a sus valores de tendencia.

subsiguiente, y de sus contrastes. Luego, en la sección final, se examinan algunos aspectos de la situación presente y se indaga en las perspectivas que pueden estar contenidas en ella<sup>4</sup>.

## **2. La convertibilidad y el contexto financiero externo**

Un reducido conjunto de elementos básicos de la configuración institucional y estructural de la economía argentina en el presente debe tomarse como punto de partida. Entre ellos, los de mayor relevancia para el tema que aquí se trata son los siguientes. En primer lugar, la vigencia del régimen de libre convertibilidad del peso en divisas, a una paridad fijada por ley. Bajo este régimen el Banco Central actúa como caja de conversión, obligado a mantener respaldo en activos externos sobre la base monetaria (o, más recientemente, sobre el conjunto de los pasivos financieros internos del Banco). En segundo lugar, también en lo que se refiere a las normas que regulan el sistema monetario, cabe señalar la existencia de restricciones adicionales a la política monetaria (plasmadas en la ley de Carta Orgánica del Banco Central, de 1992, modificada en 1995), que se agregan a las derivadas de las exigencias establecidas por la convertibilidad. De modo que los grados de libertad de la política monetaria son muy limitados. En tercer lugar, otro rasgo decisivo es la significativa apertura financiera, que se expresa en un muy bajo costo de entrada (o salida) de capitales a (o desde) la economía nacional. La libre movilidad de capitales vigente configura un elevado grado de integración de la economía al proceso de globalización financiera, que ha constituido a su vez una de las características más notorias de la evolución de la economía mundial desde la primera mitad de los años setenta. Un cuarto aspecto es la dolarización parcial de las relaciones financieras internas, que ha dado lugar a un sistema bimonetario, lo que consolida la apertura financiera.

Tomando como referencia ese marco, el trabajo parte de las siguientes proposiciones.

En primer término, puede sostenerse que en una economía pequeña y financieramente abierta como la argentina, la volatilidad de los flujos de capitales constituye hoy la fuente principal y más frecuente de perturbaciones macroeconómicas, positivas o negativas, pasibles de dar origen a fluctuaciones en el producto, el empleo y otras variables relevantes de desempeño.

En segundo lugar, puede afirmarse que el efecto (expansivo o contractivo) de las perturbaciones o shocks nominales asociados a la volatilidad de los flujos de capital es inicialmente amplificado -en vez de amortiguado- en presencia de un régimen de moneda convertible. En otras palabras, la convertibilidad da lugar a una respuesta inicial de naturaleza procíclica.

En tercer término, ese tipo de respuesta espontánea de la economía se ve además confirmado o reforzado por las limitaciones que el régimen de convertibilidad con libre movilidad

---

<sup>4</sup> A modo de posdata: cabe mencionar que este trabajo fue concluido a mediados de octubre de 1997, días antes del inicio de la fase de turbulencia financiera internacional que siguió a la caída de los precios en la bolsa de Hong Kong. Creemos que estos eventos, lejos de alterarlas, refuerzan las principales conclusiones del trabajo.

de capitales establece para la aplicación de medidas anticíclicas, en especial en lo que se refiere a las acciones de política monetaria.

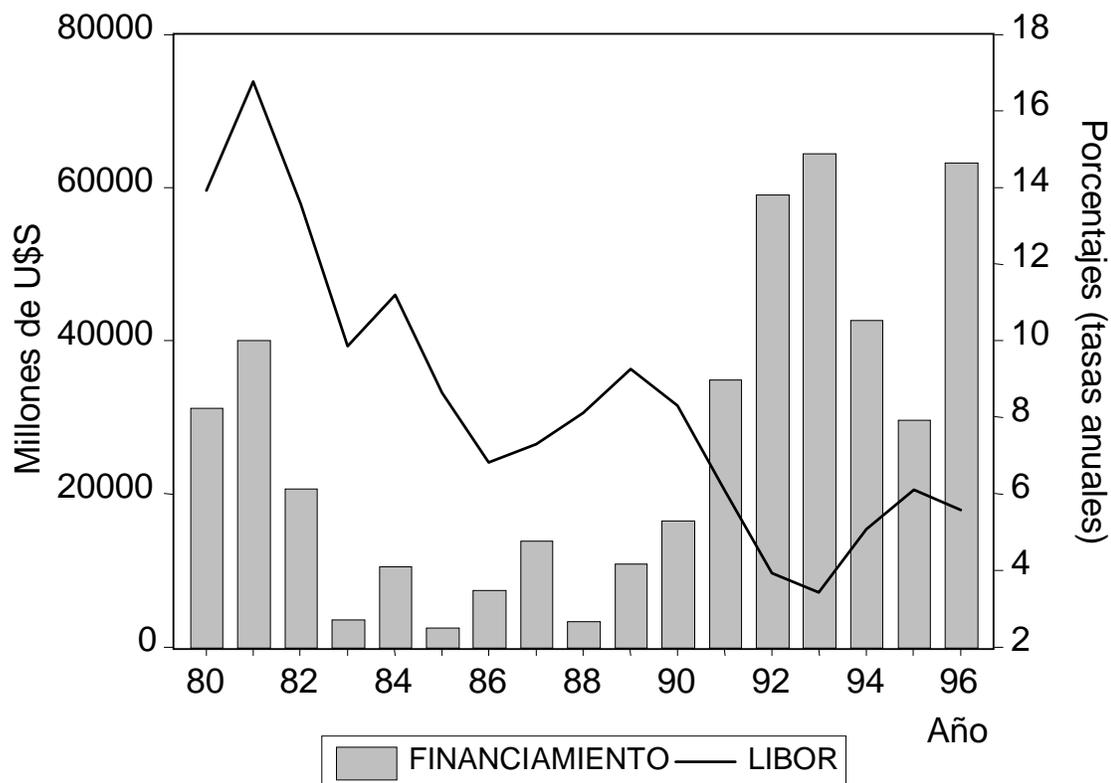
Luego, frente a las limitaciones que enfrentan en tal contexto institucional las operaciones de política monetaria, puede en principio argumentarse que cabría a la política fiscal un papel importante como recurso anticíclico. Sin embargo, los instrumentos convencionales de política fiscal también son limitados por razones diversas, de las que aquí se destacarán dos. Por un lado, el comportamiento procíclico de la convertibilidad se refleja en la recaudación tributaria, de modo que en "malos tiempos" los márgenes de maniobra de la política fiscal se estrechan: cuando los instrumentos son más necesarios, se debilitan, y esto tiende a inducir un comportamiento fiscal también procíclico. Por otro lado, la política fiscal como recurso anticíclico tiende a actuar con relativa lentitud, si se la compara con la rapidez con que pueden cambiar los volúmenes e incluso el signo de los movimientos de capitales, con los consiguientes efectos sobre la liquidez, el crédito y, por ende, sobre la demanda agregada. Este último argumento realza la importancia de los aspectos financieros de la política fiscal, que comprenden las acciones y estrategias de gestión de la deuda pública y, más en general, de la cartera de activos y obligaciones del estado, incluyendo en esa definición al banco central. En este plano sí parece posible concebir medidas de sentido anticíclico capaces de operar con rapidez, dirigidas a compensar en parte o a amortiguar el impacto de los volátiles movimientos de capitales privados.

### **Ciclo financiero y fragilidad externa**

El inicio de la convertibilidad, en 1991, coincidió con un drástico cambio favorable de las condiciones financieras externas. Las tasas de interés internacionales cayeron acentuadamente entre 1990 y 1993, y esa declinación de los rendimientos en el norte desarrollado fue clave para dar lugar a un fuerte flujo de fondos hacia una multitud de mercados "emergentes". El gráfico 1 muestra tanto la declinación de las tasas como el cambio muy claro del acceso de América Latina al financiamiento externo: de un cuadro de marcado racionamiento de los ochenta se pasó a otro de abundancia creciente, hasta 1993. Los ingresos netos recibidos por la región en ese solo año fueron prácticamente iguales al acumulado de todo el período 1983-90.

En 1994, una nueva suba de las tasas internacionales de interés tensó los mercados financieros y contribuyó a gestar la crisis que tendría epicentro en México. Los ingresos de capitales hacia América Latina declinaron perceptiblemente en 1994 y 1995. En el gráfico se observa también el inicio de una nueva fase de recuperación en 1996, la que está en pleno desarrollo en el presente. Las barras del gráfico muestran de manera elocuente la variabilidad de los flujos financieros entre las economías de la región y el resto del mundo.

GRÁFICO 1. FINANCIAMIENTO NETO RECIBIDO ANUALMENTE POR AMÉRICA LATINA, Y TASA DE INTERÉS INTERNACIONAL (1980-1996)



NOTA: el financiamiento externo neto hacia la región fue estimado como la suma del déficit en cuenta corriente del balance de pagos más la acumulación de reservas (fuente: CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe, varios números). La tasa Libo corresponde a operaciones a 180 días.

El levantamiento de la restricción financiera externa que había pesado sobre América Latina en la década anterior fue clave para hacer posible el logro simultáneo de mayores tasas de crecimiento y menores tasas de inflación, hechos que más allá de los matices locales (y con la excepción del Brasil hasta el lanzamiento del plan Real, en 1994) se observaron de manera generalizada en la región.

Sin embargo, el impacto negativo asociado a la crisis de México y a la fase de declinación de los flujos de capitales que le siguió fue muy desigual entre países. La economía argentina fue la más seriamente afectada por el “contagio” de la crisis. Algunas de las razones de estos disímiles desempeños se examinan en las secciones que siguen.

## Capitales volátiles.

En los albores de la macroeconomía moderna, el problema típico que se planteaba a la política de estabilización derivaba de la volatilidad de las decisiones privadas de inversión. La inestabilidad de esta variable era percibida como la causa principal de fallas masivas de coordinación, ejemplificadas típicamente por el desempleo persistente de la gran depresión. La inversión se hace mirando al futuro y la información en la que se fundamenta es irreductiblemente incompleta. Cambios en los estados de opinión acerca del futuro, que gravitan en los "animal spirits" de los empresarios, son fuente de alteraciones en las conductas del presente, a veces muy significativas. Estas reacciones pueden incluso ser inconsistentes con el estado de las variables fundamentales de la economía, inadecuadamente percibidas por los agentes. En efecto, la configuración de un estado de expectativas deprimidas, eventualmente "erróneas" pero que tienden a autorrealizarse en vez de autocorregirse, constituye el problema keynesiano por excelencia. Y la consiguiente prescripción de política fiscal anticíclica, basada en la idea de "cebar la bomba" recurriendo al gasto público debe entenderse en ese marco: está dirigida a confrontar las expectativas pesimistas, que en la medida en que no se vean confirmadas serán probablemente modificadas, permitiendo a la economía moverse hacia otro equilibrio, con un nivel de gasto *privado* más elevado. Esta interpretación presupone, en consecuencia, la existencia de equilibrios múltiples, asociados a diferentes estados de las expectativas.

