

DISSERTATIO

Economía

COLEGIO DE GRADUADOS EN CIENCIAS ECONÓMICAS DE ROSARIO
CONSEJO PROFESIONAL DE CIENCIAS ECONÓMICAS
DE LA PROVINCIA DE SANTA FE CÁMARA II
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA

TRABAJOS FINALES

SEMINARIO DE INTEGRACIÓN Y APLICACIÓN DE
LA CARRERA LICENCIATURA EN ECONOMÍA



CONSEJO PROFESIONAL
DE CIENCIAS ECONÓMICAS
DE LA PROVINCIA DE SANTA FE
CÁMARA II



Colegio de Graduados
en Ciencias Económicas
de Rosario

ÍNDICE

CONFORMACIONES 01

ACOMPAÑANDO A LOS FUTUROS PROFESIONALES 02

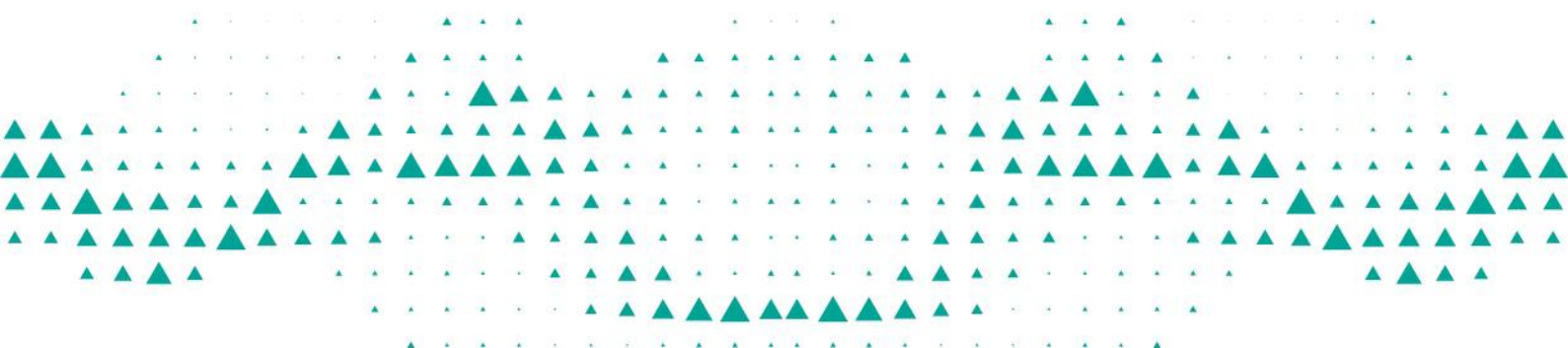
ARTÍCULOS

**EL CASO NML VS. ARGENTINA: UN ANÁLISIS DE LA
RENTABILIDAD OBTENIDA Y SUS FACTORES DETERMINANTES** 03
GASPAR ABDO

**UN ANÁLISIS SOBRE LA CRISIS
DEL SECTOR LÁCTEO ARGENTINO** 23
JONATAN ANMUTH

**FEDERALISMO FISCAL COMPARADO ENTRE ARGENTINA Y BRASIL:
ANÁLISIS DEL IMPUESTO AL VALOR AGREGADO Y PROPUESTAS A FUTURO** 42
LAURA SEXER

**CAPACIDAD DEL BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA
ARGENTINA PARA APLICAR POLÍTICAS DE METAS DE INFLACIÓN** 58
NAILA BELÉN SANTAROSA



CONFORMACIONES

COMITÉ DIRECTIVO

Lic. Adriana Racca (FCEyE)
Dr. Sergio M. Roldán (CPCE)
Dra. Lidia Giovannoni (CGCE)

COMITÉ ACADÉMICO

Dra. Alicia Inés Castagna (FCEyE)
Lic. María Lidia Woelflin (FCEyE)
Dra. María Florencia Secreto (FCEyE)
Dr. Daniel Lorenzatti (CPCE-CGCE)

COMITÉ EDITORIAL

CP Verónica Véntola (FCEyE)
Lic. Pablo Zabala (FCEyE)
Lic. Ariel Tejera (Instituto de Economía del CPCE-CGCE)
Lic. Leandro Verón (Instituto de Economía del CPCE-CGCE)

Esta revista se pone a disposición de los profesionales matriculados al CPCE, asociados del CGCE, estudiantes y docentes de la FCEyE de la UNR y otras Instituciones vinculadas al quehacer profesional y académico.

Su contenido puede ser reproducido en forma parcial o total citando la fuente. En caso de utilización deberá enviar dos ejemplares de la publicación respectiva a **Maipú 1344 – 2000 Rosario Tel. 4772727 email: consejo@cpcesfe2.org.ar**

El contenido de los trabajos finales no necesariamente refleja la opinión de los Comités responsables de esta publicación digital.

Las Instituciones no son responsables por el contenido de las informaciones y opiniones que viertan en esta revista quienes son identificados como autores de dichos trabajos finales, en todos los casos deberán ser cotejadas por los Profesionales y/o las fuentes.





ACOMPañANDO A LOS FUTUROS PROFESIONALES

Convencidos que la capacitación permanente es un camino indispensable para el ejercicio de la profesión es que revalidamos a través de este proyecto el trabajo conjunto entre el Consejo Profesional en Ciencias Económicas de la Provincia de Santa Fe Cámara II, el Colegio de Graduados en Ciencias Económicas de Rosario y la Facultad de Ciencias Económicas y Estadística de la Universidad Nacional de Rosario.

Iniciado en 2015 con la primera edición de *Dissertatio Economía*, en 2017 se incorporó *Estadística* y en 2018 *Administración*, logrando la participación de las tres escuelas de las licenciaturas que integran la facultad, y

conformando una más de las tantas actividades que se realizan mancomunadamente en pos de agregar valor a las potencialidades de los futuros y recién graduados.

El desarrollo de estas revistas digitales, que compendian una selección de tesinas de grado y trabajos finales de carácter profesional, tiene además como objetivo propiciarles a los futuros graduados un marco de contención en sus carreras así como en el desarrollo profesional; incentivando la investigación, fortaleciendo el progreso intelectual, adaptado al cambio y a la innovación a través de la transformación digital, permitiéndoles transitar el camino que iniciaron al elegir esta profesión como proyecto de vida.

EL CASO NML VS. ARGENTINA: UN ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD OBTENIDA Y SUS FACTORES DETERMINANTES

GASPAR ABDO

Docente a cargo de la Comisión: **LIC. GUILLERMO PEINADO**

El presente trabajo se propone realizar un cálculo de la rentabilidad obtenida por NML Capital Ltd. en el conflicto por el default de la deuda argentina en el año 2001, y su posterior reestructuración. A su vez se intenta explicar el desarrollo histórico que dio origen al fenómeno de los fondos buitre. Se realiza una descripción de la evolución de la economía internacional desde la década de 1970, momento en el que se produce un cambio en el modo de acumulación a escala global. El paso de un modo de acumulación industrial a un modo de acumulación basado en las finanzas implicó la necesidad de otorgar un mayor respaldo a los capitales de los países centrales en las inversiones financieras en la periferia. Esto derivó en un progresivo deterioro del principio de inmunidad soberana, que impedía la prórroga de jurisdicción (es decir, el sometimiento de un Estado a las cortes de otro) y otorgaba inmunidad de ejecución. El sometimiento de los países periféricos a los tribunales de los países centrales, en particular las cortes de Nueva York, derivó en una serie de fallos en favor de acreedores externos (fundamentalmente bancos y fondos de inversión norteamericanos) en conflictos relacionados a la deuda soberana. Así, se sentó jurisprudencia que el camino para el éxito en las estrategias desplegadas por los fondos buitre.



1. INTRODUCCIÓN

Históricamente, se creyó que era imposible obligar a un Estado soberano a cumplir con sus deudas porque, a diferencia de una empresa, estos gozaban de inmunidad de jurisdicción y de ejecución. Esto se conoce como doctrina de inmunidad soberana. La inmunidad de jurisdicción impide que un Estado sea sometido a juicios de tribunales extranjeros mientras que la inmunidad de ejecución impide que los activos de un país sean objeto de embargos por tribunales extranjeros. Sin embargo, en los últimos 30 años asistimos a un progresivo incremento de la actividad litigiosa en torno a los conflictos de reestructuración de deuda soberana (Tortarolo, 2015).

Esto responde a dos procesos que se desarrollaron a nivel mundial a partir de la década de 1970. El primero tiene que ver con la ruptura del sistema monetario emanado de Bretton Woods, en un contexto de estancamiento de la economía mundial y de abundante liquidez generada por las crisis del petróleo. El modo de acumulación basado en el capital industrial que reinó desde la segunda posguerra dio paso a un modo de acumulación basado en las finanzas, que tuvo como premisa la liberalización financiera, y llevó a la búsqueda de nuevas alternativas de inversión financiera, enfocada en los países periféricos. El segundo proceso, consecuencia del primero, tiene que ver con un progresivo deterioro de la doctrina de inmunidad soberana en relación a los conflictos de reestructuración de deuda soberana, plasmado en las leyes de inmunidad de los estados soberanos sancionadas en los Estados Unidos y el Reino Unido (en 1976 y 1978, respectivamente), teniendo como precedente la Convención Europea sobre Inmunidad de Estados Soberanos de 1972.

La Argentina no estuvo exenta de estos procesos. En diciembre del año 2001, en medio de la mayor crisis económica y social de su historia, declaró la cesación de pagos de su deuda pública. A fines del año 2003, NML Capital Ltd. (en adelante NML), demandó, junto a otro grupo de acreedores, a la República Argentina ante la Corte del Distrito de Nueva York, reclamando el pago de los bonos en *default*. NML es una compañía con sede en las Islas Caimán, subsidiaria de Elliott Associates LP, un *hedge fund* o fondo de inversión de riesgo, también conocidos como “fondos buitres”, con sede en Nueva York.

Aquella demanda fue el inicio de un largo conflicto que duraría casi 15 años, y que finalizaría con el acuerdo alcanzado en el año 2016, mediante el cual se le pagó a NML la suma de US\$ 2.422 millones en efectivo, en concepto de capital e intereses adeudados por títulos en *default* por valor nominal (VN) US\$ 617 millones (República Argentina, Ministerio de Hacienda y Finanzas, 2016) comprados, en su mayoría, luego de la declaración de la cesación de pagos.

En el año 2005, la Argentina inició un proceso de reestructuración de sus pasivos en *default* desde el año 2001, ofreciendo un canje voluntario que logró un 76% de adhesión. Es decir, de un total de VN US\$ 81.836 millones de deuda elegible, se logró canjear VN US\$ 62.318 millones (Cosentino, Isasa, Carreras Mayer, De Achával, Coretti, & Dall'o, 2017, pág. 489). En el año 2010 volvió a abrirse la instancia de canje. En esta ocasión el nivel de adhesión se incrementó al 92,4% (Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto, República Argentina, 2014).

Sin embargo, un grupo de acreedores que representaba aproximadamente el 7,6% del total optaron por no aceptar ninguna de las ofertas de canje, y decidieron en cambio litigar con el fin de obtener mejores condiciones de pago. La Corte Suprema del Reino Unido (2011) define a los fondos buitres como fondos de inversión que se alimentan de deuda soberana de países que atraviesan agudas crisis financieras, comprando los títulos a precios de descuento respecto a su valor facial, buscando luego lograr cobrar la totalidad de los mismos.

Se trabajará con la hipótesis de que el cambio en el modo de acumulación a partir de la década del 1970 implicó una progresiva modificación en la superestructura legal que hizo posible el surgimiento de actores del tipo de los fondos buitres, facilitado además por una inserción subordinada de los países periféricos al sistema financiero, el mercado de capitales y su ordenamiento jurídico.

El objetivo del trabajo consiste en determinar el rendimiento obtenido por los fondos buitres en el caso argentino, a través de la estimación del precio de compra de los títulos, y dar una explicación del origen del fenómeno de los fondos buitres, tomando como referencia a NML Capital, tenedor mayoritario de los bonos en cuestión, e impulsor de las acciones legales en contra de la República Argentina.

En función de ello para el presente trabajo se decidió tomar como caso de estudio a NML ya que fue quien lideró las acciones judiciales, y a su vez quien poseía la mayor parte de los títulos en *default* sujetos a litigio. Por otro lado, tanto NML como su controlante (Elliott Associates LP) cuentan con un extenso historial en casos de litigios por deuda soberana en *default*, algunos de los cuales sentaron jurisprudencia a su favor.

Asimismo, cabe realizarse algunas preguntas que servirán de guía para el presente trabajo: ¿Guarda la rentabilidad obtenida relación con los parámetros de riesgo utilizados habitualmente en las inversiones de deuda soberana? ¿Cuáles son los factores que permitieron el éxito en las estrategias legales desplegadas por los fondos buitres?

Para ello en la siguiente sección se expondrá el marco teórico que servirá para el abordaje del trabajo. En la tercera sección se hará una descripción del caso NML vs. Argentina. Posteriormente se realizará la estimación de la rentabilidad obtenida por NML y su comparación con los rendimientos teóricos requeridos. A continuación, se explicará el desarrollo histórico de los factores económicos, políticos y legales que permitieron el surgimiento de los fondos buitres. Por último se presentan algunas reflexiones a partir de la investigación desarrollada.

2. MARCO TEÓRICO

2.1 Centro periferia: El enfoque de la CEPAL

Con el aporte de Raúl Prebisch (CEPAL, 1951) en el Estudio económico de América Latina de 1949, nace el primer planteamiento institucional elaborado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe CEPAL sobre la visión centro-periferia.

En el Estudio se trabaja con una perspectiva histórica fundada en la evidencia empírica acumulada sobre el desarrollo económico a partir de la Revolución Industrial. Por un lado, registra la presencia protagónica de los centros, artífices o beneficiarios directos de la Revolución Industrial y del proceso de desarrollo que ella desató, y por el otro, examina la supeditación pasiva de la vasta periferia no industrializada a la división del trabajo dictada por los primeros (Di Filippo, 1998). Es entonces la capacidad de definir el modo de acumulación, de generar progreso técnico a través de la industria y de apropiarse de sus beneficios lo que define a un país central como tal, y a un país periférico, por oposición.

El enfoque centro-periferia desarrollado en los años 50 por la CEPAL no difiere en su esencia del propuesto por el mismo organismo en la década de los 90, aunque la distribución internacional de los incrementos de la productividad se materializa de manera distinta.

La inversión extranjera directa, por parte de las empresas transnacionales, transfiere a las periferias tecnologías de alta productividad, las que se combinan con salarios reales periféricos más bajos que los de los centros; generando ganancias de la productividad periférica que se apropian transnacionalmente para ser reinvertidas en las propias periferias o remitidas bajo la forma de utilidades o repatriación de capitales a las casas matrices en los países centrales.

2.2 El aporte de las Teorías de la Dependencia

En la década de 1960 surgieron las Teorías de la Dependencia, debido al fracaso de las teorías del desarrollo propuestas por la CEPAL durante la década previa. Los teóricos de la dependencia intentan explicar las nuevas características del desarrollo dependiente, que ya se había implantado en los países latinoamericanos (Dos Santos, 1998, pág. 5).

Desde la década de 1930, la región ya se había orientado hacia un proceso de industrialización, caracterizado por la sustitución de importaciones. El proceso de sustitución se orientó fundamentalmente a los bienes de consumo provenientes de los países centrales. Una vez finalizado el ciclo depresivo, producto de las dos guerras mundiales, una crisis global y el consecuente incremento del proteccionismo y el nacionalismo, se restablecía a través de la hegemonía norteamericana, la integración de la economía mundial.

El capital, fuertemente concentrado en aquel momento en los Estados Unidos, se expandió hacia el resto del mundo en busca de oportunidades de inversiones que se concentraran en el sector industrial bajo el modelo fordista. La oportunidad de un nuevo ciclo expansivo de la economía mundial finalizada la Segunda Guerra Mundial, exigía la expansión de estas características económicas a nivel planetario. Esta fue la tarea que el capital internacional asumió, teniendo como base de operación la enorme economía norteamericana y su poderoso Estado Nacional, además del sistema de instituciones internacionales establecido en Bretton Woods.

La incipiente industria de los países dependientes, implantada entre 1930 y 1940, sirvió de base para el nuevo desarrollo industrial de posguerra, articulándose con el movimiento expansivo del capital internacional, cuyo núcleo estaba formado por las empresas multinacionales creadas entre 1940 y 1960. Esta nueva realidad respondía a la noción de que el subdesarrollo significaba la falta de desarrollo. Se abría así el camino para comprender el desarrollo y el subdesarrollo como el resultado de un proceso histórico del devenir del capitalismo, que producía al mismo tiempo desarrollo y subdesarrollo.

Las teorías de la dependencia, surgidas en la segunda mitad de la década de 1960-70, representaron un esfuerzo crítico para comprender la limitación de un desarrollo iniciado en un período histórico en que la economía mundial ya había sido constituida bajo la hegemonía de enormes grupos económicos y poderosas fuerzas imperialistas (Dos Santos, 1998, pág. 5).

Prebisch reconoció la contribución de los debates sobre la dependencia, en tanto incorporaron las relaciones de poder en el esquema centro-periferia. Siguiendo a Eliana Gabay (2004), según Prebisch, en el desarrollo apendicular de la periferia, los grupos dominantes de los centros establecían articulaciones con grupos similares de la periferia, y esto generaba una comunidad de intereses entre ambos grupos sociales que tejía una urdimbre de relaciones propicias a sus intereses económicos, políticos y estratégicos.

2.3 El proceso de financiarización de la economía mundial

El desarrollo de los teóricos de la dependencia se genera al tiempo que se gestaba una profunda transformación en el modo de acumulación en la economía mundial. Con la caída del sistema monetario de Bretton Woods, el nuevo modo de acumulación pasó a estar determinado por la hegemonía del capital financiero, en detrimento del capital industrial. Existen autores que coinciden en marcar el inicio de un proceso de financiarización de la economía mundial a partir de entonces, aunque no haya una definición única para referirse a dicho proceso. Se expondrán a continuación algunas definiciones de estos autores, que servirán de referencia para el presente trabajo.

Epstein (Allami & Cibils, 2017, pág. 84) define la financiarización a través del rol creciente de los incentivos financieros, mercados financieros, actores e instituciones financieras en la operatoria de las economías locales e internacionales. Por otro lado, autores pertenecientes al regulacionismo francés, postkeynesianos y economistas políticos radicales analizan la financiarización como un régimen de acumulación liderado o dominado por las finanzas como respuesta a la caída de la productividad a fines de la década de 1960. Por otro lado Krippner (2005, pág. 174) define a la financiarización como un patrón de acumulación en el cual la búsqueda de ganancias ocurre de manera creciente a través de canales financieros, en detrimento del comercio y la producción, entendiendo a las actividades financieras como la provisión o transferencia de capital líquido en búsqueda de intereses, dividendos o ganancias de capital.

A su vez, como señalan Kaltenbrunner y Paineira (2018, pág. 35), “el papel de la integración internacional en la exacerbación de las diferencias espaciales se ha analizado en el contexto de la economía real, a saber, los procesos de comercio e inversión extranjera directa”, sin tener en cuenta el nuevo contexto de mercados internacionales financiarizados. Las relaciones económicas reales, han sido complementadas, cuando no superadas por el crecimiento de los mercados financieros internacionales, y la integración de las economías emergentes en ellos, relaciones caracterizadas en uno y otro plano (real y financiero) por la dependencia, subordinación y jerarquías.

Sólo podrá comprenderse el alcance de la financiarización “al tener en cuenta de manera adecuada el importante papel desempeñado por el surgimiento, en la década de 1980, de un nuevo sistema financiero internacional, basado en el capitalismo financiero desintermediado y securitizado, y dirigido principalmente a través de Nueva York y Londres (Kaltenbrunner & Paineira, 2018, pág. 37). Al tener en

cuenta las redes financieras a través de las cuales tiene lugar la financiarización, las relaciones de poder y desigualdad cobran protagonismo.

3. EL CASO NML CAPITAL LTD. VS. REPÚBLICA ARGENTINA

3.1 Descripción del caso

El fondo NML Capital Ltd. compró títulos de deuda argentina por un total de US\$ 617 millones, entre los años 2001 y 2010. La mayor parte de estas tenencias correspondían a Bonos Externos Globales a tasa fija emitidos durante la década de 1990, de acuerdo al Plan Financiero de 1992 y al Acuerdo de Agencia Fiscal de 1994, y una porción menor a bonos FRAN (Floating Rate Accrual Notes) y SPAN (Spread Adjustable Notes), a tasa variable, emitidos en 1995 y 1997 respectivamente. Por último, también adquirieron Bonos Externos Globales emitidos en el marco del Megacanje del año 2001, tal como puede verse en la Tabla N°1. El hecho de que la mayor parte de las compras se hayan realizado luego del *default*, sumado al hecho de no aceptar ninguno de los canjes propuestos deja en evidencia la intención de recurrir al litigio como estrategia para la realización del cobro de sus acreencias.

Tabla N°1: Compras anuales por tipo de bono (en valor nominal)

Año	SPAN	GLOBAL	FRAN	Total por año VN
2001	-	42.164.156	-	42.164.156
2002	-	68.191.822	-	68.191.822
2003	-	66.367.522	-	66.367.522
2004	-	4.870.500	32.000.000	36.870.500
2005	-	56.277.000	18.283.333	74.560.333
2006	6.180.000	-	36.566.667	42.746.667
2007	-	16.719.628	15.300.000	32.019.628
2008	-	207.122.249	29.880.000	237.002.249
2009	-	17.108.900	-	17.108.900
2010	-	688.400	-	688.400
Total	6.180.000	479.510.177	132.030.000	617.720.177

Fuente: elaboración propia en base a www.casemine.com

Las primeras demandas de reconocimiento de la deuda impaga datan del año 2003, y a medida que continuaron realizando compras de títulos en el mercado secundario, continuaron presentando este tipo de demandas, fundadas en la violación de la obligación de pago.

En el año 2004, en ocasión de responder una de las demandas iniciadas por NML, la República Argentina se anticipó a solicitar un pedido de sentencia declarativa que estableciera que la correcta interpretación de la cláusula *pari passu* no impedía el pago de la deuda reestructurada a través de un canje, ni requería un pago proporcional o *pago a pro rata* al resto de los acreedores. NML se opuso al pedido argumentando que no había incluido en su demanda la violación a dicha cláusula. El juez, por su parte, desestimó la presentación dado que ninguno de los demandantes había planteado un argumento basado en dicha cláusula.

Sin embargo, en octubre de 2010 NML realiza un cambio de estrategia. Junto a otros tenedores minoritarios, solicitaron: (i) permiso para modificar las demandas alegando que la República había estado en continua violación de la cláusula *pari passu* desde 2005; (ii) una medida cautelar que generara la restauración del rango de su deuda, asegurando el pago equitativo entre la deuda reestructurada y la deuda en cesación de pagos (*pago a pro rata* o *rateable payment*); y (iii) que ejecutara dicha medida cautelar impidiendo el pago a los bonistas que entraron a los canjes, a menos que en simultáneo se pagara a NML y el resto de los demandantes el total de sus tenencias reestructuradas (Cosentino, Isasa, Carreras Mayer, De Achával, Coretti, & Dall'o, 2017, pág. 568).

En septiembre de 2011, en el marco de una audiencia, el juez Thomas Griesa a cargo de la Corte del Segundo Distrito de Nueva York, permitió la modificación de las demandas y declaró que se había

violado la cláusula *pari passu* con el dictado de la Ley Cerrojo. No obstante, rechazó la solicitud de emitir una orden procesal que pudiera perjudicar a los bonistas reestructurados, y pidió a los demandantes que presentaran una nueva propuesta de remedio procesal. En relación a la solicitud de pago proporcional, hizo notar que debía tomarse en consideración que quienes entraron a los canjes no se les reconoció el 100%, sino un porcentaje mucho menor del valor nominal de sus títulos, y que una solución posible sería exigir un pago porcentualmente equivalente al recibido por los bonistas reestructurados.

En enero de 2012 NML hizo llegar su propuesta de “nuevo remedio” procesal, que resultó sustancialmente idéntica a la solicitada inicialmente, y rechazada oportunamente por el juez Griesa. En febrero de 2012, el Juez ordena, entre otras cosas, que cada vez que se realizara un pago a los bonistas reestructurados, debería hacerse en simultáneo un pago a *pro rata* a NML.

Esta decisión fue apelada por la Argentina ante la Cámara del Segundo Distrito, haciendo hincapié en los efectos que la orden podría tener para el país y las posibles consecuencias sistémicas para futuros procesos de reestructuración de deudas soberanas. Contó con el apoyo del Gobierno de los Estados Unidos y la Clearing House Association en carácter de *amicus curiae*. El primero solicitó que la orden dictada por Griesa fuera rechazada por entender que la misma era, entre otras cosas, jurídicamente incorrecta, violatoria de la Ley de Inmunidades Soberanas y contraria a la política pública de los Estados Unidos. Sostuvo además que la misma generaba incentivos indeseables en los tenedores de títulos públicos y que el pago a los tenedores de bonos en cesación de pagos, como condición para el pago a los tenedores de deuda reestructurada, resultaba contrario al proceso de resolución ordenada de crisis de deuda soberana que propicia desde siempre ese gobierno.

En octubre de 2012, la Cámara de Apelaciones, emitió su sentencia confirmando sustancialmente la decisión del juez de distrito en el sentido de que la previsión de trato igualitario incorporada en la cláusula prohibía que Argentina discrimine en favor de los tenedores de la deuda reestructurada. Sin perjuicio de ello, envió a revisar cómo se aplicaría la fórmula de pago a *pro rata*. El caso volvió entonces al juzgado del juez Griesa, el cual recibió la oposición del país al escrito presentado por NML en relación al remedio procesal propuesto.

Finalmente, en noviembre de 2012 el juez dictó su decisión judicial, indicando que el alcance del concepto de pago a *pro rata* debía ser el originalmente planteado por NML. Esto implicaba que, dado que a los tenedores de deuda reestructurada se les estaba pagando el 100% de lo que correspondía acorde a los términos de los canjes por ellos aceptados, a los acreedores de deuda en cesación de pagos correspondía pagarles el 100% del principal acelerado más los intereses acumulados. Este fallo fue apelado nuevamente por Argentina, y posteriormente reafirmado por la Cámara de Apelaciones en agosto de 2013.

El último recurso que utilizó el país fue recurrir a la Corte Suprema de los Estados Unidos, vía un *writ of certiorari*, lo cual permitió dejar en suspensión los fallos de la Cámara hasta tanto la Corte se expidiera. El 16 de junio de 2014, la Corte Suprema rechazó finalmente el recurso presentado por Argentina y el fallo quedó plenamente vigente. Esto derivó en la imposibilidad para el país de seguir cumpliendo con el pago de los servicios de la deuda reestructurada para los vencimientos futuros.

En febrero del año 2016 y luego de un cambio de gobierno en Argentina a finales del año 2015, se llegó a un acuerdo con NML a través del cual se le pagó la suma de US\$ 2.422 millones en efectivo, a cambio de retirar todas las demandas e impedir futuros reclamos por deuda en cesación de pagos por parte de los demandantes.

El fallo en la llamada “causa *pari passu*” redundó en un fuerte incremento en la posición de NML a la hora de negociar. En la propuesta original del año 2016, Argentina había planteado una quita del 30% en relación al monto total de la sentencia, aunque NML accedió a una quita de sólo el 25%, que fue la finalmente acordada. Este guarismo contrasta con la quita de 65% promedio realizada a los acreedores que ingresaron a los canjes. A su vez, la sentencia *pari passu* cristalizó una discriminación intra-acreedores, contraria a la esencia de la cláusula en la interpretación esgrimida por el juzgado. Es importante resaltar, que la interpretación de pago realizada por el juzgado de Thomas Griesa no fue convalidada en ningún tribunal en otra jurisdicción (léase Reino Unido y Alemania).

Existe una extensa producción bibliográfica en relación al conflicto de los fondos buitres. En general, los trabajos más difundidos hacen hincapié en los problemas de coordinación de acreedores y las

posibles soluciones (Krueger, 2002)(IMF, 2014). En la misma línea, algunos intentan calcular los porcentajes óptimos de aceptación de las cláusulas de acción colectiva para que los canjes sean exitosos (Geithner, Gianviti, & Häusler, 2003). Otros se encargan de analizar los porcentajes de quita con una metodología homogénea que permite realizar comparaciones entre distintos casos (Sturzenegger & Zettelmeyer, 2005). En este trabajo intentará estimar una medida de rentabilidad obtenida por NML en el caso argentino, comparándola con las medidas de riesgo y rendimiento que nos provee la teoría. Al mismo tiempo, intentarán explicarse las condiciones estructurales del desarrollo de la economía mundial y los casos más importantes que sentaron jurisprudencia y posibilitaron el origen de este tipo de actores.

4. EL RIESGO ASOCIADO A LAS INVERSIONES EN TÍTULOS DE DEUDA SOBERANA

4.1 Una medida de rendimiento requerido para inversores externos

Siguiendo a López Dumrauf (2013) y Van Horne (2010) desde la óptica de un inversor podemos definir a la tasa de interés como la compensación que éste recibe por “alquilar” el capital monetario por un período determinado. La elección de “alquilar” el capital a un determinado prestatario supone la asunción de un costo de oportunidad, representado por la mejor alternativa a la cual se resigna a la hora de invertir en un determinado activo. En una situación hipotética donde todos los flujos de efectivo sean ciertos, la tasa de interés se puede utilizar para definir el valor del dinero en el tiempo.

No obstante, al incluir en el análisis la incertidumbre asociada a los flujos de efectivo generados por las inversiones, resulta necesario incluir una “prima” por riesgo al valor del dinero en el tiempo. A nivel internacional, existe consenso respecto a considerar a la tasa de interés que rinden los bonos del tesoro de los Estados Unidos como un activo libre de riesgo. De esta forma, es este país, a través de su política económica, capaz de definir la tasa de interés de referencia o el costo del dinero a nivel internacional y representa el costo de oportunidad a la hora de invertir en títulos de deuda soberana fuera de los Estados Unidos.

A la hora de considerar una inversión en títulos de deuda de un país denominado emergente, existen riesgos a considerar asociados a dichas inversiones, a saber: el riesgo país y el riesgo de crédito, entre otros. El primero está relacionado a los siguientes aspectos: riesgos jurídicos, de expropiación, etc. y, en conjunto con el riesgo crédito componen el denominado riesgo soberano.

En la práctica, el riesgo soberano se mide como el margen de sobretasa de los bonos del país bajo análisis, respecto a la tasa de interés de los bonos del tesoro norteamericano. El Banco JP Morgan confecciona un índice denominado Emerging Markets Bond Index (EMBI), que refleja el diferencial del rendimiento de un conjunto de bonos en dólares de un país determinado respecto a los bonos del tesoro estadounidense, medido en puntos básicos. 1 punto básico es igual a 1% de tasa de interés. De esta manera, podemos definir la siguiente fórmula:

Riesgo soberano = TIR Bono local en USD – TIR T-bond

Así, llegamos a una fórmula para la medición de la prima por riesgo soberano.

Si sumamos al riesgo soberano el rendimiento de los bonos del tesoro norteamericano (costo de oportunidad), llegamos a una medida ilustrativa del rendimiento teórico mínimo que un inversor extranjero debería requerir para invertir en títulos de deuda soberana de un país emergente, obteniendo un rendimiento equivalente, ajustado por su riesgo.

Para el año 2008, por ejemplo, el EMBI Argentina promedió un total de 852 puntos básicos, lo cual significa un 8,53% en términos de tasa de interés, mientras que el rendimiento del bono del tesoro de los Estados Unidos promedió un 3,64%, de esta forma vemos que el rendimiento mínimo requerido habría sido de 12,17%.

Tabla N°2: TIR teórica requerida 2001-2016 (valores en promedios anuales)

Año	EMBI	T-Bond	TIR Teórica
2001	15,55%	5,00%	20,55%
2002	57,41%	4,59%	62,00%
2003	55,74%	3,99%	59,73%
2004	51,49%	4,25%	55,74%
2005	27,05%	4,28%	31,34%
2006	3,43%	4,79%	8,22%
2007	3,19%	4,63%	7,82%
2008	8,53%	3,64%	12,17%
2009	11,78%	3,24%	15,03%
2010	6,70%	3,20%	9,90%
2011	6,76%	2,76%	9,53%
2012	9,80%	1,79%	11,59%
2013	10,58%	2,34%	12,92%
2014	7,83%	2,53%	10,36%
2015	5,88%	2,13%	8,01%
2016	4,78%	1,84%	6,62%
Promedio	17,91%	3,44%	21,34%

Fuente: elaboración propia en base a www.ambito.com y www.investing.com

Cabe resaltar, que cuando existe riesgo inminente de *default* (como sucedió en Argentina a partir del año 2001, y se mantuvo hasta la reestructuración del año 2005), la prima de riesgo soberano se dispara, como puede verse en el cuadro. En estas situaciones, el EMBI como medida de riesgo pierde significancia dado que "el mercado da por sentado que el país dejará de pagar sus obligaciones y los inversores sólo compran sus bonos a precios que descuentan una quita futura" (López Dumrauf, 2013, pág. 263). Por lo tanto, si el *default* finalmente no ocurriera (o si ya ocurrió pero luego se realiza una reestructuración exitosa), el precio de los bonos tendería a elevarse, reduciendo la tasa a la cual se reinvertirían los flujos, derivando en una TIR menor.

