



Universidad de  
**San Andrés**

**Universidad de San Andrés**

**Departamento de Economía**

**Licenciatura en Economía**

**“Del tobogán en las reservas al reperfilamiento; evolución  
macro en Argentina 2015-2019”**

**Autor: Timoteo Sheridan**

**Legajo: 27252**

**Mentor: Daniel Heymann**

**Buenos Aires, 15 de Diciembre de 2019.**

## Abstract

Este trabajo de investigación centra su análisis en la evolución del régimen macro en la Argentina entre 2015-2019. Partimos de las condiciones económicas iniciales recibidas por el cambio de Gobierno en 2015. Especificamos además las proyecciones esperadas del nuevo set de políticas económicas, para luego finalizar con la evolución realizada de los resultados económicos. Concluimos que, bajo un régimen cambiario de flotación administrada, el reperfilamiento de la deuda y la imposición de restricciones en la compra de dólares son consecuencia de tres principales sucesos interdependientes uno con otro, que hacen de disparadores a una cadena de desequilibrios macro, (1) la profunda inestabilidad en el mercado cambiario dada la falta de credibilidad en el peso, (2) la liberalización al mercado internacional de créditos (3) el *sudden stop* en el financiamiento externo en 2018.



Universidad de  
**San Andrés**

## Índice

1. Introducción.....	4
2. Condiciones iniciales.....	5
3. La nueva estrategia económica.....	11
4. Hacia el reperfilamiento.....	12
i)2016.....	12
ii)2017.....	13
iii)2018.....	16
iv)2019.....	18
5. Reperfilamiento.....	21
6. Conclusión.....	22
7. Anexo.....	23
8. Bibliografía.....	26



QUAERERE VERUM

Universidad de  
San Andrés

## **I. Introducción**

El clima de optimismo político-económico en el cambio de Gobierno de 2015 no fue constante durante los 4 años de gestión. Las expectativas del nuevo plan económico fueron inciertas, divergentes a los resultados efectivos ex post. El anuncio de un reperfilamiento de la deuda y la imposición de un techo en la demanda de dólares son síntomas de una economía inestable transitando un sendero no sustentable. Este trabajo estudia este sendero, evaluando patrones monetarios, fiscales y cambiarios para entender las cuestiones macro que llevaron al país a renegociar los términos de la deuda.

Se puede entender por equilibrio en el mercado cambiario a la intersección entre la oferta y demanda de divisas. Pero el equilibrio en este sentido, o sea el precio de mercado en ausencia de intervención cambiaria, puede ser la causa de grandes perturbaciones macroeconómicas. La tensión cambiaria, exacerbada con las corridas al dólar en 2018 y 2019, fue disparador de una cadena de desequilibrios monetarios que desplazaron las tasas de interés a niveles extremos, mientras la inflación se aceleraba, el volumen de producción se deprimía y el pago de obligaciones se tornaba insustentable.

Jong-Eun Lee (2016), frente a la integración al mercado de capitales, expresa “Las reservas mitigan el efecto de un shock monetario o especulativo en la depreciación de una moneda en el caso de una economía financieramente vulnerable.” En este trabajo, en línea con esta observación, notamos que el escenario económico de la Argentina en diciembre 2015 tiene una limitada capacidad de respuesta para contrarrestar un shock exógeno, dado el bajo nivel de reservas en el BCRA. Por esto, se han buscado alternativas para abastecer las reservas, sin embargo han sido utilizadas principalmente para mitigar las corridas de 2018-2019 y evitar una cadena de desequilibrios.

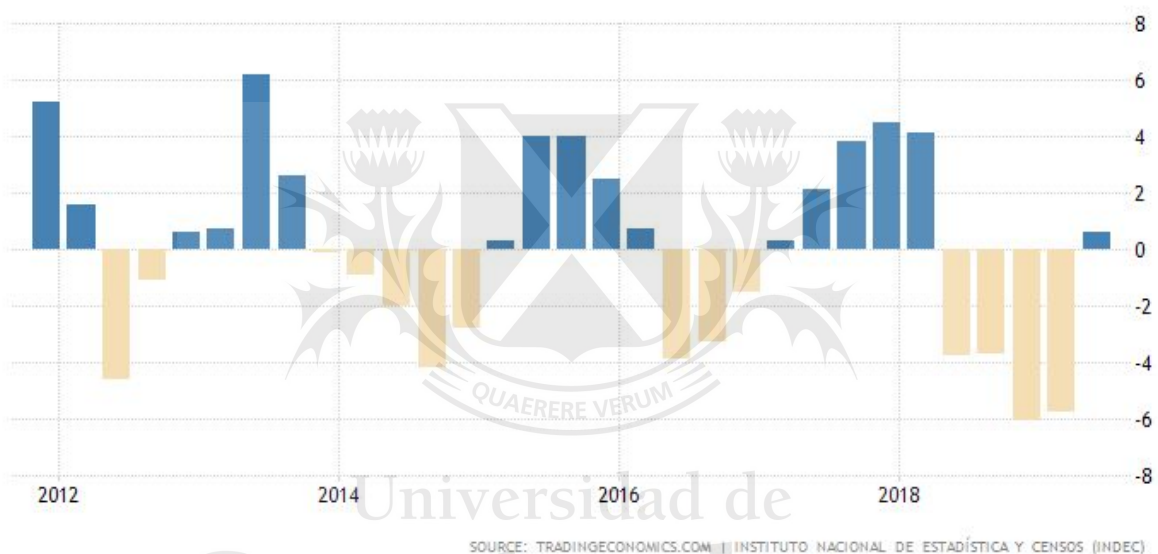
El trabajo se divide en 3 partes. La primera, un análisis de la macro ex ante 2015 y las condiciones económicas iniciales con las que el nuevo Gobierno comienza su gestión. En segundo lugar, brevemente explico los resultados esperados del nuevo set de políticas económicas. Finalmente, la última sección investiga el desarrollo macro y las causas de los resultados económicos en 2019.

## II. Condiciones iniciales 2015

El marco económico desde comienzos de la década muestra un patrón de frecuentes oscilaciones en periodos cortos de tiempo, una manifestación de la varianza en la economía local. Han habido 6 años de estancamiento con altibajos, en particular sobre los años pares, que figuran ser recesivos. El gráfico 1 representa los ciclos económicos en la Argentina desde 2012.

### Ciclos económicos, variaciones interanuales en la Argentina

Gráfico 1

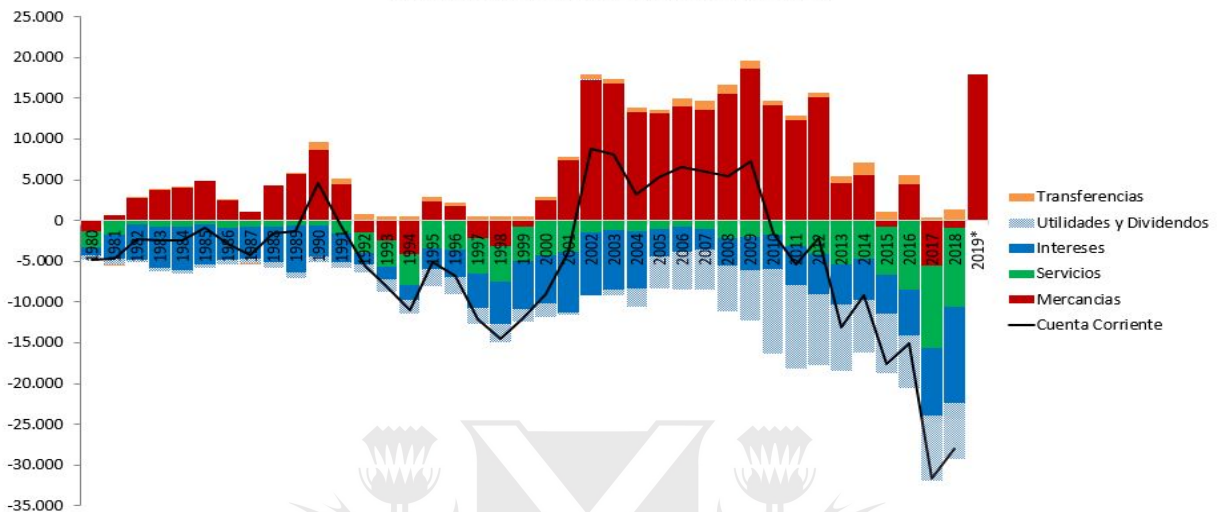


La cuenta corriente del balance de pagos acumula déficits desde 2010 en adelante. En los periodos de expansión económica incrementa el resultado negativo en la CC, caso contrario se reduce. Esta correlación negativa se percibe en la comparación entre el gráfico 1 y 2, indicando que el crecimiento económico doméstico se asocia con la fuerte demanda de importaciones. 2015 registra un déficit en CC de USD 16,808 millones.

