

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

MAESTRÍA EN FINANZAS

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

La inversión financiera como herramienta de gestión
pública en la Argentina

AUTOR: LIC. LUCAS DANIEL RULLI

DIRECTOR: CR. ALEJANDRO FABIÁN DÍAZ

DICIEMBRE 2019

RESUMEN

El presente trabajo se desarrolló en el marco del contexto económico de la República Argentina, verificado a partir de diciembre de 2015, cuando las autoridades del Poder Ejecutivo Nacional promovieron la implementación de distintas medidas de gobierno con el propósito de reducir el déficit fiscal y, de ese modo, intentar mitigar los desequilibrios macroeconómicos padecidos por el país.

En función de ello, el objetivo del proyecto consistió en analizar las distintas opciones que ofrecen los instrumentos de inversión financiera como una herramienta de gestión pública, que permita incrementar los recursos a partir de la rentabilidad resultante de la inversión de excedentes financieros o fondos inmovilizados, como una manera de contribuir a la reducción del déficit fiscal, permitiendo una adecuada administración de la liquidez y manteniendo el poder adquisitivo de los fondos públicos, al mismo tiempo que se brinda eficiencia a la gestión de recursos por parte de los organismos del Estado y se cumplen las metas presupuestarias y los objetivos sociales previstos.

Lo expuesto parte de la premisa según la cual, en un contexto inflacionario y de depreciación de la moneda de curso legal como el evidenciado en la Argentina, la inmovilización de fondos representa un uso negligente de los recursos públicos y, por lo tanto, un perjuicio fiscal para el Estado Nacional, en la medida que la pérdida de poder adquisitivo de los recursos impide u obstaculiza la consecución de los objetivos de gobierno y el cumplimiento de las obligaciones contraídas.

De esta manera, el estudio realizado utilizó una metodología basada en el enfoque descriptivo mixto, sustentado en la recolección y el análisis de datos, tanto cualitativos como cuantitativos, con miras a la integración y evaluación conjunta del fenómeno bajo estudio.

Desde una perspectiva cualitativa, se procedió al análisis de la legislación y normativa vigente respecto del funcionamiento del Sistema de Administración Financiera del Sector Público Nacional, evaluando en profundidad lo dispuesto por la Ley N° 24.156 y sus Decretos Reglamentarios, así como la normativa específica dictada por el Ministerio de Hacienda de la Nación, como institución responsable de establecer los lineamientos para llevar adelante la política económica, presupuestaria e impositiva del país, y por la Tesorería General de la Nación, como órgano rector del Sistema de Tesorería y responsable de la administración de las finanzas públicas.

Por otra parte, desde el punto de vista cuantitativo, se analizó la evolución de la inflación mensual y la devaluación del tipo de cambio mayorista (peso/dólar) en la Argentina durante los años 2017 y 2018, con el objeto de clarificar el efecto que tienen estas variables económicas sobre los fondos inmovilizados en moneda nacional, producto del detrimento del poder de compra de los mismos, y se procedió a contrastar la evolución de esas variables con el comportamiento de algunos instrumentos financieros durante el mismo período, con el fin de demostrar la eficiencia de la inversión financiera como un mecanismo adecuado para la administración de la liquidez y el mantenimiento del poder adquisitivo de los recursos.

A partir de la información recolectada se llevó a cabo un diseño no experimental transversal a través del cual, teniendo en cuenta las características propias de la administración pública, los objetivos y metas de gobierno, y las misiones y funciones de los organismos públicos, se evaluaron las mejores alternativas de inversión mediante un cuadro comparativo de las mismas, teniendo en consideración la rentabilidad de los instrumentos, el riesgo implícito en cada uno de ellos, la liquidez de los activos y el plazo de inversión previsto para las colocaciones.

Finalmente, a los efectos de clarificar los resultados alcanzados, se analizó como caso de estudio el accionar de la Universidad de la Defensa Nacional, que canalizó recursos disponibles hacia inversiones en LEBAC durante el transcurso del año 2017, en el marco de la autonomía universitaria prevista en la Ley N° 24.521.