No es la inestabilidad de la inversión privada la principal fuente potencial de fluctuaciones económicas en las economías emergentes de la actualidad. En un escenario internacional caracterizado por un grado de integración financiera global sin precedentes, el centro de la escena lo ocupa la volatilidad de los capitales, que ilustran las marcadas fluctuaciones de las cifras de financiamiento externo representadas en el gráfico 1.

La idea de que los flujos internacionales de capitales son relativamente volátiles ganó aceptación, algo tardíamente, luego de la crisis de México de diciembre de 1994 y de su "derrame" o contagio posterior a otras economías. Más allá del impacto convincente de ese episodio, la evidencia acerca de la volatilidad de los movimientos de capitales es abrumadora<sup>5</sup>. La historia de los flujos internacionales de capital está marcada por ondas de optimismo y de pesimismo, por períodos de boom y otros de crisis, en los que las conductas "de manada" han sido también una característica recurrente, con el efecto de amplificar las fluctuaciones. En Latinoamérica se constata además la existencia de una marcada correlación entre el crecimiento económico y la magnitud de los flujos de capital, en las últimas dos décadas. Estos movimientos de fondos pueden provocar fuertes impulsos expansivos o contractivos en el corto plazo.

Una cuestión crucial es la siguiente: la volatilidad de los flujos de capital es explicada en gran medida por factores externos a la región. Diversos trabajos han contribuido a fundamentar la

---

<sup>5</sup> Véanse, por ejemplo: Folkerts-Landau, D. y T. Ito (1995), y Hausmann, R. y L. Rojas-Suárez (eds., 1996).

idea de que el flujo de capitales hacia América Latina es determinado principalmente por desarrollos de la economía mundial que pueden entenderse como esencialmente exógenos<sup>6</sup>. En otros términos, los shocks son en buena medida independientes de las acciones y del desempeño interno regional. Las tasas de interés internacionales y el estado de la cuenta corriente de las principales economías industrializadas parecen explicar gran parte del comportamiento de esos flujos<sup>7</sup>.

### **Volatilidad y fragilidad externa<sup>8</sup>.**

No obstante lo señalado en la sección anterior, parece claro que ciertas condiciones de las economías receptoras de los flujos de capital, distintas del grado de avance de las reformas orientadas hacia el mercado, contribuyen a determinar la "propensión a la volatilidad" de los capitales. El contraste entre las experiencias recientes de México y Argentina, por un lado, y Chile y Colombia, por otro, es en este sentido nítido y merece ser destacado.

El influjo masivo y generalizado de capitales de los primeros años noventa alimentó la expansión económica y dio lugar a una tendencia a la apreciación cambiaria y a la generación de déficit, en algunos casos muy pronunciados, en la cuenta corriente del balance de pagos de las economías receptoras. Eso se reflejó en la evolución de indicadores que caracterizan el grado de fragilidad externa, como la relación "déficit de cuenta corriente/exportaciones", por ejemplo. Ese proceso reproduce las características de un ciclo financiero "a la Minsky", en una economía abierta. A medida que los recursos externos alimentan el crecimiento del dinero y de la disponibilidad de crédito, la economía se expande. Los precios de los activos internos mejoran, lo que alienta expectativas más optimistas que refuerzan la expansión real y financiera. Crecen los agregados monetarios y también las deudas (que son en parte su contrapartida), por lo que algunos agentes económicos se tornan progresivamente más vulnerables en el plano financiero.

---

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo: Hausmann, R. y L. Rojas-Suárez (eds.), op.cit., páginas 4 y 5.

<sup>7</sup> Calvo et al. encuentran que los factores externos pueden dar cuenta de hasta 60% de la varianza de las reservas de divisas y de los tipos de cambio reales en la región, en los primeros años noventa. Véase Calvo, G., Leiderman, L. y Reinhart, C. (1993). Otra visión enfatiza, por el contrario, los factores de atracción: los capitales serían atraídos por el entorno económico más propicio creado por las reformas estructurales, la desregulación, la reducción del estado, etc.. Si bien estos aspectos no pueden dejarse de lado, la evidencia de economías -como la del Brasil- que han recibido muy importantes flujos de capital en los años noventa a pesar de evidenciar un considerable "atraso" en los procesos de reforma económica en el espíritu del Washington Consensus, alimenta también la hipótesis de exogeneidad.

Con todo, cabe recordar que la discusión reciente de este punto estuvo en esencia referida a la onda expansiva iniciada a comienzos de los noventa. Los ingresos de capital recibidos por las economías emergentes en esa fase pueden considerarse en gran medida exógenos. Pero es fácil identificar casos que muestran que, obviamente, las salidas netas de capitales están con frecuencia asociadas a procesos internos que alimentan la incertidumbre. En ese mismo período de los tempranos noventa Venezuela es, entre los países latinoamericanos, un ejemplo "contra corriente", donde como consecuencia de la inestabilidad política, se produjeron fugas de capitales importantes.

<sup>8</sup> Esta sección se basa en parte en: Frenkel, R. (1995) y también en Damill, M.; J.M. Fanelli y R. Frenkel (1996).

Este camino no lleva inexorablemente a una situación crítica, pero en su transcurso se crean condiciones que pueden hacer que una perturbación, como una suba de las tasas de interés internacionales, vea amplificadas sus efectos negativos.

Como puede verse en el cuadro 1, en 1993/94, antes de la crisis del peso mexicano, México y Argentina eran las economías que presentaban los cocientes más desfavorables de fragilidad externa entre las de mayor tamaño en la región latinoamericana. En Argentina, el déficit en cuenta corriente venía creciendo aceleradamente desde 1990. Esas habrían de ser las economías más afectadas por el cambio en el "ánimo" de los mercados de capitales que comenzó a insinuarse desde que, en febrero de 1994, la Reserva Federal iniciara una serie de correcciones alcistas de su tasa de descuento. El comportamiento de las primas de riesgo país en 1994-95 reflejó el mismo fenómeno: subieron en toda la región, pero algo menos en los casos de Chile y Colombia, y más en México y Argentina. Las mayores reducciones de los influjos de capital y los mayores aumentos de las primas de riesgo se produjeron precisamente en los países que mostraban los índices de fragilidad externa más desfavorables en el momento en que comenzaron a aumentar las tasas de interés de Estados Unidos.

CUADRO 1. AMERICA LATINA: DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE/EXPORTACIONES

<b>Año</b>	<b>ARGENTINA</b>	<b>BRASIL</b>	<b>CHILE</b>	<b>COLOMBIA</b>	<b>MÉXICO</b>	<b>AMÉRICA LATINA</b>
<b>1992</b>	36.8%	-15.3%	5.7%	-9.9%	44.1%	20.0%
<b>1993</b>	48.1%	0.0%	17.8%	23.2%	38.1%	23.3%
<b>1994</b>	53.9%	2.4%	4.4%	28.2%	41.3%	22.6%
<b>1995</b>	10.2%	34.5%	-0.8%	29.4%	0.7%	12.4%
<b>1996</b>	15.3%	nd	nd	nd	nd	nd

Fuente: CEPAL, *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe*, varios números.

Es un hecho que el desempeño macroeconómico de los países de América Latina en 1995-96 mostró panoramas locales bien diferentes, que pueden considerarse en gran medida consecuencia de la mayor fragilidad o solidez financiera externa de cada economía. Chile, por ejemplo, presentaba un cuadro de menor vulnerabilidad financiera externa y fue poco afectado por la crisis. México y Argentina, en el otro extremo, debieron enfrentarse nuevamente con las consecuencias desestabilizantes del ajuste externo. En México la inflación se aceleró y ambos países debieron atravesar una fase recesiva. En el caso argentino, en particular, la evolución del

endeudamiento público en el escenario post-crisis ha sido veloz.

### **La asimetría del ciclo financiero.**

En tanto se acepte que las fluctuaciones de los flujos de capital guardan cierta independencia en relación con los desarrollos internos, tales fluctuaciones pueden interpretarse como "shocks" exógenos sobre las economías receptoras. Dicho esto, la cuestión que inmediatamente se plantea es la relativa al tamaño de los shocks.

Naturalmente, el tamaño de un shock -positivo o negativo- no es independiente de ciertas características de la economía receptora del impulso. Cuando se trata de movimientos de capitales, las dimensiones de las relaciones monetarias y financieras internas son, en especial, relevantes<sup>9</sup>.

En economías con un bajo grado de monetización y de intermediación financiera interna, ingresos de capitales en un período de boom como lo fueran los primeros años de la década actual, por ejemplo, pueden ser muy significativos en relación con el tamaño de los agregados monetarios al inicio del período. De tal modo, darán lugar a expansiones muy veloces del dinero y el crédito, o de la deuda pública si se recurriera a la esterilización. Economías con sistemas financieros más desarrollados y maduros tendrán seguramente mayor capacidad de absorber ordenadamente los nuevos influjos, en la medida en que los mismos no significarán tasas de crecimiento del crédito de magnitud tal que desborde la capacidad de los bancos de procesar adecuadamente sus nuevas decisiones de asignación.

Por cierto, el mecanismo también funciona -pero al revés- cuando los capitales refluyen: salidas de fondos, en una economía con baja monetización, pueden significar reducciones muy importantes y veloces de la masa monetaria y de la capacidad prestable de los bancos, difíciles de asimilar sin una disrupción de las relaciones monetarias y financieras internas.