## Resultado de la Cuenta Corriente en Argentina

Gráfico 2

Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos  
millones de dólares, Fuente: IMF-MECON

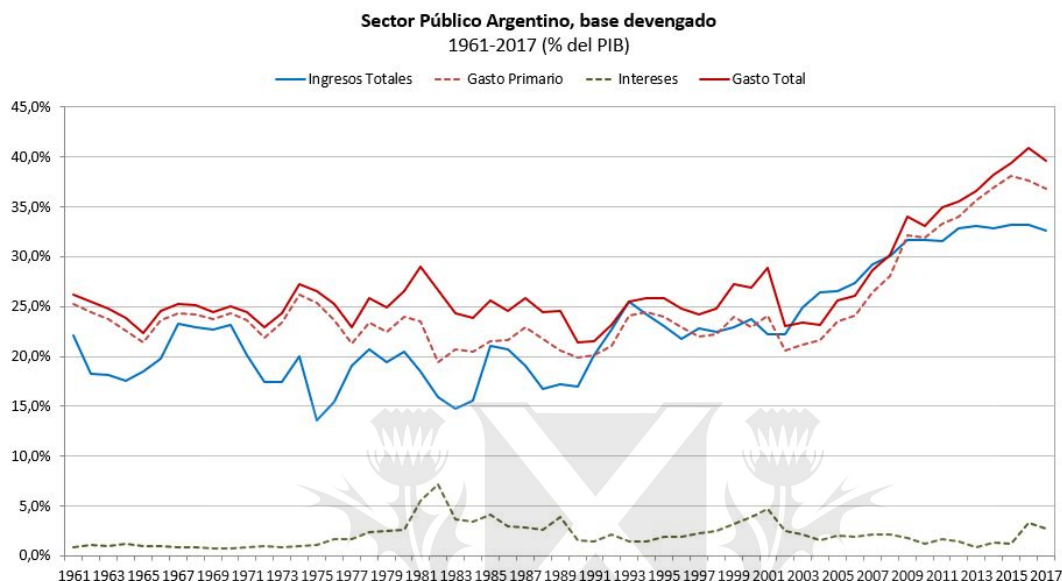


En particular, se observa un declive en las exportaciones de mercancías, al punto de un saldo comercial negativo en 2015. En efecto, la entrada de divisas por comercio es inferior al de comienzos de década, condicionando la disponibilidad de divisas en 2015.

En el ámbito fiscal, el déficit primario crece sostenidamente desde el año 2008, dado por un aumento en el gasto total pero no en los ingresos totales, reduciendo continuamente el espacio fiscal. El gráfico 3 ilustra la evolución del gasto total, los ingresos totales y los intereses.

## Resultado fiscal en la Argentina.

### Gráfico 3

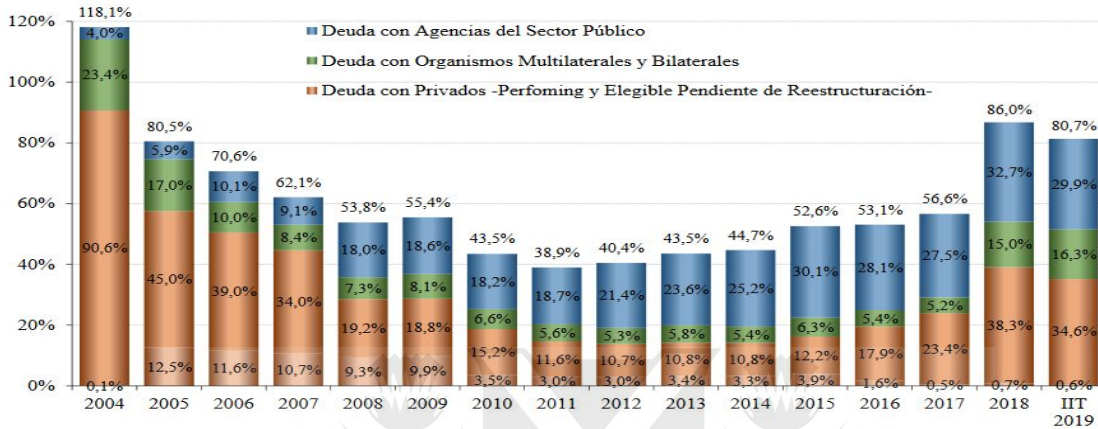


El resultado primario acumulado en diciembre 2015, según el informe oficial de la Administración Nacional, es de -\$244.331,7 millones, un 3,4% del PBI. La necesidad de financiamiento por la diferencia primaria concluye 2015 con una deuda pública neta de agencias del sector público del 22,4% PBI, el equivalente a 120.908 millones de dólares. Esta información está disponible sobre la tabla 1 en el ANEXO.

Notamos que relativo a los años siguientes el stock de pasivos netos de agencias del sector público es moderado, aunque en cada periodo se han utilizado diferentes instrumentos de financiamiento. Podemos observar la evolución de la deuda pública bruta en el gráfico 4.

Gráfico 4

### Deuda Bruta de la Administración Central por Acreedor en % del PIB<sup>(1)</sup>



Analizaremos la relación deuda-producto en términos reales, con su respectiva tasa de variación. Definimos a la deuda pública (neta de agencias del SP) como la diferencia entre la deuda del período anterior con sus intereses en pesos y el superávit primario (no consideraremos la emisión).

$$D_t = (1 + R_{t-1})D_{t-1} - SupP_t$$

Dividimos por  $Y_t P_t$  luego multiplicamos por  $\frac{Y_{t-1}}{Y_t}$  y  $\frac{P_{t-1}}{P_t}$  el primer término del lado derecho

$$d_t = (1 + R_{t-1}) \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1} P_{t-1}} \frac{Y_{t-1} P_{t-1}}{Y_t P_t} - \frac{SupP_t}{Y_t P_t}$$

Lado izquierdo es la relación deuda pública-producto real. Considerando a la tasa de interés real como equivalente a  $(1 + R_{t-1}) \frac{P_{t-1}}{P_t} = (1 + r_{t-1})$ , y que la variación del producto nominal es  $\frac{Y_t}{Y_{t-1}} = 1 + \hat{y}_t$ , lo incluimos en nuestra ecuación y queda

$$d_t = \frac{(1+r_{t-1})d_{t-1}}{(1+\hat{y}_t)} - SupP_t$$

Entonces, el cambio en la relación deuda-producto en términos reales se puede dar como

$$d_t - d_{t-1} = \frac{(1+r_{t-1})d_{t-1}}{(1+\hat{y}_t)} - d_{t-1} - SupP_t, \text{ que por denominador común finaliza en}$$



$$d_t - d_{t-1} = \frac{r_{t-1} \hat{y}_t}{1 + \hat{y}_t} d_{t-1} - SupP_t$$

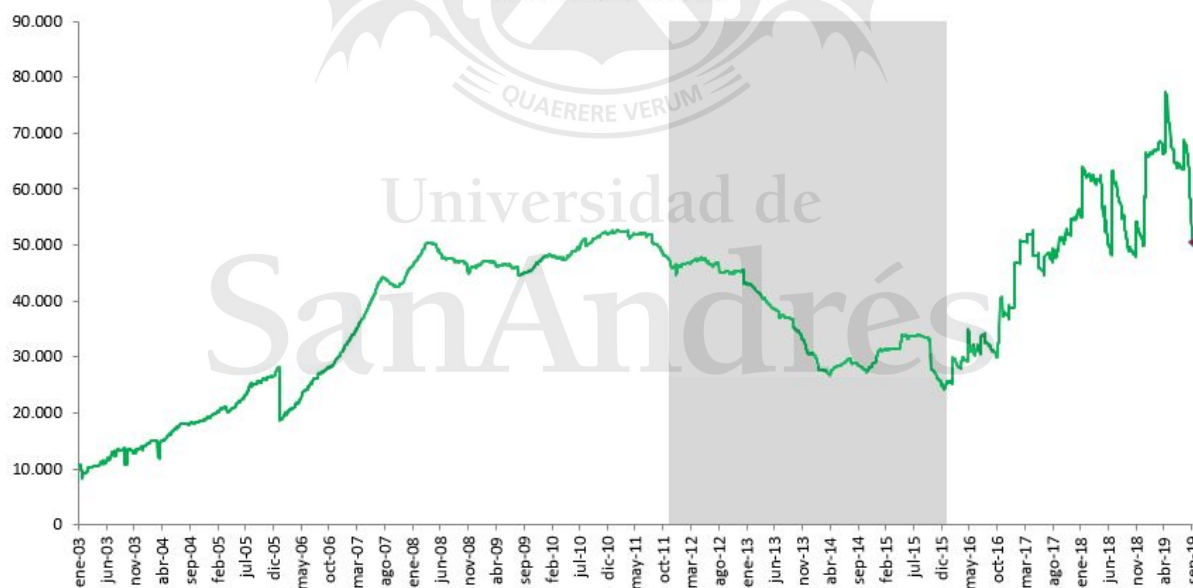
La relación deuda producto en términos reales cae en 2015, facilitando un margen al Gobierno para contraer créditos. De todas formas, si bien el crecimiento interanual en 2015 es de 2,4 puntos porcentuales del PBI relativo al año anterior, los períodos de expansión económica interanual se dan de forma segmentada. Esto es un síntoma de la inestabilidad económica, esencialmente identificado en la gran varianza de los ciclos económicos.