PALABRAS CLAVE

❖ Déficit Fiscal

Es la diferencia negativa en los flujos financieros de la administración del Estado Nacional, calculado, en una primera instancia, como diferencia entre los recursos y gastos primarios del Sector Público, y luego como resultado de los recursos corrientes y de capital menos los gastos corrientes y de capital.

❖ Fuentes de Financiamiento

Son los recursos necesarios para hacer frente a los gastos incurridos durante un período determinado, en pos del normal funcionamiento y desenvolvimiento de las actividades sustantivas y de apoyo del Estado Nacional.

❖ Inflación

Representa el aumento en los precios de bienes y/o servicios de un país durante un período determinado y, desde el punto de vista de las fuerzas del mercado, surge como consecuencia de un aumento en la demanda de esos bienes y/o servicios sobre las posibilidades de producción del mercado del cual se traten (oferta).

❖ Devaluación del Tipo de Cambio

Implica la pérdida de poder adquisitivo de una moneda de curso legal respecto de otra. Puede entenderse como un indicador que expresa cuántas unidades más de una divisa se necesitan para obtener una unidad de la otra.

❖ Inversiones Financieras

Es la colocación de dinero en el mercado financiero con el objeto de lograr una renta posterior en forma de dividendos o intereses.

❖ Rentabilidad

También conocida como “*retorno esperado*”, hace referencia al flujo futuro de fondos que se espera resulten de una inversión o actividad determinada. Al respecto, existe una relación directa entre el rendimiento proyectado y el riesgo asumido por la inversión, por el cual se espera que a mayor rendimiento, exista mayor riesgo.

❖ Universidades Nacionales

Son las instituciones públicas responsables de llevar adelante el sistema de educación superior en la Argentina, que tienen por finalidad proporcionar formación científica, profesional, humanística y técnica, contribuir a la preservación de la cultura, y promover la generación y desarrollo del conocimiento.

❖ Autonomía Universitaria

Responde a una atribución propia de las universidades, necesaria para cumplir sus objetivos primarios, como un mecanismo para resistir las presiones de carácter político, económico e ideológico que pueden desvirtuar sus fines académicos y culturales como generadoras y difusoras del conocimiento.

ÍNDICE

CAPÍTULO I - Introducción	8
Fundamentación	9
Planteamiento del Problema	10
Objetivos	11
CAPÍTULO II - Marco Teórico	12
El Déficit Fiscal	13
El Sistema de Tesorería de la Administración Pública Nacional	16
– Sistema de Cuenta Única del Tesoro	17
– Operatividad del Sistema y la Administración de la Liquidez	18
– Alcance del Sistema	20
– Fondo Unificado de Cuentas Oficiales	22
Inversiones Financieras en el Sector Público	23
La Inversión Financiera y los conceptos de “Rentabilidad”, “Riesgo”, “Liquidez” y “Plazo de Inversión”	25
– Instrumentos de Inversión Financiera	27
La Universidad de la Defensa Nacional y el concepto de “Autonomía”	30
– La Autonomía Universitaria	32
CAPÍTULO III - Metodología	34
Diseño y Enfoque de la Investigación	35

CAPÍTULO IV - Hallazgos	38
Inversiones Financieras Temporarias	39
Variables Económicas e Instrumentos de Inversión	42
Alternativas Viables para el Sector Público	57
La UNDEF y las LEBAC	61
CAPÍTULO V - Conclusiones	65
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	73
Marco Normativo	74
Artículos y Publicaciones	75
Publicaciones Web	76

CAPÍTULO I

Introducción

FUNDAMENTACIÓN

La elección del tema de estudio se motiva a partir de la implementación de diversas medidas de gobierno impulsadas desde el año 2015, con el objeto de reducir el déficit fiscal y de esta manera intentar mitigar sus consecuentes efectos nocivos sobre la economía argentina. En ese marco, más allá de las posibles reformas institucionales y alternativas de modernización del Estado, se advirtió que la existencia de excedentes financieros o fondos inmovilizados en las cuentas bancarias institucionales del Estado Nacional representa una oportunidad de recursos a partir de la inversión financiera de saldos, en la medida que la rentabilidad resultante de la aplicación de los mismos permita una adecuada administración de la liquidez y el mantenimiento del poder adquisitivo de los fondos públicos.