Las operaciones de esterilización monetaria mediante la colocación de deuda pública pueden orientarse a atenuar el considerable impacto interno que tendrían de otro modo los flujos de capital, en uno u otro sentido. Pero el problema se reproduce en otro nivel: las propias operaciones de esterilización pueden ser significativas, por su volumen, en relación con el total de la deuda pública en circulación, abriendo la puerta a cuestiones relativas a la sustentabilidad de la situación fiscal, por su impacto sobre las tasas de interés y el flujo de servicios de la deuda pública.

Pese a esto, de todos modos, en especial cuando los influjos de capitales son el resultado de inversiones de muy corto plazo y especulativas, puede ser adecuado recurrir a acciones de intervención de significación. De los países latinoamericanos arriba mencionados, Chile y

---

<sup>9</sup> Este punto se analiza en Fanelli, J.M. y R. Frenkel (1993) y también en Damill, M.; J.M. Fanelli y R. Frenkel (1994).

Colombia estuvieron -juntamente con Brasil, aunque éste algo más tarde- entre los que destinaron una mayor fracción de los nuevos ingresos de capital a la acumulación de reservas internacionales en la primera mitad de los años noventa. Es claro que la esterilización pospone el ajuste a los inlfujos de capital, pero impide la convergencia de tasas de interés. Esto puede atraer nuevos capitales y el costo en términos de pagos de intereses puede ser sustancial. Esa es la razón por la cual las tentativas de esterilización han sido frecuentemente abandonadas o complementadas por intentos de reducir, directamente, mediante diversos mecanismos de control, los flujos de capital de corto plazo. Chile se destaca por haber acumulado reservas a un ritmo de casi 4% del PIB al año, al tiempo que logró mantener un relativamente moderado crecimiento monetario. La experiencia de Chile y Colombia en los noventa parece sugerir que las operaciones de esterilización deban ser complementadas con mecanismos directos de control de los flujos de capital.

### **La necesidad de “amortiguar” los shocks y el papel de las finanzas del gobierno**

Ahora bien, con libre convertibilidad de la moneda a un tipo de cambio fijo, y movilidad de capitales irrestricta<sup>10</sup>, la posibilidad de recurrir a mecanismos de esterilización se encuentra considerablemente limitada, y el impacto de las fluctuaciones en los flujos de capital puede muy dificultosamente ser amortiguado por esa vía. Por el contrario, los multiplicadores del dinero y el crédito operan plenamente, dando lugar a una respuesta procíclica de la economía ante shocks del tipo de los que aquí se tratan<sup>11</sup>.

Los ingresos de capitales generan, en la fase de boom, expansión del dinero, el crédito y el producto. Sin embargo, los efectos que operan a través de los mercados financieros pueden ser asimétricos: la fase de contracción quizás luzca muy diferente a la expansiva. Los ingresos de fondos están asociados con incrementos en los precios de los activos y en la liquidez, que pueden llevar a decisiones inadecuadas de préstamo pero no crearán per se una crisis. Las salidas, por su parte, darán lugar inicialmente a una restricción de liquidez operando sobre el conjunto del país -al limitar la disponibilidad de divisas-. Adicionalmente, conducirán a una contracción de la oferta monetaria. Esta puede configurarse a su vez como una restricción de liquidez operando sobre diversos conjuntos de agentes, entre los cuales cabe destacar a los bancos. Estos enfrentarán probablemente una declinación de sus depósitos y deberán liquidar activos y exigir, para

---

<sup>10</sup> Hay ejemplos de regímenes de "currency board" que incluyeron controles de cambios sobre las operaciones por cuenta de capital. Williamson cita los casos de Bermudas y Estonia. Cf. Williamson, J. (1995).

<sup>11</sup> En palabras de Williamson: "Lo que no puede negarse es que el sistema de caja de conversión tiende a ser procíclico. Cuando los tiempos son buenos, el dinero fluye hacia la economía, las tasas de interés caen y se ingresa en un boom. Pero los flujos de capital son volátiles y, cuando se presentan problemas, el dinero refluye, las tasas de interés suben y el gobierno puede incluso hallar necesario endurecer la política fiscal". Williamson, J. (1995). op. cit., pág. 24.

recomponer su hoja de balance, cancelaciones de créditos. Pero justamente en tales circunstancias es seguro que la liquidez de los activos de los bancos (por naturaleza menor a la de sus pasivos) se habrá reducido, limitando las posibilidades de un ajuste "ortodoxo" vía contracción simultánea de los agregados monetarios y del crédito.

Frente a tal situación, si no hay una autoridad en condiciones de operar como prestamista de última instancia del sistema bancario, puede configurarse un cuadro de inestabilidad financiera, que a su vez debilitaría aún más las políticas fiscales y monetarias<sup>12</sup>.

El cuadro que se ha trazado para la fase contractiva hace evidente la importancia de contar con "colchones de liquidez", es decir, con amortiguadores o "buffers" que permitan hacer frente a las restricciones de liquidez que pueden configurarse en esa etapa, impidiendo que las mismas pongan en movimiento mecanismos (los característicos de una crisis financiera, por ejemplo) que tienden a amplificar el impacto de la perturbación inicial. En la constitución de tales amortiguadores, la política fiscal y la política de manejo de la cartera activa y pasiva del sector público (incluyendo al banco central) pueden tener cabida como instrumentos de primera importancia.

Antes de abordar esa temática, entre tanto, corresponde puntualizar que la experiencia argentina "post-tequila" no constituyó estrictamente una respuesta ortodoxa en el marco de las reglas de la caja de conversión. La economía dispuso de algunos "buffers" y de ciertas respuestas de política para hacer frente al shock negativo, las que procuraron evitar algunos de sus efectos potenciales más nocivos. Los mecanismos empleados limitaron la contracción de la liquidez y del crédito en la fase de salidas de capitales que siguió a la crisis de México.

En primer lugar, debe recordarse que el Banco Central puede computar como activos de reserva, elegibles como cobertura de la base monetaria, sus tenencias de títulos del gobierno en moneda extranjera. En los comienzos de la crisis, hasta un 20% del circulante podía estar cubierto con estos títulos, de modo que el resto, un 80%, es lo que debía estrictamente estar cubierto por divisas o títulos en divisas contra agentes no residentes. Puesto que el margen de cobertura con títulos era empleado por entonces sólo mínimamente, hubo aquí la posibilidad de contar con un importante mecanismo amortiguador. El Banco Central pudo emitir dinero para apoyar a los bancos, enfrentados algunos de ellos con serios problemas de liquidez, y lo hizo sin necesidad de contar con nuevo respaldo en divisas: utilizó -hasta agotarlo- el margen de flexibilidad derivado de la posibilidad de incorporar títulos del gobierno nacional en el cómputo de los activos de reserva.

La importancia de este mecanismo pone de relieve el papel que pueden tener las reservas

---

<sup>12</sup> Es por esa razón que se ha sugerido, como condición de viabilidad a largo plazo de un régimen de caja de conversión, que la banca local debería tender a "transnacionalizarse". Con un sistema bancario transnacionalizado, las filiales locales contarían con las casas matrices como prestamistas de última instancia, de manera que los propios bancos serían en definitiva los responsables de asegurar la convertibilidad de los depósitos. Los procesos de concentración y transnacionalización de la banca observados en la Argentina luego de la crisis de 1995 constituyen movimientos en esa dirección.

libres en poder del Banco Central, por encima de las requeridas como respaldo de la convertibilidad, como "masa de maniobra" para permitirle, por ejemplo, actuar como prestamista de última instancia del sistema bancario<sup>13</sup>.

En segundo lugar, las autoridades monetarias procedieron a reducir los encajes establecidos sobre los depósitos, permitiendo también un alivio de la restricción de liquidez que pesaba sobre los bancos. Mantener encajes más elevados que los técnicos equivale a contar con un colchón adicional de liquidez, cuya reducción permite amortiguar el impacto que de otro modo podría tener sobre el crédito, o sobre la solvencia de las entidades bancarias, la caída de los depósitos del público.

Adicionalmente, algunas entidades financieras actuaron de hecho en auxilio de otras. Esto se hizo necesario -y posible- en parte como consecuencia de un efecto redistributivo que el comportamiento de los depósitos agregados en el sistema oscurece. En efecto, si bien los depósitos totales declinaron de manera pronunciada a comienzos de 1995, hubo simultáneamente una redistribución entre entidades, por lo que algunas de éstas se encontraron con liquidez excedente, al tiempo que otras enfrentaban una marcada restricción. Esto dio lugar a la conformación de una "red de salvataje" financiero, coordinada inicialmente por el Banco de la Nación. Esa red procuraba aprovechar la capacidad prestable excedente de las entidades favorecidas por el público, apoyando con esos recursos a otras que enfrentaban dificultades para hacer frente a la demanda de sus depositantes.

Finalmente, también tuvo peso (y muy grande por su efecto sobre las expectativas) el acceso a un importante paquete de apoyo externo en el que participaron los organismos multilaterales, en particular el Fondo Monetario Internacional. En el marco de esos acuerdos se obtuvieron fondos destinados a apoyar a las entidades financieras y facilitar el proceso de fusiones y absorciones que fue uno de los ejes de la acción dirigida a revertir el cuadro de crisis financiera de comienzos de 1995.

Además de esos factores de amortiguación del impacto de las restricciones de liquidez jugó también a favor de la Argentina, en la difícil coyuntura de 1995, un aspecto relativo a la estructura de la deuda pública. El mismo resalta si se compara el caso argentino con el de México. En efecto, uno de los rasgos de fragilidad de la situación financiera mexicana, destacado por Guillermo Calvo entre otros<sup>14</sup>, tomaba la forma de un notorio "descalce" de plazos entre las

---

<sup>13</sup> Al respecto, es útil tomar en cuenta algunas "lecciones" de la crisis del 95, de acuerdo con la visión de las autoridades de entonces: "La crisis reciente también demostró la necesidad, en la Argentina, de una institución que pueda actuar como prestamista de última instancia para el sistema financiero. Estamos en el proceso de crear tal institución, pero no será una entidad que cumpla esa tarea mediante la emisión monetaria y la reintroducción de la inflación en la economía. En cambio, obtendrá su financiamiento bien de recursos fiscales, bien de préstamos voluntarios. Hay quienes arguyen que una caja de conversión priva al banco central de toda posibilidad de actuar como prestamista de última instancia. No es así." Esa reflexión, perteneciente al ex ministro Domingo Cavallo, se encuentra en: Hausmann R. y L. Rojas-Suárez (eds.), op.cit., página 47.