En el caso de NML, como vimos, no se aceptaron los canjes que estipulaban una quita promedio del 65% respecto del valor nominal, ni se aceptó la propuesta de pago en efectivo con una quita del 30% respecto al valor de la sentencia. NML sólo accedió a una quita del 25% respecto al monto de la sentencia, lo cual llevó a rendimientos muy superiores a los que dicta la teoría según la TIR teórica requerida, como veremos en el siguiente apartado, sobre todo para los años donde el riesgo país se estabilizó en valores reducidos, luego del canje del año 2005.

4.2 Una medida de la rentabilidad obtenida por NML y su comparación con el rendimiento teórico requerido

Como se explicó anteriormente, NML realizó compras por un total de US\$ 617 millones de valor nominal. A la hora de intentar estimar la rentabilidad realizada, es necesario primero estimar el precio de compra de los títulos en cuestión. Dado que se trata de títulos en *default*, el precio de compra resultó muy por debajo del valor facial de los títulos, y todavía más si se considera el valor teórico, que incluye los intereses y amortizaciones impagas, con sus respectivos intereses. Sumado a esto, luego del canje del año 2005, con el dictado de la Ley Cerrojo, los títulos en *default* dejaron de cotizar en los mercados, y las operaciones de compra fueron bajo el tipo de negociación "over the counter" (OTC) o negociación bilateral, por lo cual la información respecto al precio de las transacciones es poco transparente y de difícil acceso.

Sin embargo, el Instituto Argentino de Mercado de Capitales publica desde el año 2003 un informe mensual con un resumen de los principales títulos operados en el mes, con sus respectivos volúmenes y precios. A pesar de la Ley Cerrojo, siguieron publicándose precios para algunos de los bonos en posesión de NML, con un modesto volumen operado, pero que pueden servir de referencia para estimar un precio de compra.

Para la estimación del precio de compra, se tomaron los valores de los títulos en poder de NML al último día de cada mes, publicados en los mencionados informes. En caso de no haberse publicado un precio para un determinado título, se promediaron las variaciones de los bonos cuyo precio sí fue publicado y se aplicó ese porcentaje al último precio disponible para los demás bonos. Dado que los títulos fueron emitidos en dólares, y siendo que los precios están expresados en pesos por cada US\$ 100 de valor nominal, se procedió a dividir el precio por el tipo de cambio promedio de cada mes (dólar Comunicación A 3500 del Banco Central de la República Argentina), a fin de obtener la cotización en dólares por cada 100 de valor nominal en la misma moneda.

Luego, según los datos proporcionados por el Ministerio de Hacienda y Finanzas (República Argentina, Ministerio de Hacienda y Finanzas, 2016) se sabe que por la posesión de los VN US\$ 132 millones de bonos FRAN, NML recibió la suma de US\$ 1.194 millones (a razón de 9,04 dólares por cada dólar de valor nominal). De esta manera, sabiendo que el cobro total por la sentencia fue de US\$ 2.422 millones según datos del mismo documento, por diferencia podemos deducir que el pago por el resto de las tenencias de bonos de tipo GLOBAL y SPAN fue por US\$ 1.228 millones (a razón de 2,44 dólares por cada unidad de valor nominal).

Así, partiendo de la cantidad de cada tipo de bono que fue comprado en cada año, e imputándole a dichas compras el precio estimado, podemos llegar a un monto estimado de inversión para cada año. Por otra parte, sabiendo qué tipo de bono fue comprado en cada año, podemos también calcular qué porción de la sentencia final le corresponde a la inversión de un determinado año (es decir, en el año 2008, por ejemplo, se compraron VN US\$ 207,12 millones de bonos globales y VN US\$ 29,88 millones de bonos FRAN, multiplicados cada uno por 2,44 y 9,04 respectivamente, llegamos al monto de la sentencia final que corresponde a las compras del año 2008 –US\$ 776,5 millones-). De esta manera, teniendo el monto de la inversión de cada año y el monto final cobrado el 29 de febrero del año 2016, podemos calcular la rentabilidad de la inversión realizada en cada uno de los años desde 2001 a 2010.

Tabla N°3: Rentabilidad bruta y TIR obtenida por NML

Año	Cantidad comprada (VN)	Precio (% VN)	Monto invertido	Cobro por sentencia	Rentabilidad bruta	TIR Sentencia	TIR Teórica
2001	42.164.156	43,0%	18.124.569	103.066.062	469%	11,16%	20,55%
2002	68.191.822	25,4%	17.293.627	166.688.090	864%	12,00%	62,00%
2003	66.367.522	28,1%	18.630.535	162.228.771	771%	18,11%	59,73%
2004	36.870.500	30,9%	11.394.394	301.294.250	2544%	31,38%	55,74%
2005	74.560.333	31,0%	23.139.372	302.906.995	1209%	26,34%	31,34%
2006	42.746.667	29,4%	12.577.319	386.575.205	2974%	40,85%	8,22%
2007	32.019.628	30,5%	9.764.072	179.233.479	1736%	38,17%	7,82%
2008	237.002.249	27,0%	63.891.214	776.506.417	1115%	41,36%	12,17%
2009	17.108.900	21,7%	3.709.617	41.820.995	1027%	41,35%	15,03%
2010	688.400	29,3%	201.874	1.682.725	734%	42,39%	9,90%
Total	617.720.177		178.726.592	2.422.002.991	1255%		

Fuente: elaboración propia en base a www.casemine.com e IAMC

En primer lugar, podemos ver que por una inversión total de US\$ 178,7 millones, NML obtuvo un total de US\$ 2.422 millones, lo que implica una rentabilidad bruta de 1.255%. Es decir, multiplicó su capital invertido entre 2001 y 2010 en casi 13 veces con el acuerdo final alcanzado en 2016. Sin embargo, esta medida de rentabilidad no tiene en cuenta el valor tiempo del dinero, con lo cual es interesante evaluar la misma a partir del cálculo de la tasa interna de retorno.

Como vemos, la tasa interna de retorno para las inversiones de cada año, consideradas por separado, guardan poca relación con la TIR teórica requerida. Para los primeros años, el rendimiento efectivo se ubicó muy por debajo del rendimiento teórico. Esto bien puede deberse a la sobrereacción del indicador de riesgo país en situaciones de default como se explicó en el apartado anterior. Sin embargo, a partir del año 2005, cuando el riesgo país cayó fuertemente como consecuencia del primer canje, los rendimientos efectivos pasaron a superar ampliamente los rendimientos teóricos.

A fines de poder establecer una comparación entre el rendimiento teórico y el rendimiento efectivo global, para todo el período de duración del caso NML, se calculó el monto teórico que surge de capitalizar las inversiones realizadas desde el 2001, a la tasa teórica requerida de cada año, desde 2001 hasta el 2015:

$$I_{2001} * (1 + TIR_{2001}^t) * (1 + TIR_{2002}^t) * \dots * (1 + TIR_{2015}^t)$$

$$\vdots$$

$$I_{2010} * (1 + TIR_{2010}^t) * (1 + TIR_{2011}^t) * \dots * (1 + TIR_{2015}^t)$$

donde I_{2001} es el monto invertido en el 2001 y TIR_{2001}^t es la TIR teórica para el mismo año.

De esta manera, arribamos a un monto teórico de lo que debería haber obtenido NML en el año 2016, de acuerdo a la tasa de rendimiento teórica. Esto nos permite, a su vez, calcular una TIR teórica para todo el período, y compararlo con la TIR efectiva que surge del cobro por la sentencia.

Por otro lado, se realizó el cálculo de los flujos de efectivo que habrían surgido en caso de que NML hubiese decidido ingresar al canje 2010, de manera de poder establecer también una comparación con una estrategia alternativa real. En caso de haber NML optado por la opción discount en el canje 2010, habría obtenido VN US\$ 61,8 millones de Bonos Globales 2017 (GJ17), VN US\$ 223,3 millones de Bonos Discount (DIY0) y VN US\$ 253,1 millones de Títulos vinculados al PBI (TVY0). Para el flujo final, se supone la venta del total de las tenencias, valuadas a precio de mercado del 29 de febrero de 2016 (fecha de cobro de la sentencia).

Los resultados se resumen en el siguiente cuadro, donde se presentan los flujos de fondos comparados de los tres escenarios, con su respectivo rendimiento:

Tabla N°4: Flujo de fondos comparados

Año	Flujo de fondos comparados		
	Escenario litigio	Escenario teórico	Escenario canje 2010
2001	-18.124.569	-18.124.569	-18.124.569
2002	-17.293.627	-17.293.627	-17.293.627
2003	-18.630.535	-18.630.535	-18.630.535
2004	-11.394.394	-11.394.394	-11.394.394
2005	-23.139.372	-23.139.372	-23.139.372
2006	-12.577.319	-12.577.319	-12.577.319
2007	-9.764.072	-9.764.072	-9.764.072
2008	-63.891.214	-63.891.214	-63.891.214
2009	-3.709.617	-3.709.617	-3.709.617
2010	-201.874	-201.874	15.417.940
2011	-	-	47.592.548
2012	-	-	60.377.156
2013	-	-	22.476.517
2014	-	-	25.636.601
2015	-	-	25.636.601
2016	2.422.002.991	1.091.566.803	467.014.696
TIR	25,7%	17,6%	14,4%

Fuente: elaboración propia en base a www.casemine.com,
www.investing.com, www.ambito.com e IAMC

Como vemos, NML obtuvo un monto efectivo de sentencia que resultó un 122% superior al monto teórico estimado, lo cual implica una TIR un 46% superior a la resultante del escenario teórico (25,7% vs. 17,6%). Cabe resaltar que el escenario teórico fue construido en base a las tasas de rendimiento teóricas calculadas anteriormente, las cuales sobreestiman el rendimiento requerido al descontar una quita, como se mencionó en el apartado previo. Así, la diferencia real sería todavía mayor en favor de la estrategia de

litigio. A modo de ejemplo, si para los años 2002, 2003 y 2004, donde el riesgo país se ubicó en los máximos del período, se imputara tasa promedio de todo el período (21,3%), el pago final del escenario teórico ascendería a sólo US\$ 695 millones, es decir, menos un tercio del pago efectivo obtenido, lo cual implicaría una TIR de sólo 13,1%.

NML negoció una quita sustancialmente menor a la realizada en el canje 2010, del 65% promedio sobre el valor nominal de los títulos, lo cual redundó en un monto final de sentencia significativamente superior al que hubiera surgido de optar por el ingreso al canje, y vendiendo la totalidad de las tenencias el 29 de febrero. Esta última estrategia habría redundado en una tasa de retorno de 14,4% para todo el período, como se aprecia en el cuadro.

Por último, en Cosentino & otros (2017) se propone un sencillo modelo teórico que permite calcular la probabilidad implícita de éxito de la estrategia de litigio, partiendo de los flujos de fondos de ambas estrategias (litigio y canje). Las ecuaciones del modelo permiten, a su vez, apreciar el impacto que tienen los fallos en los conflictos que sentaron jurisprudencia a favor de los fondos buitres.

El modelo realiza algunos supuestos fuertes, tales como: NML conocía ex-ante la duración del litigio, así como el monto final de sentencia. En relación al primer punto, Tortarolo (2015, pág. 10) explica que la duración promedio de los litigios fue de 6 años, lo cual es consistente con el tiempo transcurrido desde la primera presentación utilizando la estrategia *pari passu* (2010), hasta el acuerdo final alcanzado en 2016. Por otro lado, las cláusulas de los contratos de bonos en default permiten estimar un monto de sentencia, calculando los flujos de intereses y amortizaciones impagos con sus respectivos intereses punitivos. Siendo que NML logró un acuerdo que contempló finalmente la quita del 25% por ellos propuesta, sería plausible suponer que ex-ante contaban con un cálculo del monto de sentencia que arrojará la rentabilidad deseada.

Asimismo, implica suponer que se conocían previamente el flujo de fondos que surgiría de optar por la estrategia de canje, y el monto que resultaría de vender las tenencias el mismo día del cobro de la sentencia en la estrategia litigiosa. El cálculo, como se mencionó anteriormente, fue realizado con la opción discount del canje 2010.

Partiendo de las siguientes ecuaciones:

$$\text{Opción A} = \sum_{t=0}^T \frac{C_t}{(1+i)^t}$$

$$\text{Opción B} = \rho_{T-j}(\text{sentencia}) \times \rho_T(\text{ejecución}) \times \frac{M^e}{(1+i)^T} - \sum_{t=0}^T \frac{CL_t}{(1+i)^t}$$

Donde la opción A es el valor de los flujos de fondos de la estrategia de canje actualizados a la tasa de rendimiento teórico requerida, y la opción B es el valor actual de los flujos de fondos de la estrategia de litigio, actualizados a la misma tasa. Para que ambas estrategias sean indiferentes a un inversor, debieran igualarse en su valor presente, de modo que el flujo de fondos de la estrategia A sería igual al flujo de fondos de la estrategia B, multiplicado por la probabilidad de obtener una sentencia favorable (en algún momento T-j) y de lograr su ejecución (en el momento T), menos los costos asociados al litigio.

Dado los elevados costos de mantener inmovilizado el capital por un tiempo incierto, más los costos legales de sostener un conflicto, es entendible la alta aceptación de los canjes propuestos para acreedores no especializados en litigios en relación a deuda soberana. Esto guarda relación con la probabilidad implícita de éxito de la estrategia B. Habiendo calculado el valor presente al año 2010, tanto de los flujos de fondos provenientes del canje 2010 (opción A), como el valor presente de la sentencia cobrada en 2016 (opción B), llegamos a que la probabilidad de éxito implícita, mediante un simple pasaje de términos, es de sólo el 32% (considerando costos legales de un 4% sobre el valor de la sentencia). En caso de resultar exitosa la opción B, los costos del litigio se reducirían a cero, ya que quedarían a cargo del Estado argentino, como efectivamente ocurrió.

Sin embargo, los fondos buitres se especializan en litigar y cuentan con jurisprudencia que los avala. La ecuación de la opción B nos permite visualizar el impacto de los diversos fallos en torno a los conflictos de reestructuración de deuda soberana que se desarrollarán en los próximos apartados. La jurisprudencia que fue derribando los argumentos esgrimidos por la defensa de los Estados, elevando

significativamente la probabilidad de obtener una sentencia favorable. Por otro lado, el fallo en el caso Elliott vs. Perú (ver más adelante) introdujo la interpretación de pago de la cláusula *pari passu* y logró bloquear el pago a los bonistas reestructurados, elevando drásticamente la probabilidad de ejecución, en tanto obliga a los Estados a pagar a los fondos butre toda vez que se quiera realizar un pago a los bonistas reestructurados, empujando al país a un *default* en caso de no hacerlo.

En otras palabras, esto implica, a futuro, una reducción significativa en las posibilidades de los Estados de lograr reestructuraciones que reduzcan el peso de la deuda a través de una quita en las propuestas de canje, ya que el valor presente de los flujos de pagos asociados al canje tenderían a igualarse con el valor presente de una eventual sentencia a favor de un acreedor litigante.

5. LOS FACTORES ECONÓMICOS, POLÍTICOS Y JURÍDICOS DETRÁS DEL SURGIMIENTO DE LOS FONDOS BUTRE

5.1 La década de 1970: el cambio en el modo de acumulación, el endeudamiento latinoamericano y la erosión de la doctrina de inmunidad soberana

A partir de la década de 1970, se introdujeron grandes cambios en la dinámica de la economía mundial. La ruptura, por parte de Estados Unidos en 1971, del sistema monetario y financiero emanado del tratado de Bretton Woods puso fin al modo de acumulación iniciado en la posguerra, basada en el capital industrial, y constituyó una apuesta de ese país por reconstruir su hegemonía colocando como eje de la economía mundial a su sistema financiero (Arceo & Urturi, 2010). En este nuevo contexto, la consolidación del dólar como moneda de reserva internacional le permitiría a los Estados Unidos obtener lo que Barry Eichengreen (2011) llamaría un “privilegio exorbitante”, ya que la demanda de la moneda norteamericana tanto para transacciones internacionales como para la acumulación de reservas, le permitiría sostener su crecimiento aun a pesar de los crecientes desequilibrios fiscales y comerciales estadounidenses.

El cambio ocurrido en el sistema monetario sucedió de manera concurrente a una caída en la tasa de ganancia y de crecimiento en los Estados Unidos, lo cual motivó la búsqueda de rentabilidad, a través de la inversión financiera, en países periféricos. Para ello, era necesaria una mayor flexibilidad de los flujos financieros internacionales, y de un marco legal que otorgara respaldo a los capitales de los países centrales. Esto implicó a su vez, un cambio en el rol de los organismos creados a partir del tratado de Bretton Woods (léase el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial), los cuales fueron reconvertidos en promotores de la nueva ideología (Allami & Cibils, 2009).

Históricamente, se creyó que era imposible obligar a un Estado soberano a cumplir con sus deudas porque, a diferencia de una empresa, éstos no tienen bienes embargables ya que gozan de inmunidad soberana. Sin embargo, en los últimos 30 años asistimos a un progresivo incremento de la actividad litigiosa en torno a los conflictos de reestructuración de deuda soberana (Tortarolo, 2015, pág. 65). La erosión del mencionado principio comenzó con la Convención Europea sobre Inmunidad de los Estados en 1972. En dicha convención se introdujo la interpretación estrecha del principio de inmunidad soberana, la cual sería formalizada a través de la Ley de Inmunidad de Estados Extranjeros (FSIA por sus siglas en inglés) sancionada en los Estados Unidos en 1976, y su equivalente en el Reino Unido, en 1978. De esta manera se introdujeron ocho excepciones que inhabilitan la inmunidad de jurisdicción para Estados extranjeros en las cortes locales norteamericanas y del reino unido.

En el caso argentino, a través del decreto-ley 21305 de abril de 1976, el gobierno de facto permitió la prórroga de jurisdicción, es decir, habilitó la competencia de tribunales extranjeros en cuestiones patrimoniales. Esto cobra especial relevancia dado que “desde que comenzaron las emisiones de bonos emergentes en el mercado internacional, y hasta marzo del 2009, hubo 631 emisiones de las cuales el 69% se realizaron bajo legislación norteamericana y 22% bajo legislación del reino unido” (Tortarolo, 2015, pág. 8).

En 1973, la primera crisis del petróleo redundó en un incremento de la inflación y en una fuerte recesión económica. El aumento del precio del crudo generó una inmensa masa de dólares, la cual sería canalizada en forma de préstamos sindicados a tasas variables, a través de bancos europeos y norteamericanos, a los países periféricos, en especial a los países de Latinoamérica. En efecto, América

Latina absorbió más de la mitad de la deuda privada que se dirigió hacia el mundo en desarrollo entre 1973 y 1981 (Stiglitz & Heymann, 2016, pág. 138).

Es necesario destacar que el fuerte endeudamiento de los países latinoamericanos se produjo en su mayor parte durante gobiernos de facto, cuyos programas económicos se encontraban alineados con los intereses de los países centrales. Los gobiernos dictatoriales fueron apoyados por los Estados Unidos, en el marco de la lucha contra el comunismo en América Latina.

La dinámica de la deuda se tornó explosiva, y en poco más de 5 años, los coeficientes de endeudamiento externo de Latinoamérica se habían disparado. El endeudamiento de la década de 1970 sentó las bases de la fragilidad y la dependencia financiera de la región para las décadas siguientes.

Tabla N°5: Crecimiento de la deuda externa de los principales países de América Latina
(en millones de dólares)

País	1973	1982	% crecimiento	1986	% crecimiento
Argentina	4.890	43.634	792,3%	46.167	844,1%
Brasil	12.886	91.027	606,4%	106.174	723,9%
Chile	3.179	17.342	445,5%	19.410	510,6%
Colombia	2.320	10.302	344,1%	14.619	530,1%
México	8.990	85.890	855,4%	97.662	986,3%
Perú	3.213	11.636	262,2%	14.575	353,6%

Fuente: Rapoport (2017, pág. 606) en base a datos del Banco Mundial

5.2 La década de 1980: la crisis de la deuda latinoamericana, la estatización de la deuda privada en Argentina, el Plan Baker y el caso Allied Bank vs. Costa Rica

La dificultad en el control de la inflación y el magro desempeño de la economía norteamericana y mundial en la década de 1970 posibilitó la emergencia de un nuevo consenso teórico el cual comenzó a cuestionar los pilares del Estado de Bienestar, basado en políticas keynesianas, y se le dio un renovado impulso a las teorías de corte neoclásico junto con el auge del monetarismo. Así, para contener la inflación, Estados Unidos inició un programa de restricción monetaria, como parte de su programa antiinflacionario a fines de la década de 1970. La Reserva Federal norteamericana (FED) elevó las tasas de interés, que se hallaban en un promedio del 5% al 7% entre 1977 y 1978, al 12% en el último trimestre de 1979 y al 14,6% hacia fines de 1980 (Rapoport, 2017). Esto tuvo un fuerte impacto en la tasa de interés real efectiva para el endeudamiento de América Latina, que coincidió además con una nueva suba del precio del crudo.

El súbito incremento en el peso de los servicios de la deuda pública latinoamericana atentó directamente contra las posibilidades de seguir cumpliendo con los pagos de capital e intereses, llevando a México, uno de los principales deudores, a declarar una moratoria unilateral de su deuda. Costa Rica ya había declarado la moratoria de su deuda externa en 1981, aunque si bien menor en importancia por la magnitud de su deuda, terminaría siendo uno de los casos relevantes en la historia de los litigios en torno a las reestructuraciones de deuda soberana.

La desconfianza en relación a la capacidad de repago de los países de la región generó una interrupción de los flujos de capital hacia los países latinoamericanos y se detuvo súbitamente el acceso a nuevo financiamiento. Otros países latinoamericanos siguieron el camino de México, teniendo que reprogramar los pagos de servicios de la deuda.

Sólo cuatro países, México, Brasil, Argentina y Venezuela acumulaban aproximadamente el 74% de la deuda de los países en desarrollo (Federal Deposit Insurance Corporation, 1997) cuyos acreedores eran bancos comerciales norteamericanos y europeos. Así, los bancos se encontraban peligrosamente sobreexpuestos a América Latina. Para graficar la situación, basta con resaltar que la deuda latinoamericana representaba en 1982 un 180% de las reservas de capital de los nueve bancos más grandes de los Estados Unidos (Stiglitz & Heymann, 2016, pág. 147).

El alto grado de exposición de los mayores bancos norteamericanos, producto de las políticas de liberalización financiera, implicó un riesgo de que la crisis de la deuda latinoamericana se transformara en una crisis bancaria de magnitud en los Estados Unidos. El riesgo de una crisis bancaria resulta crucial para entender la presión de los países centrales para que no se suspenda el flujo de pagos de los servicios de la deuda, y cristalizó el nuevo rol asignado a los organismos internacionales.

En una primera etapa (hasta 1985), se organizaron comités bancarios destinados a trabajar “caso por caso” en forma de cartel de acreedores coordinados por el Fondo Monetario Internacional. Esto implicaba la negociación de paquetes de recursos, provistos incluso por el propio FMI, sumado a programas de ajuste en los países deudores destinados a generar el superávit necesario para el cumplimiento de los vencimientos de capital e intereses. El desembolso de nuevos fondos por parte de la banca internacional, debía ser previamente aprobado por el Fondo luego de evaluar los programas de ajuste. El Tesoro norteamericano y el Banco de Pagos Internacionales también realizaron préstamos puente de corto plazo para recuperar la liquidez y evitar incumplimientos formales.

En una segunda etapa, con el Plan Baker, se propuso el acceso a nuevo financiamiento, otorgado por el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y bancos comerciales. Como contrapartida los países deudores debían encarar reformas estructurales que incluían la eliminación de controles cambiarios, mayor apertura comercial y liberación de los movimientos de capitales.

Esto implicó una fuerte reversión en la dirección de los flujos de capitales, convirtiéndose los países de la periferia en expulsores de fondos líquidos. Las transferencias netas de recursos pasaron de cuantías positivas (equivalentes al 2% o 3% del PIB) a negativas (en torno al 6% de PIB) (Stiglitz & Heymann, 2016, pág. 143). Los países latinoamericanos, por su parte, intentaron sin éxito articular un club de deudores para lograr un mayor poder de negociación a la hora de reestructurar los pasivos soberanos. Las medidas adoptadas no lograron resolver el problema de los países endeudados, que enfrentaron severas recesiones, pero resultó sumamente eficaz para evitar una crisis en los Estados Unidos, al tiempo que permitió a los bancos recuperar liquidez y encarar una negociación en mejores términos.

El hecho de haber considerado inicialmente la crisis como un problema de liquidez más que de solvencia, hizo que se dilatará una negociación que contemplara una quita y que por lo tanto permitiera mejorar la capacidad de pago de los países deudores, lo cual llegaría recién en 1989 con el Plan Brady, cuyos acuerdos concretos llegarían en los primeros años de la década siguiente.

La crisis de la deuda latinoamericana permitió evaluar en la práctica la aplicación de la recientemente sancionada ley FSIA, en el caso del *default* de Costa Rica en 1981. La reestructuración acordada en 1983 incluyó a todos salvo uno de los 39 miembros del consorcio de bancos acreedores, el cual demandó en Nueva York a través de su agente, el Allied Bank International, a tres bancos costarricenses que actuaron en nombre de la República de Costa Rica, intentando obtener el pago acelerado del capital más intereses. En 1984 un Tribunal Inferior falló a favor de Costa Rica, aceptando el argumento de la defensa de que las acciones de Costa Rica estaban protegidas por la “doctrina de actos soberanos”. La Corte de Apelaciones de Estados Unidos confirmó la decisión del Tribunal Inferior, y en particular, argumentó que la reestructuración resultaba análoga a la reorganización de un negocio según el Código de Bancarrota para compañías privadas.

No obstante, en 1985 el banco litigante solicitó una nueva audiencia del caso, y logró que la Corte de Apelaciones revirtiera su decisión inicial luego de que el Departamento de Justicia de los Estados Unidos planteara que el gobierno norteamericano no coincidía con el intento de reestructuración unilateral de Costa Rica (aunque sí respaldaba un proceso de renegociación guiado por el FMI). La Corte terminó resolviendo que no sólo no aplicaba la “doctrina de actos soberanos”, sino además, un procedimiento análogo al descrito por el Código de Bancarrota de Estados Unidos resultaba inválido en los casos de *default* de la deuda soberana.

Este caso dejó en claro, por un lado, la posibilidad de que un único acreedor se mantenga al margen de un proceso de reestructuración y obtenga una sentencia favorable, sino también que la “doctrina de actos soberanos” no necesariamente protege a los Estados ante eventos de *default* de la deuda.

5.3 La década de 1990: el consenso de Washington, el Plan Brady y los casos Weltover vs. Argentina, CIBC Bank Trust vs. Banco Central de Brasil y Elliott Associates LP vs. Perú

En la década de 1990 se gestó un nuevo consenso que impulsaba la apertura de las economías, la reducción del peso de los Estados y la liberalización de las finanzas, conocido como el “Consenso de Washington”. Fue una segunda oleada de liberalización, ya que los postulados eran similares a los impulsados en las décadas anteriores (fundamentalmente durante la década de 1970). De esta manera, los Estados se volvieron dependientes del crédito externo para financiar los desequilibrios internos, acumulando nuevamente grandes volúmenes de deuda. De nuevo, las presiones por realizar el ajuste interno generaron recesión y, dada la dificultad en la contención del déficit fiscal y el sostenido déficit en las cuentas externas, el endeudamiento creció de manera exponencial.

El acuerdo en el marco del Plan Brady se firmó finalmente en el año 1992, luego de casi 10 años de estancamiento económico producto de las políticas impuestas por los organismos internacionales para salir, sin éxito, de la crisis de la deuda. Cabe resaltar que dicho acuerdo se realizó con la mediación del FMI y el secretario del tesoro norteamericano Nicholas Brady, y que a su vez, dicho Plan (Plan Financiero de 1992), junto con el Acuerdo de agencia fiscal de 1994, sentaron las bases legales y la estructura de cláusulas para gran parte de la emisión de deuda de toda la década, la cual sería luego objeto de la controversia con los fondos buitres como consecuencia del *default* del año 2001.

Si bien se logró una quita en el capital adeudado y se alargaron los plazos de vencimiento, el alivio no resultó significativo e implicó la transformación de las carteras de créditos en manos de los bancos comerciales norteamericanos y europeos, por títulos no nominativos o al portador, negociables en los mercados de capitales internacionales, bajo ley Nueva York. En los hechos, significó la pérdida de poder de negociación por parte de los Estados soberanos, al cambiar la figura del acreedor de un organismo internacional o un banco comercial, a un universo atomizado de acreedores individuales.

Por otra parte, en la década de 1990 se produjeron tres juicios que sentarían jurisprudencia en favor de los fondos buitres.

El primer caso tuvo como protagonista a la Argentina, y confirmó las ganancias potenciales de estrategias no cooperativas. En 1982, durante el gobierno de facto, se habían emitido títulos en dólares denominados Bonods, para cubrir el pago de los seguros de cambio emitidos desde el año anterior, en una operación que implicó, en los hechos, la estatización de la deuda privada. En 1986, el gobierno del entonces presidente Raúl Alfonsín se enfrentaría a la primera amortización de los mencionados bonos, junto con el pago del cupón semestral. Sin embargo, dada la delicada situación financiera, modificó unilateralmente los términos de los títulos al decretar la extensión del plazo de pago de los Bonods, debido a la imposibilidad de cumplir con los pagos estipulados. Weltover Inc., tenedor de los bonos en cuestión, no aceptó los nuevos términos de pago y demandó al Estado argentino ante la corte de Nueva York. La defensa de la República Argentina argumentó que se encontraba bajo el amparo de la doctrina de inmunidad soberana, dado que no aplicaba ninguna de las excepciones a la inmunidad soberana previstas en la FSIA. Sin embargo, tanto la corte de primera instancia como la Cámara de apelaciones y la Corte Suprema de los Estados Unidos fallaron en contra del Estado argentino.

El caso sentó un precedente en cuanto a que la actividad de emisión de deuda soberana pasaría a constituir una actividad comercial en términos de la FSIA, y que por lo tanto no aplica la doctrina de inmunidad soberana, despejando dudas respecto al carácter inicialmente ambiguo de la excepción comercial.

El segundo caso comienza con el acuerdo de reestructuración de la deuda soberana brasilera que entró en *default* en 1982: el “multi-year deposit facility agreement” (MYDFA) firmado en 1988. Un año después Brasil se encontró nuevamente con problemas para abonar los bonos reestructurados y, en 1992, el acuerdo MYDFA fue renegociado bajo el esquema del Plan Brady, brindando la oportunidad de intercambiar la deuda MYDFA por nuevos instrumentos de deuda. La familia Dart (que había estado comprando deuda brasilera en los mercados secundarios a valores muy por debajo de su valor nominal desde 1991) rechazó la propuesta, y retuvo US\$ 1.400 millones de deuda MYDFA (Álvarez & Adelardi, 2015, pág. 9). En 1994, Dart demandó al Banco Central de Brasil y al Banco do Brasil a través del CIBC Bank & Trust Company Ltd. Las entidades brasileñas arguyeron ante el Tribunal que “la familia Dart le había asignado al CIBC Bank & Trust Company Ltd. la deuda MYDFA con el propósito específico de litigar

posteriormente contra Brasil” (Miller, 2001) y que por ende esto violaba la doctrina Champerty, la cual prohíbe explícitamente la compra de deuda con el propósito de litigar, pero el Tribunal rechazó el argumento.

Esta victoria por parte de los fondos buitres sentó jurisprudencia contra la aplicación de la doctrina Champerty. En efecto, “si el Tribunal hubiese aceptado el mecanismo de defensa alegado por la parte demandada, efectivamente habría culminado la industria de la especulación en torno a los litigios de las deudas soberanas” (Blackman & Mukhi, 2010, pág. 54). Por otra parte, Brasil no invocó ni la doctrina de inmunidad soberana ni la doctrina de actos soberanos en su defensa, lo cual da cuenta que estos principios ya habían perdido su capacidad de protección frente a litigios en reestructuraciones de deuda soberanas.