De esta manera, la propuesta de administración financiera de saldos implica la utilización de los distintos instrumentos de inversión que ofrece el mercado financiero como una herramienta de gestión pública, de manera tal de brindar eficiencia a la gestión de recursos por parte de los organismos del Estado.

Teniendo en consideración las características de la economía argentina, donde se verifican altos niveles de inflación y depreciación de la moneda de curso legal, el trabajo focalizó el análisis, entre otros aspectos, en estas variables de seguimiento económico y político, con el objeto de visualizar el efecto de las mismas sobre el poder adquisitivo de la moneda nacional, así como en el estudio de distintos instrumentos de inversión financiera como un mecanismo idóneo para contrarrestar, a partir de los rendimientos resultantes, la depreciación en el poder de compra de los recursos públicos.

Cabe mencionar también que la inmovilización de fondos representa un uso negligente de los recursos públicos y, por lo tanto, un perjuicio para el Estado Nacional, en la medida que la pérdida de poder adquisitivo de los recursos impide u obstaculiza la consecución de las metas presupuestarias previstas y el cumplimiento de las obligaciones contraídas.

Asimismo, la presente tesis profundizó el análisis sobre el estudio de caso del accionar de la Universidad de la Defensa Nacional, que canalizó recursos disponibles hacia inversiones en LEBAC durante el transcurso del año 2017, en el marco de la autonomía universitaria prevista en la Ley N° 24.521.

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

En función de los datos publicados por el Ministerio de Hacienda¹, desde el año 2009 la situación fiscal de la república Argentina muestra un continuo deterioro de las cuentas públicas debido, entre otros factores, al acumulamiento de déficits tanto primarios como financieros. En este sentido, durante el período 2009/2018 el resultado primario, que no incluye el pago de intereses de la deuda pública, acumuló un monto negativo de \$999.602,6.- millones de pesos, mientras que el resultado financiero devengado (incluye los intereses) fue deficitario en \$2.525.452,4.- millones, advirtiendo superávits primarios únicamente en los años 2009 y 2010.

Cachanosky (2017) indica que: *“el crónico déficit fiscal de Argentina es posiblemente el desequilibrio macroeconómico más importante del país. (...) Mientras la clase política dirigente no solucione este problema las crisis se seguirán repitiendo por más que las mismas se manifiesten de manera distinta”* (p. 81).

El déficit fiscal se plantea no sólo como un problema temporal, sino como una limitación permanente para el desarrollo económico del país, caracterizado, entre otros aspectos, por una cultura de descuido de los fondos públicos. Por este motivo, partiendo de una recaudación nacional que resulta insuficiente para hacer frente al gasto público, en un contexto de inflación generalizada de precios y depreciación de la moneda de curso legal que afectan al poder adquisitivo de compra, la existencia de excedentes financieros o fondos inmovilizados implican, en sí mismos, un uso negligente de los recursos públicos y, por lo tanto, un perjuicio fiscal para el Estado Nacional, con la consecuente responsabilidad patrimonial que debe recaer sobre los funcionarios encargados de la gestión de dichos bienes, pues compete a estos últimos mantener una administración financiera eficaz y eficiente de los recursos disponibles.

Desde esta perspectiva, la utilización de distintos instrumentos de inversión financiera como mecanismo para lograr rentabilidad a partir de la aplicación de excedentes financieros o fondos inmovilizados, permitiría una adecuada administración de la liquidez y el mantenimiento del poder adquisitivo de los fondos públicos, representando entonces una herramienta de gestión adecuada para gerenciar los recursos asignados por el Estado Nacional.