<sup>14</sup> Cf. Calvo, G. (1995).

obligaciones y los activos públicos. Este se manifestaba como una significativa desproporción entre la deuda pública de corto plazo en circulación y los activos líquidos en poder del gobierno (reservas de divisas de las autoridades monetarias).

La relación entre los pasivos de corto plazo y los activos líquidos define la posición de liquidez de un agente económico. En el caso mencionado, el gobierno mexicano se encontraba enfrentando una situación de marcada iliquidez, lo que lo hacía particularmente vulnerable a un cambio desfavorable en el humor de los mercados que dificultara el refinanciamiento de los pasivos de corto plazo.

De la consideración de ese problema y de su relevancia en la gestación de la crisis mexicana Calvo deriva, por una parte, la conclusión de que es razonable del establecimiento de metas para el endeudamiento de corto plazo de los gobiernos<sup>15</sup>. Por otra parte, destaca la importancia de incluir a la deuda pública de corto plazo en la estimación de indicadores de vulnerabilidad financiera como los que vinculan a los agregados monetarios (M) con el volumen de reservas internacionales (R). Es decir, cocientes del tipo M/R, que ilustran acerca de la vulnerabilidad financiera interna de una economía deberían incluir la deuda de corto plazo del gobierno en el numerador<sup>16</sup>. En el caso argentino, como ya se indicó, la situación de liquidez del sector público resultaba beneficiada por la ausencia de una deuda pública de corto plazo de volumen significativo, que requiriese de "rollover".

De todos modos, la vigencia del régimen de convertibilidad hace que no pueda considerarse al total de las reservas líquidas en poder de las autoridades monetarias como parte de los activos contra los cuales comparar los pasivos de corto plazo, a fin de caracterizar la situación de liquidez. Esto es así puesto que una parte de las reservas sólo puede destinarse a

---

<sup>15</sup> Suele razonarse, sin embargo, como si el endeudamiento de corto plazo fuese siempre una elección voluntaria de los gobiernos, que la prefieren a alternativas más "largas", normalmente más caras. Pero parece más razonable pensar que, con frecuencia, las economías emergentes enfrentan dificultades para acceder al financiamiento de plazo mediano y largo, de manera que la deuda de corto no crece simplemente por elección de la demanda, sino más probablemente porque es ese el segmento en el que hay oferta disponible.

<sup>16</sup> En el trabajo de Calvo ya citado se hace un esfuerzo por explicar que la crisis -de México u otras de semejante naturaleza- puede originarse en razones estrictamente financieras, en forma independiente del estado de la cuenta corriente del balance de pagos (cuyo desequilibrio es visto, desde otras perspectivas analíticas, como un factor decisivo). Una distinción tajante entre esos dos aspectos de la gestación de la crisis parece forzada.

Considérese, por ejemplo, un indicador de liquidez como:  $L = AC/PC$ , donde PC son los pasivos de corto plazo y AC los activos líquidos en poder de las autoridades. Esa relación, que describe un aspecto crucial del cuadro macrofinanciero, es un cociente entre dos "stocks". Pero es evidente que si la economía enfrenta un desequilibrio considerable en la cuenta corriente del balance de pagos (un desequilibrio "flujo") y el financiamiento disponible se torna insuficiente para hacerle frente, puede provocarse una erosión rápida de las reservas internacionales (incluidas en AC), afectando por ende al coeficiente de liquidez "L".

Es decir, un déficit de cuenta corriente de gran magnitud (asociado probablemente a una relación CC/AC, o CC/R, es decir, "déficit de cuenta corriente/reservas" también elevada), puede deteriorar muy velozmente la posición de liquidez de la economía como un todo -frente al resto del mundo- y también del gobierno (definido incluyendo al banco central). Esto es así en especial en lo que se refiere a la liquidez en divisas. Naturalmente, los agentes económicos conocen este hecho (prestan atención a indicadores de fragilidad externa) y lo tomarán en cuenta cuando decidan si renuevan o no sus colocaciones en papeles de deuda nacionales.

respaldar los pasivos monetarios del Banco Central y no a otro fin. De manera que la definición de reservas relevante para este cómputo es la que incluye únicamente a los activos líquidos contra no residentes por encima de los requeridos para respaldar los pasivos monetarios referidos. En otros términos, el concepto relevante es el de reservas excedentes, por sobre las que respaldan la convertibilidad. Y las reservas excedentes han sido, durante la vigencia del régimen, desde 1991, de poca significación<sup>17</sup>.

Un aspecto adicional que tiene relevancia en este contexto es que, en verdad, la distinción entre deuda de corto plazo y de largo plazo tiende a desdibujarse, en algunos de sus efectos, en vigencia de un régimen de convertibilidad. Como lo indica Williamson (op. cit., pág. 24) una incipiente crisis de convertibilidad podría devenir en una crisis financiera interna si los tenedores de activos denominados en moneda local o extranjera pero no cubiertos por divisas procurasen convertirlos en dinero que podrían a su vez convertir en divisas. Una caja de conversión no es "a prueba de fallas" una vez que los residentes comienzan a salir de la moneda nacional y de depósitos en moneda local o extranjera emitidos por los bancos locales. Los riesgos son particularmente significativos si el sistema financiero es frágil y se ha expandido recientemente sobre la base de in-flujos de capital no esterilizados. Es claro que una "corrida" del tipo descrito puede alimentarse no sólo de instrumentos de deuda de corto plazo, sino también de cualquier otro plazo. De todos modos, en estos casos la declinación en el precio de los instrumentos de deuda amortiguaría parcialmente el efecto de la corrida. Pero no aislaría a las reservas en el grado en que esto podría ser factible bajo otro régimen monetario<sup>18</sup>.

Se han señalado hasta aquí algunas de las dificultades de naturaleza macroeconómica que la volatilidad de los movimientos de capitales tiende a generar, en especial en economías con sistemas financieros relativamente subdesarrollados. Por un lado, tales economías se ven enfrentadas a períodos de boom, con sobreabundancia de divisas, alternados con otros en los que, al contrario, enfrentan restricciones en la disponibilidad de fondos externos, que han sido consideradas aquí como restricciones de liquidez internacional. En las fases contractivas, la escasez de divisas puede originar también restricciones de liquidez "interna", capaces de afectar a diversos agentes económicos pero muy en particular a los bancos, hecho éste que en presencia de cuadros de fragilidad financiera puede alimentar el desarrollo de una crisis.

Se ha señalado también que estos problemas tienden a manifestarse de manera acentuada en presencia de un régimen de convertibilidad con libre movilidad de capitales, en

---

<sup>17</sup> J. Williamson (op.cit.) refiere, por ejemplo, el caso de Singapur, que entre los ejemplos de regímenes del tipo de "caja de conversión" se caracteriza por tener un significativo excedente de cobertura en divisas sobre sus pasivos monetarios, lo que potencia los grados de libertad de la política monetaria.

<sup>18</sup> Además hay que considerar que los bancos locales son, frecuentemente, tenedores de volúmenes importantes de deuda pública de corto y de largo plazo. Si los agentes económicos buscan desprenderse de tales instrumentos de deuda y el precio de éstos cae, la hoja de balance de los bancos se deteriora, por lo que también, por vía indirecta, el Banco Central puede ser llamado a intervenir.

virtud de que el mismo da lugar a una respuesta procíclica frente a shocks nominales como los aquí tratados. Al mismo tiempo, se indicó que ese tipo de respuesta es confirmado o reafirmado por el escaso margen de maniobra que normalmente tienen las políticas de estabilización bajo semejante conjunto de reglas.

La principal conclusión que puede derivarse de ese razonamiento, en el que resaltan las eventuales restricciones de liquidez como fuente muy relevante de problemas para el manejo macroeconómico, es que la construcción de "colchones de liquidez" a través de la política fiscal y de las decisiones de manejo de cartera del gobierno puede tener un papel decisivo como instrumento de estabilización. Más en general, la situación de liquidez, definida por la relación entre los pasivos de corto plazo y las tenencias de activos líquidos del gobierno y del banco central, debería ser objeto central de preocupación y monitoreo.

Supóngase inicialmente, como primer paso, que es posible generar un resultado fiscal positivo en la fase de ingresos de capitales, cuando la restricción de divisas no es operativa y la economía puede expandirse con el apoyo del ahorro externo, como sucediera por ejemplo en la Argentina bajo el régimen de convertibilidad, hasta 1994 (en ese período el producto se expandió aceleradamente, aunque sin que se generase un superávit fiscal acumulado). Obviamente, la cuestión relativa a cómo sería posible generar tal superávit es de gran complejidad y relevancia. Sin embargo, no será esa la pregunta que se examinará aquí, sino otra, referida a los aspectos financieros del resultado fiscal. ¿Qué forma financiera asumiría ese superávit, suponiendo que se le alcance<sup>19</sup>?

Podría tomar la forma, por ejemplo, de acumulación de reservas excedentes en el Banco Central, por sobre las que respaldan la convertibilidad. Es decir, el superávit fiscal actuaría como un mecanismo de absorción monetaria, mejorando la relación de convertibilidad. En otras palabras, mejorando la posición de liquidez del sector público (y no sólo su patrimonio). Según este planteo, en la fase de boom y si logra generar superávit fiscal, el Tesoro reduciría su deuda neta con el Banco Central, con lo que aumentaría la relación Reservas/Base monetaria. También aumentarían relaciones como Reservas/agregados monetarios amplios (M2, ó M3), etc.. En otros términos, los indicadores de fragilidad financiera interna tenderían a evolucionar favorablemente.