Las reservas han decrecido notablemente desde el año 2011, pero el consumo abrupto de las divisas se efectúa en el semestre previo al cambio de gestión. Este contexto, en simultáneo con la escasa entrada de dólares por comercio, origina un marco económico inflexible para la administración del nuevo Gobierno, condicionado por el reducido nivel de reservas en el BCRA.

## Reservas Internacionales, Argentina

Gráfico 5

Reservas Internacionales del BCRA  
en millones de dólares

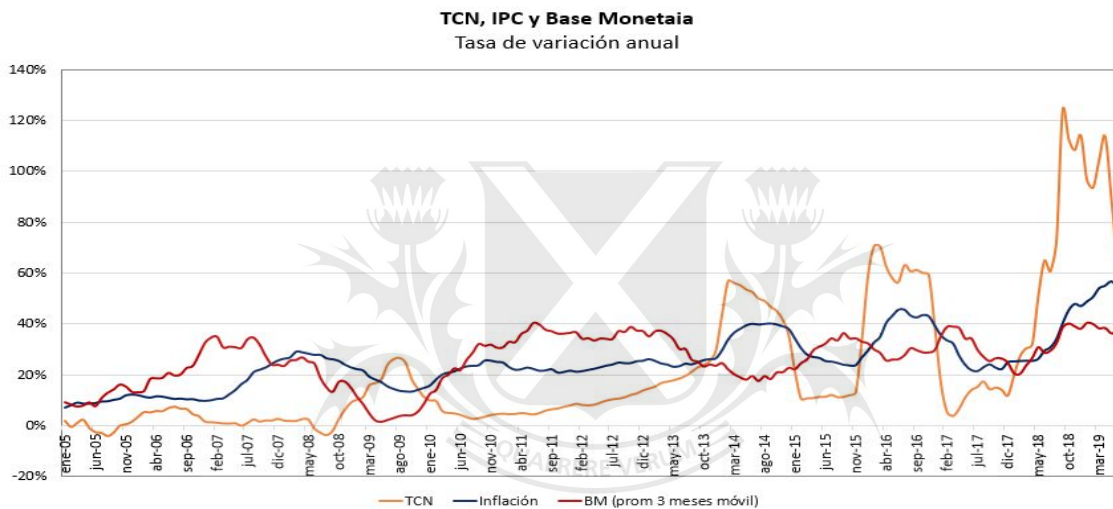


La institución del BCRA estaba subordinada a las necesidades de financiamiento del Sector Público. La dominancia fiscal condiciona las políticas monetarias y la gestión de la deuda. Sin embargo, el mecanismo de financiamiento con emisión y reservas fue posible sin causar grandes saltos en el tipo de cambio, en condiciones en las que el mercado cambiario operaba con restricciones a la demanda de dólares.

Esto permitió una expansión en la base monetaria sin grandes implicancias sobre el nivel de precios, inyectando pesos al mercado por medio de emisión monetaria. El último año demuestra un TCN estacionario con una inflación desacelerada del 25% en 2015. El gráfico 6 ilustra los movimientos en la tasa de inflación junto con la variación del tipo de cambio nominal y de la base monetaria.

**Variación interanual de TCN, IPC y la Base Monetaria.**

**Gráfico 6**



La presión acumulada sobre la paridad peso-dólar por la rigidez del cepo y la manipulación del mercado cambiario iba a ser percibida en el momento de liberalizar el tipo de cambio.

### **III. La nueva estrategia económica de 2015**

Diciembre de 2015 fue un punto de inflexión en materia política y económica. El set de políticas económicas se actualiza, con el fin de encontrar estabilidad monetaria y estabilidad financiera para lograr un sendero sustentable de crecimiento.

La liberalización cambiaria, bajo un régimen de flotación administrada, fue una estrategia económica relevante para la nueva gestión. El Gobierno instauró un esquema institucional transparente con reglas de juego claras, esperando fortalecer la credibilidad de la moneda. Asimismo, el establecimiento de metas monetarias y fiscales fue una señal del sector público hacia el privado para inducir la confianza en la moneda doméstica.

En esa hipótesis, la puesta en práctica de un régimen de metas de inflación basado en el manejo de la tasa de interés reduciría los riesgos y la incertidumbre del futuro que, a su vez, incentivaría la inversión en productividad e innovación. El sector público estimularía de esta forma la expansión productiva en las industrias, desplazando la producción hacia la curva de eficiencia en los sectores industriales, naturalmente generando empleo y desarrollo económico.

Al optimizar la productividad, el sector público estima mayores ingresos por recaudación tributaria. A medida que suceda esto, reducir la brecha entre ingresos totales y gastos totales equilibrará el resultado primario. Asimismo, se alivianara el espacio fiscal, posibilitando una mayor flexibilidad para la asignación de los recursos. En consecuencia se mitigará la presión fiscal y monetaria, desacelerando la inflación y reduciendo la incertidumbre y volatilidad. Este caso posiciona a la economía doméstica sobre un sendero de crecimiento retroalimentado por la consistencia en el régimen macroeconómico.

San Andrés

## IV. Evolución hacia el reperfilamiento

En la sección anterior mencionamos los resultados esperados detrás de la nueva configuración en las políticas económicas. Los indicadores económicos no han evolucionado acorde con las expectativas al comienzo de la gestión. Esta sección analiza cómo se fue desarrollando la macro en los 4 años de Cambiemos, estudiando las causas del reperfilamiento de la deuda en octubre de 2019.

### i) 2016

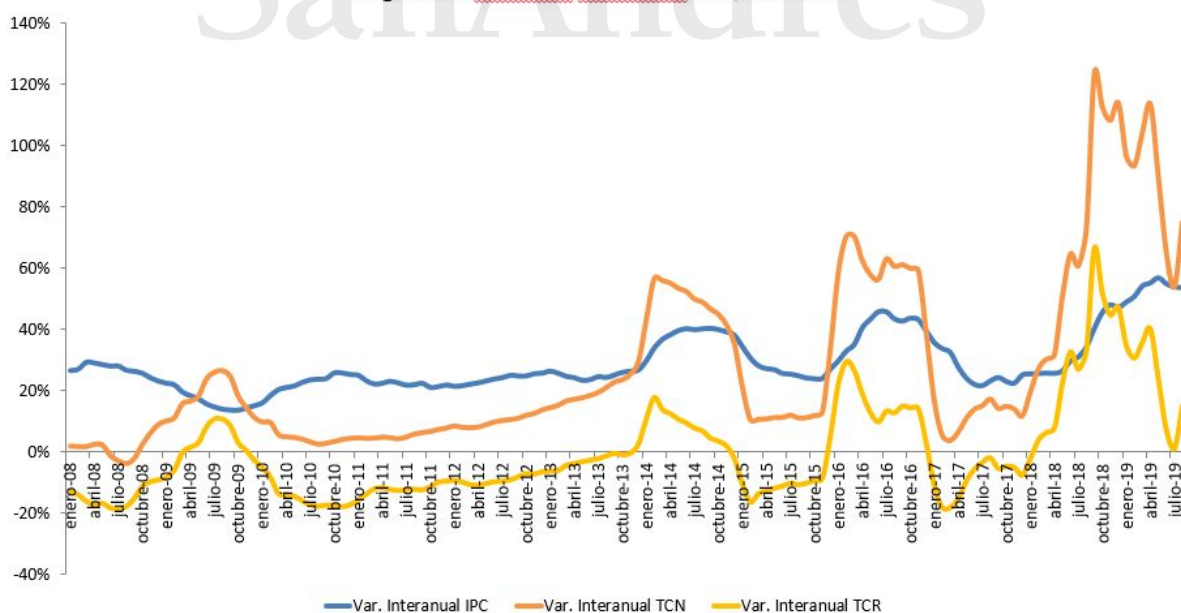
Tras el cambio de autoridades el 10 de diciembre de 2015, el BCRA adoptó una serie de medidas monetarias y cambiarias. En lo que respecta a las regulaciones del mercado de cambios, se ajustaron las normas a las nuevas definiciones en materia de política cambiaria, orientadas hacia una mayor libertad en el movimiento de capitales.

En este sentido, se permitió a las personas físicas y jurídicas comprar moneda extranjera y otros activos externos por hasta la suma de US\$ 2 millones mensuales, eliminando el requisito de registración y validación en el Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias de la AFIP.

La presión cambiaria, acumulada en los años previos, se vio reflejada en la salida del cepo con una devaluación nominal instantánea del 36 %. El traslado a precios se percibe en la tasa inflacionaria del 40%.

Gráfico 7

Argentina: Variación Interanual TCN, TCR e IPC



2016 fue un año sin señales de recuperación en la actividad económica, con una variación interanual recesiva de -2.1% relativo a 2015. Conjuntamente, se reduce el déficit CC de 15.025 mil millones de dólares. La reducción en el déficit CC de la BP se da principalmente por la mayor variación positiva en X bienes (USD 4878 millones) relativo tanto al deterioro en los servicios (USD -3086 millones) como en los egresos por renta de inversión devengados (USD -419 millones). A su vez, esto aumenta la entrada de capital y se reduce la necesidad de financiamiento externo, observando un declive del financiamiento externo neto de USD 2 mil millones.