El último caso tuvo como protagonista a Elliott Associates LP (controlante de NML). En 1995, Perú y el Comité Asesor de Bancos para Perú (CAB) firmaron un convenio para lograr la reestructuración de la deuda en moratoria desde 1983, en el marco del Plan Brady, aprobado en junio de 1996. Dicho Acuerdo implicó el canje de la deuda en *default* por los bonos Brady, con el aval del FMI, el Banco Mundial y el BID. Tan sólo 6 meses después de que se iniciaran las negociaciones en torno al Acuerdo Brady, entre enero y marzo de 1996, el fondo buitres Elliott compró títulos de deuda por un valor estimado de US\$ 11,4 millones (Álvarez & Adelardi, 2015, pág. 10) y rechazó el plan de reestructuración ofrecido. Luego, en octubre de 1996 demandó a la República de Perú y al Banco de la Nación por el monto íntegro de la deuda.

La defensa peruana sostuvo que “debe desestimarse la pretensión de Elliott por cuanto las cesiones configuran una violación de la Sección 489 de la Ley del Poder Judicial de Nueva York, que contempla como ilícita la compra de deuda con la intención y propósito de interponer una acción o proceso judicial con respecto a la misma” (Álvarez & Adelardi, 2015, pág. 10). Perú obtuvo un fallo favorable en primera instancia, aunque la Corte de Apelaciones de los Estados Unidos revocó aquella decisión argumentando que el objetivo principal de Elliott era obtener el pago íntegro de la deuda y no el de litigar, a pesar de haber comprado los títulos que llevaban 13 años en moratoria y justo luego de haberse realizado un acuerdo de reestructuración.

Los fondos buitres procuraron garantizar la interpretación estrecha de la doctrina Champerty. Así, luego de un fuerte *lobby* por parte de los fondos buitres, en agosto de 2004 la legislatura del estado de Nueva York modificó la Judiciary Law 489 para que efectivamente se eliminase la defensa de Champerty para todas aquellas compras de deuda por un valor mayor a US\$ 500.000 (Álvarez & Adelardi, 2015, pág. 12).

Por otra parte, “la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito explícitamente reconocía la influencia de cuestiones de política económica en su decisión: en caso de prevalecer la incapacidad de ejecución de la deuda, el atractivo de Nueva York como un centro financiero mundial se vería drásticamente reducido, incentivando a terceros a realizar sus negocios en otros centros financieros” (Waibel, 2003, pág. 23). Así, queda explícito el rol de los tribunales norteamericanos como garantes de los inversores de aquel país, y del estatus de Nueva York como plaza financiera, lo cual explica la introducción de nuevas interpretaciones a las doctrinas existentes y de las polémicas reversiones de fallos acontecidas.

Perú intentó, sin éxito, revertir la decisión de la Corte de Apelaciones de Nueva York. En noviembre de 1999 se procedió el embargo contra bienes de Perú destinados a uso comercial ubicados en los Estados Unidos para hacer efectivo el pago. Finalmente, en junio de 2000 Perú fue sentenciado a pagarle a Elliott un monto total de US\$ 56,3 millones (Álvarez & Adelardi, 2015, pág. 11).

Hasta aquí, los casos mencionados significaron en los hechos la certeza de la obtención de un fallo favorable en conflictos relacionados a la reestructuración de deudas soberanas hacia el futuro. Restaba, sin embargo, obtener la capacidad de ejecutar dichas sentencias, con lo cual se inició la denominada “caza de activos”. Esto significa la búsqueda de activos de los países en conflicto, que reunieran dos requisitos: estar radicados en los Estados Unidos, y sujetos a actividad comercial (ya que los bienes de embajadas, residencias diplomáticas, bases militares, etc. no aplican para la excepción comercial de la ley FSIA).

La estrategia utilizada por Elliott en el conflicto con Perú estuvo vinculada a la cláusula *pari passu*, al igual que en el conflicto argentino. Sabiendo que Perú debía realizar pagos a los tenedores de bonos Brady en septiembre del año 2000, presentó una moción en la Corte Comercial de Bruselas, en Bélgica, para ordenarle a Euroclear que impidiera a sus bancos corresponsales acreditar dinero proveniente de la República del Perú o del Banco de la Nación. Si bien fue rechazada en primera instancia, la Corte de

Apelaciones falló a favor de Elliott, instruyendo a Euroclear a bloquear cualquier pago de Perú vinculado a los títulos del Plan Brady.

Ante las perspectivas de un inminente *default*, Perú decidió finalmente acordar el pago de la sentencia a Elliott. La interpretación de la cláusula, apoyada por un reconocido profesor de la New York University School of Law planteaba la obligación de realizar un pago proporcional a quienes no ingresaron al Plan Brady, en caso de Perú abonar los intereses de dichos títulos. Este argumento fue utilizado por Elliot y otros en juicios posteriores. En el caso argentino, como vimos anteriormente, se incluyó la novedad de considerar el pago proporcional como el 100% de capital e intereses adeudados a quienes no ingresaron a los canjes.

Volviendo al caso de Argentina, la cesación de pagos se declaró en el año 2001, en medio de la mayor crisis económica, social y política de su historia, dada la imposibilidad de cumplir con los vencimientos de la deuda externa. Casi al mismo tiempo, Timothy Geithner, entonces Secretario del Tesoro estadounidense, planteaba la necesidad de encontrar una solución a la falta de cláusulas de acción colectiva (CACs) o de mecanismos que sirvan para la coordinación de acreedores y permitan lograr reestructuraciones exitosas. El Fondo Monetario Internacional, por su parte, planteaba la creación de un mecanismo de reestructuración de deudas soberanas (SDRM por sus siglas en inglés) que no logró el apoyo del gobierno de los Estados Unidos, siendo la solución contractual (es decir la incorporación de CACs) la postura que se impuso. No obstante, las CACs, no resuelven el problema. Para un análisis detallado de esta problemática, ver Tortarolo (2015).

En el año 2005, la Argentina inició un proceso de reestructuración de sus pasivos soberanos en *default* desde el año 2001, ofreciendo un primer canje, en el cual se logró un 76% de adhesión, sobre un total de VN US\$ 81.836 millones de deuda elegible. Para evitar la posibilidad de brindar mejores condiciones a acreedores litigantes, se dictó la denominada “Ley Cerrojo” N° 26.017 (Congreso de la Nación Argentina, 2005), promulgada el 10 de febrero de 2005, que prohibía la reapertura del canje, y las transacciones judiciales, extrajudiciales o privadas de la deuda elegible no ingresada al canje. En el año 2010, como se mencionó anteriormente, volvió a abrirse la instancia de canje, elevándose el nivel de participación al 92,4%.

Sin embargo, dada la inexistencia de cláusulas de acción colectiva y la ausencia de un mecanismo que regule los procesos de reestructuración, y sumada la jurisprudencia existente, no se pudo impedir el éxito de la estrategia litigiosa, a pesar de haber logrado más de un 90% de adhesión a los canjes.

6. CONCLUSIONES

La ruptura, por parte de Estados Unidos en 1971, del sistema monetario y financiero emanado del tratado de Bretton Woods puso fin al modo de acumulación iniciado en la posguerra, basado en el capital industrial, y constituyó una apuesta de ese país por reconstruir su hegemonía colocando como eje de la economía mundial a su sistema financiero (Arceo & Urturi, 2010).

Esto dio origen al surgimiento, en la década de 1980, de un nuevo sistema financiero internacional, desintermediado y securitizado, y dirigido principalmente a través de Nueva York y Londres (Kaltenbrunner & Paineira, 2018). La búsqueda de rentabilidad en países periféricos, hacía necesaria una mayor flexibilidad de los flujos financieros internacionales, y de un marco legal que otorgara respaldo a los capitales de los países centrales.

A su vez, el fuerte endeudamiento de los países latinoamericanos en el marco de las dictaduras militares iniciadas en las décadas de 1960 y 1970, sentó las bases de la dependencia financiera de la región, derivando en la crisis de la deuda de los países latinoamericanos a partir de 1982.

Es importante destacar que casi la totalidad de la jurisprudencia en las cortes de Nueva York, a favor de los acreedores, la cual resultó crucial para la aparición de los fondos buitres, se originó a partir de conflictos por las moratorias de las deudas soberanas durante la década de 1980.

Las negociaciones de reestructuración, luego de la crisis de la deuda, fueron mediadas por los Secretarios del Tesoro norteamericanos (Planes Baker y Brady), el Fondo Monetario Internacional y el

Banco Mundial, a fin de evitar una crisis bancaria en los Estados Unidos, dada la alta exposición de los bancos comerciales norteamericanos a los países de Latinoamérica.

Esto resultó en la imposición de condicionalidades a la política económica (pérdida de soberanía en la política económica) de América Latina. Por su parte, el canje de deuda en el marco del Plan Brady, transformó los créditos con bancos comerciales en títulos redundando en una pérdida del poder negociador de los países deudores y determinó la estructura legal de la emisión de deuda para la década de 1990, la cual sería objeto de la controversia en el conflicto de NML vs. Argentina.

Lo antes mencionado permitió a NML la obtención de una elevada rentabilidad en el conflicto desarrollado con la República Argentina, por encima de los rendimientos teóricos y todavía más en relación a la alternativa de canje propuesta por el país en el año 2010.

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abeles, M., Pérez Caldentey, E., & Valdecantos, S. (2018). *Estudios sobre financierización en América Latina*. (M. Abeles, E. Pérez Caldentey, & S. Valdecantos, Edits.) Santiago de Chile: CEPAL.
- Allami, C., & Cibils, A. (2009). El curioso caso de la financiarización en la Argentina de la posconvertibilidad. *III Jornadas de Economía Política. Universidad de General Sarmiento*. Buenos Aires.
- Allami, C., & Cibils, A. (Septiembre de 2017). Financiarización en la periferia latinoamericana: Deuda, commodities y acumulación de reservas. *Revista Estado y Políticas Públicas* (Nº 8), pp. 81-101.
- Álvarez, A., & Adelardi, A. L. (30 de Abril de 2015). Documento de trabajo Nº 6. *Estrategias judiciales predatorias en procesos de reestructuración de deuda soberana*. Buenos Aires: Subsecretaría de Programación Macroeconómica. Secretaría de Política Económica y Planificación del Desarrollo. Ministerio de Economía.
- Arceo, E., & Urturi, M. A. (agosto de 2010). Documento de trabajo Nº 30. *Centro, periferia y transformaciones en la economía mundial*. Buenos Aires: CEFIDAR.
- Blackman, J., & Mukhi, R. (2010). *The evolution of modern sovereign debt litigation: vultures, alter egos and other legal fauna*. Londres.
- CEPAL. (1951). *El estudio económico de América Latina 1949*. Nueva York: Naciones Unidas.
- Congreso de la Nación Argentina. (9 de Febrero de 2005). *Infoleg*. Obtenido de <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/100000-104999/103619/norma.htm>
- Cosentino, A., Isasa, M., Carreras Mayer, P., De Achával, P., Coretti, M., & Dall'o, F. (2017). *Crisis y reestructuración de deuda soberana*. Buenos Aires: Eudeba.
- De Brunhoff, S., Chesnais, F., Dunménil, G., Husson, M., & Levy, D. (2009). *Las finanzas capitalistas*. Buenos Aires: Herramienta.
- Di Filippo, A. (1998). La visión centro-periferia hoy. *Revista de la CEPAL* (Número extraordinario, "CEPAL cincuenta años, reflexiones sobre América Latina y el Caribe"), pp. 175-185.
- Dos Santos, T. (1998). La teoría de la dependencia. Un balance histórico y teórico. En F. López Segre, & T. Dos Santos, *Los retos de la globalización: ensayos en homenaje a Theotonio dos Santos*. Caracas: UNESCO.
- Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant Privilege*. Nueva York: Oxford University Press.

- Federal Deposit Insurance Corporation. (1997). History of the Eighties - Lessons for the Future. *An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, Vol 1*. FDIC.
- Gabay, R. E. (2004). El recorrido histórico de la categoría centro-periferia. *VI Jornadas de Sociología. Universidad de Buenos Aires*. Buenos Aires.
- Geithner, T., Gianviti, F., & Häusler, G. (2003). Collective Action Clauses: Recent Developments and Issues. International Monetary Fund.
- IMF. (2014). Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring. International Monetary Fund.
- Kaltenbrunner, A., & Paineira, J. P. (2018). Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada . En M. Abeles, E. Pérez Caldentey, & S. Valdecantos, *Estudios sobre financierización en América Latina* (págs. pp. 33-61). Santiago de Chile: CEPAL.
- Krippner, G. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-economic Review*(N° 2), pp. 173-208.
- Krueger, A. (2002). A new approach to sovereign debt restructuring. International Monetary Fund.
- López Dumrauf, G. (2013). *Finanzas corporativas: un enfoque latinoamericano*. Buenos Aires: Alfaomega.
- Miller, J. (2001). Solving the Latin American sovereign debt crisis. *Journal of International Law*, 22(N°3).
- Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto, República Argentina. (7 de Agosto de 2014). Demanda de instrucción de procedimientos. *Disputa concerniente a las decisiones de la Justicia de los Estados Unidos de América relacionadas con la reestructuración de la deuda soberana argentina*. La Haya, Países Bajos.
- Miotti, E. L. (2018). ¿Existe un régimen de acumulación financierizado en América Latina? En M. Abeles, E. Pérez Caldentey, & S. Valdecantos, *Estudios sobre financierización en América Latina* (págs. pp. 69-93). Santiago de Chile: CEPAL.
- NML Capital Limited (Appellant) v Republic of Argentina (Respondent), EWCA Civ 41 (United Kingdom Supreme Court 6 de Julio de 2011).
- Rapoport, M. (2017). *Historia económica, política y social de la Argentina 1880-2003*. Buenos Aires: Emecé.
- República Argentina, Ministerio de Hacienda y Finanzas. (29 de Febrero de 2016). *Shearman & Sterling*. Recuperado el 14 de Agosto de 2018, de <https://argentine.shearman.com/sitefiles/11592/doc%20904-3.pdf>
- Stiglitz, J., & Heymann, D. (2016). *La vida después de la deuda*. Buenos Aires: Eudeba.
- Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2005). Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005. International Monetary Fund.
- Tortarolo, S. (Diciembre de 2015). Reestructuraciones de deuda soberana y litigios con fondos buitres: una posible solución. Buenos Aires: Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.
- Van Horne, J. C., & Machowicz, J. M. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera*. Naucalpan de Juárez, México: Pearson.
- Waibel, M. W. (2003). Sovereign debt restructuring. *Seminar Internationale Wirtschaftsrecht*.

UN ANÁLISIS SOBRE LA CRISIS DEL SECTOR LÁCTEO ARGENTINO

JONATAN ANMUTH

Docentes a cargo de la Comisión:

LIC. NÉSTOR ALFREDO DOMÍNGUEZ - LIC. LUCIANO IVÁN VAUDAGNA

El sector lácteo nacional se encuentra inmerso en una situación crítica cuyas causas no sólo están relacionadas con factores puramente coyunturales, sino también, y principalmente con elementos más estructurales.

El objetivo que se persigue en el presente trabajo es estudiar los cimientos de esta crisis. Se utiliza para su propósito un análisis comparativo de la competitividad del sector lácteo nacional y el de la República Oriental del Uruguay.

Se concluye que, para enfrentar la situación coyuntural y el estancamiento estructural de la cadena, se precisa de incentivos que fomenten las inversiones productivas, tanto en el sector primario como en el eslabón industrial, que deriven en mejoras en términos de eficiencia, rentabilidad y competitividad con el fin de alcanzar un mejor aprovechamiento de los mercados externos.

Tanto la crisis sucedida, así como las comparaciones con el país vecino, pueden ser utilizadas como una lección por los empresarios de la lechería y por las autoridades del Estado. La situación actual puede ser aprovechada como un acontecimiento que marque un antes y un después en la historia del sector.



1. INTRODUCCIÓN E INFORMACIÓN GENERAL

El objetivo que se persigue en el presente trabajo es estudiar los cimientos de la crisis que sufre el sector lácteo Argentino. Se utiliza para su propósito un análisis comparativo de la competitividad del sector lácteo nacional y el de la República Oriental del Uruguay. En algunas secciones, el análisis se realiza en términos relativos e intenta, mediante un conjunto determinado de datos e indicadores, expresar de una manera amplia, para nada restrictiva, lo que se entiende por competitividad.

La elección de comparar el caso del sector lácteo argentino con el uruguayo no es aleatoria, más allá de las diferencias en términos competitivos que se revelarán luego, ambas naciones son limítrofes, comparten regiones con suelos similares y son competidores directos en los mercados externos, principalmente en el Cono Sur.

Vale destacar que este ensayo es de tipo descriptivo y exploratorio y busca aclarar los interrogantes más destacados, de ninguna manera tiene por objeto alcanzar una respuesta definitiva para la problemática planteada.

Por cadena láctea se puede entender un conjunto interconectado de actividades que incluyen la producción, transporte, procesamiento, envasado y almacenamiento así como la distribución y comercialización de la leche y sus productos derivados. El presente trabajo se enfocará especialmente en analizar la performance de la producción primaria y la industrial (el procesamiento) de los sectores de ambos países.

Se partirá de la idea de que un análisis de tipo comparativo entre los eslabones de la producción primaria y secundaria de la cadena láctea de la República Argentina y la de la República Oriental del Uruguay permitirá considerar la idea de que el estancamiento productivo del sector lácteo nacional puede ser resuelto progresando en términos de competitividad y enfocando los esfuerzos productivos a aumentar la cuota exportadora del sector, es decir, a ganar participación en los mercados internacionales.

2. LO COYUNTURAL DE LA CRISIS ACTUAL

La crisis que está atravesando la cadena láctea en nuestro país tiene un evidente componente coyuntural, en donde están incluidos un conjunto de eventos que en su aparición simultánea formaron un ambiente más hostil, dificultoso y riesgoso para los negocios de la lechería. Entre éstos se pueden mencionar:

- Aumentos de costos: Se ha dado una caída en la producción primaria y un aumento en la mortandad de vacas que ha aumentado los precios de la materia prima, además ha habido un aumento en el precio del maíz, que ha encarecido la alimentación del ganado, y un incremento de las tarifas de los servicios públicos. Todo esto ha contribuido a un aumento de los costos medios de producción primaria y secundaria de la leche y los productos lácteos¹.

- Inundaciones: Fuertes lluvias, principalmente a comienzos de 2016, han inundado la zona central del país incluyendo la cuenca lechera santafesina y han dejado al borde del colapso a una gran cantidad de tambos. Entre las mayores dificultades que han generado a la cadena productiva se encuentran la pérdida de miles de cabezas de ganado y el aumento de los costos de transporte, que se agregan a una infraestructura ineficiente, falta de obras hídricas y caminos poco preparados para semejante fenómeno climático.

- Mercado internacional: Se ha registrado una caída en la demanda mundial de los principales productos lácteos que ha provocado una caída de los precios internacionales. La Argentina ha perdido mercados externos y las ventas al exterior han disminuido. La baja en los precios internacionales ha tenido sus fundamentos según Barboza, Natalia y Carrazzone María Eugenia S (2016) en un menor crecimiento económico a nivel mundial, sumado a una importante acumulación de stocks de leche en polvo en China y una restricción impuesta en Rusia a las importaciones de alimentos. En consecuencia, la demanda de productos lácteos cayó, en un contexto de producción creciente, con un desbalance entre oferta y demanda que presionó a la baja los precios. Vale aclarar que en el segundo trimestre de 2016, se ha revertido la

¹ Según el Codex Alimentarius (FAO, 2017), por producto lácteo se entiende “un producto obtenido mediante cualquier elaboración de la leche, que puede contener aditivos alimentarios y otros ingredientes funcionalmente necesarios para la elaboración”.

tendencia bajista en la que se encontraban los precios de los productos lácteos a nivel internacional desde el año 2014.

- Caída de la producción y de las exportaciones: Por un lado, al disminuir las exportaciones, es posible que se haya dado en el mercado local un exceso de oferta y que haya provocado una depresión en el precio interno de la leche. Sumado a esto, la producción del sector se ha contraído debido a la pérdida de rentabilidad causada por los factores mencionados y ante los daños provocados por las inundaciones, lo cual ha contribuido a que disminuyera la oferta de productos en el mercado y, en consecuencia, a que se dispararan los precios de venta. A la caída de la producción láctea se ha sumado la crisis de la empresa cooperativa SanCor, uno de los principales actores del mercado argentino.

- Caída tanto de la demanda como de las cantidades demandadas. Se ha registrado una pérdida del poder adquisitivo de los salarios en algunos sectores de la sociedad en el año 2016 que derivó en un traslado de la curva de demanda de la leche. Además, se ha dado un aumento en su precio relativo en comparación con otros productos alimenticios. El incremento de sus precios reales causó una especial disminución de las cantidades demandadas de la leche y sus productos derivados.

Más allá de lo planteado, un análisis riguroso sobre la actual situación crítica no puede obviar los ingredientes estructurales que explican, además de lo circunstancial, el estancamiento o, por lo menos, el lento crecimiento en el nivel de la producción primaria, industrial y del comercio exterior del sector durante más de una década y media.

3. EXPORTACIONES

Si se estudia la evolución histórica de las exportaciones de leche de la cadena nacional desde comienzos de la década de 1990 hasta la actualidad, se encuentra que pueden ser distinguidos cuatro períodos diferentes. El primero hasta el año 2003 con una tendencia a la expansión en el volumen de exportaciones pero con montos estancados, consecuencia de la crisis de precios que afectaba al mercado internacional en aquellos años. El segundo hasta el año 2011, con altibajos pero donde aumentan las exportaciones de manera considerable tanto en litros (y toneladas) como en dólares. El tercero hasta el año 2013 donde se aprecia un estancamiento de todos los indicadores. Por último, el cuarto período hasta el año 2016, donde se observa una caída tanto en volumen como en dólares de las exportaciones.



Fuente: Elaboración propia en base a "OCLA²".

Las exportaciones de lácteos en el país vecino han mostrado un incremento casi continuo en dólares desde principios del siglo XXI hasta el año 2013. Mientras que en el año 2000 las ventas al exterior

² Observatorio de la cadena láctea argentina.

indicaron 81 millones de dólares para el año 2003 ya superaban los 130 y para el año 2007 los 220 millones de dólares señalando un aumento considerable desde el año 2008 cuando se registró un valor de 434, llegando a un pico de 899 millones de dólares en el 2013, luego descendiendo durante 2014, 2015 y 2016 en un contexto de precios internacionales menos favorable, siendo el valor para este último año de 567 millones de dólares. Observando la evolución en volumen físico, se advierte, más allá de subidas y bajadas, un crecimiento en todos los rubros, donde predomina el aumento de la exportación de leche en polvo.

Cuadro 15. Exportaciones de productos lácteos, por año (en volumen físico)

Producto	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Leche en polvo (ton)	48.378	73.397	72.793	76.129	93.747	104.636	79.695	121.568
Quesos (ton)	28.580	34.866	39.777	43.137	46.972	45.387	44.870	29.693
Leche larga vida-UHT (miles de litros)	7.174	8.347	11.763	30.173	41.840	33.912	40.318	22.054
Manteca (ton)	9.799	17.946	10.103	15.684	30.999	23.669	20.835	20.255

Fuente: Elaborado por MGAP/DIEA en base a información del BCU.

Cuadro 16. Exportaciones de productos lácteos, por año (en miles de dólares)

Principales productos	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
TOTAL	434.406	360.406	526.823	712.216	798.367	899.586	817.301	620.920
Leche en polvo	180.179	156.797	232.644	307.352	334.324	457.952	381.847	357.520
Quesos	150.161	130.187	193.597	235.583	264.384	253.049	242.042	138.375
Manteca	35.201	39.454	36.795	70.532	102.982	103.211	98.458	60.917
Otros	64.394	29.702	56.104	77.872	67.750	63.519	64.412	49.657
Leche larga vida-UHT	4.471	4.265	7.683	20.878	28.926	21.856	30.542	14.450

Fuente: Elaborado por MGAP/DIEA en base a información del BCU.

Fuente: "DIEA³" (2016).

Por otro lado, mientras Argentina se ha especializado en leche en polvo entera, Uruguay había sido tradicionalmente más fuerte en leche en polvo descremada, sin embargo, en el pasado cercano la leche en polvo entera se ha convertido en el principal producto lácteo de exportación del país vecino. El nivel de calidad de la leche producida en Uruguay lo convierte en uno de los exportadores de elite. Argentina, en contraposición, no se dedica a exportar alimentos con alto valor agregado ni tampoco promueve una mejor calidad de la producción lechera.

Cabe destacar, antes de seguir, que en los mercados internacionales de productos lácteos se comercializa alrededor del 6% de la producción mundial de leche. Éste podría ser considerado un fenómeno en parte natural ya que el volumen y el carácter perecedero de la leche generan que la mayor parte de su producción se consuma en forma líquida, por lo que se produce y elabora cerca del punto de consumo. El acceso limitado a los mercados restringe el comercio, y la aplicación de medidas de ayuda o fomento a la exportación puede agravar la inestabilidad de los mercados internacionales de los productos lácteos. De ahí que un cambio relativamente pequeño en el equilibrio entre la oferta y la demanda de leche tenga efectos importantes en los mercados de los productos lácteos comercializados, que llevan aparejadas consecuencias para sus precios mundiales. Además, el hecho de que no sean más que unos pocos los exportadores mundiales acrecienta la sensibilidad a las perturbaciones del mercado.

Prestando atención a la participación de las exportaciones sobre la producción total nacional en las últimas dos décadas, se puede advertir que el promedio da un valor de 19,1 % y mientras en 1996 el valor era del 12,6% para el año 2016 fue de 16,6 %⁴.

Más allá de que estos valores se han mantenido muy por debajo de los observables en Uruguay que han rondado entre el 50 % y el 70 %, según López, R. et al (2014) "*persiste en diversos ambientes académicos e institucionales, un pensamiento dominante sobre la posibilidad de nuestro país de aspirar a un porcentaje similar*".

Es posible exhortar que para alcanzar valores cercanos se necesitan años de persistentes mejoras en términos competitivos y un cambio de paradigma en la industria, que en vez de enfocarse en un

³ Dirección de estadísticas agropecuarias del Ministerio de Ganadería y Pesca de Uruguay.

⁴ Información obtenida de OCLA (2017).

mercado interno con mayores límites de expansión, dirija sus esfuerzos productivos y comerciales a los mercados internacionales.

4. PRECIOS Y CICLOS

En el gráfico se puede observar la evolución en el tiempo de los precios de referencia internacionales, medidos por el Índice de precios de Global DairyTrade (es un promedio de los precios de los distintos productos transados en la plataforma, ponderados por las cantidades comerciadas).



Fuente: Barboza N. y Carrazzone M. E. S. (2016).

A nivel internacional, los bajos precios de referencia a partir de 2014 dieron lugar a ajustes a la baja de la oferta internacional.

Por otro lado, Argentina se encuentra entre los estados que menor remuneración perciben por litro. Tomando en cuenta los números de febrero de este año se observa que, aunque la diferencia no es sustancial, mientras que nuestro país recibió US\$ 0,325, Uruguay obtuvo US\$ 0,337. Considerando otros países, como Estados Unidos y Nueva Zelanda, adquieren lo mismo por US\$ 0,355 y US\$ 0,357, respectivamente⁵. Observando los datos del mes de mayo de 2017, la información puede llevar al optimismo, ya que según el OCLA, los productores argentinos cobraron en equivalente a la divisa norteamericana US\$ 0,348 el litro. En igual mes del año pasado, los tamberos locales cobraban US\$ 0,283, con lo cual tuvieron en esa moneda una recuperación del 22,9 %. Por su parte, los tamberos de EE.UU. recibieron en mayo de 2017 US\$ 0,368 el litro, no tan lejos de los argentinos, mientras, los uruguayos cobraron en mayo pasado US\$ 0,361 el litro, con una recuperación del 29,8%. En tanto, en Nueva Zelanda el valor de mayo de este año se ubicó en US\$ 0,363. Si se analiza en pesos, los tamberos argentinos cobraron en mayo último \$ 5,46 el litro, una suba del 37,8% versus igual mes de 2016. Otra consideración positiva es que mejoró el poder de compra de la leche versus insumos clave. El año pasado, con un litro de leche el productor compraba, por ejemplo, 1,45 kilos de maíz; mientras que este año adquiere 2,30 kilos. A pesar de ello, los costos fijos aumentaron en gran medida y se estima que fueron superiores a la recomposición de precios. Desde el rubro, consideran que la retribución debería oscilar entre \$ 6 y \$ 6,50 para que exista un margen "mínimo" de rentabilidad⁶.

Si se realiza un análisis comparativo de los precios pagados al productor en Argentina y Uruguay en el período 2006-2015 se detecta que en nuestro país fue en promedio de 0,3006 US\$/litro, mientras que en Uruguay fue de 0,3260 US\$/litro (Galletto, 2016). Esos centavos hacen diferencias significativas en las rentabilidades de los productores. Además hay que tener en cuenta que en nuestro país las fluctuaciones

⁵ Información obtenida de artículo del periódico online Apertura.com (2017).

⁶ Información obtenida de artículo del periódico online Apertura.com (2017).

de precios provenientes de ajustes en la oferta y la demanda interna son mucho más pronunciadas e impredecibles que los cambios que pueden darse en los precios que reciben los productores uruguayos (mucho más atados a los ciclos de precios internacionales).

López, R. et al (2013) citando a Parellada y Schilder (1999) explican la dinámica de los ciclos de la lechería argentina tanto estacional como plurianual, en función de las rigideces de la demanda externa e interna. En este sentido *“cuando tiene lugar una suba en los precios de lácteos a nivel de consumidor, ésta se traslada al productor, el cual reacciona aumentando la producción y consecuentemente, la oferta de leche. Cuando el incremento de la producción se vuelca al mercado y éste no cuenta con una demanda capaz de absorber el mismo, se produce una caída en los precios al productor. En la medida que una expansión de la producción se enfrenta a una demanda de cierta rigidez, el impulso inicial de la producción extra queda neutralizado”*. Claro está que un mejor aprovechamiento de los mercados externos para volcar la producción local permitiría eludir en ciertos momentos esa incapacidad de absorción de la demanda.

Estos autores agregan que *“las variaciones del precio interno respecto del precio internacional, como consecuencia de los ciclos económicos argentinos, parece originar una inestabilidad en la toma de decisiones respecto a la capacidad productiva con destino a los mercados externos. Este contexto tiende a no generar las inversiones necesarias en dichas industrias actuando como una restricción hacia los mercados externos”*.

5. CONSUMO

Analizando el consumo per cápita anual de productos lácteos en leche equivalente total, es decir, incluyendo no sólo la versión líquida, sino la totalidad de los productos que con ella se elaboran, se advierte que Uruguay posee el nivel más alto de América Latina con un valor de 250 litros/habitante/año, quedando apenas por debajo de los Estados Unidos de América que posee un valor de 254 litros/habitante/año. Por otro lado, Argentina se encuentra en el segundo puesto de la región con un valor de 201 (214 un año antes) litros/habitante/año, por encima de países como Brasil (170 litros/habitante/año), México (130 litros/habitante/año) o Chile (147 litros/habitante/año) (OCLA, 2017).

Si se tiene en cuenta la evolución en el tiempo de este indicador en nuestro país, se observa que en la década de 1990 hubo una tendencia al crecimiento del consumo per cápita, llegando a un pico de 232 litros/habitante/año en 1999. Luego se advierte una tendencia decreciente, en donde se llega a un piso de 179 litros/habitante/año en 2003, una lenta expansión hasta el año 2008 y a partir de allí un claro estancamiento.

Partiendo de esta información es posible suponer un mercado interno, no sólo estancado en el tiempo, si no también, con un margen acotado para crecer y sin indicios que puedan hacer imaginar una prolongada expansión.

En contraste, según diferentes organismos y analistas, se espera un crecimiento sostenido de la demanda mundial para los próximos años. Por otro lado, se ha registrado un incremento en el consumo mundial de alimentos lácteos en la última década y varios pueden ser los motivos que lo han venido impulsando. Las causas que incentivaron dicho aumento son muy variadas, pero se pueden nombrar entre ellas, el aumento de la población mundial, mayores niveles de ingresos y cambios en el estilo de vida. Más específicamente, puede deberse a la mejora en las economías de naciones en desarrollo ubicadas en el sudeste asiático y en menor medida en África. Esta situación provocó un incremento en el consumo de productos lácteos pasando de los 101,7 a los 106,1 kg per cápita a nivel mundial, entre los años 2009 y 2012⁷. Si se considera una tendencia creciente de la demanda mundial en el mediano o largo plazo, es posible destacar que representa tanto para nuestro país como para Uruguay una gran oportunidad.