En la eventualidad de un cambio en el signo de los flujos de capital, o de una atenuación de los in-flujos que, si la cuenta corriente es deficitaria, podría dar lugar de todos modos a una contracción de las reservas y de la liquidez, esas reservas excedentes contribuirían, por un lado, a

---

<sup>19</sup> Es decir, se plantea la cuestión como si fuese posible pensar a la economía funcionando "en régimen". Como en un ejercicio de estática comparativa, se parte de una situación relativamente equilibrada sobre la que opera el shock favorable que da lugar al boom, y se supone que en la fase expansiva es posible obtener un resultado fiscal superavitario. En la práctica, las opciones de política pueden no ser, sin embargo, tan claras como desearían quienes tienen que tomar las correspondientes decisiones. De hecho, en la Argentina el período expansivo 1991-94 fue también de rápida monetización de la economía. La monetización y la recomposición financiera internas eran imprescindibles, a la salida de la hiperinflación. En ese contexto concreto, la generación de superávit fiscal -nuevamente pasando por alto la cuestión del cómo- podría haber tenido el efecto inconveniente de retrasar el proceso de remonetización y reconstitución del crédito.

sostener la posición de liquidez externa del país en niveles más manejables y, por otro, otorgarían también cierto margen de flexibilidad en materia de políticas monetaria y fiscal. Un "fondo" de reservas excedentes permitiría por ejemplo financiar acciones de apoyo a los bancos sin que la nueva emisión afecte el pleno respaldo en divisas del circulante. La acumulación de tal "buffer" haría posible, además, un tipo de respuesta relativamente rápida como la que exige la intervención de un prestamista de última instancia ante una situación de riesgo de crisis financiera.

En los términos en que, por ejemplo, se plantea la discusión del caso mexicano en el artículo de G. Calvo ya referido, la disponibilidad de tal colchón de liquidez permitiría una respuesta activa dirigida a evitar la configuración de un "equilibrio malo", con bajo nivel de actividad a causa de la restricción financiera, por mecanismos en alguna medida equivalentes al "cebar la bomba" del viejo problema keynesiano. La existencia de esta capacidad de intervención puede a su vez, ante perturbaciones como el tequila, limitar los efectos de derrame o contagio, actuando como disuasivo de las acciones precautorias de los inversores, que verían en la existencia de una masa de intervención importante una garantía de continuidad de las políticas<sup>20</sup>.

Volviendo al caso mexicano, al examinar el desarrollo de la crisis, cabe la pregunta acerca de cuánto ajuste externo tenía el país que realizar. Naturalmente eso depende del financiamiento disponible y la respuesta no es única. Hay, posiblemente, múltiples equilibrios en función de la respuesta de los mercados financieros. Ya se ha hecho referencia a la posibilidad de que la economía, a partir de una situación de restricción de liquidez, ingrese en un sendero proclive a configurar un "equilibrio malo" o deprimido, asociado a una contracción del financiamiento excesiva si se atiende al estado inicial de las variables fundamentales. Esa excesiva contracción del financiamiento agrava los problemas del sector productivo (arrastra a un sobreajuste real), de las cuentas fiscales y de los bancos, generando una trayectoria macroeconómica que acaba validando las expectativas pesimistas de los inversores. Otro equilibrio, con mayor financiamiento (y expectativas menos deprimidas), una recesión menos intensa y un menor deterioro de los bancos y de las cuentas fiscales puede ser concebible.

### **La deuda de corto plazo.**

Más arriba, al dar por supuesto el logro de un superávit fiscal en la fase de boom, se asumió que el mismo podría tener contrapartida en la acumulación de reservas excedentes en el

---

<sup>20</sup> En un contexto menos signado por la lógica de la emergencia, parte de los ingresos generados por las privatizaciones de empresas públicas, por ejemplo, podría haber sido destinada a la inversión en "buffers" de liquidez (es decir, para financiar eventualmente gasto público futuro, en lugar de gasto corriente del período de los ingresos).

Por otra parte, en el texto se enfatizan aspectos financieros fiscales internos y sus conexiones con la estabilización macroeconómica, aunque son evidentes los vínculos entre la problemática tratada y el papel que juegan o pueden jugar las instituciones multilaterales en el tratamiento de los problemas cambiarios y de balance de pagos asociados a los movimientos de capitales, cuestión que no se aborda aquí. Este papel es ilustrado claramente por la decisiva intervención que cupo al FMI en la resolución de las crisis de México y Argentina, en 1995, y más recientemente con motivo de la crisis cambiaria y financiera en Tailandia.

Banco Central. Pero normalmente las autoridades enfrentarán también otras opciones en su manejo de cartera, como cancelar deuda cara, o cancelar deuda de corto plazo, además de acumular activos (en particular reservas excedentes). Las dos primeras pueden ser convenientes si se atiende a su efecto fiscal de corto plazo: la carga de intereses se reduce y esto mejorará el resultado de las cuentas públicas. Dar prioridad, en cambio, a la acumulación de activos externos, es decidir una inversión en liquidez, que naturalmente tiene un costo: éste depende del "spread" entre las tasas de interés que el gobierno paga por sus obligaciones y la que recibe por sus tenencias de activos emitidos por el resto del mundo. En consecuencia, atendiendo al resultado fiscal de corto plazo, esa opción puede ser desventajosa.

Sin embargo, como ya se indicó, esas reservas serían un activo de gran valor en manos de las autoridades monetarias frente a la configuración de restricciones de liquidez o de financiamiento que afecten al sector externo, o al sector público o a los bancos. Su disponibilidad permitiría contar con un potente instrumento de intervención, frente a situaciones de ese tipo. Si el uso de esos activos consigue efectivamente moderar el impacto recesivo de un shock negativo y atenuar los efectos en cadena de la restricción de financiamiento sobre los bancos, es posible que los beneficios de la inversión en "buffers" superen considerablemente a su costo. Puede ser así incluso en términos estrictamente fiscales: una recesión más moderada significará una menor reducción de la recaudación tributaria (la magnitud de este efecto depende de la elasticidad-ingreso de la recaudación, ceteris paribus las tasas impositivas). En cierta forma, el costo de las reservas excedentes -o más en general, de la acumulación de activos externos- puede verse como un seguro contra fluctuaciones pronunciadas del ingreso nacional y de los ingresos fiscales, comprado por el sector público<sup>21</sup>. La acumulación de activos líquidos tiene alguna ventaja sobre la reducción de la deuda de corto dada por el hecho de que, estando disponibles, estos recursos pueden potencialmente emplearse para más de un objetivo, ampliando los grados de libertad de la política económica.

Cuando se discute el papel de la política fiscal como instrumento anticíclico, potencialmente apto para ser contrapuesto a los variables flujos de capitales, parece prestarse poca atención a los aspectos financieros del manejo fiscal como los que se han venido examinando hasta aquí<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> Las metas pactadas por el gobierno argentino con el FMI en marzo de 1995 incluyeron la acumulación de 2600 millones de dólares de reservas excedentes para fin de ese año. Ese "colchón" de reservas tenía la función de dar un margen de flexibilidad para que las autoridades monetarias pudiesen actuar como "prestamista de última instancia" en caso de nuevas perturbaciones financieras. Conceptualmente, ese "buffer" actúa del mismo modo que la capacidad de endeudamiento del sector público: éste puede compensar los efectos negativos de un shock financiero desfavorable tanto incurriendo en nuevo endeudamiento cuanto utilizando reservas excedentes. En ambos casos, se trata de disponer de amortiguadores que debiliten la operación de mecanismos de amplificación de la perturbación negativa como son los que operan a través de la recesión-ajuste de cantidades o del incremento de la fragilidad financiera.

<sup>22</sup> Véanse por ejemplo las distintas posiciones de los comentaristas en: Hausmann, R. y L. Rojas-Suárez, op.cit.

En relación con la política fiscal anticíclica en la fase de boom suele argumentarse, por ejemplo, como sigue. Cuando la contrapartida de un déficit de cuenta corriente del balance de pagos es un déficit del sector privado (como tendió en general a ser el caso, en América Latina, a lo largo de la fase expansiva de inicios de los noventa), la efectividad y la deseabilidad de la utilización de la política fiscal para incrementar el ahorro nacional es controvertible. Hay fundamentos teóricos y alguna evidencia empírica -se señala- en favor de la idea de que el ahorro privado puede ajustar de modo de compensar eventuales cambios en las tasas impositivas, en particular si son percibidos como transitorios.

Desde esa perspectiva, una mejora del resultado fiscal podría darse sin que ni el déficit en cuenta corriente ni la tasa de ahorro se muevan de sus niveles previos. Pero aún cuando ese razonamiento -que no parece demasiado plausible- fuese aceptado (es decir, asumiendo que si se genera un superávit fiscal, no pueda descartarse que el déficit privado crezca *pari passu*), el argumento financiero que se planteó más arriba conserva al menos parte de su validez. Si el gobierno utiliza el superávit fiscal para mejorar su posición de liquidez, aunque no lograra moderar el boom, estaría en mejores condiciones de moderar los efectos disruptivos de una eventual declinación o reversión transitoria de los flujos de fondos en algún momento futuro. En otros términos, tendrá más recursos para impedir que un shock "saque a la economía del corredor"<sup>23</sup>, es decir, del entorno del sendero de equilibrio, impidiendo la configuración de círculos viciosos como el definido por la secuencia: salida de capitales, contracción del crédito, recesión, caída de la recaudación, aumento del déficit fiscal, incumplimiento de pagos por parte del sector público, mayor incertidumbre, salidas de capitales, y así en adelante.

Naturalmente, además de la acumulación de activos de fácil disponibilidad que puedan emplearse como masa de maniobra frente a un shock negativo, las decisiones en relación con la estructura de pasivos, en especial en lo que se refiere a la estructura de vencimientos de las obligaciones contraídas, mantienen toda su relevancia. La crisis de México de 1994 volvió a poner en evidencia los riesgos implícitos en el endeudamiento de corto plazo. Las deudas de corto plazo plantean la necesidad del "rollover". De modo que aún un cierre temporario del acceso a los mercados podría colocar a un país en una posición insostenible<sup>24</sup>.

### **3. Fragilidad financiera, manejo de la deuda y perspectivas**

La discusión precedente indica que el régimen de libre convertibilidad, que se ha mostrado muy eficaz en materia de estabilidad de precios, connota también, como la otra cara de la misma

---

<sup>23</sup> Sobre la noción del corredor o pasillo y el papel amortiguador de los activos líquidos, véase: Leijonhufvud, A. (1981). En especial en capítulo 6: "Effective Demand Failures".