**Cuadro 2. Cuenta corriente y sus principales componentes**

	Cuarto trimestre			Año		
	2015	2016	Variación	2015	2016	Variación
	Millones de dólares					
<b>Cuenta corriente (1)</b>	<b>- 4.934</b>	<b>- 4.400</b>	<b>534</b>	<b>- 16.806</b>	<b>- 15.024</b>	<b>1.781</b>
<b>Mercancías</b>	<b>- 1.131</b>	<b>670</b>	<b>1.801</b>	<b>- 388</b>	<b>4.490</b>	<b>4.878</b>
Exportaciones	12.459	14.134	1.675	56.788	57.733	945
Importaciones	13.590	13.465	- 126	57.176	53.243	- 3.933
<b>Servicios</b>	<b>- 755</b>	<b>- 1.539</b>	<b>- 785</b>	<b>- 3.925</b>	<b>- 7.010</b>	<b>- 3.086</b>
Exportaciones	3.938	3.573	- 365	14.046	12.795	- 1.251
Importaciones	4.693	5.113	419	17.971	19.805	1.834
<b>Rentas de la inversión</b>	<b>- 2.914</b>	<b>- 3.500</b>	<b>- 585</b>	<b>- 12.119</b>	<b>- 12.538</b>	<b>- 419</b>
Intereses	- 1.238	- 1.677	- 439	- 4.473	- 5.673	- 1.200
Utilidades y dividendos	- 1.676	- 1.823	- 146	- 7.646	- 6.865	781
Otras rentas	1	--	- 1	- 2	- 13	- 10
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>- 134</b>	<b>- 31</b>	<b>104</b>	<b>- 372</b>	<b>46</b>	<b>418</b>
<b>Cuenta capital (2)</b>	<b>--</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>237</b>	<b>186</b>
<b>Financiamiento externo neto (1)+(2)</b>	<b>- 4.934</b>	<b>- 4.349</b>	<b>585</b>	<b>- 16.755</b>	<b>- 14.787</b>	<b>1.967</b>

Fuente: base de datos del INDEC

Las medidas tomadas por el BCRA fueron acompañadas por un set de disposiciones de la nueva Administración Nacional con impacto en las variables del mercado cambiario, destacándose la reducción o eliminación, según cada caso, de los derechos de exportación para oleaginosas y cereales y sus subproductos. De esta forma incentivar a los productores a participar en el mercado exportador y generar entrada de divisas.

Un ajuste tarifario fue necesario para enfrentar el déficit primario de 5 puntos del PBI. En materia de gasto, las principales medidas fueron la remoción progresiva de subsidios.

Los movimientos en las reservas son creciente desde el cambio de gestión en 2015. Se han acumulado USD 13,725 millones en 2016, generadas principalmente por el comercio internacional y en parte por la ingreso tributario sobre el proceso de sinceramiento fiscal en diciembre de 2016.

## ii) 2017

El segundo año presenta una mejora en el nivel de actividad, con señales de expansión económica en 2,7% del PBI interanual a precios corrientes de 2004. El EMAE se expande a 5,4% con respecto al 2016 (base 2004), dado por las variaciones positivas en el comercio, la construcción, la industria manufacturera, actividades inmobiliarias y construcción.

El consumo crece en 6% (4,2% por parte del sector privado), percibido en la diferencia entre X y M acumulada en diciembre 2017 de USD -8300 millones, el año con mayor déficit comercial en la gestión de Cambiemos.

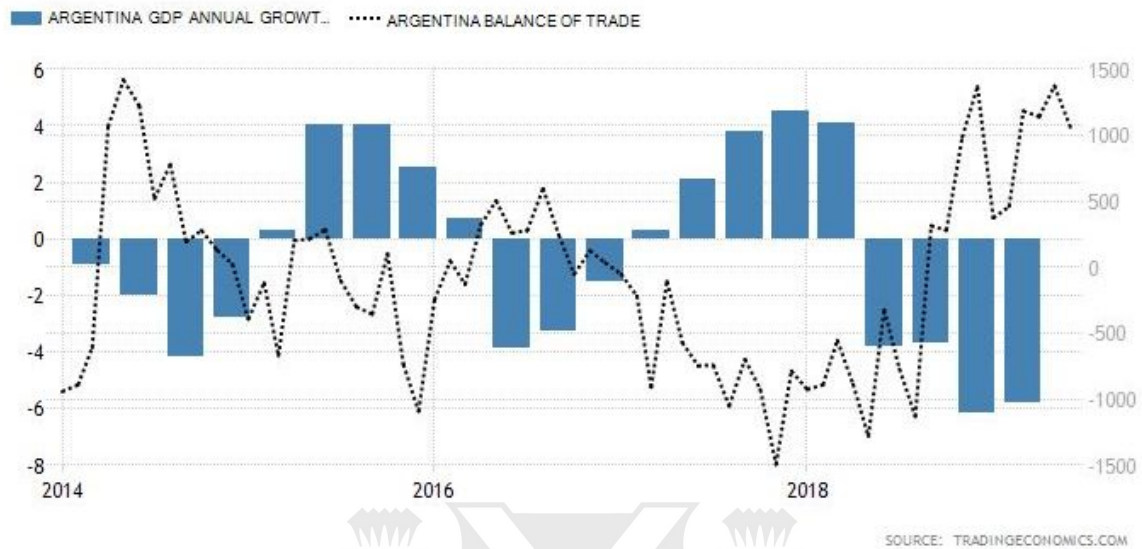
El crecimiento está asociado a una paridad sobrevaluada, en los que los insumos internacionales se abaratan para el mercado doméstico, imprescindibles para los sectores productivos domésticos. Los gráficos 8 y 9 indican esta relación, en los años recesivos el TCR se deprecia y se aprecia en los años de crecimiento, en el segundo caso con un balance comercial deficitario por mayores M.

Si bien hubo crecimiento económico, fue acompañado de un profundo déficit CC de 32 mil millones de dólares, la mayor cifra negativa en los últimos 40 años en la Argentina. A su vez, el resultado primario del sector público se agrava -3.8% del PBI, aumentando 26,3% con respecto al 2016. Esto se debe a un mayor aumento en los gastos primarios relativo a los ingresos totales. El consumo público crece un 1,8% relativo al año anterior, más que compensado por el alza del 13,9% en la formación de capital fijo. Esta suba se debió al crecimiento de 14,7% de la inversión en construcciones, a la suba en 0,8% de otras construcciones y al aumento en 19,9% en maquinaria y equipo.

Según datos estadísticos del Gobierno, los pasivos del sector público incrementan en 34 mil millones de dólares con el sector privado, un 24,1% del PBI, que en esencia tienen como fin financiar la cuenta corriente y el balance primario. Estos datos están disponibles en la tabla 2 en el ANEXO.

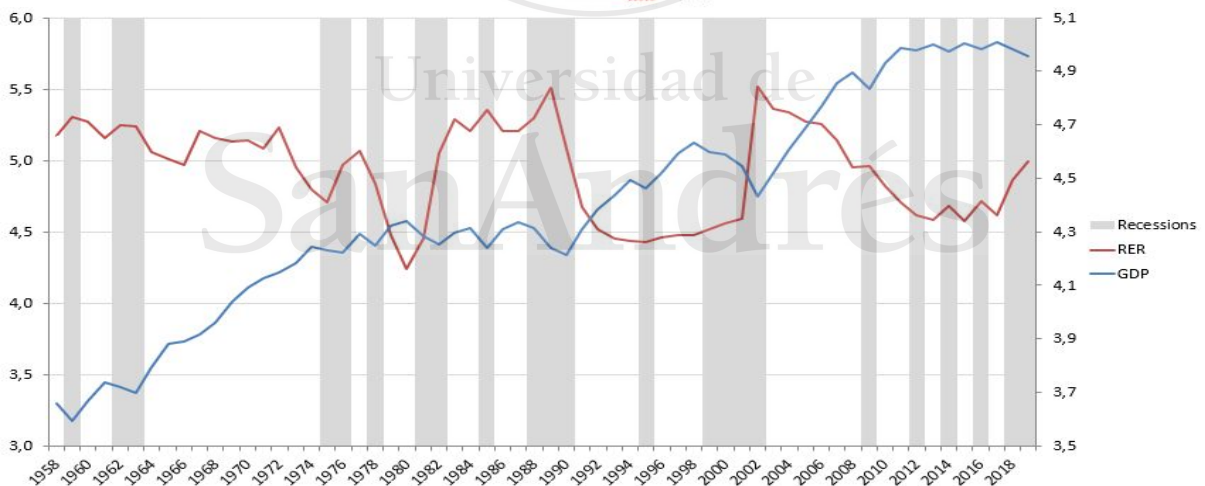
## Comparativa ciclos económicos y balanza comercial en Argentina.