⁷ Información obtenida de artículo periodístico del diario El País, Uruguay (2015).

6. VENTAJAS COMPARATIVAS REVELADAS

Uno de los criterios de comparación que pueden ser empleados es un indicador conocido como Ventajas Comparativas Reveladas⁸ (VCR), que se basa en la idea de que las ventajas comparativas pueden ser “reveladas” a partir de los datos observables sobre los flujos comerciales y mide la relación entre la participación de un país en el comercio global de un determinado producto (empleado en este caso al conjunto del sector lácteo), y su participación en el comercio global de bienes. Si éste es menor al valor 100, estaría indicando una desventaja comparativa revelada. Por otro lado, si supera el valor 100, estaría indicando que el país que está siendo analizado, tiene ventajas comparativas reveladas en el comercio exterior de los bienes producidos por el sector lácteo, lo que sería la situación tanto en el caso de Argentina como en el de Uruguay. Sin embargo, como se puede contemplar en los gráficos, los valores difieren en grandes cantidades entre ambos países, lo que estaría sugiriendo, según Galetto (2016), “diferencias de competitividad de magnitudes importantes”.

Gráfico 4(a). Evolución del indicador VCR para el comercio exterior de productos lácteos de Argentina, 2006-2015.

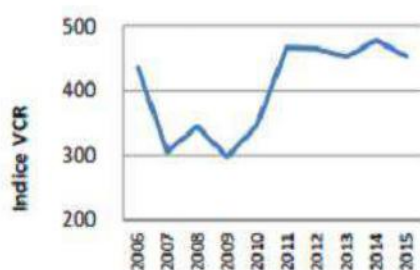
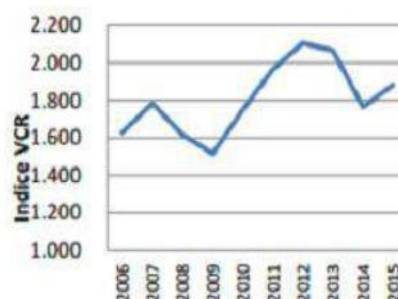


Gráfico 4(c). Evolución del indicador VCR para el comercio exterior de productos lácteos de Uruguay, 2006-2015.



Fuente: “Galetto” (2016).

Si además de comparar el valor de los respectivos indicadores, se evalúan las tendencias relativas del indicador, se encuentra que tomando en cuenta el período que va desde el año 2006 hasta el 2015, el de Argentina aumentó un 4%, mientras que el de Uruguay un 16%, lo que trayendo nuevamente la opinión de Galetto (2016), “refuerza el análisis de las cifras absolutas de comercio exterior de lácteos, que indican un estancamiento del sector en la última década, en nuestro país”.

7. SITUACIÓN Y EVOLUCIÓN EN EL TIEMPO DE LA PRODUCCIÓN PRIMARIA

Revisando la cantidad de unidades productivas que hay en nuestro país, se encuentra que actualmente en todo el territorio nacional existen unos 11.326 tambos. A pesar de que la crisis ha provocado la desaparición de una cierta cantidad en el año 2016, si se estudia la tendencia, se observa un estancamiento en el número de tambos en los últimos nueve años, rondando entre 11.000 y 12.000 unidades. Ampliando el rango temporal, se puede advertir una tendencia decreciente en la cantidad de unidades productivas, el número de tambos se redujo un 37% en el período 1997-2015 (Galetto, 2016). En el año 2002 existían 15.000 tambos y la tasa anual de disminución entre el 2002 y el 2015 fue del 1,9 % en Argentina. Esa misma tasa para Uruguay fue del 1,5 % (OCLA, 2017), mientras que en el año 2003 el número de remitentes en el sector uruguayo era de 3.590, en el 2006 existían 3.346 y ya en el 2015 la cantidad había descendido a 2.879 (Barbosa N. y Carrazzone M. E. S., 2016). Dentro de esta evolución hacia un menor

⁸ Creado por Bela Balassa (1965). $VCR = [(X_{ij}/X_{iw})/(X_j/X_w)] \times 100$ donde X_{ij} son las exportaciones del bien i del país j , X_{iw} son las exportaciones mundiales del bien i , X_j son las exportaciones totales de bienes del país j y X_w son las exportaciones mundiales de bienes.

número de remitentes, sólo se ha registrado crecimientos entre los años 2005 y 2008, cuando se presentaron condiciones favorables para el sector.

Según datos del INALE⁹, en el año 2015 la remisión de leche se redujo un 2% respecto al año anterior, situándose en 1.974 millones de litros, mientras que la producción de leche prácticamente se mantuvo respecto al 2014, situándose en el entorno de 2.250 millones de litros. En el año 2016 la remisión de leche a planta fue de 1.775 millones de litros, valor 10% inferior al obtenido en el año anterior y la producción de leche se situó en 2.021 millones de litros. *“De todas formas, el balance del último decenio continúa siendo favorable en términos de crecimiento, donde las caídas de un año a otro ocurrieron de baja magnitud, en su mayoría asociados a problemas climáticos”* advierten Barbosa N. y Carrazzone M. E. S., (2016).

En nuestro país, aproximadamente el 93% de la producción primaria es entregada a la industria para su procesamiento, mientras que el 7% restante no recorre el circuito formal.

Siguiendo el gráfico se puede observar que hubo un descenso marcado en el total producido del año 2016, sin embargo, teniendo una visión más prolongada en el tiempo es posible notar que posteriormente a un período de expansión durante la década de 1990 se llegó a un pico en el año 1999. A partir de ese momento empezó un proceso de descenso de la producción, en un primer momento más suave entre el año 2000 y 2001 y luego más acelerado entre 2002 y 2003, hasta llegar a una recuperación en el período 2004-2006, una nueva caída (principalmente por cuestiones climáticas) en el año 2007, otra recuperación entre el año 2008 y el 2010, un crecimiento en el año 2011, estabilización durante el período 2012 - 2015 y un declive producto de la crisis en 2016. A largo plazo se puede concluir que la producción primaria nacional se encuentra inmersa en un estancamiento.



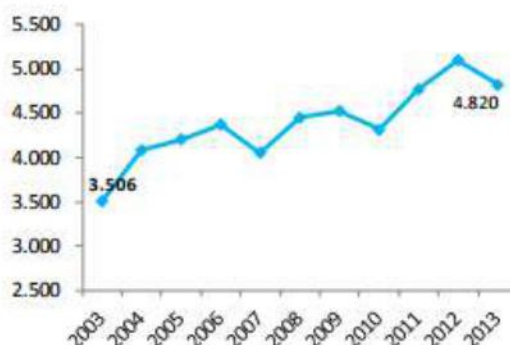
Fuente: Elaboración propia en base a “OCLA” (2017).

Los aumentos de productividad en los tambos uruguayos también se pueden apreciar en la producción de leche en relación a la cantidad de animales. Los litros de leche obtenidos anualmente por vaca masa alcanzaron un máximo de 5.100 litros en 2012. En 2013 disminuyó en comparación con 2012, de igual forma en el total de la década, aumentó de forma considerable, tal como lo indica el gráfico. Por otro lado, la lechería manejaba 874.000 hectáreas en 2006 mientras que en 2014 descendía a 794.000 hectáreas¹⁰.

⁹ Instituto Nacional de la Leche.

¹⁰ Información obtenida de artículo periodístico del diario El País, Uruguay (2016).

Gráfico 3 – Relación de litros de leche anuales/Vaca masa¹⁰



Fuente: OPYPA

Fuente: “Uruguay XXI” (2015).

En nuestro país, a pesar de que el rendimiento fue bastante dispar según la provincia (o región) que se analice, para el año 2016 la producción promedio diaria por tambo estuvo en los 2.494 litros. Sin embargo, si se mira el pasado no muy lejano, en 2013 fue superior, 2.870 litros diarios, aunque cabe aclarar que este valor creció con respecto a años anteriores¹¹.

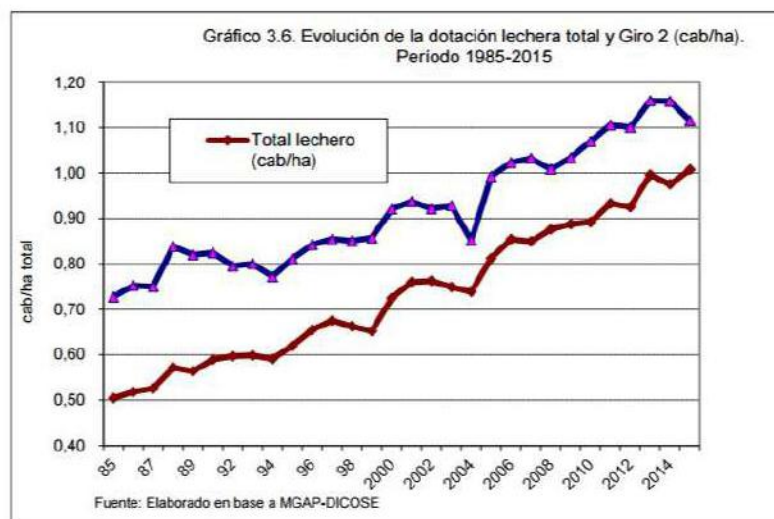
Los sistemas de producción de leche están en proceso de intensificación para aumentar la productividad y el resultado económico. En la práctica, una de las formas de aumentar la producción por hectárea es a través del aumento de la carga animal¹². Según el INTA¹³ esto implica contar con forrajes conservados, manejar adecuadamente los recursos forrajeros (pasturas, verdeos, silajes) y los niveles y tipo de suplementación con concentrados, además supone incrementar el uso de energía externa ya sea por combustibles o agroquímicos y por alimentos.

Observando la dotación de animales por superficie se advierte un aumento de los valores en el sector uruguayo, en donde se llegó a alcanzar en el año 2015 un número de 1,01 cab/ha para el promedio total de tambos y otro aún más alto 1,12 cab/ha para los más especializados (Giro 2 en el gráfico) (Barbosa N. y Carrazzone M. E. S., 2016). Con respecto al eslabón argentino, se puede advertir que ese mismo indicador se encontró en valores cercanos a 1,16 cab/ha para el período 2001-2004 creciendo a 1,32 cab/ha durante los años 2012 y 2013 (OCLA, 2017).

¹¹ Información obtenida de OCLA (2017).

¹² Cantidad de animales por unidad de superficie, se expresa como cabezas por hectárea (cab/ha).

¹³ Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria.



Fuente: Barbosa N. y Carrazzone M. E. S. (2016).

Tanto la cantidad de animales en producción por superficie y el nivel de producción individual (factores directamente determinantes del nivel de productividad), han mostrado valores crecientes para el período bajo análisis, en un proceso de aumento en la intensificación productiva. Sumado a esto, los litros producidos diarios por vaca ordeñada o anual por vaca masa, han mejorado a lo largo de estos últimos años en Uruguay (Barbosa N. y Carrazzone M. E. S., 2016). En nuestro país, la productividad individual del tambo medio pasó de 15,1 a 19,2 lts/VO/día (litros por vaca ordeñada por día) del 2004 al 2013.

Por otro lado, un indicador popular para medir y comparar la productividad de los sistemas lecheros es aquel que relaciona la producción de leche, con la superficie utilizada por el rodeo de vacas en ordeño y vacas secas durante un año y se expresa como: litros de leche por hectárea de vaca total por año (lts/ ha VT/año). Éste mismo, en nuestro país fue de 4.980 lts/ha VT/año para el período entre los años 2001 y 2004, ascendió un 52,2 % alcanzando un valor de 7.580 lts/ha VT/año para el período 2012-2013 (OCLA, 2017), como consecuencia del aumento operado en la carga animal y especialmente en la producción individual. Según Centeno A. (2015) citando a Centeno et al. (2012), en Argentina, conviven sistemas de producción con diferentes niveles de productividad. El 56 % de los tambos tienen una productividad inferior a los 5.000 lts/ha VT/año, el 31 % se encuentra entre los 5.000 y 7.000 lts/ha VT año, mientras que solo un 13 % producen más de 7.000 lts/ha VT año. Esta clasificación define estratos de baja, media y alta productividad respectivamente. En la actualidad parece ser cada vez es más frecuente detectar tambos con una productividad que superan los 10.000 lts/ha VT/año (valor de equilibrio y bajo riesgo definido por INTA)¹⁴.

En el país vecino según se advierte que la productividad pasó de 731 lts/ha/año en 1977 a 2.370 litros en 2007. La productividad por ha continuó en la senda de crecimiento en el último decenio, alcanzando los 2169 lts/ha/año en 2011 y los 2.500 lts/ha/año en 2013.¹⁵

Se puede observar cómo es la estratificación actualizada (a abril de 2017) de los tambos argentinos a través de los datos publicados por el Observatorio de la Cadena Láctea Argentina (OCLA) con el objetivo de revelar información productiva sobre los tambos comerciales.

Tomando en cuenta la información brindada y haciendo una estratificación en base a los volúmenes de leche producidos por tambo y por día para caracterizar a la población de tambos por estratos, se pueden definir los siguientes tipos de tambos:

- Pequeños, aquellos con menos de 1.000 litros producidos por día.
- Chicos, con producciones entre los 1.000 y 2.000 litros por día.

¹⁴ Información técnica de producción animal. Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria. Centro Regional Santa Fe. Estación Experimental Agropecuaria Rafaela. Área de Producción Animal. Argentina, noviembre 2016.

¹⁵ Datos obtenidos del informe sobre el Sector Lácteo realizado por Uruguay XXI (2015).

- Medianos, con producciones entre 2.000 y 3.000 litros por día.
- Grandes, que producen entre 3.000 y 10.000 litros por día.
- Megatambos, con más de 10.000 litros por día.

Del análisis se concluye que Argentina posee, en la actualidad, del total de tambos un 36,1 % de tambos pequeños que aportan el 8,4% de la producción total; un 28,1 % de tambos chicos que representan el 18,7 % del total producido; un 15,2 % de tambos medianos que producen un 16,9% del total; el 18,2 % de tambos grandes con el 39,5 % de la producción y el 2,3 % de megatambos representando el 16,5 % del total producido. Esta última aclaración sobre los tambos grandes y principalmente sobre los megatambos podría evidenciar la importancia del efecto de las economías de escala en estas empresas.

7.1. Algunas consideraciones adicionales

La producción de leche es un sistema pecuario con base pastoril, siguiendo el ritmo de la curva de oferta de las pasturas, lo cual hace que dicha producción no sea uniforme a lo largo del año. Es en la primavera cuando se da el mayor volumen de producción. En particular, el pico de máxima remisión se da en el mes de octubre. Sin embargo, el proceso de intensificación sumado a la efectiva implementación operativa, permite una mayor estabilidad estacional e interanual de la oferta de forraje, elevando la carga animal durante el otoño-invierno.

En el último decenio y medio se ha dado un proceso en el cual los tambos pequeños han ido desapareciendo, cediéndoles su lugar a grandes establecimientos, es decir, a productores de mayor escala, del tipo empresarial, siendo éstos quienes, aplicando mejoras tecnológicas, han podido lograr mayores niveles de rentabilidad. En este sentido se verificó un proceso de segmentación de la producción primaria en dos grandes grupos: uno de mayor eficiencia, con fuertes inversiones de capital, y otro sector de menor eficiencia, más trabajo intensivo y con menor aprovechamiento de economías de escala, que fue el que ha tenido mayores problemas económico-financieros y en donde se ha registrado un mayor número de desaparición de unidades productivas. Se puede destacar además que es probable que exista una importante brecha tecnológica y productiva entre los establecimientos que han incorporado mejoras en el manejo y en otros aspectos productivos y aquellos que no lo han implementado.

En contrapartida, el mismo crecimiento de la escala productiva, también plantea problemas, o mejor dicho desafíos, en materia de confort animal, manejo de alimentos y de logística que en alguna medida puede ponerle ciertos límites a la producción, que para muchos, sin embargo, todavía tiene un amplio espacio para crecer.

La evolución del sector primario lechero argentino muestra una tendencia firme en cuanto a una reducción en la cantidad de tambos, con rodeos más grandes y dietas más balanceadas en nutrientes, verificándose cierto interés en cuanto a la semiestabulación y/o estabulación estacional.

Se dio, en ambos países, una relación descendente de vacas secas sobre vacas en ordeño y eso demuestra eficiencia en el manejo del rodeo, ya que refleja el aumento en la proporción de vacas en producción.

Sumado a todo lo anterior, la competencia de la agricultura por el uso de la tierra y su consecuente aumento de valor han generado interrogantes sobre la continuidad de los sistemas ganaderos con alternativa de dedicarse a la actividad agrícola, convertirse a sistemas mixtos o implementar estrategias que permitan aumentar la producción y ser más eficientes en el uso de la tierra.

En los últimos años, el contexto económico del país y la fuerte competencia por el recurso tierra han llevado a replantear el modelo de producción de leche, donde el pastoreo de las vacas en ordeño era una de sus características principales. La tendencia que se observa entonces es una menor cantidad de tambos, más vacas por tambo, menos alfalfa en pastoreo y más concentrado en la dieta de las vacas.

El hecho de que la lechería en Uruguay siga siendo predominantemente pastoril, pese a que se aumentó gradualmente el uso de raciones y concentrados proteicos, le posibilita a los tamberos tener menores costos y mayores márgenes de maniobra frente a cambios en las cotizaciones internacionales. Esta situación permite no solo menores costos, sino un importante grado de maniobrabilidad, para frente a precios altos, aumentar los alimentos que se le dan a los ejemplares y en condiciones adversas reducirlos. Sin embargo, esta descripción sería válida también para el caso argentino, aunque en términos de

resultados obtenidos y calidad de productos elaborados se percibe una brecha importante entre ambos países.

A pesar del descenso en el número de productores dedicados a la actividad lechera, y al descenso en la cantidad de hectáreas lecheras, la producción de leche ha tenido una tendencia claramente creciente en Uruguay mientras que en Argentina como hemos analizado, parece permanecer estancada.

Por último, si se supone que existe una relación directa y positiva entre productividad y resultado económico y que además, mayores beneficios permiten a los tamberos mayores tasas de inversión, lo que a su vez, generan mayores niveles de productividad, es posible destacar la atención especial que este tema merece. Los que administran las unidades productivas nacionales deberán buscar no sólo alcanzar ‘buenos’ niveles de productividad relativos en comparación a los otros tamberos de nuestro país, sino apuntar a obtener valores competitivos a nivel internacional.

8. INTRODUCCIÓN AL ESLABÓN INDUSTRIAL

En nuestro país se producen en la actualidad un poco menos de 10.000 millones de litros de leche equivalente por año, siendo más del 90 % procesada por la industria.

Según el INALE (2017) Uruguay produce unos 2.000 millones de litros anuales de leche, de los cuales el 90 % es procesado por el eslabón industrial. El sector industrial de la lechería uruguaya está compuesto por alrededor de 40 empresas que cuentan con una capacidad de procesamiento total de más de 11 millones de litros diarios¹⁶. El empleo del eslabón industrial alcanzó en febrero de 2015 a las 4.505 personas¹⁷.

Un elemento característico del sector es que el sistema cooperativo capta más del 70% de la producción, siendo Conaprole¹⁸ la principal industria lechera del país y la que concentra la mayor cantidad de leche remitida a planta (con el 68% de captación). Es importante volver a recalcar que el 70 % de la producción es destinada a la exportación, es decir, que sus productos cuentan con estándares de calidad acorde a los mercados internacionales.

Alrededor del 20 % ha rondado la captación de leche en Argentina por el sistema cooperativo (antes de la crisis de SanCor).

8.1. Concentración industrial

Haciendo un relevamiento de la estructura empresarial industrial y analizando particularmente la concentración en este eslabón, se puede notar que la evidencia empírica indica lo contrario a la creencia que pueda existir en el ámbito nacional de una alta concentración industrial. Como indica Galetto (2016) *“la fragmentación del segmento industrial lácteo argentino contrasta con la situación en otros países con los cuales competimos en el mercado internacional”*, incluyendo especialmente a Uruguay.

La empresa de mayor tamaño en la Argentina posee el 15 % del mercado mientras que el índice que mide la participación de las 4 empresas más grandes, más conocido como C4, da un valor del 40 %. En contraposición, la empresa más grande en Uruguay tiene el 68% del mercado y el índice C4 es del 90 % (Galetto, 2016). El índice Herfindahl-Hirschmann (IHH)¹⁹ para el año 2011 dio un valor de 536 en nuestro país y de 4.219 en el vecino (FEPAL, 2011). Los valores para el caso de la industria Argentina, no sólo son menores a los observados en Uruguay, sino también, podrían ser considerados relativamente bajos en comparación con los eslabones industriales de los otros competidores en el mercado internacional.

El punto que resalta Galetto (2016) es que *“dado el alto nivel de competencia que existe entre las empresas, los diferentes canales comerciales están relativamente mejor posicionados que la industria láctea en cuanto a poder de negociación, y ello se traduce en un nivel de facturación unitario relativamente bajo (que*

¹⁶ Información obtenida del Área de Estadísticas Agropecuarias (DIEA) del MGAP (2016).

¹⁷ Información obtenida de Uruguay XXI (2015).

¹⁸ Cooperativa Nacional de Productores de Leche.

¹⁹ El IHH se obtiene sumando los cuadrados de la participación de cada empresa y multiplicado por 10000, y en general se acepta que por debajo de 1000 puntos el sector no es concentrado, entre 1000 y 1800 la concentración es intermedia y con más de 1800 la concentración es alta.

además depende del nivel de ingresos de la población, patrones de consumo, estructura impositiva, costos de distribución, etc.).”.

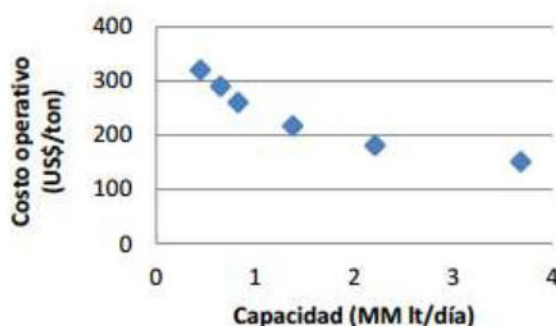
8.2. Competitividad en términos de productividad y costos

Siguiendo a Galetto (2016) la variable denominada "tamaño" se puede aplicar en dos aspectos distintos en el eslabón industrial, uno es en el de las plantas industriales propiamente dichas y el otro es en el de las empresas (que pueden poseer distintas plantas).

Haciendo referencia al primero, las principales variables determinantes del costo de producción, son el uso de la capacidad instalada y la tecnología además del costo de los insumos y factores, los costos logísticos, y ciertos costos propios del ambiente institucional (impuestos, regulaciones, etc.).

La importancia de la escala productiva se puede observar en el siguiente gráfico en donde se representa la relación entre el costo operativo (US\$/ton.) para la elaboración de leche en polvo entera y diferentes capacidades de planta, chica (450 mil litros/día), mediana-chica (650 mil litros/día), mediana (830 mil litros/día), mediana-grande (1,38 millones litros/día), grande (2,2 millones de litros/día) y muy grande (3,7 millones de litros/día).

Gráfico 5. Relación entre capacidad (millones de litros/día) y costos operativos (US\$/tonelada) para distintos tamaños de plantas de leche en polvo (año 2015).



Fuente: "Galetto" (2016).

En nuestro país sólo existe una planta media-grande y una planta mediana, mientras que el resto son medianas y chicas. Haciendo una comparación con nuestros competidores globales se puede observar una baja escala productiva de las plantas nacionales. Sin embargo, haciendo un promedio de las 10 empresas lácteas más grandes del país, el procesamiento medio por planta es del orden de los 234 millones de litros anuales, siendo un valor similar o apenas superior a la media de Uruguay.

Por otro lado, se puede argumentar que las diferencias de utilización de la capacidad instalada son un factor, tal vez, aún más importante que la escala de producción. Datos de origen australiano sobre costos de procesamiento de leche en polvo entera para distintos tamaños de planta y uso de capacidad demuestran que los costos disminuyen a medida que aumenta la escala y también lo hacen de forma significativa a medida que crece la utilización de la capacidad instalada.

Estas últimas exclamaciones son relevantes para la industria nacional en el sentido de que frente a una producción estancada a través del tiempo, sumada a la caída de los volúmenes producidos por la crisis del sector del año pasado y a un aumento de la capacidad instalada en los últimos años se presenta un alto riesgo que muchas plantas operen por debajo de su capacidad óptima con su consiguiente repercusión en los costos.

Vale la pena hacer un paréntesis para recalcar que dentro de la cadena láctea hay un permanente desafío de contar con la capacidad suficiente para procesar toda la leche que ingresa a planta, ya que se trata de un producto que además de obtenerse diariamente es muy perecible. Por lo tanto, visto a través de los años, este dato se convierte en un indicador de la evolución de la producción y de la respuesta que

dan las empresas a esta exigencia. En Uruguay ha aumentado de manera considerable en los últimos dos decenios pasando de 3,845 millones de litros por día en 1996 a 11,048 millones de litros por día en 2014²⁰.

Con respecto al caso argentino, se estima que entre el año 2011 y 2015 la capacidad aumentó entre 5 y 7 millones de litros diarios en términos de volumen de procesamiento, tanto en leche en polvo como en quesos, y otras líneas menores.

Con respecto al tamaño de las empresas cabe destacar que nuestro país no posee aquellas que por su magnitud y/o presencia internacional puedan ser definidas como "empresas globales". La empresa más grande en Argentina alcanza a procesar 1.500 millones de litros anuales mientras la empresa más chica del ranking del Rabobank²¹ de las primeras 20 del mundo procesa unos 4.200 millones de litros por año (Galletto, 2016). Nuestras empresas son además chicas con respecto al tamaño de la cadena, a pesar de que el sector de la lechería en Uruguay es un 20 % del nacional, su empresa más grande, participa en más del 65 % de la recepción total.

Es posible considerar que el tamaño de las empresas tiene implicancias directas sobre temas como la capacidad para participar activamente en la competencia global; además sobre lo que se llama "economías de alcance" o la capacidad para obtener reducciones de costos cuando dos o más productos se obtienen en la misma empresa, por aprovechamiento de factores comunes, o eficiencias en la utilización de subproductos y por último en las cuestiones de estrategia y conducta competitiva. En este sentido la industria nacional parece estar en desventaja y bastante lejos en términos competitivos.

Prestando atención a la productividad de la mano de obra (factor importante dentro de los componentes del costo de producción), en el caso argentino, la productividad laboral media de la industria láctea es de algo más de los 750 litros por empleado y por día, lo que representa unos 275.000 litros por empleado y por año (este valor descendió por debajo de los 800 litros por empleado y por día en el 2016 como se puede percibir en el gráfico).



Fuente: "OCLA" (2017).

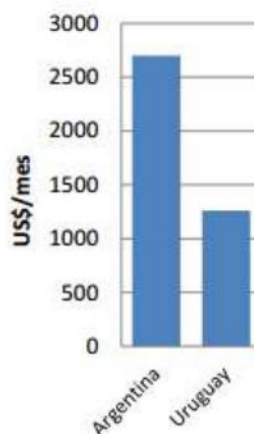
La otra cara de la productividad y su relación con la competitividad es el costo de los factores, en este caso, el costo unitario de la mano de obra. Según Galletto (2016), en el caso argentino, el costo laboral total en la industria láctea ha experimentado aumentos importantes en los últimos 10 años, por encima de los índices de inflación, que lo ubican entre los más altos del mundo. Si se analiza la información que surge de las estadísticas oficiales de empleo, se puede advertir que la productividad en la industria láctea entre

²⁰ Información obtenida de la Dirección de Estadísticas Agropecuarias (2016).

²¹ The Rabobank Global Dairy Top 20 2016.

los años 2004 y 2015 se mantuvo estática, aunque en realidad, bajó de 900 a 850 litros por empleado y por año, mientras que el salario real aumentó un 62%, superando a la inflación. Haciendo una comparación con Uruguay (FEPAL, 2016), nuestro país aparece con valores muy superiores (además, esto no sólo se da en comparación al país vecino sino también, con respecto al resto de la región). Vale aclarar que estos datos son orientativos, y es probable que en el caso de nuestro país subestimen el costo unitario total de la mano de obra, que se ubicaría, considerando todos los costos asociados, en valores cercanos a los 4.000 US\$/mes.

Gráfico 6. Costo laboral en la industria láctea



Fuente: FEPAL (2016)

Fuente: elaboración propia en base a "Galletto"(2016).

Si consideramos la participación del costo laboral como proporción de las ventas, el costo laboral de la industria láctea interna se ubica en el orden del 14,5% sobre el total de ventas (era del 8,2% sobre ventas en el año 2006). Según algunas estimaciones extraoficiales, este es un promedio que surge de un rango de variación que va del 6 al 26%. A nivel internacional estaría oscilando entre el 6 y el 13,5%. Además, en el caso de la industria uruguaya, se puede tomar como ejemplo a Conaprole el principal procesador y exportador del país²² que presentó un costo laboral del 12% de las ventas para el año 2015.

Si tenemos en cuenta, además, otras cuestiones relacionadas con el tema laboral, como tasas de ausentismo, la siniestralidad laboral o las contribuciones sindicales, que agregan costos significativos al componente puramente salarial, todo indicaría que nuestro país vuelve a estar en desventaja con respecto a estos puntos.

Para hacer frente a estas desventajas en términos competitivos, se podrían tomar dos caminos. El primero podría ser aumentar la facturación por litro de leche vendido para contrarrestar los mayores costos. Sin embargo, según el autor, este no es un camino sencillo, ya que se trata de una industria "madura", y los aumentos de facturación unitaria exigen en general fuertes inversiones en promoción y publicidad. Sumado a esto suele existir también una relación directa entre la facturación por litro y los costos laborales, ya que la producción de líneas con mayor valor agregado normalmente requiere de un uso más intensivo de mano de obra (Galletto, 2016). El segundo sendero que se podría tomar sería la sustitución de mano de obra por capital y éste parece ser más elegido por la industria nacional. Algunas empresas han realizado inversiones de capital que les permiten un nivel de productividad de entre 2.000 y 4.000 litros por empleado y por día.

Otro costo que puede destacarse en el negocio del procesamiento de la leche es el de la logística que incluye la recolección y recibo de la leche, fletes de productos semi-terminados entre plantas, de productos terminados a centros de distribución y la distribución minorista. Al respecto todo parecería indicar que nuestro país posee una desventaja en comparación a los competidores en el mercado internacional, especialmente, en referencia a los fletes.

²² Participa con el 75% de las exportaciones (Barboza N. y Carrazzone M. E. S., 2016).

Por último, un factor que también es de suma importancia es la tecnología que se emplea y a pesar de que existe un grado significativo de heterogeneidad intra-sectorial y de que se puede advertir, en general, que una parte del equipamiento industrial ya tiene años de antigüedad, y es de menor escala en comparación con las nuevas plantas que se han construido en el mundo en los últimos años, Galetto (2016) opina que *“al menos en el corto plazo, la industria láctea argentina está en condiciones de competir en el mercado internacional de ingredientes y productos de menor diferenciación”*.

Las diferencias de productividad y costos hacia el interior del eslabón industrial se traducirían, en principio, en problemas de competitividad causando inconvenientes como una incapacidad de las empresas de remunerar adecuadamente a los factores o de sostener tanto el necesario proceso de inversión como el de innovación.

Según un informe de Uruguay XXI, Promoción de Inversiones y Exportaciones sobre el Sector Lácteo (2015) las empresas acompañaron el aumento de producción de los tambos difundiendo conocimientos técnicos, invirtiendo en ampliaciones de plantas industriales y expandiendo las mismas al resto del país. Por otro lado, en ese documento se explica que el alto consumo de leche por habitante en Uruguay no fue suficiente para que la oferta saturara el mercado interno lo que obligó a las empresas a diversificar y diferenciar sus productos en el mercado interno, y principalmente a expandir sus exportaciones, dadas sus ventajas comparativas, algo que nuestro país no tuvo la oportunidad de implementar.

Como se recalca en un estudio realizado por Castellano y Goizueta (2013) citado por Galetto (2016), *“la capacidad endógena de generación de innovaciones es bastante débil en todo el segmento argentino, especialmente, en el estrato de las empresas pequeñas y medianas”*. Si bien en el corto plazo es probable que esta situación no sea un limitante importante, ya que la mayor parte de la industria, tanto en el mercado interno como en el externo se ubica en los canales donde la mayor demanda de competitividad viene por el lado de la productividad y los costos, en el mediano plazo es crítico que el sector sea capaz de incorporar innovaciones.