<sup>24</sup> Lo dicho en relación con el sector público y la deuda de corto plazo, el problema del "rollover", no es muy diferente para la deuda emitida por el sector privado. Por lo tanto, es recomendable mantener un especial interés en asegurar que la deuda de corto plazo sea emitida prudentemente por éste, tanto como por el gobierno. El argumento se fortalece si se toma en cuenta que las obligaciones privadas -y de los bancos- pueden, dentro de ciertos límites, considerarse también como obligaciones contingentes del sector público.

moneda, una elevada propensión a la inestabilidad de cantidades (producto, empleo, volumen de dinero y crédito) así como de los precios de los activos. Es decir que involucra costos en términos de volatilidad o inestabilidad real y financiera. Si se procura limitar esta característica inherente al régimen habrá que asumir otro costo: el asociado a la constitución de "buffers" que permitan acotar el impacto de los shocks de origen externo que pueden presentarse recurrentemente en un mundo de capitales marcadamente volátiles<sup>25</sup>.

En los planteos de la sección anterior está implícito el siguiente punto: en ocasiones, la evolución de los compromisos financieros del estado en el corto plazo es dominada no ya por el desequilibrio financiero fiscal sino por desbalances macroeconómicos originados en otras áreas problemáticas. En efecto, el comportamiento de la deuda pública puede a veces responder a necesidades derivadas de desequilibrios en el sector externo o en el sistema financiero interno. Puede también reflejar el impacto de perturbaciones originadas en dichos desequilibrios, como sucedería por ejemplo ante una devaluación real, la que incrementaría el valor real de la deuda denominada en dólares independientemente del nivel del déficit público. Es natural que, en tales circunstancias, las operaciones de deuda pública suelen tener un papel en gran medida subordinado a los objetivos de la estabilización y el equilibrio macroeconómico de corto plazo. Una consecuencia de esa forma de ver la cuestión indica que, al evaluar la posición financiera del sector público, además de prestar atención al nivel corriente de su endeudamiento, y al peso relativo del mismo en comparación con otras variables macroeconómicas (según reflejan relaciones como "deuda pública/PIB", por ejemplo), es importante tomar en cuenta los riesgos que, para la propia evolución financiera fiscal, involucra determinada configuración del panorama macroeconómico, por un lado, y de la propia deuda, por otro. Asimismo, interesa examinar cómo esos riesgos pueden ser atenuados o potenciados por las decisiones de cartera del sector público. Para caracterizar tales riesgos son cruciales los indicadores de la evolución de la fragilidad financiera externa de la economía y de la fragilidad financiera interna.

Por otra parte, el análisis de la forma de funcionamiento de la economía bajo el régimen de

---

<sup>25</sup> Esta segunda opción (asumir el costo de la acumulación de "buffers") parece claramente preferible al costo llano de la volatilidad, porque por esa vía puede aspirarse a una mayor estabilidad de precios y de cantidades, atenuando los ciclos, frente a la variabilidad de cantidades y a la inestabilidad financiera que suponen las políticas pasivas. Sin embargo, un fondo conformado por activos externos constituye financiamiento otorgado por el país al resto del mundo. En los períodos de boom, por esa vía se limitaría el financiamiento neto recibido por la economía nacional. Si el receptor local de financiamiento externo es fundamentalmente el sector privado, este proceso puede generar de hecho desplazamiento de gasto público. En tal caso, quizás se tenga un mayor gasto privado en bienes de consumo y un menor gasto público en hospitales, por ejemplo. Las circunstancias indicadas, en particular en lo que se refiere a los costos de la volatilidad, sugieren que un régimen de convertibilidad puede resultar oneroso como soporte de la estabilidad, más allá de una situación económica de emergencia como la configurada por la hiperinflación. Sin embargo, es posible contar con cierta capacidad de amortiguación recurriendo a mecanismos de menor costo que la acumulación de reservas libres. Cabe mencionar, en particular, la existencia de un esquema articulado recientemente para operar en casos "de emergencia", montado por iniciativa del Banco Central y basado en el compromiso de un conjunto de bancos de suministrar recursos líquidos, mediante operaciones de "swap", en caso de necesidad. Esta suerte de seguro de liquidez fortalece la capacidad de resistencia del sistema frente a un eventual ataque especulativo.

convertibilidad con libre movilidad de capitales llevó a enfatizar la importancia crucial de la posición de liquidez de la economía como un todo, y del sector público en particular. El seguimiento de distintos indicadores que apunten a caracterizar el estado de liquidez y a anticipar en lo posible su evolución en el futuro inmediato y a mediano plazo, deberían ocupar un lugar importante en las tareas de evaluación de la sostenibilidad del cuadro macrofinanciero y de la calidad de la gestión de la deuda.

Algunos rasgos de la experiencia reciente de la Argentina ilustran sobre la importancia que los elementos señalados pueden adquirir. La vulnerabilidad externa y la fragilidad financiera de la economía se hicieron patentes, conjuntamente, como resultado de los críticos eventos de 1994-95. Decisiones de endeudamiento del sector público fueron tomadas para hacer frente simultáneamente al cuadro de insuficiencia de financiamiento externo y de crisis financiera interna que siguió al impacto del tequila. La posición de liquidez del gobierno antes de la crisis, por otra parte, no se presentaba holgada. Si bien no había una significativa deuda de corto plazo que requiriera renovación, tampoco se aprovecharon los tiempos favorables previos para, merced a los recursos generados por las privatizaciones, por ejemplo, constituir algún tipo de "buffer" que permitiera hacer frente a un período contractivo en mejores condiciones. Aunque la posibilidad de acceder a un importante apoyo financiero externo permitió contener la propagación de la crisis, la referida falta de holgura se tradujo en carencia de instrumentos de política para hacer frente al cuadro de recesión e inestabilidad financiera de 1995. De hecho, el inicio de la recuperación del nivel de actividad hubo de esperar a la recomposición del acceso a un financiamiento externo más o menos fluido.

### **Reactivación económica y desequilibrio externo**

En el bienio 1995-96 el déficit de cuenta corriente de la Argentina descendió, desde el nivel máximo alcanzado en 1994, a magnitudes comparables a los promedios de la región latinoamericana en su conjunto, rondando el 10% de las exportaciones y revelando una importante disminución de la fragilidad externa<sup>26</sup>. Una vez recuperado el acceso fluido al financiamiento externo y frente a un comportamiento crecientemente favorable de los flujos de capitales privados, la economía inició una recuperación que ganó en vigor hacia fines de 1996 e inicios de 1997.

Sin embargo, pari passu con la reactivación se observa nuevamente un muy rápido deterioro de la cuenta corriente del balance de pagos. Las evidentes dificultades que muestra la

---

<sup>26</sup> Esa mejora obedeció a una combinación de factores que incluyó un repunte en los precios de las "commodities" exportadas por el país y el impacto favorable sobre el comercio externo de la Argentina derivado del cambio de la situación macroeconómica brasileña (que combinaba dos elementos principales: una fuerte expansión económica de la que derivó un sustancial aumento de la demanda de bienes producidos en la Argentina y, junto con ello, una acentuada apreciación del real, que favoreció la competitividad de los productos argentinos). Además, hay que mencionar los efectos favorables sobre el saldo comercial asociados a la recesión que siguió a la crisis del tequila. El fuerte crecimiento de las importaciones se contuvo y se generaron mayores saldos exportables merced a la contracción de la demanda interna.

economía argentina para contener el crecimiento de las necesidades de financiamiento externas en las fases de expansión de la actividad interna son sin dudas uno de los factores que hacen que el país haya seguido enfrentando primas de riesgo relativamente elevadas en comparación con otras economías de la región.

Como puede verse en el cuadro 2, en 1996 el desequilibrio en cuenta corriente alcanzaba un valor superior a 26% de las exportaciones (si no se consideran los ingresos estimados por intereses del sector privado no financiero por tenencias de activos en el exterior), y superaba en el segundo trimestre de 1997 el 35% de las exportaciones, nivel que es más de una vez y media el porcentaje alcanzado en 1995. En el gráfico 2 se observa también cómo, trimestre a trimestre, la reactivación va acompañada por un rápido aumento de las necesidades de financiamiento, medidas como porcentaje de las ventas externas totales de bienes y servicios<sup>27</sup>. Puede preverse que en 1997, el segundo año de la reactivación post-tequila, el desequilibrio de cuenta corriente alcanzará nuevamente cifras muy semejantes a las observadas en 1994, en el pico del boom que precedió a la crisis.

Otros factores contribuyen también a explicar el comportamiento señalado en relación con las primas de riesgo país. Por ejemplo, la Argentina continúa enfrentando pagos financieros externos elevados en comparación con sus exportaciones (o comparados con el acervo de divisas que conforman las reservas internacionales). En los cuadros 3 y 4 se observa que los indicadores de fragilidad de la Argentina que reflejan el peso de los pagos financieros al exterior han mejorado muy levemente en los últimos años, y eran en 1995 más desfavorables que los de los restantes países grandes de la región, como también superiores que los promedios para América Latina<sup>28</sup>.

Naturalmente, la elevada carga de servicios financieros deviene de relaciones de endeudamiento muy desfavorables. En el cuadro 5 se constata que, pese al importante incremento de las ventas al exterior del último bienio, la deuda externa de la Argentina, medida en términos de años de exportaciones, era de 3,54 en el año 1995. Esa cifra sigue siendo largamente más elevada que las de los restantes países grandes del área, incluso el Brasil, y era también muy superior al promedio regional, de 2,14.

La tendencia al aumento de la vulnerabilidad financiera es también perceptible en los indicadores relativos al sector público, como puede verse en el cuadro 6. La columna de la izquierda muestra que los intereses de la deuda pública, como proporción de los ingresos

---

<sup>27</sup> La metodología de cómputo del balance de pagos de la Argentina ha sufrido diversas modificaciones desde 1993, las que se orientaron en parte a adaptarla a las recomendaciones del quinto Manual del Balance de Pagos del FMI, publicado en ese año. Uno de los cambios más importantes es la inclusión, entre los ingresos de la propiedad considerados en la cuenta corriente, de una estimación de las rentas obtenidas por residentes a partir de sus tenencias (estimadas) de activos en el exterior. Estas anteriormente no se consideraban debido a las serias dificultades que involucra, en la práctica, su estimación. En el cuadro 2 y en el gráfico 2 se tomaron en cuenta dos mediciones de la cuenta corriente, la oficial y otra que no incluye los referidos ingresos estimados. Esta última tiene utilidad por cuanto puede suponerse que los mismos no forman parte de la oferta-flujo potencial a partir de la cual se cubren normalmente las necesidades de financiamiento en divisas de las actividades económicas internas.