**Gráfico 8**



**Gráfico 9**

PIB y Tipo de Cambio Real  
1958-2018 (En logs)

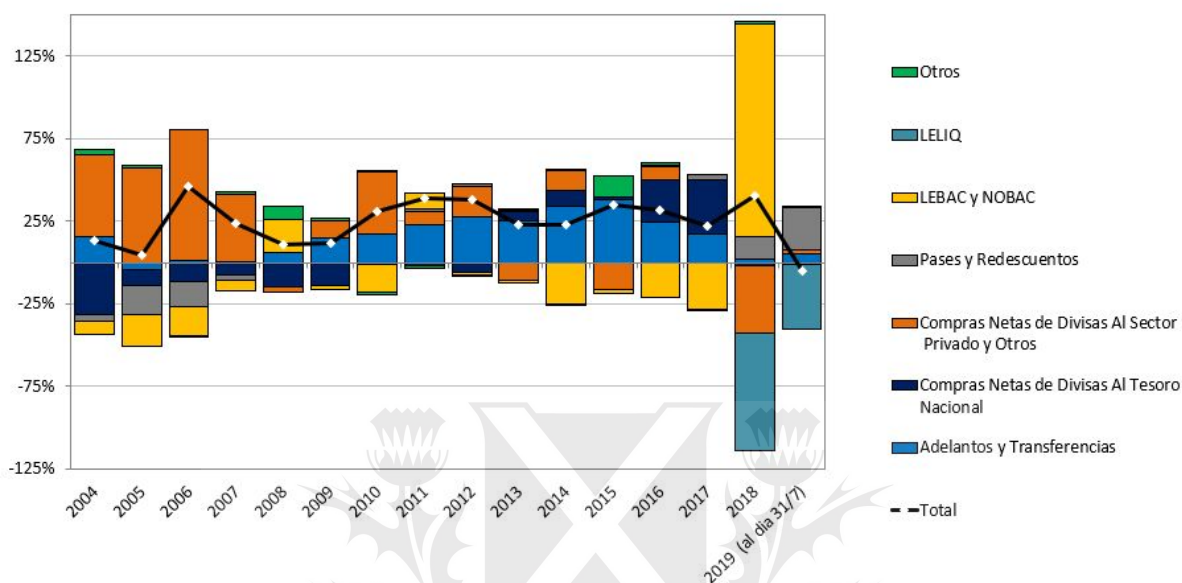


El sector público para generar confianza en los agentes económicos establece metas inflacionarias, que además buscan estabilidad en los precios. El sesgo monetario contractivo, junto con un TCR sobrevaluado, desacelera la suba en el nivel general de precios al 22% interanual para el comienzo de la segundo semestre. El gráfico 10 muestra la evolución de la base monetaria desde 2004. La inyección de pesos en el mercado por la compra de divisas al tesoro se absorbe con títulos de deuda que, junto con una caída en los adelantos y transferencias y una tasa de interés real positiva, anhela cumplir con los

anuncios de la Administración Nacional sobre las estrictas metas inflacionarias del 10% anual  $\pm$  2% para el 2018.

**Gráfico 10**

**Factores de Expansión de la Base Monetaria**  
Contribución al Crecimiento del Total



### iii) 2018

“La volatilidad en el TC sobre países en desarrollo es debido a la limitada capacidad de conducir políticas contracíclicas monetarias y fiscales, con shocks nominales por la no-creíble institución monetaria y débil posición fiscal. Además, estos países están sujetos a sudden stops en los flujos de capital que llevan a una crisis cambiaria.” (Ganguly, 2010)

Como menciona Ganguly, los cambios internacionales se impusieron por encima de la estabilidad económica Argentina y un *sudden stop* en el financiamiento externo compromete al mercado de cambio emitiendo señales de tensión e inestabilidad.

2018 es un año de estancamiento económico, el producto real cae con una variación interanual de -2,5% del PBI. Adicionalmente, la devaluación real agrava sustancialmente la relación deuda-producto. El EMAE indica una variación de -4% relativo al 2017, con una caída mayúscula en la industria manufacturera, comercio mayorista y minorista, hoteles y restaurantes. El declive en el consumo interno se asocia con un impacto negativo en el crecimiento de la producción doméstica. Asimismo, cae la formación de capital fijo por parte del público y el privado a 14,4% del PBI (precios corrientes).

El saldo comercial acumulado en diciembre 2018 es deficitario en USD 3820 millones debido a la gran sequía, pero con un menor déficit relativo a 2017 por la menor cantidad de M, vinculado a un periodo recesivo. Si bien se reduce el déficit en CC, mantiene una cifra



desmesurada de USD 28 002 millones (gráfico 2). Este resultado en CC se debe principalmente al pago a las rentas de inversión sobre el balance del ingreso primario, por un valor de USD -18,620 millones total en 2018. La tabla 5 en el Anexo muestra estos resultados.

Por su parte, la cuenta financiera registró un déficit de USD 28,835 millones con una variación total de -22,1% con respecto a 2017. Sin embargo, los superávits en el BCRA y el sector privado contrarrestan el balance negativo por parte del gobierno, cuyo cuantioso saldo negativo es de USD -44,101 millones.

En el ámbito fiscal, el déficit primario se redujo 9,5% relativo al registrado en 2017, por un valor de \$ 338,987 millones, en particular dado por una reforma tributaria que se expresa en la variación positiva de 31,5% en los ingresos por impuestos en conjunto con un aumento del 23,9% en los gastos primarios.

La urgencia de divisas, junto con la tasa de interés doméstica exacerbada por el riesgo país y el aumento en la tasa por parte de la FED, lleva al comienzo de las negociaciones con el FMI, con un ingreso de USD 14,221 millones. Adicionalmente, el *swap* con China ingresa USD 8,855 millones, lo que permite el aumento de USD 16,700 millones en las reservas internacionales.

El stock de pasivos crece con una variación absoluta de USD 40 mil millones. En particular, USD 12,500 millones con el sector privado, relativo al mismo periodo del año previo. Además, la deuda pública multilateral y bilateral incrementa en USD 28 300 millones. Estos datos están disponibles en la tabla 3 del Anexo.

Los efectos de la incertidumbre diseminan la desconfianza entre los actores económicos. La inestabilidad cambiaria se contempla en el declive de la demanda de pesos paralelo a un aumento en la formación de activos externos por parte del sector privado. La corrida al dólar en mayo del 2018 impulsa la volatilidad en la paridad, actuando como una cortina de incertidumbre, impulsando los riesgos y reduciendo la previsibilidad futura.

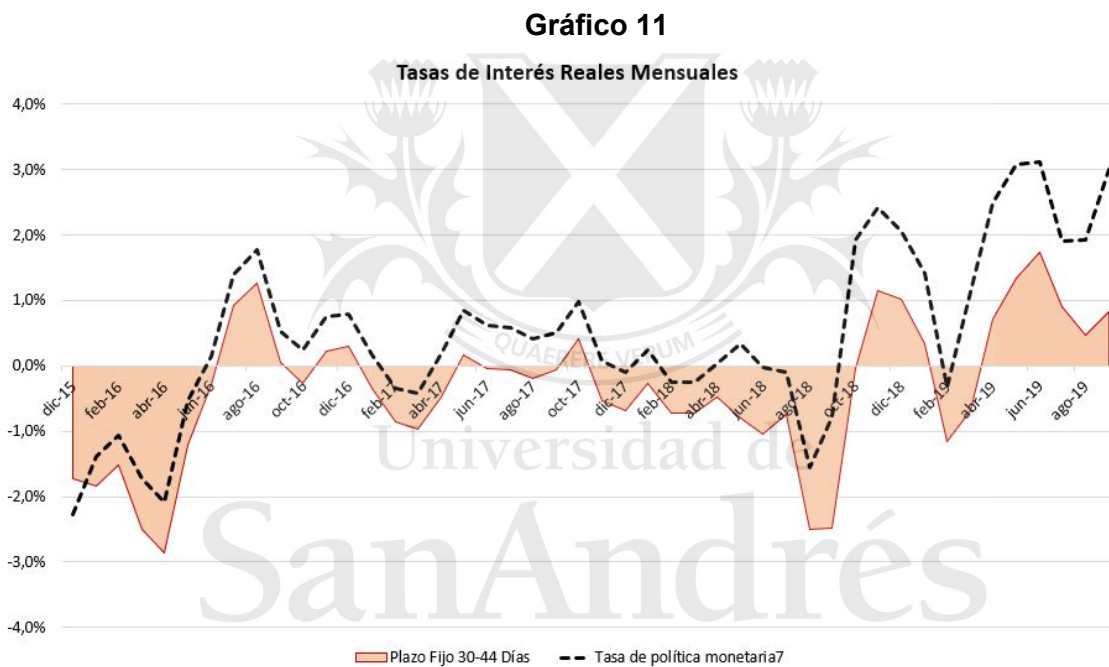
La variabilidad en el TC se manifiesta en la inflación del 40% en octubre 2018. Vieira (2013) concluye en su paper que a mayor (menor) volatilidad en el TCR, genera un impacto significativo negativo (positivo) en el crecimiento de una economía. Este resultado aplica al escenario argentino en la gestión entre 2015-2019, un país con una paridad que demuestra una persistente variabilidad, tanto en el TCN como en los precios relativos, y su impacto en los ciclos económicos.

La baja demanda de pesos en el mercado fuerza a incrementar la absorción de liquidez excedente para contrarrestar la devaluación y el brote inflacionario. El aumento vertiginoso en la emisión de títulos públicos y el freno en las compras de divisas al tesoro se observa en la caída de la BM. Se plantea un nuevo esquema de política monetaria, con metas de crecimiento mensual nominal cero de la base monetaria, consistente además con las metas de equilibrio fiscal primario en 2019 y superávit en 2020 establecidas por el Ministerio de Hacienda.