9. COMENTARIOS FINALES

Aunque en el presente trabajo se analizan una gran cantidad de elementos que, al combinarlos, podrían acercar al lector a una explicación de la actual crisis que sufre el sector lácteo nacional, por exclusión de otros factores o por falta de profundidad de estudio de aquellos que fueron incluidos, no es posible que se deriven reflexiones concluyentes ni fue tampoco la intención obtenerlas. Dicho esto, si es posible considerar que todo el análisis realizado es capaz de iluminar ciertos razonamientos que podrían abrir camino para obtener algunas posibles respuestas al interrogante de en qué la Argentina puede mejorar para abandonar el estancamiento que padece su lechería.

Vale aclarar, antes de continuar, que el 2016 fue un año que contuvo una de las más profundas y prolongadas crisis de la lechería no sólo la argentina, sino también la mundial, se registró una importante disminución de la demanda y consecuentemente una grave caída de los precios internacionales. Uruguay no se mantuvo ajeno a dicho contexto, sin embargo, es claro que se potenció en el plano interno por todos los problemas estructurales que se analizaron, el aumento de costos y los efectos adversos del exceso de lluvias.

Como se describió en secciones anteriores, el consumo interno de productos lácteos no parece tener amplias posibilidades de expansión por lo que si se supone un mercado interno que posee un margen limitado para crecer en términos de volúmenes aparece como consecuencia lógica que la expansión de las exportaciones es la principal alternativa que hace posible abandonar el estancamiento y adentrarse en un crecimiento prolongado y sustentable en el tiempo. Sin embargo, como se analizó, para que el sector sea competitivo a nivel internacional, como lo es en la actualidad Uruguay, una variada gama de reformas y mejoras deben ser aplicadas y algo de lo que se observa en el país vecino podría servir como guía.

Por el lado del eslabón primario, la situación descripta parecería indicar que desde el punto de vista técnico, más allá de las comparaciones con Uruguay (que demuestran rendimientos similares), hay amplias posibilidades para aumentar la producción y el desempeño en nuestro país, obteniendo niveles de productividad ya alcanzados por algunos de nuestros competidores. Si se presta atención al presente y al futuro cercano se puede destacar que los números actuales de precios de la leche, costos, relaciones insumo/producto, clima y precios internacionales, son más favorables que los existentes desde finales de

2015 y hasta principios de 2017. Sin embargo, el principal inconveniente que afronta la mayoría de los tambos nacionales (que pertenecen a la clasificación de “pequeños” o “chicos”) está relacionado con su rentabilidad y con su capacidad o “espalda” financiera para afrontar circunstancias coyunturales adversas. Entonces, un importante impulso podría venir de la mano del Estado con el aporte de una nueva infraestructura, la adopción de tecnología de punta, revisando el peso tributario y con políticas públicas de fomento y del sector financiero. Vale la pena destacar, también, que se precisa de tiempo y reglas de juego claras para que aumenten los proyectos de inversión que estarían destinados a incrementar la productividad de estas empresas, los incentivos que deberán otorgarse son de largo plazo.

En el eslabón industrial se percibe una vasta lista de puntos débiles. Los bajos niveles de concentración debilitan el poder de negociación y consecuentemente los montos de facturación de la industria. Los reducidos tamaños de las empresas argentinas y la capacidad de sus plantas, los altos costos logísticos y laborales, la baja escala en la que operan y la productividad de sus empleados, la tecnología implementada atrasada en el tiempo, entorpecen y encarecen todo el proceso productivo desde el abastecimiento de materias primas, pasando por el procesamiento de la leche y el traslado de los productos semi-elaborados y terminados. También la industria debiera realizar fuertes inversiones y en un contexto de crisis coyuntural, estancamiento estructural y alta incertidumbre no pareciera ser sencillo en absoluto.

Por otro lado, es posible llegar a argumentar, que una mayor participación de las ventas al exterior en relación a las ventas totales de la leche y sus derivados no sólo permitiría sortear problemas coyunturales relacionados con la capacidad de absorción de la demanda interna en determinadas circunstancias sino también, podría ser la clave para generar un ambiente de menor incertidumbre para productores y procesadores que derivaría en mayores niveles de inversión. Aunque los ciclos económicos de nuestro país seguirán afectando la toma de decisiones de los tamberos y empresarios de la lechería, esa influencia tendría una menor intensidad si sus ventas no dependieran casi exclusivamente de los vaivenes de la economía argentina.

Para finalizar, la crisis sucedida puede ser tomada como una lección, tanto para los empresarios de la lechería como para las autoridades del Estado, puede ser aprovechada como un acontecimiento que marque un antes y un después en la historia del sector. Las oportunidades para progresar están, sólo el paso del tiempo dirá si fueron capitalizadas o desperdiciadas.

FUENTES CONSULTADAS:

- <https://datos.magyp.gob.ar/reportes.php?reporte=Lecheria>
- <http://www.fao.org>
- <https://www.portalechero.com>
- <http://www.elpais.com.uy>
- <http://www.elobservador.com.uy>
- <http://www.ocla.org.ar>
- <http://www.mgap.gub.uy>
- <http://www.inale.org>
- <http://www.uruguayxxi.gub.uy>
- <http://inta.gob.ar>
- <http://fundacionfada.org>
- <http://www.apertura.com>
- <http://www.lecheriauy.com>
- <https://www.inti.gob.ar>

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- Barbosa, N. y Carrazzone, M. "Cadena láctea, situación y perspectivas". Anuario de la Oficina de Programación y Política Agropecuaria 2016. Análisis sectorial y cadenas productivas, Temas de política, Estudios. Ministerio de Agricultura y Pesca. Uruguay, 2016.
- Cardin R. e Iturregui M. E. "Informes de cadena de valor". Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas. Presidencia de la Nación. Secretaría de Política Económica y Planificación del Desarrollo. Subsecretaría de Planificación Económica. Dirección Nacional de Planificación Regional. Dirección Nacional de Planificación Sectorial, diciembre 2016.
- Centeno A. "Determinación de eficiencia técnica en tambos de la provincial de Córdoba. Efectos de la carga animal y el consumo de concentrado". Tesis para el Grado Académico de Ciencias Agropecuarias. Córdoba, Argentina, 2015.
- FEPAL – Federación Panamericana de Lechería. FAO. "Situación de la cadena láctea en América Latina y el Caribe en 2011". Informe producido en el ámbito de del Observatorio de la cadena láctea de América Latina y el Caribe, 2011.
- Galetto, A. "La competitividad de la industria láctea argentina". Trabajo preparado para el Observatorio de la Cadena Láctea Argentina. Argentina, diciembre 2016.
- López, Roberto E.; Porstmann, Juan C.; Vaudagna, Luciano; y Carrizo, Juan C.: "Competitividad del Sector Lácteo" XLV Reunión Anual de la AAEE. IV Congreso Regional de Economía Agraria. Bs As, 21-23 octubre 2014.
- López, R.; Portsmouth, J.; Vaudagna, L. y De Lorenzi, C.: "Ciclo económico y competitividad de la lechería argentina". XLIV Reunión Anual de Economía Agraria. San Juan, 29-31 octubre 2013.
- Marino, M.: Castignani H.: Arzubi, A: Rambeaud, O: Álvarez, R.: Taverna, M.: Rodríguez, M.: Suero, M.: Iturrioz, G.: Mancuso, W.: Engler, P.: Litwin, G.: Leonhardt, D.: Terán, J.C.: Rocco, E: Comeron, E.: Tosi, J.C.: Vidal, R.: Gutiérrez, L. M.:Centeno A. "Tambos Pequeños de las Cuencas Lecheras Pampeanas: Caracterización y Posibles Líneas de Acción". Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca. Presidencia de la Nación. INTA, junio 2011.
- Piedrabuena L. "Estadísticas del sector lácteo 2014". Estadísticas Agropecuarias (DIEA). Ministerio de Agricultura y Pesca. Uruguay, febrero 2016.
- Piedrabuena L. "Estadísticas del sector lácteo 2015". Estadísticas Agropecuarias (DIEA). Ministerio de Agricultura y Pesca. Uruguay, diciembre 2016.

FEDERALISMO FISCAL COMPARADO ENTRE ARGENTINA Y BRASIL: ANÁLISIS DEL IMPUESTO AL VALOR AGREGADO Y PROPUESTAS A FUTURO

LAURA SEXER

Docente a cargo de la Comisión: CP EDMUNDO VIRGOLINI

Los sistemas tributarios federales presentan interesantes debates sobre reformas que podrían lograr una mayor eficiencia y un grado de descentralización que permita una más amplia autonomía de los entes subnacionales. En el presente trabajo será abordado un estudio de federalismo fiscal comparado entre Argentina y Brasil, vecinos y socios comerciales de larga data. Para el logro de dicho objetivo, se analizarán impuestos indirectos con importante incidencia en la recaudación tributaria, siendo ellos el IVA (Impuesto al Valor Agregado) y el ISIB (Impuesto sobre Ingresos Brutos) en el caso de Argentina y el ICMS (Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação) y el IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados) para Brasil. Como propuesta de reforma para ambos países, se adaptará su aplicación a cada uno de ellos un IVA compartido entre Estado Nacional y provincias, estudiado en el Modelo del Pequeño Bote.



INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente trabajo es analizar ciertos aspectos de los sistemas tributarios de Argentina y Brasil para comprender los grados de descentralización y autonomía subnacional con que cuenta cada país. La importancia de realizar un análisis de federalismo fiscal comparado entre ambos vecinos radica en el peso que tiene el intercambio comercial bilateral para cada economía y como socios dentro del Mercosur. Ambos países comparten una gran cantidad de similitudes en materia económica, política y social, y una amplia cantidad de proyectos en conjunto a nivel regional. Sin embargo, sus sistemas tributarios difieren en gran medida, a pesar de que ambos presentan una serie de ineficiencias que deben ser corregidas. Las reformas de los sistemas fiscales son difíciles de llevar a cabo y necesitan de un período tiempo prolongado y de un nivel de consenso considerable, tanto a nivel político como social.

En el siguiente trabajo se decidió abordar la problemática desde la órbita de los impuestos indirectos, en este caso, el IVA (Impuesto al Valor Agregado) nacional y el ISIB (Impuesto sobre Ingresos Brutos) provincial en la Argentina y el ICMS (Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação) a nivel estadual y el IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados) a nivel federal en Brasil. Estos tributos representan un porcentaje significativo de la recaudación total y su impacto en las variables macroeconómicas es considerable. Al analizar en ambos países, por un lado, un impuesto federal y, por el otro, un impuesto estadual/provincial, se puede visualizar más ampliamente cuál es el grado de descentralización y de cuánta autonomía gozan los entes subnacionales en cada uno de ellos. Por otro lado, es importante analizar cuáles son las características, ineficiencias, distorsiones e incidencia en la distribución del ingreso que presentan cada uno de estos tributos.

Para alcanzar dicho propósito, el trabajo estará estructurado en cinco partes. Primeramente se estudiará la postura de Piffano (1999) sobre federalismo fiscal, descentralización fiscal y el impuesto al valor agregado, a nivel teórico. En un segundo lugar, se realizará un breve recorrido histórico entre ambos vecinos, desde sus inicios como colonias de los imperios español y portugués, pasando por sus reformas fiscales recientes hasta la actualidad. En la tercera parte del trabajo, se analizarán los impuestos indirectos para ambos países, siendo ellos el IVA, ISIB, ICMS e IPI, abordando sus características y problemas. La cuarta parte, consistirá del examen de una propuesta realizada para Brasil por el Profesor Ricardo Varsano, y la posible implementación en ambos países, analizada para el caso de Argentina por el Profesor Jorge Simón. En último lugar, se realizará una conclusión sobre todos los temas desarrollados.

1. MARCO TEÓRICO

Para el siguiente trabajo se estudiarán los conceptos de federalismo fiscal, descentralización fiscal y grados de autonomía subnacionales, y el Impuesto al Valor Agregado (IVA).

Como señalaba Piffano (2004), el federalismo fiscal es la selección de finanzas públicas que trata sobre la estructura vertical del sector público, compuesto por dos o más “niveles de decisión”. Analiza la forma en que las responsabilidades de gasto y recaudación por niveles de gobierno deberían ser distribuidas. Según Piffano (2004), las relaciones fiscales no son un simple reparto de un fondo común, sino requieren una perspectiva abarcativa en la que exista un acuerdo que genere los incentivos institucionales para mantenerlo, siendo los más importantes:

- la provisión de bienes públicos a cargo de cada nivel de gobierno;
- el logro de la equidad interjurisdiccional;
- la estabilidad económica.

Se entiende que, por un lado, el gobierno central se encarga de mantener la estabilidad macroeconómica y asegurar la correcta redistribución del ingreso, y por el otro, los gobiernos subnacionales deben proveer bienes y servicios con consumos limitados a las propias jurisdicciones. La ejecución del gasto se intenta llevar lo más cerca posible del ciudadano a fin de responder a sus demandas. Desde el punto de vista económico, el sector público es eminentemente federal en cuanto a las decisiones fiscales adoptadas por diferentes niveles de gobierno. La asignación de responsabilidades fiscales, en relación a la magnitud, composición y forma del financiamiento público, puede concebirse en forma más centralizada o descentralizada. La descentralización se puede definir en términos generales como un proceso de transferencias de competencias y recursos desde la administración nacional o central de un determinado Estado hacia las administraciones subnacionales: estatales y municipales en los países

federales. Las propuestas de descentralización fiscal resultan tanto de modelos de la economía normativa (el fundamento más importante es el teorema de la descentralización de Oates, 1972) como de la economía positiva (como forma de quebrar el monopolio de los gobiernos centrales y permitir la competencia interjurisdiccional para poner límites al tamaño del gasto público; Brennan y Buchanan, 1977-1978). Si bien en los dos enfoques hay pros y contras de la descentralización, en general se acepta la visión de que los beneficios dominan y que es la política de reforma que se debería implementar. Si se agregan objetivos políticos y de organización social las ventajas de la descentralización se acentúan (Porto, 2008). Para un correcto funcionamiento de la misma es importante que se cumplan una serie de requisitos que se resumen en el “principio de correspondencia”:

- a. que el área que recibe el beneficio cargue con los costos;
- b. que la responsabilidad de gastar coincida con la de recaudar;
- c. que la responsabilidad del financiamiento coincida con la responsabilidad política.

El IVA fue adoptado a mediados del siglo XX por una gran cantidad de países, siendo hoy en día uno de los pilares más importantes de cualquier sistema tributario moderno, independientemente del grado de desarrollo del mismo. Consiste de una carga fiscal al consumo, siendo percibida por el consumidor final. Los pagos del tributo asociados a la inversión generan un crédito fiscal mientras que las exportaciones son gravadas a tasa cero. Es un impuesto indirecto ya que no repercute directamente sobre los ingresos, sino que por el contrario, recae sobre los costos de producción y venta de las empresas. La base del impuesto es muy amplia debido a que el consumo representa entre el 70% y el 80% del PIB en una economía moderna. Esta base imponible, conjuntamente con su alícuota, determina el nivel de la recaudación. La regresividad del IVA se debe a que es un impuesto indirecto que no discrimina por la capacidad de pago de los individuos. Consiguientemente, si tomamos al ingreso de los individuos como indicador de bienestar en un análisis del impacto distributivo del IVA verificamos la regresividad del mismo ya que los deciles más bajos dedican un porcentaje mayor de su ingreso al consumo que los deciles superiores. La característica redistributiva de los impuestos se asocia principalmente con el concepto de equidad vertical, que significa que las personas con mayor capacidad contributiva deben pagar proporcionalmente más impuestos. Pero también la equidad se entiende en un sentido horizontal: los impuestos deben afectar de igual manera a las personas que tienen igual capacidad contributiva.

2. FEDERALISMO FISCAL

2.1. Brasil

La historia del federalismo en Brasil se desarrolló lentamente durante diversos períodos, siendo significativa la llegada de la Corte portuguesa en 1813, huyendo de Napoleón Bonaparte. Los emperadores lusos no aceptaban el federalismo, ocupándose personalmente de la distribución de inversiones y fondos entre las distintas provincias existentes y encargándose del sistema político brasileño como un todo. En el año 1891 se proclamó la República Federativa de Brasil, con la deposición del último emperador portugués, Don Pedro II, siendo este un desdoblamiento del Estado unitario. Dicha federación no nació de alguna coalición “de abajo hacia arriba”, sino por una decisión “desde arriba”. Quienes más interés mostraban por la creación de una república eran los estados más desarrollados del Sur y el Sudeste, buscando mayor libertad de movimiento para imponer tributos locales al comercio exterior. Sin embargo, fue el estado de San Pablo, donde se concentraba el nuevo sector exportador, quien encabezó tal movimiento y el comando de la República en sus inicios.

Desde su independencia, el federalismo fiscal brasileño ha pasado por diversos ciclos, con etapas de mayor y menor nivel de descentralización. En la primera fase, que se extendió hasta la crisis de 1930, el gobierno federal tenía escasa relevancia en los gastos y en la recolección de ingresos; desde entonces y hasta 1946, se evidenció un proceso de centralización fiscal. Posteriormente, con el fin de la Segunda Guerra Mundial y el regreso de la democracia, se produjo un nuevo ciclo de descentralización. A partir del comienzo de un nuevo régimen militar en 1964, se vivenció por dos décadas una nueva etapa de centralización de recursos que ayudó a alcanzar el control político y social que dicho gobierno de facto necesitaba. En el año 1988, se promulgó una nueva Constitución Nacional que fortalecía y consolidaba la capacidad de tributación propia de las esferas subnacionales de gobierno. El ICMS, un impuesto estadual sobre la circulación de mercaderías y servicios, fue creado para absorber cinco impuestos federales antiguos. Además, se flexibilizaron las alícuotas, delegadas enteramente a los propios estados. Las

transferencias de dicho impuesto a los municipios aumentaron y la recaudación de los mismos también creció en consideración (Serra y Afonso, 2007).

En la actualidad, la República Federativa se constituye por 27 unidades federativas (26 estados y un Distrito Federal, Brasilia) y más de 5.500 municipios. Según Serra y Afonso (2007), los indicadores de descentralización fiscal, medidos por la participación de los gobiernos subnacionales en el ingreso y el gasto total, sitúan a Brasil entre las federaciones más autónomas del mundo, equiparándola a países tan desarrollados como Alemania y Canadá. Otro aspecto a considerar es la fuerte tradición municipalista, prácticamente inexistente en otros países, que contribuye a dotar de mayor autonomía a las entidades subnacionales en Brasil. En la Constitución de 1988, los municipios fueron reconocidos como miembros de la Federación, en pie de igualdad con los estados en cuanto a derechos y deberes del régimen federativo. Las consecuencias de este fenómeno se relacionan con la amplia competencia impositiva de los municipios y las instituciones de transferencias compensatorias federales, semejantes a las que actúan con los estados. Por otra parte, los municipios cuentan con una relativa independencia en relación al poder estadual, gracias a su posición singular en el sistema tributario brasileño. Esta particularidad se refleja en los desequilibrios verticales y horizontales en la distribución tributaria nacional (Rezende, 1995).

Otra de las características más salientes del sistema fiscal en Brasil es la desconcentración a nivel horizontal. El mayor nivel de recaudación tributaria federal que se da en las regiones más desarrolladas, particularmente en el Sur y Sudeste, se contrapone con un esquema de reparto de impuestos federales que favorece proporcionalmente más a las regiones menos desarrolladas, a pesar de su menor contribución fiscal. Con la creación de la Federación brasileña en 1891, los estados más ricos mencionados anteriormente, ofrecieron una representación más que proporcional en el Congreso Nacional a las regiones menos desarrolladas. De esta manera, se evidenció una mayor redistribución del poder donde dichos estados beneficiados detentaban una sobrerrepresentación política en la Cámara de Diputados.

Recientemente, dicha descentralización fiscal acaecida en Brasil con la reforma de la Constitución, obligó a repensar la relación entre mayor autonomía y mantenimiento del equilibrio macroeconómico. Dichas entidades subnacionales están lejos de preocuparse por la estabilidad global de la economía, y sus desequilibrios internos pueden no colaborar con el logro de los objetivos nacionales. Por otro lado, el gobierno brasileño tiene un largo historial como prestamista de última instancia a los estados y municipios en quiebra, lo cual alienta un comportamiento más permisivo en relación al orden fiscal.

En el año 2016, se aprobó una enmienda a la Constitución de 1988 en la que se instituyó un Nuevo Régimen Fiscal. La misma establece un “techo a los gastos públicos” durante los próximos 20 años. Las inversiones públicas quedan limitadas a elevarse en proporción al aumento de la inflación. La administración brasileña no podrá ni subir el sueldo a sus trabajadores, ni contratar funcionarios nuevos ni conceder incentivos fiscales si no se ciñe a sus objetivos. En las áreas de salud y educación, dicha reforma entrará en vigor a partir del año 2018.

2.2. Argentina

El nacimiento de la Nación Argentina a comienzos del siglo XIX trajo consigo una puja por la definición del sistema político entre un gobierno federal descentralizado o una confederación unitaria de las Provincias Unidas centralizadas en Buenos Aires. En el año 1853, esta disputa fue resuelta estableciendo un régimen federal con hegemonía nacional. En aquel entonces, la Nación se financiaba a través de la recaudación de los derechos de importación y exportación, la explotación y venta de tierras públicas y algunos empréstitos, mientras que las provincias lo hacían mediante el cobro de impuestos internos. En el marco de la crisis de 1890, se recurrió en adición a los impuestos sobre la producción y el consumo para arreglar los desequilibrios fiscales provocados por la misma. Al existir concurrencia de fuentes, tanto la Nación como las provincias estaban habilitadas para recaudar estos impuestos, generando una doble imposición y un conflicto entre ambos niveles por la distribución de dichos tributos (Cetrángolo y Jiménez, 2004).

Hacia el año 1935, se implementa el primer sistema de Coparticipación Federal de Impuestos (CFI), estableciendo una distribución primaria del 82% de los recursos para la Nación y un 17,5% para las provincias. La distribución secundaria, que definía el reparto entre las provincias, se realizaba de acuerdo a la población, un 30% de acuerdo al gasto, un 30% por los recursos totales de la provincia (antes de la implementación del sistema), y un 10% por partes iguales entre todas las provincias. A partir de entonces, la parte que les correspondía a las provincias en la distribución primaria fue aumentando

progresivamente. En 1946 pasó a corresponderles un 21%, y ya en 1951 el 48,8% de lo recaudado se destinaba a Nación, mientras que el 51,2% restante quedaba en manos de las provincias. En 1954, la Nación contaba con el 68,8%, porcentaje que se vio reducido por la nueva Ley de Coparticipación, al 54% en 1958. En 1963, luego de otra reforma, se fijó el 58% para Nación y el 36% para provincias, quedando el 6% restante para Capital Federal. El porcentaje otorgado a los gobiernos provinciales siguió incrementándose hasta 1966, año en que llegó al 46%. En 1973, se planteó la necesidad de ofrecer un tratamiento diferencial para cada provincia, especialmente para aquellas con menos recursos. Mientras la distribución primaria otorgaba un 50% para la Nación y un 50% para las provincias, la distribución secundaria se establecía de acuerdo a tres criterios: un 65% de acuerdo a la población, un 25% en relación a la brecha en el desarrollo de las provincias, y un 10% por la dispersión poblacional. El segundo criterio tendía a compensar a las provincias más atrasadas, cuya medida se calculaba de acuerdo a un índice que incorporaba la calidad de la vivienda, la educación y la cantidad de automóviles por habitante. El tercer criterio garantizaba mayores transferencias cuanto más alta fuese la dispersión poblacional, fundamentándose en el mayor costo de los servicios prestados por la administración provincial. La Ley N° 23.548 de 1988, que define el sistema de coparticipación que rige en la actualidad, estableció una distribución primaria del 42,34% para la Nación y del 54,36% para las provincias, apartando un 2% para la recuperación del nivel relativo de desarrollo de las provincias más atrasadas, y 1% al fondo de Adelantos del Tesoro Nacional (Porto, 2007).

Como resultado de los innumerables acuerdos y de los regímenes complementarios sancionados en forma complementaria al sistema de coparticipación, se ha configurado un enmarañado esquema de distribución intergubernamental de recursos. Las provincias financian su gasto esencialmente a través de las siguientes vías: recursos tributarios propios (principalmente a través del impuesto a los ingresos brutos, automotores, sellos e inmuebles) y recursos no tributarios propios; transferencias de los recursos de origen nacional conformados por todas aquellas transferencias, con o sin asignación específica, cuya distribución primaria y secundaria se determina por ley. En este grupo están la Coparticipación Federal de Impuestos y las Leyes Especiales, como las derivadas de las asignaciones de IVA, Ganancias, Bienes Personales, Monotributo, entre otras.

Analizando la evolución del régimen de Coparticipación Federal de Impuestos, se puede observar una creciente incorporación de tributos a la masa de recursos coparticipables. Es así que se comienza con la distribución de lo producido solamente por los impuestos internos, a las ventas y réditos, mientras que en la actualidad la normativa menciona que deben incluirse la totalidad de los impuestos nacionales, con excepción de lo recaudado por derechos de exportación e importación y de aquéllos que tienen una asignación específica. No obstante, si se consideran los innumerables acuerdos, leyes y decretos que fueron introducidos desde entonces, se concluye que las excepciones se fueron multiplicando. Asimismo, se generalizaron los mecanismos para distribuir sólo una porción de lo recaudado y se impusieron transferencias de suma fija en instancias previas a la distribución secundaria, las cuales pocas veces se actualizaron.

Cuadro 1. Evolución de los tributos incluidos en la masa de recursos coparticipable.

AÑO	LEY	TRIBUTOS INCORPORADOS
1935	12.139 12.143 12.147	Internos Ventas Réditos
1946	12.956	Ganancias eventuales y beneficios extraordinarios
1951	14.060	Sustitutivo a la transformación gratuita de bienes
1973	20.221	Tierras aptas para explotación agropecuaria, regularización patrimonial, divisas, parque automotor, valores mobiliarios, aceites lubricantes y los que en el futuro establezca la Nación como impuestos indirectos. También serán incluidos los de asignación específica una vez finalizado el objetivo de su creación
1988	23.548	Todos los impuestos nacionales existentes o a crearse con las siguientes excepciones: a) Derechos de importación y exportación, b) Aquellos cuya distribución esté prevista en otros regímenes, c) Aquellos con afectación específica al momento de promulgación de esta norma. Cumplido el objetivo de su creación se incorporarán al esquema.

Fuente: Cetrángolo y Jiménez, (2004).

Por otro lado, se puede observar a lo largo del tiempo el incremento del coeficiente de distribución primaria a favor de las provincias. No obstante, en tal distribución efectiva para el año 2012, el movimiento se produce en sentido contrario. Las provincias reciben, en conjunto, el 47,2% de la masa de recursos coparticipables bajo el régimen de la Ley 23.548, incluyendo los fondos ATN y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA), mientras que la Nación, el restante 52,8% (sumando los recursos para la seguridad social).

Cuadro 2. Evolución de la distribución primaria establecida en los regímenes de coparticipación de impuestos.

LEYES	PERÍODO	NACIÓN	PROVINCIAS y CABA
12.143 y 12.147	1935-1946	82,5	17,5
12.956	1947-1958	79,0	21,0
14.788	1959	66,0	34,0
	1960	64,0	36,0
	1961	62,0	38,0
	1962	60,0	40,0
	1963	58,0	42,0
	1964-1966	54,0	46,0
	1967	59,2	40,8
	1968-1972	61,9	38,1
20.221	1973-1980	46,7	53,3
	1981-1984	48,5	51,5
23.548	1988	42,3	57,7
CFI(23.548)	2012	52,8	47,2

Fuente: Cetrángolo y Jiménez (1998), en base a la legislación, y datos del Ministerio de Economía y Finanzas.

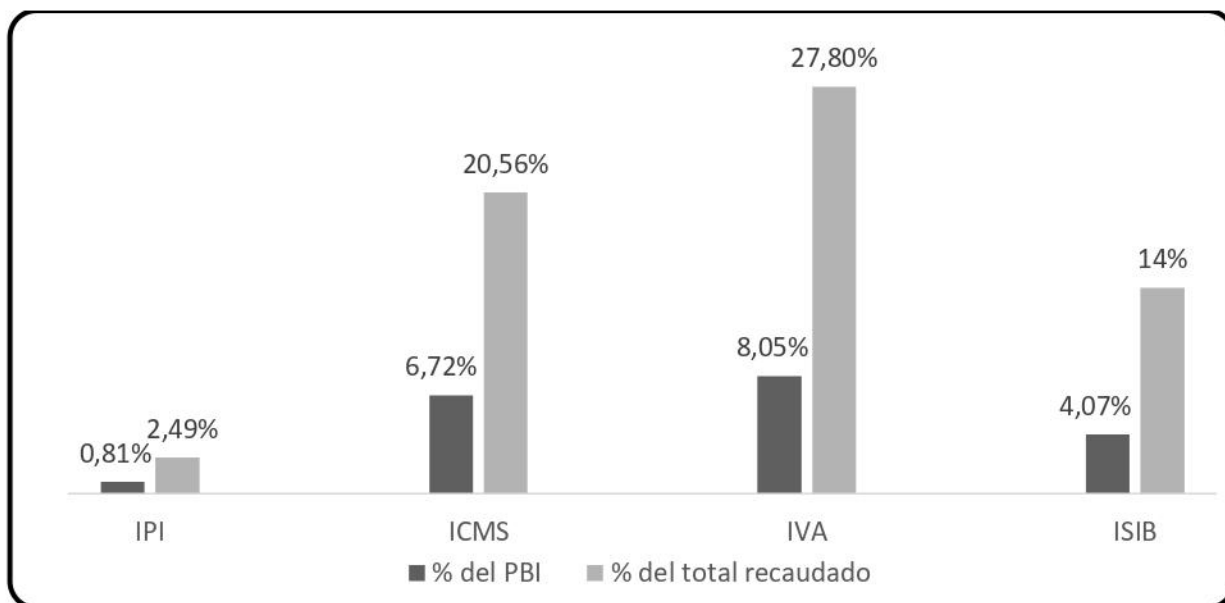
Un rasgo que caracteriza al federalismo fiscal argentino es la fuerte dependencia provincial de las transferencias de recursos enviadas por el gobierno nacional. Este desbalance se origina en la mayor descentralización del gasto y la diferencia en relación a los medios que poseen para financiar el mismo. El problema es que las provincias han adquirido cada vez mayores funciones que no se tradujeron en un incremento equivalente en la disponibilidad de recursos. Durante la década del 90', la Nación transfirió una serie de funciones a las provincias. Por tanto, los gobiernos subnacionales adquirieron nuevas responsabilidades, especialmente aquellas relacionadas con la educación y servicios de salud, que contribuyeron a aumentar su nivel de gasto (Cetrángolo y Jiménez, 2004).

En relación a los municipios, existen en la Argentina 2.219, quienes presentan amplias divergencias en términos de extensión territorial, cantidad de habitantes y condiciones socio-económicas. Las funciones fiscales de los gobiernos municipales son definidas por cada provincia, las cuales se establecen en las constituciones provinciales y en las leyes orgánicas municipales. Dichos entes no se encuentran legislados en un pie de igualdad con las provincias y la Nación, como es el caso estudiado de Brasil. Las principales políticas de los gobiernos locales en la Argentina se encuentran vinculadas con la prestación de servicios urbanos, tales como la recolección de residuos, el suministro de agua potable y energía eléctrica, la limpieza y mantenimiento de calles y el alumbrado público. Con respecto a los fondos para el financiamiento de sus obligaciones, los gobiernos locales, al igual que las provincias, cuentan con recursos propios y con los que reciben en concepto de transferencias.