Es importante aclarar que la canalización de fondos hacia inversiones financieras como mecanismo de gestión pública debe entenderse en el marco del cumplimiento de los

¹ Fuente: Boletines Fiscales Trimestrales – Período 2008/2018.

objetivos y metas de gobierno, de acuerdo a las misiones y funciones de cada organismo público y verificando la ejecución de fondos de acuerdo a su destino previsto. Por consiguiente, los recursos a utilizar deben ser de libre disponibilidad o bien encontrarse inmovilizados por cuestiones ajenas a la responsabilidad de los órganos decisorios de esas instituciones públicas.

OBJETIVOS

El objeto general del trabajo fue evaluar la factibilidad, por parte de los organismos públicos, de canalizar fondos hacia instrumentos de inversión financiera como un mecanismo de gestión que permita la administración eficiente de los recursos asignados.

En este marco y con el fin de profundizar el tema abordado, se propusieron los siguientes objetivos específicos:

- ❖ Evaluar la legislación y normativa interna vigente y analizar la factibilidad de inversión financiera por parte de los organismos públicos.
- ❖ Contrastar la evolución de la inflación mensual y la devaluación del tipo de cambio mayorista (peso/dólar) en la Argentina durante los años 2017 y 2018, con el rendimiento obtenido por distintos instrumentos de inversión financiera durante el mismo período.
- ❖ Describir las alternativas de inversión viables para la administración pública en función de la exposición de los activos, teniendo en cuenta aspectos como el plazo de inversión, liquidez de los instrumentos y riesgo involucrado.
- ❖ Analizar la decisión de inversión realizada por la Universidad de la Defensa Nacional en el año 2017, en el marco de su autonomía universitaria y desde el punto de vista de la rentabilidad obtenida en las condiciones económicas argentinas de ese período.

CAPÍTULO II

Marco Teórico

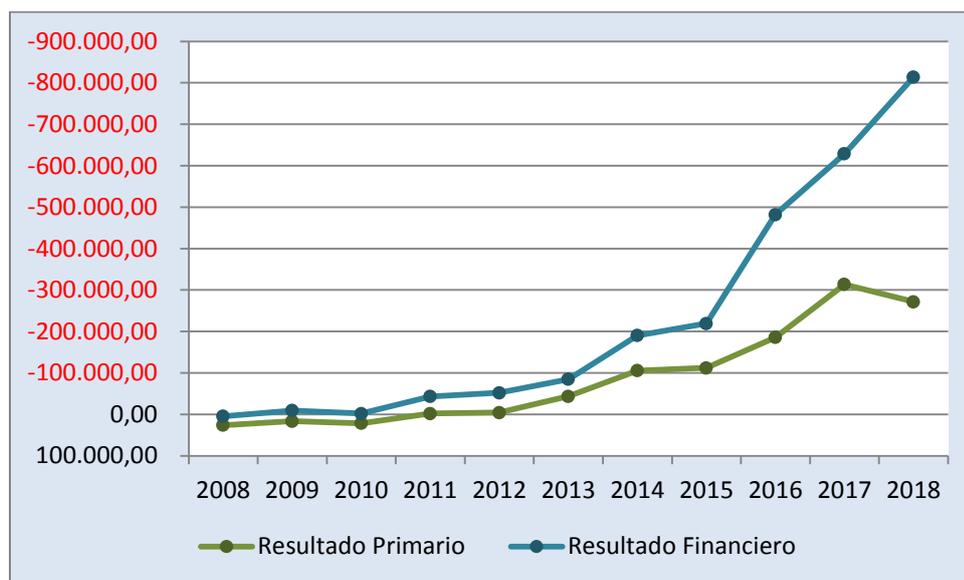
EL DÉFICIT FISCAL

El concepto de déficit fiscal se entiende como la diferencia negativa en los flujos financieros de la administración del Estado (en caso de ser positiva, se conoce como superávit fiscal) y se calcula en dos etapas respecto de un período determinado. En una primera instancia, como diferencia entre los recursos y gastos primarios del Sector Público, denominándose “*Resultado Primario*”, y, posteriormente, resulta de la diferencia entre los recursos corrientes y de capital menos los gastos corrientes y de capital, lo que representa el “*Resultado Financiero*” del período. De esta manera, en este último se incorporan a la ecuación primaria los flujos de pagos de intereses de la deuda pública.