El crecimiento nulo de la BM será necesaria hasta estabilizar la demanda de pesos y equilibrar el mercado de cambio. La dominancia monetaria, bajo una BM constante, limita a la institución monetaria a mover las tasas de interés.

Las tasas han fluctuado enormemente en respuesta a los desequilibrios macro de la gestión de Macri, en particular a fines de 2018 y 2019. El valor nominal llegó a cifras sumamente altas, con techo en 90%, buscando incentivar el ahorro en pesos.

La política monetaria, junto con la entrada de divisas de la deuda, lucha para contener la devaluación del TCR, contrarrestar la inercia inflacionaria, disminuir la incertidumbre y volver a un sendero de crecimiento.



El BCRA no realiza más transferencias al Tesoro. La eliminación de esta fuente de emisión monetaria refuerza el compromiso del BCRA con las metas inflacionarias a lo largo del tiempo, y elimina además el crecimiento de las Letras del Banco Central (LEBAC), para darle lugar a la dinámica de las Letras de Liquidez (LELIQ) en el futuro. El BCRA además presenta egresos netos de los swap por USD 9,500 millones netos, debido principalmente a la cancelación de las LEBAC en USD 1.692 millones y el abastecimiento de las reservas, esenciales para sustentar los imprevistos en el mercado de cambio.

Mientras tanto, se impusieron zonas cambiarias de intervención y de no intervención, si está por encima de la zona de no intervención, se permite contraer pesos del mercado con venta de hasta USD 150 millones diarios.

#### iv) 2019

Durante el año electoral, los indicadores económicos materializan el malestar social de una crisis económica. El primer semestre de 2019 la Argentina percibe un estancamiento económico de 4,2 puntos del PBI.

Los resultados presidenciales en las PASO aumentaron la percepción del riesgo en los activos domésticos por parte de los agentes privados, impulsando un cambio en la cartera de activos extranjeros de los privados, en particular aumentando la formación de activos externos.

Si bien se observa una apreciación real temporal hasta julio 2019, el shock de desconfianza provocado por la polarización política llevó a una corrida cambiaria en agosto de 2019, nuevamente devaluando abruptamente la moneda doméstica, acumulando una devaluación total de más de 300% desde 2015. De esta manera, la fuerte volatilidad cambiaria acompaña la suba en el nivel general de precios a una tasa del 58% anual, una cifra sobresaliente que refleja la cadena de desequilibrios.

Este marco genera una disminución del 7,7% sobre la demanda interna privada en el segundo trimestre de 2019, desfavoreciendo la inversión privada en producción y crecimiento. La tabla 6 presenta esta información. Las estimaciones del INDEC indican que la formación bruta de capital fijo experimentó, en el segundo trimestre del año 2019, una disminución de 18,0% respecto del mismo período del año anterior. Esta caída se debió al declive en la inversión en construcciones de 7,5%, a la disminución del 22,5% en maquinaria y equipo y al decrecimiento de 48,3% en equipo de transporte.

Esto es percibido en la balanza de comercio. El intercambio externo ha experimentado un superávit hasta octubre de 2019, con un saldo a favor de USD 11.265 millones. Esencialmente, las exportaciones en los diez meses de 2019 aumentaron 5,4% (2.752 millones de dólares) respecto al mismo período de 2018, debido principalmente a un mayor incremento en cantidades de 13,2% con caída en los precios de 6,9%. A nivel de grandes rubros, productos primarios, combustibles y energía, y MOA aumentaron 27,9%, 5,7% y 3,3%, respectivamente, mientras que disminuyeron las Manufacturas de Origen Industrial en un -7,5%. Las importaciones en los diez meses de 2019 disminuyeron 25,6% respecto a igual período del año anterior (-14.620 millones de dólares). Los precios bajaron 5,2% y las cantidades se contrajeron 21,4%. La caída en las importaciones se vió reflejada en la variación porcentual negativa del PBI. Sin embargo, el estimador mensual de la actividad económica a nivel general se expande a 2,6%, dado principalmente por el crecimiento en los sectores agricultura, ganadería y caza.

En el área fiscal, la recaudación tributaria acumulada entre enero-noviembre de 2019 presenta una variación porcentual positiva de 46,8% respecto al mismo periodo del 2018. En los primeros diez meses del año, el resultado primario se ubicó en \$-43,419 millones, indicando una mejora de 1,3 p.p.

La deuda multilateral y bilateral de 2019 varía en un 17,5%, el equivalente al 14,6% del PBI. Los pasivos con el sector privado caen un 2,4% al 30,9% del PBI (al TC promedio en 2019). Estos datos pueden ser corroborados en la tabla 4. Más adelante, el resultado acumulado en la cuenta financiera hasta octubre 2019 fue de -\$ 562.852 millones. Los intereses netos de organismos públicos, por ende, presentan un valor de \$519,557 millones, con una variación porcentual de 87%

Benigno (2014) sostiene que para desapalancar la deuda en un régimen cambiario flotante sin generar altibajos en la paridad, los agentes deben reducir su consumo presente, exportar una mayor cantidad y generar entrada de divisas para financiar las obligaciones del stock de pasivos y así minimizar las distorsiones en la macro. En un país volátil, en el que rige la incertidumbre, los agentes privados esencialmente desalinean su estrategia económica al del sector público, la inversa del *home bias*. Particularmente, los tenedores de capital resuelven atesorar o colocar su dinero en el exterior para rendir utilidades a futuro, en muchos casos evitando imposición tributaria nacional.

Los instrumentos contractivos monetarios cambian de nombre de LEBACS a LELIQS, letras de liquidez que absorben los pesos excedentes, pero sobre el mercado secundario. Una reacción urgente por parte de la institución monetaria a la corrida del primer semestre del 2019 fue el aumento de 11 puntos de la tasa de referencia en 48 horas, sumado al crecimiento en el valor nominal adjudicado en pesos de las LELIQ en 173% (de casi 100 mil millones de pesos a 272,6 mil millones de pesos).

Las políticas contractivas y la reducción en la BM no logran contener la inestabilidad en los mercados de cambio. El régimen monetario intenta disminuir la demanda de dólares con tasas de interés nominales con techo de 86%. Ahora bien, la tasa de la política monetaria es sumamente atractiva para el costo de oportunidad de los tenedores de capital, pero el comportamiento en los acreedores se ve afectado por la capacidad de pago esperado del deudor.

En un régimen macro en el que las reservas y la gestión de la deuda se asigna a financiar los déficits nacionales y contener las inestabilidades en el mercado de cambio, los intereses contraídos de los pasivos no van a ser correspondidos por los retornos al capital. Encima, con una tasa de interés exacerbada por la baja demanda de pesos, el costo de la deuda continúa aumentando, un escenario que agrava la pérdida de capital e imposibilita cada vez más el pago de las obligaciones.

Togo (2007) manifiesta la importancia de la independencia en las políticas fiscales, monetarias y de manejo de la deuda para una mayor consistencia en el conjunto. Sugiere que la gestión de la deuda no debe ser usada para respaldar las pobres políticas fiscales o monetarias. Remarca además la importancia de la coordinación entre el set de políticas para asegurar una combinación sustentable, acorde con el pago de intereses.

La Administración Nacional debe tener en cuenta que la intertemporalidad cobra suma importancia en el pago de la deuda. Todo déficit requiere de un superávit futuro para una mayor sustentabilidad de los pasivos contraídos en periodos deficitarios.

#### IV. Reperfilamiento

Una serie de síntomas se expresan en la falta de capacidad para encontrar un sendero de crecimiento sustentable, acorde con el pago de los intereses futuros de la deuda de corto. El contexto económico exige al Gobierno a extender los plazos de vencimiento de la deuda en septiembre 2019 por un valor de USD 2.405.504 millones.

#### Deuda de la Administración Nacional, por instrumento y plazo.

Tabla 1

Datos al 30/09/2019

	Miles de u\$s	Miles de \$
Deuda Pública Bruta	311.251.026	16.915.079.929
Deuda en situación de pago normal	308.742.559	17.770.696.830
Deuda de Mediano y Largo plazo	293.503.763	16.893.577.644
Deuda de Corto plazo	15.238.796	877.119.186
<b>TÍTULOS PÚBLICOS</b>	<b>191.006.413</b>	<b>10.994.004.402</b>
- Moneda nacional	37.459.863	2.156.126.018
- Moneda extranjera	153.546.550	8.837.878.384
<b>LETRAS DEL TESORO (1)</b>	<b>26.559.882</b>	<b>1.528.741.672</b>
<b>PRÉSTAMOS</b>	<b>75.351.975</b>	<b>4.337.131.570</b>
Deuda pendiente de reestructuración	2.405.504	138.456.738

La reestructuración de la deuda Argentina deviene del escenario en que los intereses crecen a una mayor tasa que la economía, acompañado de un cuantioso déficit primario. Sin embargo, esto no es excluyente de que en un cuadro económico de esta índole no requiera reperfilar. La gestión de la deuda demuestra no haber sido consistente.