3. ANÁLISIS DE IMPUESTOS INDIRECTOS EN BRASIL Y ARGENTINA

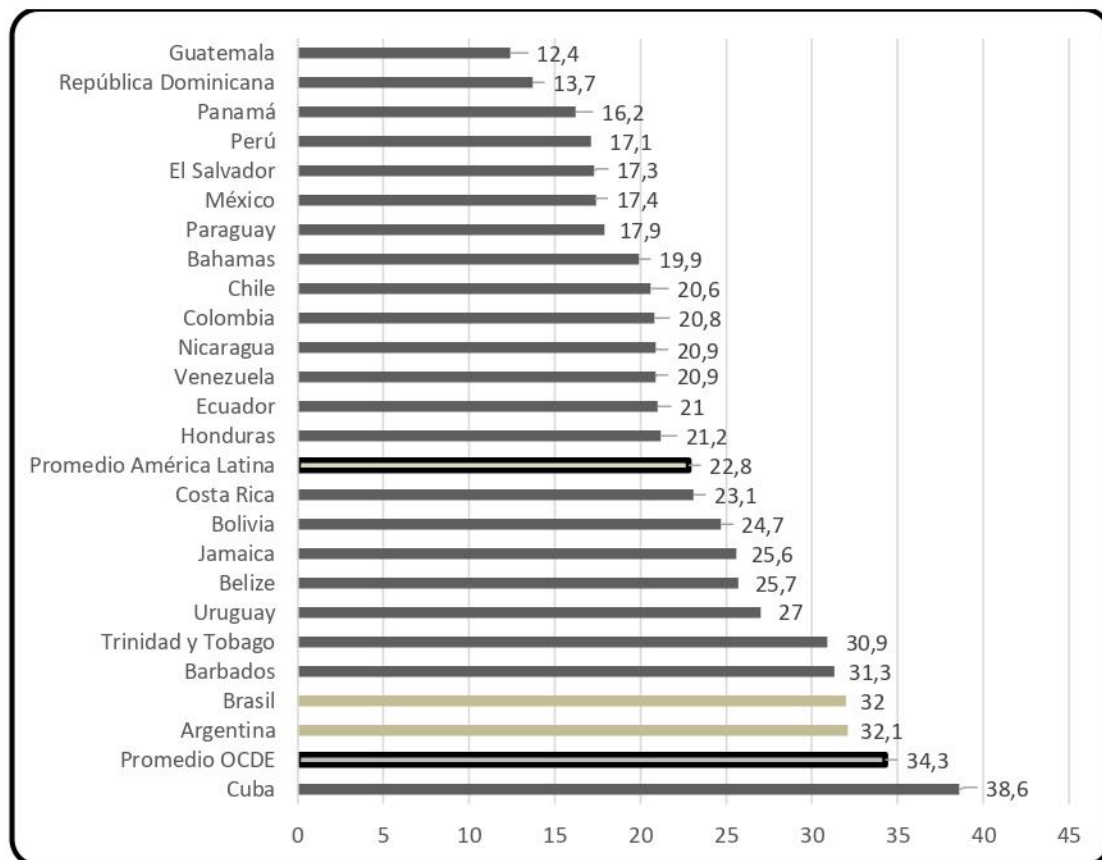
En la presente sección se analizarán dos tipos de impuestos a nivel federal y provincial en ambos países. Del lado de Brasil, los tributos estudiados serán el ICMS y el IPI. En la Argentina tales impuestos son el IVA y el ISIB.

Cuadro 3: Incidencia de los tributos IPI, ICMS, IVA e ISIB en relación al PBI y al total recaudado por el país, año 2015.



Fuente: elaboración propia en base a datos de la Receita Federal de Brasil y el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Argentina.

Cuadro 4: Relación de ingresos tributarios y el PIB (Ingresos tributarios totales como % del PIB), 2015.



Fuente: OCDE.

3.1. El ICMS en Brasil: un impuesto estadual

Brasil introdujo el impuesto al valor agregado a nivel estadual en el año 1967, el ICM, rebautizado en 1988 como Impuesto a la Circulación de Mercaderías y Servicios (ICMS), pasando a ser el primero de ese tipo con carácter subnacional en el mundo. El ICMS es el principal impuesto estadual y grava las transferencias de mercaderías y las prestaciones de los servicios de comunicaciones y de transporte intermunicipal e interestadual. El resto de los servicios está gravado por el Impuesto sobre Servicios (ISS), un impuesto municipal y monofásico. De esta manera, se puede considerar al ICMS como un IVA parcial.

El ICMS se aplica en el ámbito nacional con criterio de destino. Según el mismo, los bienes deben salir libres de impuestos de la jurisdicción vendedora, y estos solamente se gravan donde se consumen. Esto implica que los bienes producidos en una jurisdicción y vendidos en otra deberán estar exentos del impuesto en la primera. En el caso brasileño, al existir distintas tasas de IVA estaduales se genera una “guerra de incentivos” entre estados. Según sostiene Varsano (1999), “los gobiernos estaduales garantizan a la industria la devolución total o parcial del ICMS pagado,..., para atraer producción a su jurisdicción. Aunque esta práctica es ilegal... las restricciones legales han sido ignoradas y nunca ejecutadas. ... La dinámica de la guerra fiscal es bastante perversa; como en la práctica se expande a todos los estados de similares incentivos, pierde su eficiencia”. Sin embargo, en el ámbito estadual grava en parte al consumo (principio de destino) y en parte a la producción (principio de origen). Este último, postula que la potestad tributaria la posee la jurisdicción productora, entonces los productos exportados a otra jurisdicción sólo pagan el impuesto donde se realizó la producción o la exportación. Los problemas del ICMS en relación a las ventas entre estados se presentan cuando se considera el caso de las exportaciones. Siguiendo el ejemplo que plantean Vilella y Barreix (2003), existiendo un estado “A”, cuya producción total es exportada, dichas exportaciones no generan débitos de ICMS pero al adquirir insumos se generan créditos. De esta manera, los créditos no pueden ser compensados con los débitos. Si “A” compra insumos dentro del mismo estado, la devolución se realiza con lo recaudado anteriormente. Pero si los mismos fueron adquiridos en algún otro estado “B”, es este quien recaudará el ICMS, según el principio de origen, y “A” deberá conceder la devolución. En este caso, “A” además de no recaudar, tiene una erogación que afrontar originada en los créditos a favor del contribuyente.

Por otro lado, si el impuesto fuera totalmente cobrado en el estado de destino de la mercadería, habría una brecha para evadir, lo que en Brasil es llamado “paseo de la nota fiscal”. Esta maniobra consiste en registrar la venta como si fuera destinada a otro estado de la Federación, sin impuesto, y sería entregada en el propio estado de origen. Donde más se acostumbra a “pasear” es en la Zona Franca de Manaus, en el estado de Amazonas, donde no se realiza tributación, propiciando una ganancia máxima con la evasión. Para las transacciones interestaduais, las tasas del ICMS se reducen con el objetivo de transferir recursos de los estados productores a los estados consumidores. En general, para las mismas la tasa aplicada es del 12%, pero siendo del 7% las tasas a la venta desde los estados más desarrollados, las regiones del sur y sudeste, a los menos desarrollados, en el norte, noreste y centro-oeste, permitiendo otro tipo de “paseo de la nota fiscal” (Simón, 2001). Esto demuestra que el elevado nivel de evasión fiscal deviene, en parte, de los diferenciales entre las tasas aplicadas al comercio inter e intraestadual, la inequidad vertical y las guerras fiscales entre estados para atraer empresas, lo que impacta en el financiamiento de estos entes subnacionales, la distribución de recursos y la armonía federal.

Continuando con las deficiencias que presenta el ICMS, el mismo grava las inversiones puesto que la carga tributaria sobre bienes que se incorporan al activo permanente sólo puede ser acreditada luego de 48 meses, de esa manera desincentivándolas. Por otra parte, el ICMS no tiene un umbral, permitiendo que todos los establecimientos, también los más minúsculos, deban inscribirse como contribuyentes. La existencia de dos IVA, uno federal y otro estadual; el alto costo de cumplimiento, la falta de uniformidad de tasas entre los diferentes estados; la imposibilidad de generar un nivel razonable de ingresos en los estados menos industrializados y la dificultad de armonización fiscal con el resto del mundo, son otros de los defectos que plantea el ICMS. Por último, al ser diferentes las normas que rigen el ICMS para cada estado, las empresas que operan varias plantas a nivel nacional, deben lidiar con un gran conjunto de leyes diferentes. El cambio de la legislación con el paso del tiempo hizo que ésta se volviera más intrincada, dificultando así la tarea de los contribuyentes y administradores.

3.2. El IPI en Brasil: un impuesto nacional

El Impuesto sobre Productos Industrializados (IPI) es un tributo federal que incide sobre una serie de bienes industriales, sean ellos nacionales o extranjeros. Quienes deben contribuir con este impuesto son

los importadores, los industriales, los comerciantes y los rematadores. El IPI fue introducido en Brasil en sustitución del antiguo impuesto al consumo en el año 1946. Este tributo no recae efectivamente sobre el producto industrial sino más bien sobre el negocio jurídico que le permite salir del ámbito de producción. Las tasas del IPI van de 0%, en Manaos que está exenta de impuestos, hasta 300%, siendo el 5% lo más habitual.

3.3. El IVA en Argentina: un impuesto nacional

El IVA surge en la Argentina en el año 1975 en reemplazo del impuesto nacional a las ventas. Desde su establecimiento se eximía a los productos de la canasta familiar con el objetivo de atenuar los efectos regresivos que podía provocar este tributo, pero, con el transcurso de las sucesivas reformas introducidas en este impuesto, se fue ampliando la base. El IVA surgió para evitar la distorsión de los impuestos a las ventas en cascada (turnover tax) que encarecían los costos de producción, ya que grava todas las fases por las que atraviese un bien por el valor total de la transacción.

El IVA es un impuesto nacional sobre bienes y servicios que se traslada a los consumidores: grava el consumo como resultado de un mecanismo de imposición que actúa en todas las etapas de la producción y distribución de bienes y servicios (impuesto multifásico). El IVA es el impuesto nacional con mayor recaudación en Argentina. Al gravar el valor agregado en cada etapa de producción de bienes y servicios, su efecto equivale al de un impuesto a las ventas finales sobre todos los bienes, siempre que la alícuota impositiva en cada etapa del IVA sea uniforme y no existan bienes exentos.

La alícuota general del IVA es del 21%. Dentro de las excepciones, se reduce el tributo en un 50% para ciertos bienes de capital y de primera necesidad, cobrando una alícuota de un 10,5%. Por otro lado, se grava con un 27% las ventas de gas, energía eléctrica y aguas reguladas por medidor, cuando el comprador o usuario sea un sujeto categorizado en el IVA como responsable inscripto o monotributista. Las actividades exentas de IVA se distinguen entre las exenciones plenas y limitadas. En ellas se incluyen los servicios educativos, los servicios culturales, los servicios deportivos brindados por federaciones, entidades públicas o privadas de carácter social. También las exportaciones están exentas, pudiendo computar los créditos fiscales vinculados con dichas operaciones contra el débito fiscal por las operaciones gravadas en el mercado interno. O en su defecto, se podrá solicitar su devolución o transferencia a terceros.

Para analizar la incidencia tributaria de un impuesto se debe identificar a los agentes económicos que cargan con el costo del mismo. El supuesto de la traslación establece que quien se hace cargo del pago del tributo no es el responsable legal de pagarlo sino que este mismo lo traslada a otro agente. En el caso del IVA, esto implica que los precios de los bienes pagados por los consumidores aumentan con el monto total del impuesto, trasladando a los mismos la totalidad de la carga impositiva.

Analizando la regresividad o progresividad del IVA podemos comenzar suponiendo que, al ser el mismo un tributo al consumo y siendo los más pobres quienes tienen una propensión marginal a consumir mayor, el IVA puede ser visto a priori como un impuesto regresivo. Sin embargo, esta postura ha sido cuestionada en los últimos años por quienes creen que un análisis de la incidencia debe realizarse aproximando alguna medida del ingreso permanente mediante el cual el IVA se tornaría menos regresivo (Lobaiza, 2001). De esta manera, se pone de manifiesto que la mayor o menor regresividad del impuesto depende del indicador de bienestar elegido para el análisis.

3.4. El ISIB en Argentina: un impuesto provincial

El impuesto sobre ingresos brutos (ISIB) es un tributo provincial de carácter real, porque no tienen en cuenta circunstancias personales del contribuyente, como cargas familiares, montos de ingresos, y demás. Al ser un impuesto sobre ingresos devengados, dependiendo de las ventas del período, su recaudación fluctúa junto con el ciclo económico, aumentando en épocas de bonanza y disminuyendo con una recesión.

El ISIB grava en cascada y acumulativamente las ventas de todas las etapas del proceso productivo (turnover tax). Esta característica negativa era justamente lo que quería evitar la creación del IVA, ya que convierte al ISIB en un gravamen distorsivo, alentando artificialmente la integración económica vertical (incentivo a producir insumos dentro de la misma empresa), permitiendo de esa manera reducir la presión fiscal, alterando los precios finales de los bienes y servicios con distinta estructura de consumos intermedios y valores agregados. Esto altera la eficiente asignación de recursos económicos, siendo que a

mayor cantidad de etapas gravadas mayor será la carga tributaria y, por consiguiente, la distorsión de precios relativos. Por otro lado, a diferencia del IVA tipo consumo analizado anteriormente, grava la inversión y los insumos empleados en la producción de bienes de inversión, dificultando los ajustes de frontera para bienes exportados, creando un sesgo antiexportador y proimportador. Las críticas a la neutralidad de este tributo radican en las exenciones en la etapa productiva, asemejándose el ISIB a un impuesto bifásico a las ventas mayoristas y minoristas, con el agravante de que cada jurisdicción otorga la exención al establecimiento radicado allí, gravando los productos fuera de ella.

4. ANÁLISIS DEL IVA COMPARTIDO

En el año 1995, el Profesor Ricardo Varsano realizó una propuesta conjuntamente con José R. Afonso, para solucionar las distorsiones tributarias del IVA estadual en Brasil. La misma fue llamada “little boat model” o “modelo barquino” en portugués, postulando un IVA dual, federal y estadual, en el que los estados gravan las ventas, sean para consumo local o para exportaciones a otros estados/provincias, evitando que el impuesto provincial cruce la frontera o el río (de allí el nombre del modelo). Si la venta va dirigida a un importador de otro estado, el impuesto federal de origen se suma al IVA federal para ser cobrado íntegramente por el estado nacional. En el caso que el importador vende su producto a consumo final, el mismo será gravado por ambas tasas (federal y provincial). El modelo del pequeño bote se basa en el principio de destino pero evitando que los flujos comerciales interjurisdiccionales sean gravados a la tasa cero.

La propuesta original establecía que las alícuotas provinciales serían fijadas por una resolución del Senado y que las alícuotas federales lo serían por ley ordinaria. Ambas debían ser uniformes, por mercadería o servicio, en todo el territorio nacional, y selectivas, en relación a la necesidad del bien en cuestión. El gobierno central no se beneficia ni se perjudica, ya que solamente se encarga de cobrar la totalidad del impuesto y, al deducir la parte provincial y devolverla al ente subnacional, quedarse con la alícuota federal. Su rol es de intermediario, entre el estado donde se produce y el estado donde se consume, y de transportador del impuesto subnacional (Simón, 2001).

Según Varsano (1995), cada salida de mercadería o prestación de servicio de comunicación o de transporte interestadual o intermunicipal, generará dos débitos: uno federal y otro estadual. Cada entrada de mercadería o adquisición de servicios dará derecho a dos créditos: uno contra el gobierno central y otro contra el estado donde se adquirió la misma. Al final de cada período de cómputo, el contribuyente realizará un balance de créditos y débitos relativos al gobierno central y a su estado/provincia y recogerá las diferencias, si estas existieran. Los contribuyentes que concentren la mayoría de sus compras fuera de la provincia donde residen y sus ventas dentro de la misma, tenderán a acumular crédito contra el fisco federal. En el caso contrario, acumularán créditos con el fisco provincial.

Las desventajas de este sistema se cuentan en que, a pesar de simplificar los problemas administrativos, ya que se descansa en una misma legislación común que hace uniforme las bases y la presión tributaria sobre dicha base, no resuelve el problema del desfinanciamiento o de la pérdida de base tributaria de las jurisdicciones productoras y exportadoras netas. Adicionalmente, la necesidad de conocimiento de la contabilidad de los contribuyentes es total, ya que la información requerida es mayor que en el caso de un IVA destino. Por otro lado, “desde el ángulo político, consideraciones macroeconómicas y de renuencia de los poderes centrales en cuanto a cohabitar o ceder espacio en el uso de tan importante base tributaria, han contribuido a la resistencia a descentralizar este impuesto. Desde el ángulo técnico, los problemas de los arbitrajes interjurisdiccionales y los posibles incentivos al fraude en los destinos, en un espacio donde se supone la no existencia de controles en frontera, con las consecuentes dificultades de fiscalización que ello implica, han demorado la adopción de un esquema de general aceptación en la mayoría de los países. Cómo diseñar un impuesto a las ventas que garantizando la autonomía subnacional para fijar la tasa propia, opere satisfactoriamente en un espacio geográfico común entre varias jurisdicciones, estados, provincias o países, donde se supone la ausencia de controles en fronteras, constituye el gran desafío” (Piffano, 2001: 2). Por último, siempre que se intente nivelar la presión tributaria del impuesto en todas las jurisdicciones, se generarán incentivos para que éstas presionen políticamente para conseguir la mayor alícuota posible, quedándose con el rendimiento de cualquier potencial alícuota nacional adicional niveladora. La fijación de una alícuota general uniforme para la tasa provincial en todas las jurisdicciones imposibilita la garantía de autonomía tributaria subnacional.

5. PROPUESTA DE IVA COMPARTIDO PARA BRASIL

La propuesta original del IVA compartido surge en Brasil ante la necesidad de realizar una reforma tributaria que se adaptara a la nueva realidad económica que traía la apertura hacia el mundo. En la opinión de Varsano (1999), quienes propugnaban que la implementación de un IVA en Brasil era la mejor solución, no tenían en cuenta que el problema era justamente el opuesto: existían 28 IVAs diferentes en el país (uno federal, los 26 IVAs de los estados subnacionales y uno del Distrito Federal, Brasilia). Ellos no lograban identificar las similitudes del IPI y el ICMS con el IVA existente en otros países. La visión de Varsano era realizar una reforma que simplificara ambos impuestos, el IPI y el ICMS, unificándolos en un único tributo: el IVA compartido o dual.

En el estudio de la puesta en marcha de dicha propuesta, debían ser analizados tres puntos relacionados con el mantenimiento de la autonomía subnacional con la que gozan los estados brasileños:

- Inclusión de servicios: en la actualidad, la mayoría de los servicios (salvo los incluidos en el ICMS) se gravan con el Impuesto sobre Servicios de cualquier naturaleza (ISS). El problema de incluir la totalidad de los servicios en el IVA compartido supone que, al ser el ISS un tributo municipal, estos entes subnacionales pierdan gran parte de sus recursos. Aunque los mismos puedan ser compensados por transferencias, el poder de recaudación disminuye, debilitando la descentralización fiscal.
- Renuncia de los estados a gravar: la historia brasileña se ve marcada por la dificultad de armonizar, por un lado, la necesidad de un equilibrio fiscal y, por el otro, el grado de autonomía financiera de los estados. Las autoridades estatales pueden estar preparadas para aceptar las reformas en aras de un mayor orden y unificación de los tributos, que dificultan el crecimiento económico.
- Aplicación del principio de destino: el problema a resolver es la implementación de un IVA dual destino sin la tasa cero de las exportaciones, siendo que el tributo estadual de origen no cruza la frontera (“el río”, como el nombre del modelo lo plantea). Desde el punto de vista federal, las fronteras estatales son irrelevantes, y la solución sería que el tributo estadual en el comercio transfronterizo sea cobrado en el origen, incluido en la alícuota federal, y el gobierno central luego realiza el correspondiente crédito al importador.

La propuesta de un IVA compartido de 1995 se frustró por diversos motivos. El debate inicial perdió fuerza al aparecer el proyecto que dio origen a la Ley Kandir, la cual reguló la aplicación del ICMS, dando exención del pago del mismo sobre las exportaciones de productos primarios y semimanufacturados o servicios, para que los productos brasileños sean más competitivos en el mercado internacional. Varsano (2014), concluye que en un ambiente democrático es prácticamente imposible elaborar y enviar al Congreso un proyecto completo de reforma nacional y lograr la aprobación sin que su consistencia sea quebrada.

6. PROPUESTA DE IVA COMPARTIDO PARA ARGENTINA

“En Argentina, donde existe un insatisfactorio impuesto en cascada, que consiste en una importante fuente de ingresos subnacionales y un IVA existente a nivel federal, es un buen candidato a implementar el IVA compartido, por el procedimiento propuesto por el Modelo del Pequeño bote” (Varsano, 1999). La aplicación de dicho modelo en el sistema tributario argentino dependería del reemplazo del actual IVA nacional y el ISIB por un único IVA compartido entre nación y provincias. En el análisis de Simón (2001), a la actual tasa del IVA del 21% se le podría agregar otra a ser recaudada por las provincias:

Precio Neto	100
IVA Federal (21%)	21
IVA Provincial (5%)	5
Total	126

El principio a utilizar es el de destino, siendo que el producto sale libre de impuestos provinciales del estado de origen, pero gravado con una percepción por el gobierno nacional. De esta manera, se tributa prácticamente lo mismo ya sea que el bien se consuma en esa jurisdicción o se exporte para ser consumida en otra.

Para evitar las guerras fiscales entre provincias, la mejor alternativa parece ser la adopción de una tasa provincial uniforme, que no incentive a simular destinos diferentes para desgravar impuestos. Sin embargo, esta solución dificulta el principio de autonomía que da razón de ser a la descentralización tributaria (Piffano, 1999). Para lograr la eliminación de las distorsiones creadas por el ISIB, este tributo debería ser sustituido por un IVA compartido, a pesar de que supondría la renuncia a potestades tributarias provinciales, porque las exenciones y las bases imponibles deberían definirse de manera conjunta y uniforme entre el Estado nacional, las provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA), con un set único de normas federales y provinciales. Si se permite que cada provincia defina las tasas a cobrar individualmente, se estaría abriendo la posibilidad a que existan 25 alícuotas de IVA diferente, problema que justamente quería evitar el Modelo del Pequeño Bote en Brasil (Simón, 2001).

El ISIB es un impuesto ampliamente distorsivo y negativo para las pautas de crecimiento, además de estar históricamente atado con los años de mayor presión tributaria sobre los privados. Para minimizar sus distorsiones, la mejor alternativa es un impuesto al consumo final. A diferencia de dicho tributo que no es visible para los consumidores, los impuestos sobre el consumo tienen la ventaja de ser transparentes para el usuario final. Las condiciones que deberá cumplir este IVA provincial son tres:

- a. Que la base incluya de forma amplia y general a todos los bienes y servicios;
- b. Que todos los bienes y servicios se graven a una tasa uniforme;
- c. Que la alícuota sea la menor posible.

El gran problema en la Argentina es que ya de por sí el IVA federal imperante es muy alto a comparación de sus vecinos, como fue demostrado en el Cuadro 4. El hecho de agregar un 5% en concepto de IVA provincial, aumentaría considerablemente la base tributaria. Teniendo en consideración cuál sería el balance para las distintas provincias, se entiende que las que son mayormente productores y poco consumidoras tendría una desventaja ante una reforma de este tipo. Por tal motivo, para compensar a las mismas podría crearse un Fondo de Compensación Regional Transitorio.

7. CONSIDERACIONES FINALES

Es amplio el consenso en ambos países de que los sistemas tributarios imperantes son, en gran medida, ineficientes e inequitativos, y que hay una diversa gama de posibilidades para implementar nuevas reformas que introduzcan impuestos más progresivos y menos distorsivos, siendo el modelo del pequeño bote solamente una de tantas propuestas. No caben dudas que el debate debe ser amplio, teniendo en cuenta todos los niveles de gobierno, tanto nacional como provincial y municipal, y analizando alternativas que arrojen un desempeño mejor, con un sistema desde el punto de vista administrativo más eficaz, sin asimetrías y relajando la abultada presión fiscal imperante.

El punto de partida en el caso de Brasil es inverso al de Argentina. En Brasil se intenta armonizar un sistema dual de IVA básicamente estadual con el federal, actualmente operando con muchas deficiencias. En Argentina se trata de crear un IVA subnacional hoy inexistente, que reemplazaría a lo que aún subsiste del obsoleto e ineficiente Ingresos Brutos (ISIB), junto al preexistente IVA nacional. Pero Argentina ya presenta un nivel de presión tributaria sobre la base del IVA muy alta, circunstancia que dificulta pensar en agregar una alícuota adicional provincial. A pesar de que la Argentina presenta una menor presión tributaria global frente a Brasil, la gran concentración de la misma se da a nivel federal de gobierno, coincidiendo con la alta participación del IVA nacional. Son cuestionables los beneficios que generaría la elevación de la presión tributaria a través de un impuesto con alta evasión.

Por otra parte, es amplio el debate sobre el nivel de distorsión que genera en Argentina actualmente el ISIB, siendo que el mismo produce efectos negativos, desalienta la inversión y genera un sesgo antiexportador y proimportador. A pesar de los evidentes beneficios que traería sobre la producción la eliminación de un impuesto que grava en cascada y desincentiva la agregación de valor, es evidente el peso que tiene este tributo para contribuir con los recursos provinciales y es de crucial importancia adoptar un enfoque gradual, con consenso de todas las provincias y que pueda ser reemplazado eficientemente en el mediano plazo.

La adopción del modelo del pequeño bote es sin dudas una conveniente alternativa a ser aplicada en Argentina para mejorar la eficiencia del sistema tributario imperante, implementando un impuesto provincial uniforme que reemplace el ineficaz ISIB y se agregue al ya existente IVA nacional. A pesar del cierto grado de autonomía al que deberían renunciar las provincias y del aumento de la presión tributaria actual, el IVA dual es una propuesta que fortalecería el federalismo argentino en el largo plazo si se consigue

gracias a su mayor eficiencia dar paso a un crecimiento de la alícuota provincial y una disminución de la nacional, fortaleciendo a las provincias y eliminando distorsiones.

BIBLIOGRAFÍA

- CEPAL (1993): *Descentralización fiscal: Marco conceptual*, Santiago de Chile, CEPAL.
- CETRÁNGOLO, Oscar y JIMÉNEZ, Juan Pablo (1998): *Algunas reflexiones sobre el federalismo fiscal en la Argentina*, en *Desarrollo económico*, número especial, vol. 38, Buenos Aires, Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES).
- CETRÁNGOLO, Oscar y JIMÉNEZ, Juan Pablo (2004): *Las relaciones entre niveles de gobierno en Argentina. Raíces históricas, instituciones y conflictos persistentes*, en *Revista de la CEPAL*, VOL 47, Santiago de Chile.
- CONCIANI, Aline y DOS SANTOS, Danielle C. (2009): *Surgimento da Federação Brasileira e sua concretização na atual constituição federal*, en *Revista de Direito Público*, Londrina, V, 4, N. 3, P. 268-281, septiembre-diciembre.
- CONSEJO FEDERAL DE INVERSIONES DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES (2014): *Luces y sombras del federalismo fiscal. Argentina y el mundo*, Informe final mayo, Buenos Aires.
- GIAMBIAGI, Fabio y RONCI, Marcio (2005): *Las instituciones fiscales brasileñas: las reformas de Cardoso, 1995-2002*, en *Revista de la CEPAL*, VOL 85, abril.
- JORRATT, Michel (2011): *Evaluando la equidad vertical y horizontal en el impuesto al valor agregado y el impuesto a la renta: el impacto de reformas tributarias potenciales. Los casos del Ecuador, Guatemala y el Paraguay*, en *Macroeconomía del Desarrollo*, Serie 113, CEPAL, Santiago de Chile.
- LOBAIZA, María Lorena (2001): *Presión tributaria del impuesto al valor agregado bajo distintos indicadores de bienestar*, Departamento de Economía, Universidad Nacional de La Plata.
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FINANZAS PÚBLICAS (2017): Información estadística, *Recursos tributarios provinciales*, [en línea], <http://www2.mecon.gov.ar/hacienda/dncfp/provincial/recursos/recaudacion.php> [última consulta el 13-10-2017].
- MINISTERIO DE JUSTICIA Y DERECHOS HUMANOS (2017): Información legislativa, *Ley de Impuesto al Valor Agregado*, [en línea], <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/40000-44999/42701/texact.htm> [última consulta el 09-10-2017].
- OCDE/CEPAL/CIAT/BID (2017): *Estadísticas tributarias en América Latina y el Caribe 2017*, OECD Publishing, Paris.
- PIFFANO, Horacio L. P. (1999): *El IVA subnacional*, Anales de la Asociación Argentina de Economía Política, Rosario.
- PIFFANO, Horacio L. P. (2001): *¿Es el IVA subnacional la alternativa preferida?*, Sexto Seminario Internacional sobre Federalismo Fiscal, Buenos Aires.
- PIFFANO, Horacio L. P. (2004): *Notas sobre federalismo fiscal: enfoques positivos y normativos*, en *Prebi/Sedici*, Departamento de Economía, Universidad Nacional de La Plata, abril.
- PORTO, Alberto (2007): *Nacimiento, evolución, crisis y necesidad de un replanteo de la Coparticipación Federal de Impuestos*, en *Revista Aportes para el Estado y la Administración Gubernamental*, noviembre, Buenos Aires.
- PORTO, Alberto (2008): *El funcionamiento del federalismo fiscal argentino*, en *Documento de trabajo Nro 71*, Departamento de Economía, Universidad Nacional de La Plata, marzo.
- PRESIDENCIA DA REPÚBLICA (2016): Casa Civil, Subchefia para Assuntos Jurídicos, *Emenda Constitucional N° 95, de 15 de Dezembro de 2016*, [en línea], http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/Emendas/Emc/emc95.htm [última consulta el 19-09-2017].
- REZENDE, Fernando (1995): *Federalismo fiscal no Brasil*, en *Revista de Economía Política*, vol. 15 N°3 (59), julio-septiembre.
- SERRA, José y AFONSO, José R. (2007): *El federalismo fiscal en Brasil: una visión panorámica*, en *Revista de la CEPAL*, VOL 91, abril.

- SIMÓN, Jorge Hernán (2001): *Sustitución del impuesto sobre los ingresos brutos: trade off entre eficiencia económica y autonomía provinciales*, Argentina: Editoriales de la A.U.G.M.
- TERRA NOVA DOS SANTOS, Julia (2016): *Análise da incidência do IPI sobre produtos importados por pessoas físicas para uso próprio*, en XVIII Revista do CEPEJ, Brasil.
- VARSANO, Ricardo (1995): *A tributação do comércio interestadual: ICMS atual versus ICMS partilhado*, Brasil, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.
- VARSANO, Ricardo (1999): *Subnational taxation and treatment of interstate trade in Brazil: problems and a proposed solution*, Estados Unidos, Port City Press.
- VARSANO, Ricardo (2014): *A tributação do valor adicionado, o ICMS e as reformas necessárias para conformá-lo às melhores práticas internacionais*, Banco Interamericano de Desarrollo.
- VILLELA, Luiz y BARREIX, Alberto (2003): *Tributación en el Mercosur y posibilidades de coordinación*, en XV Seminario de Política Fiscal, CEPAL, Santiago de Chile.

CAPACIDAD DEL BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA PARA APLICAR POLÍTICAS DE METAS DE INFLACIÓN

NAILA BELÉN SANTAROSA

Docente a cargo de la Comisión: **LIC. PABLO GORBÁN**

El presente trabajo considera diversos aspectos de la formulación de la política monetaria en Argentina a los efectos de evaluar la capacidad de la autoridad monetaria vigente desde el gobierno de Mauricio Macri de aplicar un régimen de metas de inflación exitoso. Para ello se pone en consideración si el objetivo inflación se establece como prioritario, si la selección del instrumento de política es el adecuado y si la construcción institucional del Banco Central de la República Argentina actúa favorablemente.

Se analizan las condiciones de partida del régimen y los factores exógenos que afectan al objetivo y la reputación de la autoridad monetaria. A su vez, en el análisis del proceso de implementación aparece el interrogante de la efectividad del instrumento frente a múltiples objetivos, soluciones contradictorias con el esquema de metas de inflación ante la aparición de shocks externos y aparentes debilidades en los canales de transmisión para la formación de expectativas.

La falta de resultados hasta el momento pone en duda la capacidad de abordar esta política; sin embargo, aún quedaría abierta una ventana al posible éxito si se refuerza institucionalmente al régimen, dotándolo de formalidades que amparen el accionar de la autoridad monetaria en la consecución de su objetivo.



1. INTRODUCCIÓN

Desde 1990, año en que Nueva Zelanda inaugura la implementación de un régimen de metas de inflación, numerosos países del mundo han aplicado estos programas para conducir la evolución de sus tasas de inflación a las metas pautadas. Luego de más de veinticinco años de evidencia internacional, parecieran posicionarse como efectivos ya que con algunas excepciones, los bancos centrales que los han adoptado han logrado reducir la inflación de manera significativa en correspondencia a sus rangos objetivos. En la región, casos como Chile, Brasil, Perú y Uruguay muestran una disminución a menos de dos dígitos de sus tasas anuales de inflación promedio desde la adopción del régimen en los años 1990, 1999, 2002 y 2007 respectivamente (IPEC, 2017).

Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL, 2014) en este tipo de esquema, en que la credibilidad del banco central resulta determinante para la efectividad de la política monetaria, la búsqueda y consolidación de la reputación puede devenir en uno de los objetivos intermedios de la autoridad monetaria. Sin embargo, la historia reciente de nuestro país arroja como resultado una situación poco alentadora en términos de capacidad institucional.