Es importante mencionar que, para completar el contexto financiero de la Administración Nacional, al resultado descrito se le deben incorporar las operaciones “*debajo de la línea*”, que incluyen el flujo de amortizaciones de la deuda pública (devoluciones del capital adeudado) así como las fuentes o aplicaciones financieras que no tienen origen en la administración de la deuda pública, determinando las necesidades de financiamiento o no del Estado.

Ahora bien, teniendo en cuenta esto, la utilización de instrumentos de inversión financiera por parte de los organismos e instituciones públicas se plantea en un contexto de continuo déficit fiscal en la administración de recursos de la República Argentina que podría considerarse estructural teniendo en cuenta su evolución a lo largo del tiempo. En efecto, de acuerdo a la información publicada por el Ministerio de Hacienda de la Nación (MH), durante la última década (período 2008/2018), se puede apreciar un continuo crecimiento del déficit público, tanto primario como financiero:

Resultado Primario y Financiero de la Administración Nacional²
(En millones de pesos)



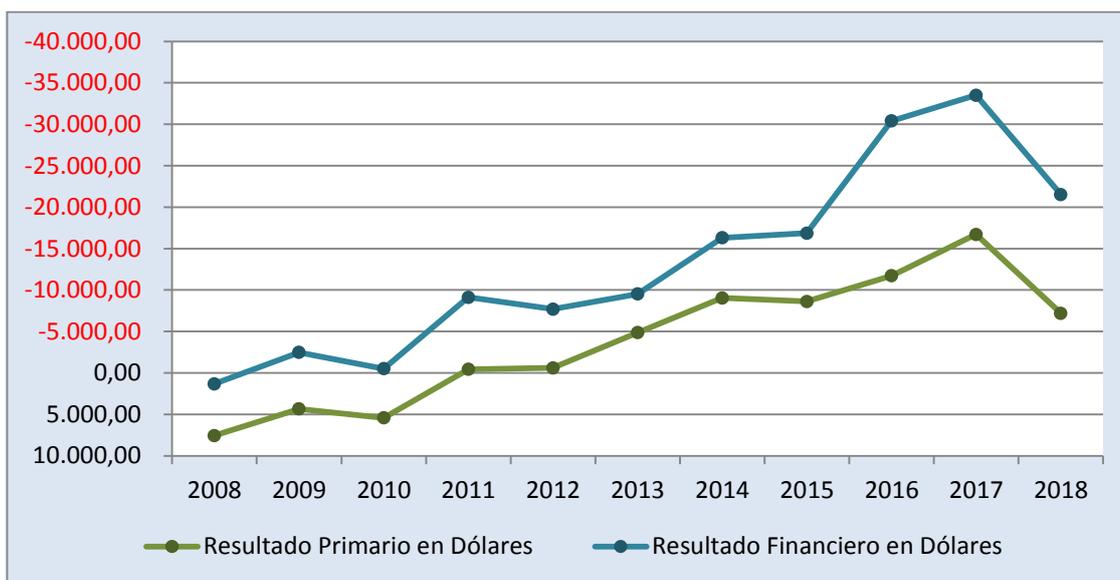
Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo al cuadro precedente, si bien se advierte una desaceleración del déficit primario del Estado a partir del año 2018, cuando se registra un déficit total de \$271.633,7.- millones de pesos (un 13,34% menos que en 2017), el déficit financiero continua en crecimiento, mostrando un comportamiento más acelerado a partir del año 2015, alcanzando un déficit en 2018 de \$813.734,2.- millones de pesos (un 370,97% más que el registrado en 2015).

A continuación se grafica el comportamiento de los resultados primarios y financieros del período medidos en dólares:

² Base de Datos: Ministerio de Hacienda de la Nación: Boletines Fiscales Trimestrales – Período 2008/2018.