<sup>28</sup> Los cuadros comparativos se elaboraron hasta 1995 en razón de que la información disponible de fuentes homogéneas para 1996 es todavía incompleta.

corrientes totales captados por el Sector Público Nacional no financiero, han aumentado muy significativamente desde 1994, alcanzando en 1996 a 9% del total de dichos ingresos.

Si se considera una definición más restrictiva de los ingresos fiscales, que tome en cuenta el hecho de que una parte importante de los mismos es de asignación específica, esa constatación se refuerza. En la columna de la derecha del cuadro 6 el deflactor de los intereses de la deuda es el ingreso corriente del Sector Público Nacional no financiero, pero neto de las transferencias efectuadas a Provincias y a la administración de la Ciudad de Buenos Aires, y también de las transferencias de carácter previsional. Hechos esos ajustes, los intereses de la deuda pública equivalían, en 1996, a poco menos de 29% de los recursos remanentes, cifra que casi duplica la estimada para 1993, además de mostrar una marcada tendencia al alza desde 1994.

En el cuadro 7, entre tanto, se incluyen indicadores del estado de la “liquidez sistémica”. La primera columna está referida a la liquidez del sistema financiero, incluyendo al Banco Central. De modo que el numerador son las reservas totales en divisas del sistema (que incluyen los activos externos del Banco Central y las reservas en divisas de los bancos), y el denominador es el total de los recursos monetarios de particulares. Este indicador ilustra acerca de la capacidad del sistema bancario de hacer frente a un eventual aumento de la “preferencia por divisas” la composición de las carteras, y es por ende crucial para evaluar su grado de vulnerabilidad financiera. Se observa que alrededor de 40% de los pasivos del sistema financiero (incluyendo al Banco Central) contra particulares estaban en diciembre de 1996 cubiertos por reservas líquidas, lo que puede considerarse un nivel relativamente alto. Se constata, además, una mejora de la posición de liquidez luego del crítico año 1995<sup>29</sup>.

La columna de la derecha del mismo cuadro incorpora, en el denominador del cociente de liquidez, la deuda pública a corto plazo del gobierno. De modo que este es un indicador de la posición de liquidez conjunta del gobierno y del sistema financiero. En otros términos, este cociente confronta el total de los pasivos de corto del gobierno, del Banco Central y de los bancos con el total de los activos líquidos disponibles para hacerles frente, es decir, los activos de ese carácter en poder de las autoridades monetarias y del sistema bancario. El mismo muestra también una situación relativamente favorable.

En materia de liquidez la Argentina tuvo, a lo largo de los noventa, relaciones menos desequilibradas que las que se fueron configurando por ejemplo en México, donde, en la fase expansiva anterior a diciembre de 1994, al creciente déficit de la cuenta corriente del balance de pagos se agregaba un deterioro persistente de la ya relativamente baja relación entre los activos líquidos del gobierno y del sistema financiero y los correspondientes pasivos de corto. La relación más favorable de la Argentina en este plano se debió en gran medida a lo reducido de la deuda pública de corto plazo, cuyo papel fue crucial en el desencadenamiento de la crisis

---

<sup>29</sup> Además esa posición es reforzada por el mecanismo de “seguro de liquidez” articulado por el Banco Central y un conjunto de bancos, mencionado más arriba.

mexicana. Este cuadro de liquidez relativamente favorable ha tendido a mantenerse.

El panorama general de la situación actual que se ha trazado muestra ciertos rasgos de ambigüedad. Por un lado, es claro que la recuperación económica conlleva, en las actuales circunstancias, una tendencia al rápido deterioro de la cuenta corriente y al aumento de la vulnerabilidad financiera externa de la economía. Pero al mismo tiempo los indicadores de liquidez son relativamente favorables, y probablemente la concentración e internacionalización de la banca operen en el mismo sentido que la liquidez, aumentando la capacidad del sistema financiero de enfrentar un shock adverso. En ese marco parece posible conjeturar que si la cuenta corriente continúa deteriorándose a ritmo veloz, como es probable, en algún momento en el futuro próximo las necesidades de financiamiento serán superiores a la oferta de recursos financieros y se activarán los mecanismos monetarios automáticos de ajuste externo inherentes al régimen de convertibilidad: suba de las tasas de interés, contracción de la liquidez y enfriamiento de la economía, eventualmente recesión. Los instrumentos de política disponibles pueden hacer poco para evitarlo. Pero las autoridades monetarias han venido actuando en el sentido de mejorar las relaciones de liquidez y la solvencia del sistema financiero, lo que podría contribuir a evitar que una futura recesión sea acompañada por episodios de fuga de capitales y crisis financiera, que acentuarían la contracción.

El panorama, sin embargo, puede ser más difícil en el caso de que, en lugar de una recesión de origen endógeno, deban enfrentarse las consecuencias de un cambio negativo en las condiciones externas de contexto, como sucedería por ejemplo ante una evolución desfavorable del cuadro macroeconómico del Brasil, que podría impactar negativamente tanto en el plano real -sobre los flujos de comercio- cuanto en los movimientos de capitales hacia las economías financieramente más expuestas de la región.

CUADRO 2. ARGENTINA. DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE SOBRE EXPORTACIONES

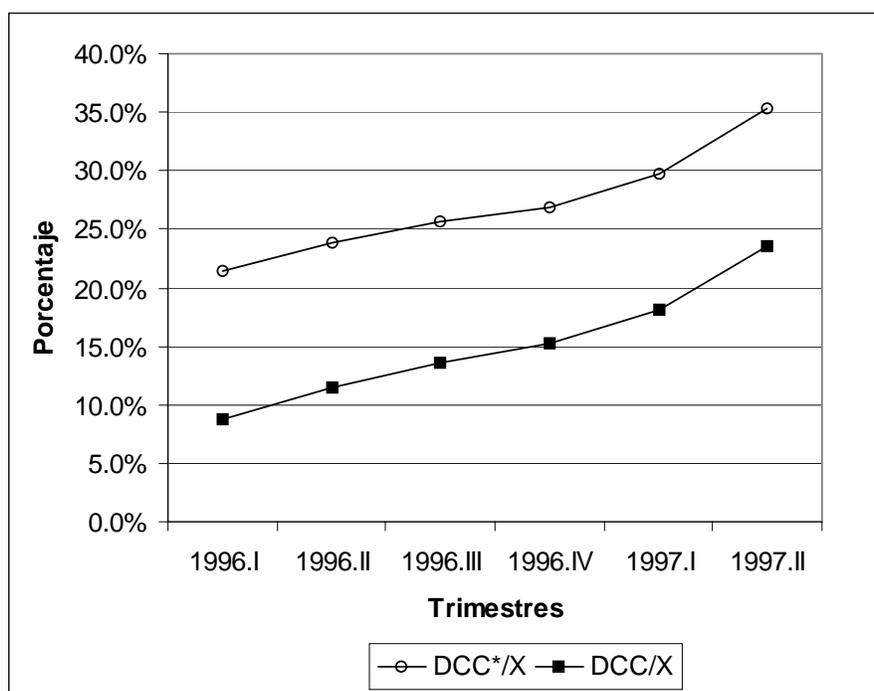
PERÍODO	DCC*/X	DCC/X
1992	47.8%	36.8%
1993	57.5%	48.1%
1994	65.2%	53.9%
1995	23.2%	10.2%
1996	26.9%	15.3%
1996.I	21.5%	8.7%
1996.II	23.9%	11.4%
1996.III	25.6%	13.6%
1996.IV	26.9%	15.3%
1997.I	29.7%	18.1%
1997.II	35.3%	23.6%

DCC\*: Déficit en cuenta corriente, neto de los ingresos estimados del sector privado no financiero por tenencias estimadas de activos en el exterior.

DCC: Déficit en cuenta corriente.

Las cifras trimestrales corresponden al cociente entre los flujos acumulados de cuatro trimestres.

GRÁFICO 2. ARGENTINA: DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE SOBRE EXPORTACIONES



CUADRO 3. AMÉRICA LATINA: PAGOS FINANCIEROS EXTERNOS  
CORRIENTES/EXPORTACIONES

AÑO	ARGENTINA	BRASIL	CHILE	COLOMBIA	MÉXICO	AMÉRICA LATINA
1992	30.7%	22.9%	18.5%	26.5%	21.6%	23.6%
1993	31.8%	26.7%	17.0%	24.6%	22.4%	23.7%
1994	33.9%	23.0%	15.5%	23.8%	22.1%	22.4%
1995	30.6%	27.7%	11.7%	22.5%	18.1%	21.1%
1996	29.8%	Nd	nd	nd	nd	nd