En el caso particular de Argentina, se contrajeron créditos de forma agresiva que por ende cada vencimiento incluye obligaciones de pago exorbitantes. De todas formas, los plazos la deuda pública son en su mayoría con vencimientos de mediano y largo, abarcando un espacio temporal que permite a la economía reactivarse y solventar el pago de los pasivos en su vencimiento y con aquellos reestructurados.

Las tensiones cambiarias fueron exacerbadas por la tendencia de la formación de activos externos. La desconfianza en la moneda doméstica lleva a que los privados inviertan su capital en moneda extranjera. Además, la polarización política fue retroalimentada por la caída en el consumo y el riesgo país, incrementando aún más la demanda de activos extranjeros y generando mayores tensiones en el mercado de cambio.

Como consecuencia a estos sucesos, el BCRA intervino en las dinámicas del mercado cambiario estableciendo regulaciones en la demanda de dólares, como un medio para mitigar el efecto derrame que disparan las inestabilidades cambiarias.

## **V. Conclusión**

El nuevo régimen macroeconómico empleado por el Gobierno entre 2015 y 2019 indica no haber sido consistente con el sendero de crecimiento esperado al comienzo de la gestión.

En materia cambiaria, la salida al cepo y la implementación de un régimen de flotación administrada ha permitido un mayor grado de libertad en el movimiento de capitales sobre el mercado de cambio. Por esto, y dado el bajo nivel de reservas internacionales en 2015, el Gobierno abastece las reservas con créditos internacionales y comercio para contener la confianza en los agentes en caso de algún shock cambiario. Por su parte, evaluamos que en 2015 la relación deuda producto en términos reales cae, proporcionando un margen suficiente para contraer deuda en el mundo..

La salida de divisas por el déficit en CC y la acumulación de déficit fiscal desde 2008 lleva al Gobierno a gestionar la deuda pública para financiar estos resultados y además para contener los desequilibrios cambiarios. Este marco tuvo un costo de oportunidad alto por no haber financiado la producción y el desarrollo del sector productivo local.

Paralelamente, el sudden stop en el financiamiento externo en 2018 y la negociación con el FMI fue un disparador de una desmedida desconfianza en la moneda doméstica, causando las corridas cambiarias de 2018 y 2019. Esta inercia imposibilita el cumplimiento de las metas económicas planteadas, y las políticas monetarias, en respuesta a estos fenómenos, conducen la tasa de interés a niveles extremos para incentivar el ahorro en pesos y evitar el brote inflacionario. Sin embargo, en contrapartida aumentó el costo de la deuda pública e impidió que se cumpla el pago de la totalidad de los intereses en los vencimientos a partir de octubre 2019.

Finalmente, la divergencia en la estrategia financiera del sector privado con el sector público fogueó los desequilibrios macro. Frente a la inestabilidad cambiaria la demanda de activos externos de los agentes privados aumentó abruptamente y disparó una urgente imposición de restricciones sobre la compra de dólares en 2019.

## V. Anexo

Tabla 1

### Deuda Pública Bruta por Tipo de Acreedor

Deuda Pública Nacional Bruta	31-12-14			31-12-15			Var. Absoluta (b) - (a) en mill de US\$	Var. Relativa [(b) / (a) - 1] (%)
	En mill de US\$ (a)	% Total	% PIB <sup>(4)</sup>	En mill de US\$ (b) <sup>(5)</sup>	% Total	% PIB <sup>(6)</sup>		
Agencias del Sector Público <sup>(1)</sup>	136.096	56,9%	25,3%	137.720	57,2%	30,7%	1.623	1,2%
Sector Privado	74.188	31,0%	13,8%	73.993	30,7%	16,5%	(195)	-0,3%
Deuda no Presentada al Canje <sup>(2)</sup>	17.578	7,3%	3,3%	17.962	7,5%	4,0%	384	2,2%
Multilaterales y Bilaterales	29.041	12,1%	5,4%	28.953	12,0%	6,4%	(88)	-0,3%
<b>Total Deuda Pública</b>	<b>239.325</b>	<b>100%</b>	<b>44,4%</b>	<b>240.665</b>	<b>100%</b>	<b>53,6%</b>	<b>1.340</b>	<b>0,6%</b>
<b>Valores Negociables Vinculados al PIB<sup>(3)</sup></b>	<b>14.430</b>	<b>100%</b>	<b>2,7%</b>	<b>13.324</b>	<b>100%</b>	<b>3,0%</b>	<b>(1.106)</b>	<b>-7,7%</b>

(1) Incluye títulos públicos, préstamos y anticipos otorgados o en cartera de Organismos del Sector Público Nacional. Datos preliminares. Cifras redondeadas.

(2) Incluye intereses compensatorios estimados, devengados e impagos con posterioridad a la fecha de vencimiento de cada título.

(3) Valor remanente total. Es la diferencia entre el máximo a pagar de 48 unidades por cada 100 de valor nominal y la suma de los montos pagados hasta la actualidad, de acuerdo con las condiciones establecidas en las respectivas normas de emisión.

(4) PIB: promedio de los 4 trimestres correspondientes a 2015. Datos preliminares publicados por INDEC. Cifras redondeadas.

(5) En cumplimiento del Decreto 660/10, los títulos Bogaar 2018 y 2020 (emitidos en el marco de los Decretos N° 1579/02 y N°977/05) dejaron de estar instrumentados como Deuda Pública Indirecta Nacional (Servicio Administrativo financiero 355), pasando a formar parte de Otras Obligaciones a cargo del Tesoro Nacional (Servicio Administrativo Financiero 365). En virtud de ello, desde el informe presentado para el primer semestre de 2014, resultan excluidos del monto total de la Deuda Pública Nacional detallado.

(6) PIB: promedio de los 4 trimestres correspondientes. Datos preliminares publicados por INDEC: II trimestre 2015, III trimestre 2015, IV trimestre 2015 y I trimestre 2016. Cifras redondeadas.

Tabla 2

### Deuda Pública Bruta por Tipo de Acreedor

Deuda Pública Nacional Bruta	31-12-16			31-12-17			Var. Absoluta (b) - (a) en mill de US\$	Var. Relativa [(b) / (a) - 1] (%)
	En mill de US\$ (a)	% Total	% PIB <sup>(4)</sup>	En mill de US\$ (b)	% Total	% PIB <sup>(5)</sup>		
Agencias del Sector Público <sup>(1)</sup>	146.106	53,0%	28,3%	155.822	48,6%	27,7%	9.716	6,7%
Sector Privado	101.256	36,8%	19,6%	135.501	42,2%	24,1%	34.245	33,8%
Deuda no Presentada al Canje <sup>(2)</sup>	8.468	3,1%	1,6%	2.877	0,9%	0,5%	(5.592)	-66,0%
Multilaterales y Bilaterales	28.084	10,2%	5,4%	29.611	9,2%	5,3%	1.527	5,4%
<b>Total Deuda Pública</b>	<b>275.446</b>	<b>100%</b>	<b>53,3%</b>	<b>320.935</b>	<b>100%</b>	<b>57,1%</b>	<b>45.489</b>	<b>16,5%</b>
<b>Valores Negociables Vinculados al PIB<sup>(3)</sup></b>	<b>13.002</b>	<b>100%</b>	<b>2,5%</b>	<b>13.775</b>	<b>100%</b>	<b>2,4%</b>	<b>773</b>	<b>5,9%</b>

(1) Incluye títulos públicos, préstamos y anticipos otorgados o en cartera de Organismos del Sector Público Nacional. Datos preliminares. Cifras redondeadas.

(2) Incluye intereses compensatorios estimados, devengados e impagos con posterioridad a la fecha de vencimiento de cada título.

(3) Valor remanente total. Es la diferencia entre el máximo a pagar de 48 unidades por cada 100 de valor nominal y la suma de los montos pagados hasta la actualidad, de acuerdo con las condiciones establecidas en las respectivas normas de emisión.

(4) PIB: Datos preliminares publicados por INDEC. Promedio de los 4 trimestres correspondientes a 2016. Cifras redondeadas.

(5) PIB: Datos preliminares publicados por INDEC. Promedio de los 4 trimestres correspondientes a 2017. Cifras redondeadas.

**Tabla 3**

## Deuda Bruta de la Administración Central por Tipo de Acreedor

	31-12-17				31-12-18					
Deuda Pública Nacional Bruta	En mill de US\$ (a)	% Total	% PIB <sup>(4)</sup> al TC fin del periodo <sup>(5)</sup>	% PIB <sup>(4)</sup> al TC promedio anual <sup>(5)</sup>	En mill de US\$ (b)	% Total	% PIB <sup>(6)</sup> al TC fin del periodo <sup>(5)</sup>	% PIB <sup>(6)</sup> al TC promedio anual <sup>(5)</sup>	Var. Absoluta (b) - (a) en mill de US\$	Var. Relativa [(b) / (a) - 1] (%)
Agencias del Sector Público <sup>(1)</sup>	155.822	48,6%	27,5%	24,3%	126.188	38,0%	32,8%	24,3%	(29.635)	-19,0%
Sector Privado	135.501	42,2%	23,9%	21,1%	148.054	44,6%	38,4%	28,6%	12.553	9,3%
Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración <sup>(2)</sup>	2.877	0,9%	0,5%	0,4%	2.805	0,8%	0,7%	0,5%	(71)	-2,5%
Multilaterales y Bilaterales	29.611	9,2%	5,2%	4,6%	57.950	17,4%	15,0%	11,2%	28.339	95,7%
<b>Total Deuda Pública Bruta</b>	<b>320.935</b>	<b>100%</b>	<b>56,6%</b>	<b>49,9%</b>	<b>332.192</b>	<b>100%</b>	<b>86,2%</b>	<b>64,1%</b>	<b>11.257</b>	<b>3,5%</b>
Valores Negociables Vinculados al PIB <sup>(3)</sup>	13.772	100%	2,4%	2,1%	13.193	100%	3,4%	2,5%	(579)	-4,2%

(1) Incluye títulos públicos, préstamos y anticipos otorgados o en cartera de Organismos del Sector Público Nacional. Datos preliminares. Cifras redondeadas.