En Argentina, bastaría un breve repaso de lo acontecido los últimos años para dar cuenta de las frecuentes reformas de la Carta Orgánica de su Banco Central. La política monetaria desempeñada durante la post-convertibilidad no tuvo como eje el control de la inflación. Si bien inicialmente los esfuerzos se dedicaron a la estabilización del tipo de cambio y a la acumulación de reservas internacionales como instrumento precautorio, cuando se logró una reestructuración del canal del crédito acercándonos al año 2004 no hubo robustas tentativas de aplicar estos modelos ya instaurados en el ámbito internacional. Frenkel (2007), explica el rechazo de ese tipo de modelos para la Argentina en el lapso inmediato a la crisis del 2001, por los débiles mecanismos de transmisión derivados del quiebre estructural que enfrentó el sistema bancario y por el foco direccionado al mantenimiento de un tipo de cambio competitivo.

Asimismo, cabe mencionar la continua pérdida de reputación de la entidad producto de la falta de independencia, que quedó en evidencia tras recalibraciones permanentes de la política monetaria y el abandono del Programa Monetario en el año 2010.

En esta etapa se ha tomado la decisión política de mantener el impuesto inflacionario e incluso de ocultar la exacerbación de los niveles de inflación mediante la distorsión de las estadísticas oficiales. Esta violación al derecho de los ciudadanos de contar con información fidedigna y transparente, de alguna manera trataba de esconder una de las secuelas sociales del proceso: un impacto regresivo, donde los segmentos más pobres se encuentran carentes de herramientas para defenderse ante la erosión de su ingreso y riqueza.

Con el cambio de gobierno a fines de 2015, parece haberse definido un modelo económico orientado por reglas, guiado principalmente por el cumplimiento de metas tanto de carácter fiscal como monetarias. El discurso político planteado por la autoridad ejecutiva, pone importante foco en el fenómeno de la inflación como uno de los principales problemas a resolver debido a su impacto en la pobreza, entendiendo además que dicho flagelo perjudica el crecimiento económico de largo plazo. En el marco de este planteo, el gobierno expone la necesidad de conducir un sendero de desinflación gradual, apuntando a una meta de inflación del 5% anual hacia el año 2019.

Surge así la adopción formal de un régimen de metas de inflación. El 26 de septiembre de 2016 en conferencia de prensa el Banco Central de la República Argentina (BCRA) presenta “Régimen de metas de inflación en Argentina”. Aquí se compromete a hacer explícita su meta de inflación, se define como una autoridad independiente para el uso de los instrumentos de su política monetaria orientada a cumplir su objetivo, con comunicación transparente de su visión y acciones y que rendirá cuentas ante la sociedad sobre el cumplimiento de sus objetivos. De esta forma se buscó dar una solución al problema de inconsistencia temporal de política monetaria, problema estudiado en sus inicios por Kydland y Prescott en 1977.

Producto de este contexto, cabe cuestionar, ¿es esto suficiente para alcanzar los objetivos propuestos cuando la historia institucional cercana genera tal contrapeso?, ¿tiene el BCRA actual verdadera independencia en la ejecución de sus políticas? A su vez, la aplicación de este régimen nos lleva a cuestionar la cuantía y efectividad de los instrumentos aplicados. En nuestro país, el manejo de la tasa de interés de corto plazo, ¿influye de manera contundente en la formación de expectativas de los agentes económicos en el proceso de formación de precios?

No hay que dejar de considerar, que la situación inicial presenta profundos desequilibrios macroeconómicos y fiscales que requieren la corrección de distorsiones generadas tras tantos años de inflación. Por ello también sería válido preguntarse si es correcto asumir implícitamente que la inflación en Argentina es sólo de carácter monetario y es competencia exclusiva de la autoridad monetaria conducir hacia la estabilización o, si es un fenómeno de carácter estructural que demanda esfuerzos de diversos sectores de la economía para ser erradicado.

En función de los interrogantes que surgen analizando el proceso de implementación de metas de inflación por primera vez en Argentina, el presente trabajo tratará como hipótesis que el esquema de metas de inflación basado en el manejo de la tasa de interés de corto plazo aplicado por el BCRA es una condición necesaria pero no suficiente para alcanzar su objetivo. Es decir, que deberá contar con otros instrumentos de política para complementar el uso de la tasa de referencia.

2. ESTADO DEL ARTE, MARCO TEÓRICO Y OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

La inflación, definida como el aumento generalizado y persistente en el nivel de precios de una economía, constituye un fenómeno complejo que diversas corrientes de la teoría económica, tanto ortodoxas como heterodoxas, han estudiado para comprender sus causas y su posible erradicación.

Desde la posguerra, el foco de atención sobre el modelo IS-LM de Hicks y las contribuciones de Modigliani y Samuelson a la Economía del Bienestar justificó por largo tiempo la importancia de la estructura de pensamiento keynesiano.¹ Sin embargo, los paradigmas teóricos enfrentan la culminación de su auge cuando nuevos hechos económicos irrumpen su capacidad de explicar lo que acontece con los modelos vigentes. Esto sucedió tras el abandono de los acuerdos de Bretton Woods en 1971 y la crisis del petróleo en 1973 que condujeron a la aparición y consolidación de un nuevo fenómeno, la estanflación.

En el ámbito académico, en forma contemporánea, Robert Lucas desarrollaba su versión de cómo los agentes económicos descuentan información pasada y presente de forma eficiente y pueden predecir comportamientos de variables económicas. Introdujo así la formación de expectativas racionales que vinieron a revolucionar el campo de la macroeconomía. La modelación de las expectativas racionales en contextos de incertidumbre es introducida en adelante para diversos análisis. Esta ruptura y la incidencia notoria de la corriente de pensamiento monetarista frente a la falta de respuesta de las corrientes predominantes, hicieron virar los debates académicos hacia la importancia de la política monetaria para resolver el problema de la inflación.

Kydland y Prescott (1977), incorporando expectativas racionales, estudian la inconsistencia temporal de la política monetaria para la maximización de una función social objetivo. Demuestran que la decisión óptima respecto de una acción en un momento dado cambia en el tiempo. La autoridad monetaria debe abordar un proceso continuo de toma de decisiones en el que interactúa en forma secuencial con el público y en el cual existen incentivos a cambiar la política adoptada respecto del compromiso inicial. Esta inconsistencia dinámica, produce el sesgo inflacionario y si bien, la política discrecional no lleva a la maximización de la función social objetivo, la performance económica podría ser mejorada con el uso de una regla.

El modelo anterior, fue popularizado por Barro y Gordon en 1983. Los autores analizan la alternativa de régimen discrecional y la aplicación de reglas en el comportamiento monetario. Dada la interacción repetida entre el formulador de políticas y los agentes privados, plantean que es posible que las fuerzas reputacionales puedan sustituir a las reglas formales. Proporcionan un ejemplo de equilibrio reputacional para la política monetaria y concluyen que los resultados equivalen a una combinación de los resultados de la opción de discrecionalidad y de la fijación de una regla ideal.

La literatura académica, ha ido aportando soluciones a este problema. Se mencionan al menos tres en IPEC (2017, p.9): *1) entregar la conducción de la política monetaria a un banquero central con alta aversión a la inflación, y en un banco central independiente del Tesoro y de presiones políticas y sectoriales, 2) adoptar reglas fijas a la política monetaria, que el banco central deberá seguir sin desvíos (lo que supone un marco*

¹ Estos desarrollos incorporaron el modelo keynesiano al pensamiento neoclásico de la época, allanando el camino para el estudio de la necesidad de las políticas fiscales y monetarias adecuadas para la estabilización de la economía.

institucional ad hoc), o 3) *fijar el tipo de cambio nominal de la moneda local respecto a la de otro país con una inflación permanentemente menor a la inflación local*.

Desde entonces, gran parte de la discusión se embebió de las ventajas y desventajas de optar por una política monetaria discrecional o restringirla al cumplimiento de reglas preestablecidas.

Con estos inminentes cambios en el contexto económico y la aparición de nuevos cuerpos teóricos, dentro de la línea de pensamiento nekeynesiano surge la necesidad de proporcionar nuevas bases metodológicas. Así, el análisis nekeynesiano introduce fundamentos microeconómicos al desarrollo de la macroeconomía e incorpora también el supuesto de expectativas racionales. Los principales economistas que en las últimas décadas apuntalan este esquema de pensamiento fueron Gregory Mankiw y David Romer. La metodología de construcción de los modelos llamados Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE)², fue examinada en el año 2003 por Michael Woodford, con la colaboración de Julio J. Rotemberg. Ambos elaboraron uno de los primeros modelos macroeconómicos nekeynesianos micro-fundados. Un gran aporte a la construcción formal de este cuerpo teórico fue el trabajo de Taylor en 1993, quien convencido de la importancia del diseño de la política monetaria se basó en estimaciones empíricas y llegó a establecer la regla pionera de política monetaria: La Regla de Taylor.³ La inclusión de la ecuación de política monetaria dentro de los modelos económicos dinámicos se ha generalizado en las últimas décadas.

Los modelos nekeynesianos fundamentan desde hace años las alternativas de actuación de los bancos centrales frente al trade-off producto-inflación de forma dinámica. Esto implica un desdoblamiento de las decisiones de la autoridad monetaria respecto a qué tan permisible es ante las variaciones del producto de corto plazo o de las desviaciones de la tasa de inflación respecto a su objetivo prefijado.

Respecto a la selección de los instrumentos utilizados por la política monetaria se remontará al trabajo pionero de Jan Tinbergen expuesto en 1952. Una de sus contribuciones más importantes es el manifiesto de los límites que enfrentan los hacedores de política económica cuando los instrumentos de política que efectivamente pueden utilizar no resultan suficientes para alcanzar los objetivos propuestos. Interpretando a Tinbergen, Cuadrado Roura (2010, p.64): *en política económica hay que efectuar siempre algún tipo de elección en razón del trade-off casi siempre obligado entre los objetivos deseados (que no pueden lograrse simultáneamente a un nivel máximo), pero también como consecuencia de los efectos directos e indirectos de los distintos instrumentos*.

Consideramos como el objeto más amplio de la teoría de la política económica a la determinación de la política óptima, dados los indicadores de preferencias individuales de los ciudadanos de una comunidad. El objetivo es amplio y contempla entre otras cosas: (i) un indicador de preferencia colectiva; (ii) la deducción, a partir de ese indicador, de los objetivos generales de la política económica; (iii) la elección de los instrumentos “adecuados”, cualitativos y cuantitativos; (iv) la determinación de los valores cuantitativos de los instrumentos en tanto esos instrumentos sean elegidos y (v) la formulación de la conexión entre (a) la relación entre los objetivos y los valores cuantitativos de las variables instrumentales y (b) la estructura de la economía en estudio por el otro lado. Estos cinco elementos no son independientes uno del otro (Tinbergen, 1952, p.3-4).

Los actuales regímenes de metas de inflación, se encuadran como una solución flexible al problema de inconsistencia temporal de política monetaria. Si bien hay autores que discuten sobre los instrumentos adecuados para llevar adelante un esquema de metas de inflación, en la mayoría de los casos empíricos, proliferó el uso de la tasa de interés de corto plazo sujeto a una regla de política monetaria calibrada por el banco central para dar respuesta a las desviaciones de la inflación y el producto. Es tarea fundamental del banco central delimitar los valores de las sensibilidades de la tasa nominal de interés al movimiento de la brecha del producto y a los desvíos de la inflación. Es decir, cuenta con un solo

² Los modelos DSGE, se caracterizan por analizar las alternativas de reacción de las autoridades monetarias ante los diversos shocks que afectan tanto a la oferta como a la demanda agregada. Son modelos necesariamente dinámicos debido a que explican el movimiento de las principales variables económicas mediante un comportamiento impulso-respuesta y se los utiliza para evaluar las políticas económicas intertemporales en término de sus objetivos preestablecidos. Suponen formación de precios bajo una estructura de mercado de competencia monopolística y que los mismos presentan rigideces en el corto plazo. Los modelos asumen la no neutralidad de la política monetaria en el corto plazo y se expresan en términos de brecha de producto, haciendo visible la efectividad de dicha política sobre la economía real, delimitando el accionar de esta última a una trayectoria compatible con el cumplimiento del objetivo ex-ante.

³ Taylor Rule: Nominal Federal Funds Rate = Inflation + 2.0 + 0.5 * (Inflation - 2.0) + 0.5 * (GDP gap).

instrumento para dos objetivos. Esto no condice con la formulación teórica básica de la política económica que se acaba de revisar.

Respecto a la implementación de un régimen de metas de inflación, el desarrollo de Bernanke y Mishkin (1997) argumenta que este enfoque no representa el uso de una regla de política sino un marco de políticas cuya ventaja principal es el aumento de la transparencia y la coherencia de las mismas, en la que se pueden ajustar acciones bastante flexibles, incluso discrecionales. Lo diferencia argumentando que el banco central no debe actuar mecánicamente sujeto a una regla, sino que debe incorporar toda la información que influye en el logro de sus objetivos. De esta forma, dentro de las limitaciones generales impuestas por las metas a mediano y largo plazo, los bancos centrales se han dejado un margen considerable para responder a cuestiones de desempleo, tipo de cambio y otros desarrollos a corto plazo. Desde esta perspectiva, metas de inflación es un marco para la política monetaria dentro del cual se puede ejercer una discreción restringida.

Un estudio posterior de Eichengreen, Masson, Savastano y Sharma (1999) recorre una serie de prerequisites institucionales básicos que hacen a la implementación de un esquema de metas de inflación creíble. A saber:

En primera instancia, el banco central necesariamente debe ser independiente, no en forma exhaustiva, pero sí gozar de independencia instrumental. DeBelle y Fischer (1994) distinguen entre la independencia de objetivos y la independencia del instrumento para el banco central. Independencia de objetivo implica la capacidad unilateral del banco central para fijar sus objetivos de inflación; mientras que la independencia del instrumento significa que, aunque los objetivos pueden ser establecidos por el gobierno o por el gobierno en consulta con el banco central, el banco central es el único responsable para la elección de la configuración del instrumento necesario para alcanzar dichos objetivos. También aclaran que la independencia de instrumentos parecería ser la forma de independencia que maximiza la rendición de cuentas del banco central y minimiza el oportunismo político, dejando al mismo tiempo los objetivos finales de la política para que sean determinados por los procesos democráticos.

Retomando los prerequisites según Eichengreen et al. (1999) el país además tiene que estar libre de los síntomas de dominancia fiscal; las transferencias del banco central al sector público deben ser bajas o inexistentes. Adicionalmente, los mercados financieros deben ser lo suficientemente profundos para absorber las colocaciones de deuda pública. Por último y esencial, sugieren la ausencia de cualquier compromiso de las autoridades para un nivel objetivo o meta de otras variables nominales, como los salarios o el tipo de cambio. *Un país que tenga por objeto fijar el tipo de cambio en un entorno de alta movilidad de capitales tiene que subordinar su política a ese objetivo, dejándolo incapaz de dirigir otras variables nominales* (Eichengreen et al., 1999, p. 30).

Tras recorrer parte de la literatura que trata tanto la problemática de la inflación en sí misma como el alcance de la política monetaria para controlarla y, comprendiendo el contexto de los inicios de los regímenes de metas de inflación que han ganado amplia aceptación en las últimas décadas con aparente éxito, el presente trabajo tomará como soporte vertebral el trabajo teórico de Jan Tinbergen sobre la política económica vinculándolo a la eficiencia de la política monetaria de Argentina desde el año 2017. Los estudios mencionados en última instancia, basados en las experiencias de países que aplicaron metas de inflación, permitirán incorporar elementos de análisis concretos respecto de la forma en que se abordó la implementación.

El presente trabajo se propone como objetivo principal analizar si el desempeño institucional del Banco Central de la República Argentina a partir de la adopción formal del régimen de metas de inflación en 2017 fue el adecuado para hacer un uso efectivo del instrumento de política monetaria seleccionado y alcanzar su objetivo de inflación.

Para contribuir con el objetivo mencionado, se proponen objetivos de carácter secundario enunciados a continuación.

Primero, observar si las condiciones de partida del régimen de metas de inflación se alinean con las recomendaciones teóricas desarrolladas con antelación.

Segundo, analizar si la fijación de las metas cuantitativas de inflación funciona como ancla nominal para el caso de la economía argentina.

Tercero, evaluar si el problema de inconsistencia temporal de la política monetaria argentina encuentra resolución en la implementación del régimen de metas de inflación basado en el cumplimiento de objetivos preestablecidos.

El diseño de la investigación será esencialmente de carácter cualitativo, basándose en una descripción de los sucesos históricos recientes y se apoyará ocasionalmente en la observación de datos recopilados.

3. METAS DE INFLACIÓN EN ARGENTINA COMO MARCO INSTITUCIONAL

El régimen de metas de inflación instaurado en Argentina desde el año 2017 no está respaldado jurídico-institucionalmente. La Carta Orgánica del BCRA vigente desde marzo del año 2012 según Ley Nro. 26.739, si bien define en su Artículo 1° a la autoridad monetaria como una entidad autárquica del Estado nacional, luego en el Artículo 2° supedita su accionar al marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional. A su vez, los objetivos establecidos en la misma distan de centrarse en el control de la inflación exclusivamente.

El banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social (Ley Nro. 26.739, Artículo 2°).

Desde la presentación del nuevo régimen en septiembre de 2016, el BCRA comienza a formalizar muchos de los elementos principales que definen al marco de metas de inflación. Siguiendo a Scott (2010, p. 46), los mismos son cuatro:

- *Un banco central con el mandato explícito de preservar la estabilidad de precios como objetivo primordial de la política monetaria y un alto grado de autonomía operativa para perseguir tal objetivo.*
- *Metas cuantitativas explícitas para la inflación.*
- *Rendición de cuentas del banco central en cuanto al logro del objetivo de inflación, principalmente mediante el requisito de una alta transparencia en la estrategia e implementación de la política.*
- *Definición de la política a partir de una evaluación prospectiva de las presiones inflacionarias, basada en una amplia variedad de información.*

Al respecto, podemos mencionar que el BCRA define que su objetivo primordial será en adelante el de estabilidad monetaria y manifiesta que la selección del instrumento para alcanzarlo será el uso, a partir de enero de 2017, del centro de corredor de pasas a 7 días como tasa de referencia de la política monetaria (TPM).

Las metas cuantitativas fueron anunciadas por rangos de inflación objetivo: entre 12% y 17% para 2017, entre 8% y 12% para 2018 y entre 3,5% y 6,5% para 2019.

En cuanto a la rendición de cuentas y transparencia se difunden Informes Monetarios Diarios, Comunicados de Política Monetaria dos veces al mes donde el BCRA plasma resumidamente la decisión del Consejo de Política Monetaria respecto al movimiento o no de la TPM, un Informe Monetario Mensual y trimestralmente el Informe de Política Monetaria sumado a una conferencia de prensa. Hasta el momento no hay publicaciones respecto al mecanismo de decisión de la TPM dentro del Consejo.

Por último, para la evaluación prospectiva de las presiones inflacionarias se tienen en cuenta la información aportada por los monitores de precios de alta frecuencia del BCRA, información de la evolución del mercado cambiario, las proyecciones privadas concentradas en el Relevamiento de Expectativas de Mercado mensual de acceso público, información brindada por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), entre otros. Hasta el momento se desconocen los modelos utilizados por el BCRA para sus proyecciones de inflación y crecimiento. Esto último podría encontrar justificación en Mishkin (2004). Según el autor, la transparencia de un banco central siempre debe considerarse un medio para un fin, siendo beneficiosa en tanto sirva para simplificar la comunicación con el público y ayude a generar apoyo para llevar a cabo una política monetaria óptima con un enfoque apropiado en los objetivos a largo plazo.

4. CONDICIONES DE PARTIDA DEL RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN

En base al desarrollo de Eichengreen et al. (1999) mencionado en el marco teórico, se intentará identificar algunas cuestiones que condicionarían el éxito del régimen para el caso argentino. Resumidamente, hacen referencia a la capacidad técnica del banco central para implementar metas de inflación, ausencia de dominancia fiscal, mercados financieros sanos y una estructura institucional eficiente para apoyar el compromiso con la baja inflación.

La autoridad monetaria argentina no goza de una historia que prometa por sí misma una condición de independencia respecto del poder ejecutivo. Al respecto, Pereira y Navarro (2018) estudian que desde la creación del BCRA en el año 1935 hasta el inicio de la nueva administración, sólo un presidente completó su mandato al frente de la autoridad monetaria. Si bien más adelante se desarrollará con mayor profundidad el tema, aquí podemos destacar que a priori sí existe una independencia instrumental en el nuevo BCRA, que sería en esencia el prerequisite destacado por los autores.

En cuanto a la inexistencia de dominancia fiscal para garantizar que el sector público no se base sistemáticamente en el señoreaje, no es el caso de Argentina en los últimos años. A partir de la última reforma de la Carta Orgánica del BCRA en el año 2012, se ha intensificado el auxilio financiero de la autoridad monetaria al fisco, sin ser excepción el año 2016, primer año bajo la nueva conducción presidencial.

Adicionalmente, el mercado financiero no parece ser lo suficientemente profundo. A continuación se presenta una comparación del promedio del porcentaje del crédito interno al sector privado respecto de su Producto Bruto Interno (PIB) entre Argentina y los países de América del Sur que hasta el momento aplicaron metas de inflación. Dichos ratios consideran los tres años previos al inicio del régimen en cada caso (ver Cuadro 1).

Cuadro 1: Ratios promedios sobre PIB del crédito interno al sector privado

Países de América del Sur con regímenes de metas de inflación	Año de aplicación de metas de inflación	Crédito interno al sector privado como %PIB (promedio 3 años previos a aplicación del régimen)
Chile	1990	50.04%
Brasil	1999	37.05%
Colombia	1999	35.67%
Perú	2002	27.72%
Uruguay	2007	23.54%
Paraguay	2013	38.73%
Argentina	2017	14.15%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

Se observa que Argentina no sólo es el que presenta el menor ratio (14,15%) sino que también está alejado de la media de la muestra (32,42%). *Los mercados de capitales poco profundos son una manifestación muy común de la existencia de dominancia fiscal. A menudo son un subproducto de los planes gubernamentales para extraer los ingresos del sistema financiero* (Eichengreen et al., 1999, p. 32).

Por último, parece cumplirse el requisito de ausencia de compromisos por parte de las autoridades monetarias para cumplir niveles objetivos de otras variables nominales. Al respecto, la presentación del programa en 2016 estipula un régimen de flotación libre del tipo de cambio que garantizaría la absorción de shocks externos.

En respuesta al desarrollo de estos autores basado en casos de países industrializados, Batini y Laxton (2006) avanzan con un análisis exhaustivo de dichos prerequisites y resultados para el caso de países emergentes que aplicaron metas de inflación. Hallan evidencia para afirmar que no cumplir en promedio los prerequisites no es un impedimento para la adopción y el éxito del régimen. Encuentran que su adopción se ha asociado con mejoras rápidas en las estructuras institucionales y técnicas. Focalizan

en un enfoque proactivo para hacer mejoras por parte del banco central y otras partes del gobierno. La viabilidad y el éxito parecen depender más del compromiso y la capacidad de las autoridades para planificar e impulsar el cambio institucional luego de introducir las metas de inflación.⁴

5. FACTORES EXÓGENOS QUE AFECTAN EL OBJETIVO DE POLÍTICA MONETARIA Y LA REPUTACIÓN DEL BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (BCRA)

Existen diversos factores que el BCRA no controla en forma directa pero que influyen en la formación de expectativas de los agentes económicos y por lo tanto, afectan al objetivo de la política monetaria. Ergo, los resultados en materia de inflación dependerán también del margen de maniobra de la política monetaria frente a estos factores.

5.1. Apertura irrestricta de capitales y el trilema incompatible

Emergen inevitables dudas respecto de la viabilidad del nuevo régimen. El mismo se pone en vigencia en una economía pequeña, abierta al movimiento de capitales y con un mercado de cambios libre de controles prohibitivos. En ese caso, las tasas de interés están arbitradas con las internacionales, y el rendimiento de activos locales no puede ser inferior a la suma del rendimiento en dólares de activos comparables del exterior, más prima de riesgo país, más la depreciación esperada del peso respecto de otras monedas (IPEC, 2017, p.30).

La apertura de la cuenta de capitales dispuesta por la gestión vigente introduce el trilema incompatible. Esto fue estudiado en el trabajo pionero de Robert Mundell en 1963. Se presenta aquí una descripción de la dinámica del problema según CEPAL (2014, p. 316): *Una política monetaria contracíclica que eleve la tasa de interés durante la etapa de auge puede entrar en conflicto con el efecto procíclico resultante del ingreso de capitales que estimula, lo cual favorece la apreciación del tipo de cambio. Si bien esta apreciación durante la etapa de expansión puede contribuir a mantener la inflación bajo control, al estimular las importaciones y castigar las exportaciones aumenta el déficit externo y desalienta la inversión y el empleo en la producción de bienes y servicios transables. Con frecuencia, los precios de los bienes transables caen en relación a los no transables, tendencia no sostenible en un contexto de creciente desequilibrio de la cuenta corriente. La percepción de vulnerabilidad puede entonces conducir a una interrupción de los ingresos de capital.*

La teoría parece encontrar un ejemplo directo para el caso argentino, mostrando no sólo la dinámica descrita, sino también un “sudden stop” a partir de abril del año 2018 con una fuerte reversión en los flujos de capitales que condujeron a una acelerada depreciación del tipo de cambio nominal.

El creciente desequilibrio que se generó en la cuenta corriente se enfrentó a un cambio en el contexto internacional. La estructura de financiamiento vigente vía deuda externa se vio sacudida por el aumento de la tasa de interés internacional⁵ y la revalorización del dólar frente a otras monedas. Esto último generó el fenómeno “fly to quality” por el cual capitales internacionales que habían tomado posiciones en activos de países emergentes se direccionaron a activos más seguros, los norteamericanos fundamentalmente. Se vio un impacto importante en la prima de riesgo país argentino que incrementó un 73,79% para el cierre de junio 2018 respecto a su nivel de cierre del año 2017. Para este mismo período, el tipo de cambio nominal de referencia del BCRA (A 3500) sufrió un incremento de 53,73%.

Este proceso se vio acompañado de señales confusas por parte de la autoridad monetaria que ha optado por intervenir en el mercado de cambios desde marzo de 2018. Dado que en este contexto la inflación seguía un sendero ascendente y por temor a un “pass through” a precios del incremento del tipo de cambio nominal, la autoridad monetaria elevó la TPM al 40% y amplió el corredor de pases endureciendo fuertemente la política monetaria. Calvo (2017) explica que es un problema de difícil resolución si los mercados perciben que se está utilizando la tasa de interés de corto plazo para estabilizar el tipo de cambio, dado que esto haría visible la inexistencia de un ancla nominal y tornaría inevitable adoptar otra estrategia para la lucha contra la inflación.

⁴ Casos estudiados: Israel, República Checa, República de Corea, Polonia, Brasil, Chile, Colombia, Sudáfrica, Tailandia, Hungría, México, Perú, Filipinas.

⁵ Previsiones de incrementos más acelerados de la FED Funds e incrementos de la Tasa de bonos del Tesoro Norteamericano a 10 años (Treasury 10 years) según datos de mercado.

Haciendo hincapié en el uso de la TPM como instrumento, dado el trilema presente en Argentina, se puede mencionar entonces que el uso de la misma para contener presiones del mercado cambiario implica el abandono del uso del instrumento para el control de la inflación. Cuando el mercado hace esa lectura, la pérdida de credibilidad del BCRA en cuanto al manejo de la inflación puede ser muy importante.

Las soluciones al trilema para casos de otros países estudiados por CEPAL (2014) fueron la introducción de medidas para reducir las posibilidades de obtener ganancias elevadas de corto plazo mediante carry trade⁶, u otorgar a la política fiscal un papel más gravitante en el manejo de la demanda agregada cuanto menor sea el grado de autonomía de la política monetaria por la apertura de la cuenta financiera. Esto exige evaluar los trade-offs entre el uso de la política fiscal como herramienta antiinflacionaria y su uso como motor del crecimiento de largo plazo.

Cabe mencionar que los países bajo estudio han debido sumar instrumentos para la resolución del problema, yendo en línea con los fundamentos teóricos básicos de política económica de Tinbergen. Este no es el caso argentino, que estaría sumando un objetivo adicional al manejo de la TPM.

Por último, interesante aporte al tema hace Scott (2010) mencionando que análisis recientes indican que en casos en que la deuda en moneda extranjera es elevada y las variaciones cambiarias inciden fuertemente en el balance financiero de los deudores, las intervenciones en el mercado cambiario pueden contribuir a estabilizar el producto y la inflación. Sin embargo, aclara que el desafío para las autoridades es mantener el tipo de cambio subordinado al objetivo de inflación y evitar que con las medidas para moderar sus movimientos no se reste credibilidad al marco de metas de inflación.

5.2. Incidencia de la política fiscal y del ajuste de precios regulados

La nueva conducción política, desde el inicio de su mandato implícitamente reconoce el problema de dominancia fiscal cuando propone junto al esquema de metas de inflación la reducción gradual del déficit fiscal primario. La estructura de financiamiento de dicho déficit con endeudamiento externo, en su mayor parte, generaba un flujo de divisas absorbidas por el BCRA que para regular la consecuente emisión de pesos esterilizó principalmente a través de ventas de Letras del Banco Central (LEBACs).

A su vez, como se mencionó anteriormente, a partir de la reforma de la Carta Orgánica del año 2012 el financiamiento del BCRA al Tesoro a través de los Adelantos Transitorios se exacerbó.

El 28 de diciembre de 2017, hubo un cambio importante en el esquema de metas de inflación como se verá en el apartado 6.2. En lo que aquí concierne, el BCRA hace explícito y distingue insistentemente en reiteradas conferencias, sobre todo en los Informes de Política Monetaria, que se disminuirán progresivamente las transferencias al Tesoro Nacional. Se reducirían a 140.000 millones de pesos en el año 2018, a 70.000 millones de pesos para el año 2019 hasta alcanzar en el año 2020 un nivel de transferencias relacionado con el aumento de la demanda de dinero asociado al crecimiento real de la economía. Todo esto vía autodisciplinamiento, presentado en su momento por el presidente del BCRA Federico Sturzenegger como un compromiso institucional extraordinario (Ver Gráfico 1).

⁶ Se conoce como carry trade a la práctica de los inversores que aprovechan diferenciales de tasas en distintas monedas. Venden moneda dura que rinde una baja tasa y toman posición en tasas superiores en otra moneda, luego invierten la operación para obtener resultados en moneda dura. Esta práctica proliferó en Argentina a partir que el BCRA abrió la posibilidad a los inversores no residentes a comprar LEBACs como instrumentos de inversión.

Gráfico 1: Transferencias del BCRA al Tesoro Nacional



Fuente: BCRA – IPOM enero 2018.

Esto de algún modo reconoce que la financiación al Tesoro Nacional es una problemática a resolver para el control de la inflación. Pero el despliegue de un contexto internacional desfavorable sumado a factores internos que en el 2018 llevaron a la decisión política de recurrir a un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) introduce un cambio tajante al respecto. Entra en vigencia la prohibición de este tipo de transferencias. Esto fue expuesto el 7 de junio de 2018 en conferencia de prensa del entonces Ministro de Hacienda Nicolás Dujovne y el presidente del BCRA Federico Sturzenegger. A su vez, de allí en adelante el BCRA ya no se compromete a la compra de divisas al Tesoro Nacional, y se procederá a un saneamiento del balance del BCRA en el que el Tesoro Nacional se compromete en el plazo de tres años a comprarle el equivalente a 25.000 millones de dólares de Letras Intransferibles que posee en su activo colocados por la gestión anterior. De este modo, el BCRA podrá utilizar esos fondos para ir reduciendo su stock de LEBACs y el circuito no genera emisión monetaria. Desde un punto de vista consolidado, se reduce el stock de deuda del estado argentino y se alarga su perfil de vencimientos.

El acuerdo del FMI, vendría a reforzar límites institucionales necesarios para una mayor independencia del BCRA. En la conferencia se hace explícito también, sin fecha estipulada, la elevación al Congreso de la Nación Argentina un proyecto de ley de reforma de la Carta Orgánica a estos fines. Batini y Laxton (2006) mencionan que en muchos casos la adopción de metas de inflación coincidió con la aprobación de reformas significativas en las leyes de la banca central a principio de la década de 1990 y que eso refleja el hecho de que un cambio de opinión en línea con una preferencia por una menor inflación no es suficiente sin un marco que permita al banco central cumplir con su intención.

Retomando el inicio de este apartado, en cuanto a la decisión del gobierno de optar por un sendero de ajuste gradual del déficit fiscal, no podemos dejar de mencionar que el punto de partida de la gestión actual se enfrentó a grandes desequilibrios macroeconómicos. Uno de los precios relativos heredados con mayor distorsión fueron los precios regulados. Se generó durante el gobierno anterior una trama de precios artificialmente bajos sostenidos por subsidios en los servicios de agua, gas natural, electricidad y transporte fundamentalmente. Para un sendero gradual creíble y una normalización de dichos precios era necesario un proceso de ajustes que se inició en el año 2016 vía incremento de tarifas y reducciones de subsidios.