Resultado Primario y Financiero de la Administración Nacional³
(En millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia.

El comportamiento de las cuentas públicas muestra una evolución similar a la de su medición en pesos, manteniendo períodos de déficit constantes, tanto primarios como financieros. En este sentido, también se verifica una marcada aceleración del déficit financiero a partir del año 2015, alcanzando los U\$S 33.494,43.- millones de dólares en 2017 (un 198,66% más que en 2015).

No obstante ello, se advierte una mejora sustancial en el año 2018, donde el déficit en términos primarios llega a U\$S 7.184,17.- millones de dólares (reduciéndose 56,98% respecto del 2017) y a U\$S 21.521,66.- en lo que refiere al resultado financiero (mostrando una baja del 35,75% respecto del registrado en el año anterior). Sin embargo es importante remarcar que, a pesar de los buenos resultados de la gestión durante el último año del período, persisten niveles de alto déficit.

Teniendo en cuenta lo expuesto, es necesario comprender que, más allá de las modalidades de financiamiento, el déficit fiscal genera desequilibrios en el comportamiento de las diferentes variables de una economía, afectando, en consecuencia, la estabilidad macroeconómica de cualquier país en donde se verifique. Por este motivo, el manejo ordenado de las cuentas fiscales resulta de singular importancia para los planes de

³Fuente: Elaboración propia.

Base de Datos: Ministerio de Hacienda de la Nación: Boletines Fiscales Trimestrales – Período 2008/2018; BCRA: Tipo de Cambio Mayorista (\$ por US\$) – Período 2009/2010 y 2015/2018; Diario El Cronista: Tipo de Cambio Contado con Liquidación. – Período 2011/2014 (con el fin de considerar los efectos sobre la cotización del dólar por aplicación de las Resoluciones AFIP Nros. 3210/11 y 3212/11 – Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias).

estabilización de una economía o región en particular, siendo la disciplina en las cuentas fiscales uno de los fundamentos macroeconómicos más importantes.

El déficit fiscal es el gasto en exceso que el tesoro realiza por sobre los recursos impositivos a su disposición. Superávit es el exceso de recursos impositivos que le queda al Tesoro por sobre los gastos realizados. Dado que no hay certeza absoluta sobre el monto exacto de los gastos que el tesoro va a tener que afrontar ni de los recursos que va a tener a disposición se distingue entre el resultado fiscal de un año puntual del resultado fiscal estructural. Déficit estructural es cuando el tesoro se encuentra en déficit fiscal crónico más allá de las desviaciones que ocurran según lo proyectado para cada año. Superávit estructural es lo contrario. El problema de Argentina, como el de tantos otros países a lo largo de la historia, no es meramente de déficit fiscal, es de déficit fiscal estructural. Argentina es un país con déficit crónico. (Cachanosky, 2017, p.81)

Entonces, en un contexto de detrimento estructural de las finanzas públicas como el de la Argentina, un déficit que crece más rápido que la generación de recursos de su economía se torna insostenible en el tiempo, afectando, en consecuencia, a la estabilidad macroeconómica del país. Por este motivo, se vuelve imprescindible implementar medidas destinadas a disminuir el exceso de gasto o incrementar los ingresos, con el fin de equilibrar las finanzas públicas o, al menos, reducir el déficit fiscal a niveles sostenibles.

EL SISTEMA DE TESORERÍA DE LA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA NACIONAL

A partir de la promulgación de la Ley N° 24.156, el 26 de octubre de 1992, se estableció el marco para la Administración Financiera y los Sistemas de Control del Sector Público Nacional, y se dio lugar a una reforma integral en la administración y el control de la Hacienda Pública, instaurando los sistemas componentes de la misma: el Sistema Presupuestario, el Sistema de Crédito Público, el Sistema de Contabilidad y el Sistema de Tesorería, además de los Sistemas de Control Interno y Externo del Estado Nacional, en cabeza de la Sindicatura General de la Nación (SIGEN) y la Auditoría General de la Nación (AGN) respectivamente.