CUADRO 4. AMÉRICA LATINA: INTERESES DE LA DEUDA  
EXTERNA/EXPORTACIONES

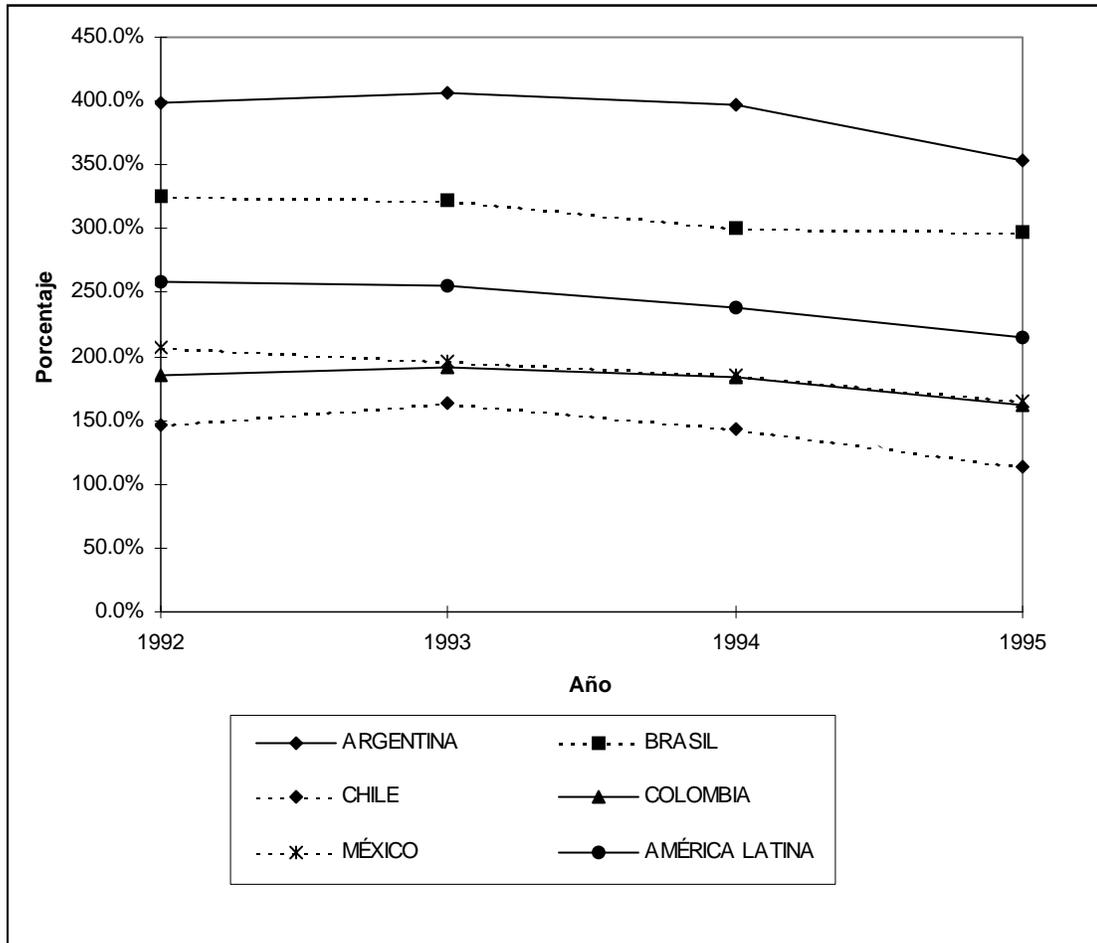
AÑO	ARGENTINA	BRASIL	CHILE	COLOMBIA	MÉXICO	AMÉRICA LATINA
1992	23.1%	20.8%	11.3%	14.4%	17.5%	18.1%
1993	21.3%	18.0%	10.2%	13.3%	18.3%	16.7%
1994	24.3%	16.6%	8.2%	12.9%	16.7%	15.5%
1995	22.8%	20.2%	7.0%	12.3%	15.1%	15.1%
1996	22.0%	nd	nd	nd	nd	nd

CUADRO 5. AMÉRICA LATINA: DEUDA EXTERNA TOTAL/EXPORTACIONES

AÑO	ARGENTINA	BRASIL	CHILE	COLOMBIA	MÉXICO	AMÉRICA LATINA
1992	399.0%	325.8%	145.8%	184.9%	206.3%	258.3%
1993	406.2%	323.1%	163.7%	192.0%	196.7%	255.5%
1994	397.8%	300.0%	143.4%	184.2%	185.4%	237.6%
1995	354.1%	297.4%	113.6%	162.3%	165.7%	214.1%
1996	349.8%	nd	nd	nd	nd	nd

La deuda externa total corresponde a los promedios entre las puntas de cada período.

GRÁFICO 3. AMÉRICA LATINA. DEUDA EXTERNA SOBRE EXPORTACIONES



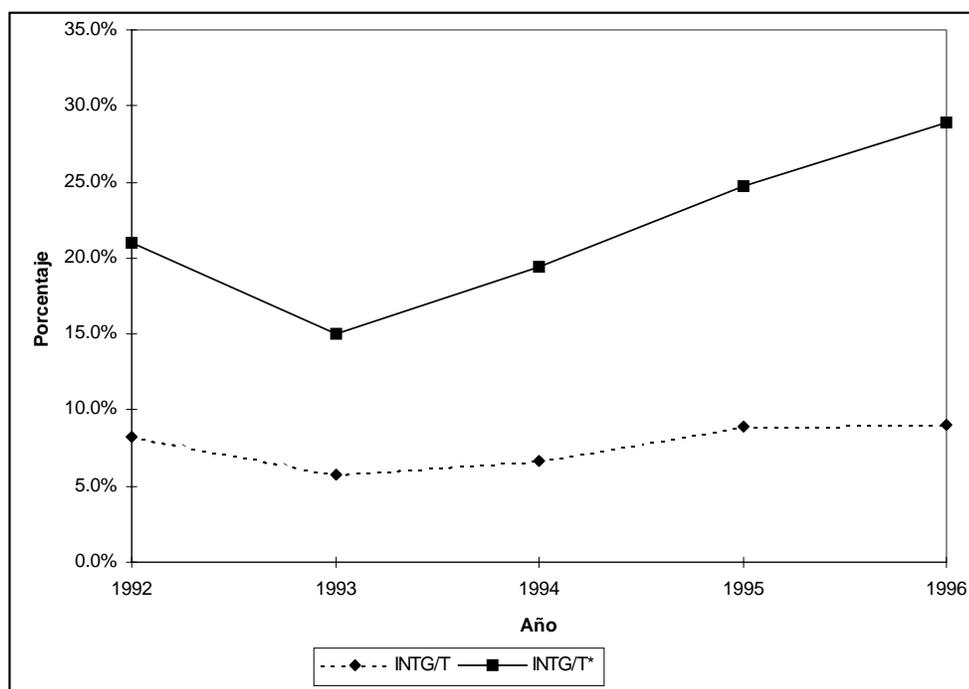
CUADRO 6. ARGENTINA. INTERESES TOTALES DE LA DEUDA PÚBLICA SOBRE RECURSOS FISCALES CORRIENTES

AÑO	INTG/T	INTG/T*
1992	8.2%	21.0%
1993	5.8%	15.0%
1994	6.7%	19.4%
1995	8.9%	24.7%
1996	9.0%	28.9%

INTG son los intereses totales del período, en cabeza del Sector Público Nacional.  
T son los recursos corrientes totales de cada período (incluye ingresos del Sistema de Seguridad Social).

T\* son los recursos corrientes totales en la definición precedente, pero netos de las transferencias a Provincias y MCBA y de las correspondientes a pasividades.

GRÁFICO 4. ARGENTINA: INTERESES DE LA DEUDA PÚBLICA SOBRE RECURSOS FISCALES CORRIENTES



CUADRO 7. ARGENTINA: INDICADORES

## DE LIQUIDEZ

AÑO	R*/M3*	R*/M3**
1992	42.8%	39.3%
1993	41.4%	35.9%
1994	36.1%	30.0%
1995	36.3%	28.7%
1996	39.5%	30.8%

R\* corresponde a las reservas del conjunto del sistema financiero, incluyendo al Banco Central  
M3\* corresponde al total de los recursos monetarios de particulares, incluyendo los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero nacional.

M3\*\* agrega a M3\* los vencimientos (amortizaciones de capital e intereses) a corto plazo del sector público (incluye la deuda con vencimiento a menos de un año).

Los cocientes corresponden a fin de cada período.

FUENTES: los datos relativos al balance de pagos de la Argentina provienen de las Estimaciones Trimestrales del Balance de Pagos y de Activos y Pasivos Externos, publicada por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, dependiente de la Subsecretaría de Programación Macroeconómica del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos. Los datos sobre otras economías latinoamericanas provienen de: CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe, varios números. Las cifras de deuda pública son las compiladas por la Auditoría General de la Nación, y las relativas a la deuda externa total y pública se obtuvieron de las Estimaciones Trimestrales ya mencionadas. Los datos monetarios provienen del Informe Económico publicado trimestralmente por el Ministerio de Economía.

### Bibliografía y referencias.

Agell, J., M. Persson y B. Friedman (1992). Does Debt Management Matter? FIEF Studies in Labour Markets and Economic Policy, Clarendon Press, Oxford.

Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993). "Capital Flows to Latin America: the Role of External Factors", IMF Staff Papers, Washington D.C.

Calvo, G. (1995). Capital Flows and Macroeconomic Management. Tequila Lessons. Mimeo, University of Maryland.

Cetrángolo, O., Damill, M., Frenkel, R. y Jiménez, J. (1997). "La sostenibilidad de la política fiscal en América Latina: el caso argentino", Serie Documentos de Economía n° 6, Universidad de Palermo-CEDES, Buenos Aires, en prensa.

Damill, M. y R. Frenkel (1987). "De la apertura a la crisis financiera. Un análisis de la experiencia

argentina de 1977-82", Ensayos Económicos nº 37, Buenos Aires.

Damill, M.; J.M. Fanelli y R. Frenkel (1994). Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta. Los casos de Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile y México. CEPAL, Santiago de Chile.

Damill, M.; J.M. Fanelli y R. Frenkel (1996). "De México a México: El desempeño de América Latina en los Noventa", Desarrollo Económico, Número Especial, Vol. 36, Buenos Aires.

Dornbusch, R. y M. Draghi (eds., 1990). Public Debt Management: Theory and History. Cambridge Univ. Press, N. York.

Fanelli, J.M. y R. Frenkel (1993). "On Gradualism, Shock Treatment and Sequencing", en International Monetary and Financial Issues for the 1990s. Research Papers for The Group of Twenty-Four, Volume II, United Nations, Nueva York.

Folkerts-Landau, D. y T. Ito (1995). International Capital Markets. Developments, Prospects and Policy Issues, IMF, Washington D.C.

Frenkel, R. (1995) "Macroeconomic Sustainability and Development Prospects: Latin American Performance in the 1990s", UNCTAD Discussion Papers No. 100, Ginebra.

Hausmann, R. y L. Rojas-Suárez (eds., 1996). Volatile Capital Flows. Taming Their Impact on Latin America. IDB, Washington D.C.

Leijonhufvud, A. (1981). Information and Coordination. Essays in Macroeconomic Theory. Oxford Univ. Press, N. York.

Mehran, H. (ed., 1985). External Debt Management. International Monetary Fund, Washington D.C.

Minsky, H. (1977). "A Theory of Systemic Fragility", en: Altman, E. y Sametz, A.. Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment, N.York, J. Wiley.

Tobin, J. (1963), "An Essay on the Principles of Debt Management", en: Fiscal and Debt Management Policies. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Williamson, J. (1995). What Role for Currency Boards? Institute for International Economics, Washington D.C.