Según Dornbusch y Fischer (1993), por lo general, en países con inflación moderada definida en el rango del 15% al 30% anual en forma persistente, la misma no se detendrá a menos que el gobierno solucione el problema fiscal vía reducción de gastos o incremento de impuestos. Podría encuadrarse bajo este lineamiento la Reforma Tributaria sancionada con fuerza de ley el 27 de diciembre de 2017 que entra en vigencia al día siguiente por decreto del Poder Ejecutivo.

El índice de Precios Regulados, componente del Índice de Precios al Consumidor elaborado por el INDEC, muestra un incremento del 60,02% desde el mes de diciembre de 2016 a mayo de 2018. No contemplamos aquí la evolución del año 2016 debido a que no se contaba con un índice de cobertura nacional con bases metodológicas en línea con los estándares internacionales. Para el mismo plazo, el Índice General acumula una evolución del 39,59%.

La labor del BCRA vinculado a este proceso se centró en proyectar el impacto que tendrían la evolución de estos ajustes tarifarios en materia de inflación para calibrar su política monetaria. El ajuste de precios regulados ha incidido de manera considerable en la inflación efectiva del período mencionado.

En resumen, si bien teóricamente una reducción del déficit público ayudaría a disminuir las presiones inflacionarias vía reducción de la demanda agregada, en el caso argentino el ajuste fiscal trajo aparejado, en primera instancia, un impulso inflacionario vía corrección de los precios relativos y su impacto en los costos de producción.

5.3. El regreso de la indexación

Según Calvo (2018), *la indexación es un factor que debilita la capacidad del BCRA de reducir el ritmo inflacionario*.

La aparición de mecanismos de indexación se ha dado progresivamente en varios frentes. Indexación de los créditos hipotecarios, ajustes de salarios con cláusulas gatillos, escalonamientos en los precios de los contratos de alquileres, ajustes por inflación en las jubilaciones, incremento de la deuda pública ajustada por el Coeficiente de Estabilización de Referencia, entre otras.

Dornbusch y Fischer (1993), explican dos problemas en relación al fenómeno de la indexación:

Primero, la indexación conduce a contratos más largos de los que existirían en su ausencia, y los contratos más largos generalmente incrementan la inercia. Segundo, en la práctica la indexación tiende a hacer que los salarios se fijen mediante una fórmula que depende principalmente del componente pasado de la inflación, y habría muy poco margen para incorporar los efectos de las expectativas prospectivas en la desinflación. Cuando la inflación es crónica, una suspensión de la indexación o un alto desempleo prolongado serán inevitables en el proceso de estabilización.

Siguiendo este razonamiento, para evitar consecuencias recesivas sería conveniente eliminar el proceso de indexación. Para el caso de los salarios, uno de los principales componentes en la formación de precios de la economía, se avanzó desde 2017 de una cláusula gatillo que garantizaba un ajuste automático de los salarios en la medida que la inflación efectiva superaba el incremento pautado cerca de la meta de inflación hacia una negociación salarial en 2018 sujeta a revisión. Las negociaciones llevadas a cabo por el Ministerio de Trabajo lograron así, sumar una instancia más de negociación en el proceso de acuerdos salariales.

Si bien a priori podríamos decir que los acuerdos salariales son factores exógenos al BCRA, si consideramos un proceso dinámico de varios períodos no podemos rescindir a la autoridad monetaria de la responsabilidad de ir generando resultados en materia de inflación que permitan luego de los acuerdos salariales sostener el salario real ex-post. En la medida que las metas de inflación dejen de ser creíbles, se pierde el ancla nominal y el BCRA pierde su principal capacidad para influir en las expectativas de inflación. Y, para el caso argentino, esta situación se presenta como una alternativa muy desfavorable en materia antiinflacionaria por el gran peso que tienen los sindicatos en materia de negociación.

6. APARENTES CONTRADICCIONES EN EL MODELO APLICADO POR EL BCRA

Identificaremos en los siguientes apartados algunas cuestiones del desenvolvimiento del BCRA durante el período bajo análisis que arrojan ciertas dudas sobre la consecución de la política monetaria dentro del marco de metas de inflación.

6.1. Múltiples objetivos, instrumentos y efectividad

A la complejidad del contexto en el que se incorpora el régimen de metas de inflación por primera vez en Argentina, se suma además un problema adicional, el de la elección de instrumentos para alcanzar múltiples objetivos.

Explícita o implícitamente el BCRA ha dado por delinear más de un objetivo a alcanzar con un solo instrumento, la tasa de referencia de política monetaria (TPM). La base de la literatura de la teoría de la política económica se encuentra en el trabajo pionero de Jan Tinbergen (1952) donde demuestra que si un cierto número de objetivos van a ser logrados por el encargado de las políticas, él debe tener a su disposición igual número de instrumentos. A su vez, la selección de los instrumentos suelen tener efectos en distintas direcciones que implican algún tipo de trade-off casi siempre obligado entre los objetivos deseados. Esta situación se podría observar claramente en el uso de una regla de política monetaria “a la Taylor”, ampliamente difundidas en los bancos centrales que adoptaron metas de inflación. La misma explicita el trade-off inflación-producto donde el banco central es el encargado de calibrar la bondad de ajuste de la tasa de interés de corto plazo según la inflación del período exceda la meta de inflación y el producto se acerque al nivel del producto potencial de la economía.

Los múltiples objetivos los trataremos dentro de este título que refiere a las contradicciones en el modelo aplicado por el BCRA, dado que desconocemos el modelo específico aplicado por la autoridad monetaria y, si suponemos el uso de una regla de política monetaria “a la Taylor” que ya tiene implícito el trade-off inflación-producto, se suman adicionalmente otros objetivos.

En el primer trimestre del año 2017, el BCRA se propone como objetivo la acumulación de reservas internacionales. Fija el mismo en un nivel del 15% del PIB e implícitamente da una señal de la importancia que cobra la estabilidad del tipo de cambio. Esto, sumado a la tarea de influir sobre las expectativas de inflación para garantizar que la inflación efectiva quede en línea con la meta son inviables mediante el uso de un único instrumento.

Adicionalmente, en cuanto a la elección del instrumento por parte del BCRA, el centro del corredor de pasés a 7 días, no hay evidencia en Argentina que verifique la existencia de un canal de transmisión fuerte hacia la formación de expectativas. Al respecto, CEPAL (2014) dice que en una economía sin profundidad financiera, la política monetaria contractiva tiende a disminuir la inflación operando principalmente por el canal cambiario y en menor medida por el canal de crédito; esto puede generar un sesgo a la apreciación cambiaria y un mayor control sobre las depreciaciones por el traslado a precios.

Hasta el momento, es difícil hacer una evaluación de la efectividad del instrumento en sí mismo porque no puede aislarse de las condiciones en que se fue desempeñando la política monetaria.

La importancia dada a la volatilidad cambiaria quedó en evidencia cuando el BCRA comienza a hacer una serie de intervenciones en el mercado cambiario en el mes de marzo de 2018 junto a la suba de las tasas de interés de corto plazo. Las señales confusas que comienza a percibir el mercado respecto a la prioridad del objetivo del BCRA sumado a la presión constante del tipo de cambio por la salida de capitales, generaron un contexto de incertidumbre muy costoso en materia de inflación, no sólo por el traspaso a precios del incremento abrupto del tipo de cambio nominal, sino por el ajuste inmediato al alza de las expectativas de inflación hacia el cierre del año. La pérdida de credibilidad del BCRA llevó al ejecutivo a impulsar cambios en el directorio, principalmente el reemplazo del presidente. Asume Luis Caputo el 14 de junio de 2018 como nuevo presidente de la autoridad monetaria. Cuatro días después introduce una serie de medidas, de las cuales se destacará la suba de encajes bancarios en 5 puntos porcentuales, requisito a cumplir en 3 puntos porcentuales el 21 de junio de 2018 y 2 puntos porcentuales el 18 de julio de 2018. Luego, por la dinámica del mercado de cambios donde no cesaba la presión de la demanda, adelanta el cumplimiento de dichos requisitos.

Según Bustamante (2011) el uso activo de los requerimientos de liquidez permite potenciar el impacto de la TPM sobre la demanda agregada a través del canal del crédito. Ese argumento es

especialmente relevante en economías altamente dolarizadas. Según su desarrollo, cuando se usan de forma conjunta ambos instrumentos las fluctuaciones de la economía se reducen aún más que en los escenarios en donde la política monetaria opera con uno sólo de ellos.

Gianelli y Licandro (2013) mencionan los casos de Perú, Colombia y Uruguay más recientemente, en los que se ha incorporado una política activa de encajes bancarios marginales en el marco de metas de inflación. A su vez, destacan que el esquema de metas de inflación requiere críticamente un alto grado de credibilidad en el compromiso inflacionario, ya que a diferencia de otros regímenes monetarios, tiene su ancla nominal incorporada y que asimismo, la credibilidad y potencia de los canales de transmisión tradicionales están estrechamente relacionadas.

Frenkel (2006, p.1) que también trata a la meta como un ancla nominal dice: *si la meta y la política del banco central son creíbles, la meta de inflación influye efectivamente sobre las expectativas. La influencia sobre las expectativas es uno de los principales mecanismos de operación del esquema, por eso la credibilidad es una cuestión crucial del mismo.*

Por último, el BCRA parece avanzar entonces, en el último mes, en el manejo de más instrumentos para reforzar el rol de la TPM. Queda todavía el interrogante sobre la capacidad de la autoridad monetaria de influir en el precio del dinero y la cantidad de dinero de forma simultánea.

6.2. ¿Consistencia intertemporal con independencia del BCRA o delegación parcial?

Según Mishkin (2004, p. 48) *el origen del problema de inconsistencia temporal está en el proceso político porque los banqueros centrales son muy conscientes y extremadamente reacios a caer en una trampa de inconsistencia.*

Mencionada en el Marco Teórico la distinción entre independencia de instrumento y de objetivo, se podría decir que en primera instancia el BCRA gozaba de independencia instrumental para el logro de sus objetivos. Sin embargo, por los hechos posteriores, quedó al descubierto que el BCRA no gozaba de una verdadera autonomía, esto, al margen del financiamiento al Tesoro Nacional ya discutido.

Los agentes económicos no eran ajenos a ciertas fricciones entre el BCRA y el Ministerio de Hacienda cuando la TPM fue elevada de 26.25% a 28.75% en noviembre 2017, ya que ellos podía implicar dificultades en materia de crecimiento económico. Así, el Tesoro Nacional emite por primera vez el 13 de diciembre de 2017 una serie de Letras del Tesoro Nacional (LETES) en pesos a tasas nominales anuales cercanas al 26%. En cierta forma, sentó precedente de los niveles de tasas pretendidos por el ala ejecutiva del gobierno para ese momento.

El 28 de diciembre de 2017 llega finalmente la injerencia directa sobre la política del BCRA. Se anuncia en conferencia de prensa un cambio de las metas de inflación para los siguientes tres años, bajando el nivel de exigencia de la meta para el año 2018 de un 12% a un 15% anual. De este modo, se habilitaba a que el BCRA reduzca su TPM para no generar un sesgo más contractivo de la política monetaria. Esta baja de tasas por parte del BCRA, sumado al deterioro de su imagen institucional, comenzó a incidir en la formación de expectativas de los agentes económicos. De esta forma el Relevamiento de Expectativas de Mercado⁷ sumó 2.3% a la inflación esperada para 2018 respecto de lo que se esperaba para ese mismo plazo el mes de diciembre de 2017.

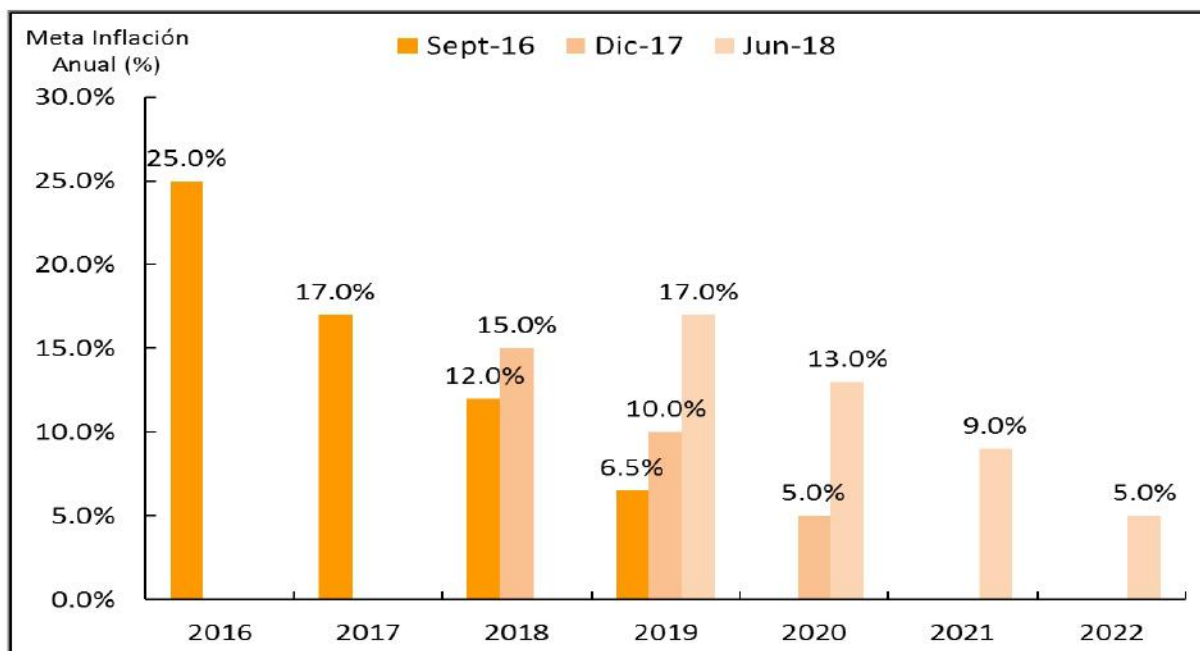
La pérdida de credibilidad fue muy costosa. En los meses posteriores las expectativas de inflación siguieron incrementando. En este contexto comienza el estrés cambiario mencionado en el apartado 6. Como las señales confusas por parte de la autoridad monetaria agravaron la situación – y con conciencia del problema de sustentabilidad fiscal y de cuenta corriente – hubo anuncios del poder ejecutivo comprometiéndose a mayores ajustes del déficit fiscal primario.

Puesto que las intervenciones del BCRA y los anuncios en materia fiscal no lograban contener la salida de capitales, se anunció el 7 de junio de 2018 un acuerdo Stand By con el FMI por un monto de 50.000 millones de dólares.

⁷ Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM): es un relevamiento que permite un seguimiento sistemático de los principales pronósticos macroeconómicos de corto y mediano plazo sobre la evolución de la economía argentina y es generado a partir de una encuesta dirigida a analistas especializados locales y extranjeros. Se publica mensualmente.

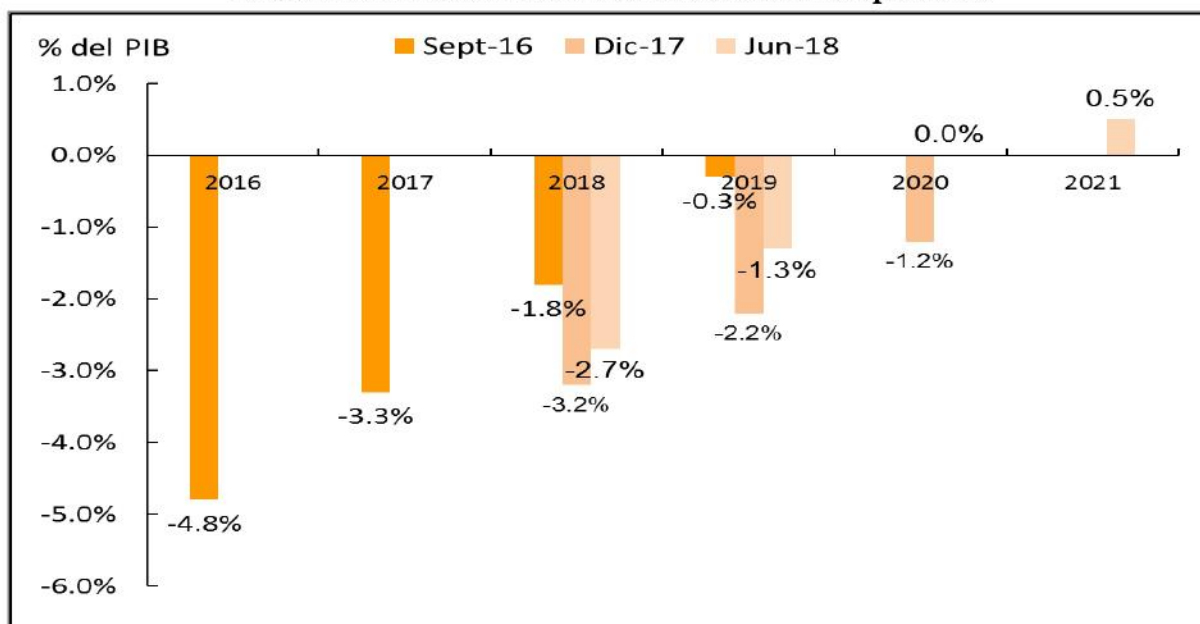
Las implicancias del acuerdo con el FMI trajeron novedades en cuanto a las metas de inflación y de déficit fiscal primario. En los siguientes gráficos (Ver Gráfico II y Gráfico III) se podrán observar las metas vigentes para cada año desde la entrada en vigencia del esquema de metas de inflación, el cambio de metas anunciado el 28 de diciembre de 2018 y por último, las nuevas metas fijadas en concordancia con el FMI que comenzarán a ser auditadas.

Gráfico 2: Cambios en las metas de inflación



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.⁸

Gráfico 3: Cambios en las metas de déficit fiscal primario



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda.

⁸ Las metas presentadas en septiembre de 2016 fueron por rangos: 20%-25% para 2016, 12%-17% para 2017, 8%-12% para 2018 y 3.5%-6.5% para 2019. El gráfico toma sólo la cota máxima para cada período.

Asimismo, para contrarrestar los efectos del deterioro de la autonomía del BCRA se informó la dotación a la autoridad monetaria no sólo de independencia instrumental, sino también de objetivos.

En cuanto a esta novedad, Mishkin (2011) postula que la duración de los rezagos de la política monetaria sobre la inflación es un problema técnico que el banco central está en condiciones de determinar. Dirigirse a un objetivo a largo plazo necesariamente requiere juicio y experiencia sobre la naturaleza del proceso de inflación y su interacción con la actividad real. Esa necesidad es un argumento a favor del establecimiento de objetivos de mediano plazo por parte del banco central porque la velocidad con que puede lograrlos depende de los rezagos de la política monetaria. Sin embargo, en su mismo bagaje considera que los argumentos no son tan sólidos debido a que en democracia, el público ejerce control sobre las acciones del gobierno y los legisladores son responsables, lo que requiere que los objetivos de la política monetaria sean establecidos por el gobierno elegido. No es muy común en los países que aplicaron régimen de metas de inflación la independencia de objetivos.

Por último, De Gregorio (2007, p. 733): *si la meta explícita la fija el banco central, estamos hablando de independencia de objetivos. Sin embargo, lo que en el fondo ocurre es que el banco central interpreta y operacionaliza un mandato legal más general.*

En base a lo anterior, a priori, no podría definirse con claridad si esta decisión favorecerá o no al régimen de metas de inflación en Argentina.

7. RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN

Para dar respuesta a los diversos objetivos planteados en el presente trabajo, se hará un breve recorrido comenzando por afirmar que Argentina, al momento de la implementación del régimen de metas de inflación, en su mayor parte carecía de los prerequisites básicos que la literatura acepta generalmente para garantizar el éxito del programa. Entre ellos y esencialmente, la falta de autonomía de la autoridad monetaria supeditada a los requerimientos del gobierno de turno, la existencia de dominancia fiscal vista en el manejo del señoreaje en forma sistemática en la década previa a la implementación del régimen, y la existencia de un mercado financiero poco profundo.

Si se ha observado un esfuerzo en la construcción formal de los elementos básicos que caracterizan a los esquemas de metas de inflación. Sin embargo, el análisis de los factores que le son exógenos al BCRA expone un debilitamiento en la fijación de la meta como ancla nominal. Asimismo, esto influye directamente en la potencia de la tasa de interés de corto plazo como instrumento de política monetaria. La apertura de capitales restringe los grados de libertad de la política de estabilización, el desequilibrio fiscal también impacta en la efectividad del instrumento por el fenómeno de dominancia fiscal, y los procesos de indexación en la formación de precios con gran componente retrospectivo dificultan quebrar la inercia inflacionaria.

En cuanto a la cuestión institucional, no se encuentra hasta el momento una resolución al problema de inconsistencia temporal que se hace evidente en las recalibraciones permanentes de los programas. El marco teórico de Tinbergen permite advertir sobre el uso de un instrumento de política para distintos objetivos: en el lapso estudiado, el manejo de la política monetaria se enfrentó a cambios impuestos por el ejecutivo debido al conflicto que generó el uso de la TPM sobre el crecimiento en el resto de la economía.

Se mencionan brevemente los dilemas que se fueron presentando en la consecución de los objetivos dentro de este marco:

- Primero, si se supone que el BCRA ha adoptado una regla “a la Taylor” para el manejo de la TPM, esa regla ya opera bajo un conflicto de objetivos: inflación-producto.
- Segundo, la actuación frente al trilema incompatible, no deja claro si las autoridades eran conscientes del resultado de intervenir en el mercado de cambios respecto a la pérdida de autonomía interna en el manejo de la inflación.
- Adicionalmente, los objetivos que fue añadiendo el BCRA, como la acumulación de reservas internacionales para la estabilidad cambiaria, sumaron confusión.
- A su vez, observando la formulación de la política económica global y la aparente descoordinación dentro del gobierno, quedó demostrado que se subestimó la horizontalidad del instrumento seleccionado. Pareciera que no se tuvo conciencia del impacto que el uso de la TPM tendría en la

mayoría de los sectores productivos, como tampoco el impacto en el proceso inflacionario de las políticas fiscales y de desregulación de precios analizados.

En este marco, se podría considerar que el desempeño institucional del BCRA a partir de la adopción formal del régimen de metas de inflación en 2017 no fue el adecuado para hacer un uso efectivo del instrumento de política monetaria seleccionado y alcanzar su objetivo de inflación. De alguna forma, esto permitiría convalidar la hipótesis del presente trabajo:

“El esquema de metas de inflación basado en el manejo de la tasa de interés de corto plazo aplicado por el BCRA es una condición necesaria pero no suficiente para alcanzar su objetivo. Deberá contar con otros instrumentos de política para complementar el uso de la tasa de referencia.” En esta línea podría mencionarse el uso de la política de encaje como complemento al uso de la tasa de interés que no estaba previsto desde los inicios del programa.

Luego de recorrer variados aspectos que inciden en la formación de precios en la economía argentina, se observa que el fenómeno de inflación no es sólo de carácter monetario y que no es competencia exclusiva de la autoridad monetaria conducir a la estabilización, sino que es un fenómeno de carácter estructural que demanda esfuerzos de diversos sectores de la economía para ser erradicado.

8. CONCLUSIÓN

Se considera que la inflación actual en Argentina encuadra dentro de un régimen de inflación moderado y que salir del mismo generalmente es muy costoso. Lo que debe quedar claro es que, excepto en un breve lapso de nuestra historia (década de 1990), el sostenimiento de este fenómeno ha sido una decisión política.

Los desequilibrios heredados en materia de distorsión de precios relativos e inercia inflacionaria junto al análisis de los prerrequisitos para el éxito de un esquema de metas de inflación plantean un escenario poco alentador. Permiten dudar al menos respecto del momento en que se decidió la implementación del régimen de metas de inflación. La cuantificación de los objetivos y los resultados hasta el momento ponen en velo la credibilidad del BCRA en cuanto a sus facultades para disminuir la inflación.

Se vio que el fenómeno es complejo y que muchos factores exceden al BCRA. Sin embargo eso pondría en tela de juicio no sólo la capacidad técnica de la autoridad monetaria para sus proyecciones y formulación de políticas que permitan el alcance del objetivo de estabilidad monetaria, sino del gobierno en su conjunto en la formulación general de la política económica que reconozca claras prioridades de objetivos. Las reformas y modelos en los que incursionó el gobierno parecen desatender el punto de partida planteado por la teoría, el de detectar la preferencia colectiva y de allí la deducción de objetivos y elección de instrumentos.

Por otro lado, cabe preguntarse si la decisión de abrir irrestrictamente la cuenta de capitales fue la correcta. Tal vez una apertura en forma progresiva habría operado como una política macroprudencial y no se hubiesen sufrido las consecuencias de un “sudden stop” a sólo dos años del cambio de políticas económicas.

Igualmente se considera que el ajuste necesario de los precios regulados y la falta de coordinación observada fue un problema para la efectividad de la política antiinflacionaria. Las proyecciones sobre los ajustes de precios regulados que presentaba el BCRA en sus Informes de Política Monetaria no se condijeron con los hechos donde terminaban siendo superiores e incluso adelantados respecto del cronograma previsto. Esto demostró una descoordinación que no contribuyó en la formulación de pronósticos de la autoridad monetaria y la calibración de su política. Teniendo en cuenta la interdependencia inherente a la definición de objetivos e instrumentos, hubo una debilidad muy notoria en el desempeño de un equipo económico disgregado.

Siguiendo este tema, el enfoque de CEPAL (2014) postula que la coordinación entre las políticas monetaria y fiscal es esencial para moderar los ciclos y resolver conflictos entre objetivos de crecimiento y de estabilidad de precios. Un mecanismo institucional para facilitar esta coordinación sería que el gabinete de política económica busque compatibilizar los objetivos de las áreas macroeconómica y financiera, con los de las áreas productiva y sociales.

En este trabajo se considera que las recalibraciones fueron excesivas en tan corto período de tiempo y que se desaprovechó un shock de confianza inicial, sin importar su justificación (falla en la

coordinación de las autoridades responsables, falta de capacidad o errores de pronóstico, demasiado optimismo en los niveles de metas fijados). Y, si bien queda un largo camino en materia de construcción institucional, es opinión de autor que aún no está agotado el esquema de metas de inflación y que existe margen para lograr la obtención de resultados favorables en el mediano plazo, siempre y cuando se trabaje con firmeza en mejorar la reputación del BCRA, se avance en el ajuste fiscal previsto y efectivamente se ponga prioridad al objetivo a seguir con consciencia ex-ante de los efectos colaterales de dicha política.

Al respecto, las auditorías que el FMI llevará adelante para que la política monetaria cumpla con las metas trimestrales interanuales implícitas en el sendero a la convergencia de las metas establecidas en el nuevo programa le dan un carácter de mayor formalidad a la rendición de cuentas que debe hacer la autoridad monetaria.

Por último, se interpreta que la injerencia que ha tenido el ejecutivo en la marcha de la política monetaria tiene un claro matiz político. No se debe olvidar, tal como menciona Cuadrado Roura (2010), que cualquier política económica se relaciona con diversos objetivos económicos y que a su vez están orientados hacia fines últimos cuyo contenido es siempre mucho más político que económico.

9. BIBLIOGRAFÍA

BARRO, R. y GORDON, D. (1983). "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, July 1983,12, 101-21.

BATINI, N. y LAXTON, D. (2006). "Under what conditions can inflation targeting be adopted?". En Mishkin, F., y Schmith-Hebbel, K. (2007). *Monetary Policy under inflation targeting*, Santiago: Banco Central de Chile.

BCRA (2016). "Régimen de Metas de Inflación en Argentina". Conferencia de Prensa, 26 de septiembre de 2016. Acceso a internet: http://www.bcra.gov.ar/Noticias/Regimen_de_Metas_de_Inflacion_en_Argentina.asp

BCRA (2017). Estados Contables al 31 de diciembre de 2016. Acceso a internet: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/e2016estadoscontables.PDF>

BCRA (2018). "Documento Técnico – Fortalecimiento del Régimen de Metas de Inflación". 7 de junio de 2018. Acceso a internet: https://www.bcra.gov.ar/Noticias/Fortalecimiento_Regimen_Metas_Inflacion.asp

BCRA (2018) "Medidas del BCRA para mejorar el funcionamiento del mercado". 18 de junio de 2018. Acceso a internet: http://www.bcra.gov.ar/Noticias/Medidas_mercado.asp

BERNANKE, B.S. y MISHKIN, F.S. (1997). "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?". NBER Working Paper No. 5893. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.

BUSTAMANTE, C. (2011). "Política monetaria contracíclica y encaje bancario". Bogotá: Banco de la República de Colombia, Borradores de Economía N° 646.

CALVO, G.A. (2017). "Diagnóstico y Retos de la Economía Mundial". Presentación en el Consejo de Profesionales de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. 21 de septiembre de 2017.

CALVO, G.A. (2018). "Si las tasas de interés no bajan rápidamente hay riesgo de estanflación". 18 de mayo de 2018. Acceso a internet: <https://www.cronista.com/3dias/Calvo-Si-las-tasas-de-interes-no-bajan-rapidamente-hay-riesgo-de-estaflacion-20180518-0003.html>

CEPAL (2014). "Cambio estructural para la igualdad. Una visión integrada del desarrollo". Publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile.

Conferencia de prensa (2017). 28 de diciembre de 2017. Cambio en las metas de inflación del BCRA. Acceso a internet: <https://www.youtube.com/watch?v=5puKEBQDjT8>

CUADRADO ROURA, J.R. (2010). "Política Económica". Cuarta Edición, Mc-Graw Hill/ Interamericana de España, S. L. Madrid, España.

- DEBELLE, G. y FISCHER, S. (1994). "How Independent Should a Central Bank Be?" In Fuhrer, Jeffrey, ed., Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1994, pp. 195-221.
- DE GREGORIO, J. (2007). "Macroeconomía. Teoría y Políticas". Primera edición, Pearson-Educación. México.
- DORNBUSCH, R. y FISCHER, S. (1993). "Moderate Inflation". The International Bank for Reconstruction and Development. The World Bank.
- EICHENGREEN, B.; MASSON, P; SAVASTANO, M. y SHARMA, S. (1999). "Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility". In Essays in International Economics, N° 213. International Finance Section, Department of Economics. Princeton, N.J.: Princeton University.
- FRENKEL, R. (2006). "El Esquema de "Inflation Targeting" y las Economías en Desarrollo". Exposición en las Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina.
- FRENKEL, R. (2007). "Política monetaria e inflación en Argentina". Iniciativa para la Transparencia Financiera. Buenos Aires.
- GIANELLI, D. y LICANDRO, J.A. (2013). "Una década de metas de inflación en la región". Cuaderno de Economía. Publicación del Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Empresariales, Universidad Católica del Uruguay. ISSN 1688-3519 Segunda época. N° 2. 2013.
- IPEC (2017). "Metas de Inflación ("Inflation Targeting"): de la teoría a su aplicación en Argentina". Santa Fe, Argentina.
- KYDLAND, F.E., y PRESCOTT, E.C. (1977). "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". The Journal of Political Economy 85 (3), 473-492.
- Ley Nro. 26.739. Reforma Carta Orgánica del BCRA (2012). Acceso a internet: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/195000-199999/195621/norma.htm>
- MANKIW, N.G. (2009). "Macroeconomics". Worth Publishers. 41 Madison Avenue. New York 10010. Seventh Edition. First Printing.
- MISHKIN, F.S. (2004). "Can Central Bank Transparency Go Too Far?". NBER Working Paper Series. Working Paper 10829.
- MISHKIN, F.S. (2011). "Monetary Policy Strategy: Lessons From The Crisis". NBER Working Paper Series. Working Paper 16755.
- MUNDELL, R. (1963). "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates". The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue canadienne d'Economie et de Science politique, Vol. 29, No. 4 (Nov., 1963), pp. 475-485.
- PEREIRA, G. y NAVARRO, S. (2018). "En 83 años de historia, sólo un presidente del BCRA completó su mandato". 15 de junio de 2018. Acceso a internet: <https://www.cronista.com/economiapolitica/En-83-anos-de-historia-solo-un-presidente-del-BCRA-completo-su-mandato-20180615-0054.html>
- SCOTT, R. (2010). "20 años de metas de inflación", Finanzas & Desarrollo, marzo de 2010.
- TAYLOR, J.B. (1993). "Discretion Versus Policy Rules in Practice". Carnegie-Rochester. Conference Series on Public Policy 39 195-214.
- TINBERGEN, J. (1952). "On the Theory of Economics Policy". North Holland, Amsterdam.