(2) Incluye intereses compensatorios estimados, devengados e impagos con posterioridad a la fecha de vencimiento de cada título.

**Tabla 4**

## Deuda Bruta de la Administración Central por Tipo de Acreedor

	31-12-18				30-06-19					
Deuda Pública Nacional Bruta	En mill de US\$ (a)	% Total	% PIB <sup>(4)</sup> -TC fin del periodo <sup>(5)</sup>	% PIB <sup>(4)</sup> -TC promedio anual <sup>(5)</sup>	En mill de US\$ (b)	% Total	% PIB <sup>(6)</sup> -TC fin del periodo <sup>(5)</sup>	% PIB <sup>(6)</sup> -TC promedio anual <sup>(5)</sup>	Var. Absoluta (b) - (a) en mill de US\$	Var. Relativa [(b) / (a) - 1] (%)
Agencias del Sector Público <sup>(1)</sup>	126.188	38,0%	32,7%	24,3%	124.724	37,0%	29,9%	26,7%	(1.463)	-1,2%
Sector Privado	148.054	44,6%	38,3%	28,5%	144.470	42,8%	34,6%	30,9%	(3.585)	-2,4%
Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración <sup>(2)</sup>	2.805	0,8%	0,7%	0,5%	2.456	0,7%	0,6%	0,5%	(349)	-12,4%
Multilaterales y Bilaterales	57.950	17,4%	15,0%	11,1%	68.073	20,2%	16,3%	14,6%	10.124	17,5%
<b>Total Deuda Pública Bruta</b>	<b>332.192</b>	<b>100%</b>	<b>86,0%</b>	<b>63,9%</b>	<b>337.267</b>	<b>100%</b>	<b>80,7%</b>	<b>72,1%</b>	<b>5.076</b>	<b>1,5%</b>
Valores Negociables Vinculados al PIB <sup>(3)</sup>	13.193	100%	3,4%	2,5%	13.121	100%	3,1%	2,8%	(72)	-0,5%

(1) Incluye títulos públicos, préstamos y anticipos otorgados o en cartera de Organismos del Sector Público Nacional. Datos preliminares. Cifras redondeadas.

(2) Incluye intereses compensatorios estimados, devengados e impagos con posterioridad a la fecha de vencimiento de cada título.

(3) Valor remanente total. Es la diferencia entre el máximo a pagar de 48 unidades por cada 100 de valor nominal y la suma de los montos pagados hasta la actualidad, de acuerdo con las condiciones establecidas en las respectivas normas de emisión.

(4) PIB: Datos preliminares publicados por INDEC. Promedio de los 4 trimestres correspondientes a 2018. Cifras redondeadas.

(5) TC fin del periodo: corresponde a la última observación de la serie de tipo de cambio de la Comunicación 3500 del BCRA para los años 2018 y IIT 2019 respectivamente.

TC promedio anual: corresponde al promedio anual simple de la serie de tipo de cambio de la Comunicación 3500 del BCRA para los años 2018 y los 12 meses que transcurrieron entre Jul-2018 y Jun-2019 respectivamente.

(6) PIB: Datos preliminares publicados por INDEC. Promedio del 3er., y 4to. trimestre correspondientes a 2018 y 1er. y 2do. trimestre correspondiente a 2019. Cifras redondeadas.



**Tabla 5**

	2017					2018				
	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total
	Millones de dólares									
<b>1. Cuenta corriente</b>	<b>-7.231</b>	<b>-6.734</b>	<b>-8.266</b>	<b>-9.367</b>	<b>-31.598</b>	<b>-9.601</b>	<b>-8.607</b>	<b>-7.478</b>	<b>-2.317</b>	<b>-28.003</b>
<b>1. A.a Bienes</b>	<b>-620</b>	<b>-719</b>	<b>-1.691</b>	<b>-2.431</b>	<b>-5.462</b>	<b>-1.653</b>	<b>-1.687</b>	<b>-792</b>	<b>3.264</b>	<b>-967</b>
Exportaciones FOB (crédito)	12.765	15.517	15.838	14.519	58.639	14.524	15.521	15.611	15.982	61.638
Importaciones FOB (débito)	13.385	16.236	17.529	16.951	64.101	16.176	17.208	16.403	12.719	62.505
<b>1.A.b Servicios</b>	<b>-3.069</b>	<b>-2.194</b>	<b>-2.666</b>	<b>-2.221</b>	<b>-10.149</b>	<b>-3.625</b>	<b>-2.732</b>	<b>-2.042</b>	<b>-1.308</b>	<b>-9.707</b>
Exportaciones de servicios (crédito)	3.973	3.427	3.481	3.870	14.752	4.123	3.222	3.144	3.639	14.129
Importaciones de servicios (débito)	7.042	5.620	6.147	6.091	24.901	7.747	5.954	5.187	4.947	23.836
<b>1.B Ingreso primario</b>	<b>-3.777</b>	<b>-4.039</b>	<b>-3.844</b>	<b>-4.728</b>	<b>-16.388</b>	<b>-4.486</b>	<b>-4.654</b>	<b>-4.901</b>	<b>-4.682</b>	<b>-18.723</b>
Otras Rentas	-24	-18	-27	-19	-88	-27	-24	-28	-24	-103
<b>Renta de la inversión</b>	<b>-3.753</b>	<b>-4.021</b>	<b>-3.817</b>	<b>-4.709</b>	<b>-16.299</b>	<b>-4.459</b>	<b>-4.630</b>	<b>-4.873</b>	<b>-4.658</b>	<b>-18.620</b>
Intereses	-1.910	-2.129	-1.923	-2.355	-8.317	-2.663	-2.867	-3.098	-3.130	-11.758
Crédito	501	562	739	784	2.586	1.003	1.146	1.119	1.130	4.398
Débito	2.411	2.691	2.662	3.139	10.904	3.666	4.013	4.216	4.260	16.156
Utilidades y dividendos	-1.843	-1.892	-1.894	-2.354	-7.982	-1.795	-1.763	-1.776	-1.528	-6.862
Crédito	296	318	315	391	1.321	469	489	482	464	1.903
Débito	2.139	2.210	2.209	2.745	9.303	2.264	2.252	2.257	1.992	8.765

**Gráfico 6**

**Consumo Privado**

Millones de pesos a precios de 2004, serie desestacionalizada. Fuente: INDEC

— Consumo Privado

540.000  
520.000  
500.000  
480.000  
460.000  
440.000  
420.000  
400.000  
380.000  
360.000  
340.000  
320.000

1T 16

1T 17

1T 18

1T 19

Universidat de  
**San Andrés**

## Tabla 6

### Oferta y demanda globales, variación porcentual

	2º trimestre 2019 (¹)	
	Interanual	Desestacionalizado
<b>Producto interno bruto</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,3</b>
Importaciones FOB (bienes y servicios reales)	-22,7	-2,7
<b>Oferta global</b>	<b>-4,6</b>	
<b>Demanda global</b>	<b>-4,6</b>	
Consumo privado	-7,7	0,0
Consumo público	-1,7	-0,8
Exportaciones FOB (bienes y servicios reales)	15,0	-0,6
Formación bruta de capital fijo	-18,0	1,5
Variación de existencias (²)	///	///
Discrepancia estadística (³)	///	///

(¹) Datos preliminares.

(²) Incluye variación de existencias de los principales productos agrícolas en proceso y terminados, productos pecuarios, petróleo, productos manufacturados y productos importados.

(³) Incluye variación de existencias no captadas (resto de productos agropecuarios, resto de minería y existencias en locales comerciales de productos nacionales).

Fuente: INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

## VI. Bibliografía

Benigno, P & Federica Romei (2014). Debt deleveraging and the exchange rate. *Journal of international economics*, pp 1-16.

Ganguly, S & Boucher Breuer, J (2010). Nominal exchange rate volatility, relative price volatility, and the real exchange rate. *Journal of international monetary and finance*, pp 840-856.

Lee, J (2016). Exchange Rate Dynamics with Foreign Reserves: Revisiting the Dornbusch Overshooting Model. *Review of development economics*. pp 406-414

Togo, E (2007). Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework. *Policy research working paper*.

Vieira, F (2013). Growth and Exchange Rate Volatility; a panel data analysis. *Applied economics*