En lo que respecta al tema de estudio, la mencionada ley establece que el Sistema de Tesorería se compone de un conjunto de órganos, normas y procedimientos que intervienen en la recaudación de los ingresos y la gestión de pagos que configuran el flujo

de fondos del Sector Público. En ese contexto, el órgano rector del sistema es la Tesorería General de la Nación (TGN), responsable de coordinar el funcionamiento de todas las unidades o servicios de tesorería que operen en la administración pública, dictando las normas y procedimientos conducentes a ello.

La Tesorería General de la Nación tiene competencia para, entre otros aspectos, participar en la formulación de los aspectos monetarios de la política financiera; elaborar juntamente con la Oficina Nacional de Presupuesto (ONP) la programación de la ejecución del presupuesto de la Administración Nacional y programar el flujo de fondos; centralizar la recaudación de los recursos y distribuirlos en las tesorerías jurisdiccionales que efectúen el pago de las obligaciones que se generen; conformar el presupuesto de caja de los organismos descentralizados, supervisar su ejecución y asignar las cuotas de las transferencias que éstos recibirán de acuerdo con la ley general de presupuesto; administrar el sistema de caja única o de fondo unificado de la administración nacional; coordinar con el Banco Central de la República Argentina (BCRA) la administración de la liquidez del Sector Público Nacional; y emitir opinión previa sobre las inversiones temporarias de fondos que realicen las entidades públicas.

Sistema de Cuenta Única del Tesoro

La Ley de Administración Financiera prevé, en el artículo 80, la creación de un sistema de caja única o de fondo unificado que le permita a la Tesorería General de la Nación disponer, a los fines de la administración financiera del Sector Público, de las existencias de caja de todas las jurisdicciones y entidades de la Administración Nacional. En este sentido, a partir del Decreto N° 1545/94, se dispone la puesta en operación del Sistema de Cuenta Única del Tesoro (CUT) para el manejo ordenado de los fondos provenientes de todas las fuentes de ingresos públicos corrientes, de créditos o de otra naturaleza de la administración pública, de manera tal de atender a todos los pagos resultantes de la gestión y desembolsos comprendidos en la gestión presupuestaria y patrimonial, manteniendo individualizados en la TGN los recursos propios, los recursos afectados y aquellos que les correspondan por asignaciones del Tesoro, a cada una de las jurisdicciones y entidades del Sector Público.

La implementación del sistema tiene como objetivo la administración inteligente y ordenada de los fondos puestos a disposición de la Tesorería, provenientes de todas las fuentes de ingresos públicos corrientes, de crédito o de cualquier otra naturaleza,

atendiendo a los principios de eficacia, eficiencia, economicidad y transparencia en su gestión, velando por el adecuado y oportuno registro de ingresos y pagos derivados de la gestión financiera de la administración pública.

El modelo de la CUT consiste en el mantenimiento de una sola cuenta corriente bancaria radicada en el Banco de la Nación Argentina (BNA), operada exclusivamente por la TGN, a partir de la cual se canalizan la totalidad de los recursos públicos, incluyendo aquellos destinados al Tesoro Nacional como así también los que sean propios de los organismos o que se encuentren vinculados a algún fondo o programa presupuestario específico, incluyendo los provenientes de créditos externos, donaciones y fondos de terceros. De este mismo modo, a través de la CUT, se realizan los pagos para la cancelación de las obligaciones contraídas por los Servicios Administrativos Financieros (SAF) de la administración pública, en el marco de la ejecución de los programas presupuestarios respectivos.

La operatividad de la CUT implica mantener identificados los recursos de las distintas fuentes de financiamiento, individualizando a qué jurisdicción y entidad de la Administración Nacional corresponden, permitiendo a la TGN la gestión de la programación financiera y de los activos y pasivos del Sector Público, proveyendo información oportuna para la toma de decisiones vinculadas a la evolución financiera e integrando los procesos de programación de la ejecución presupuestaria y la programación de caja.

La implementación de la CUT, como instrumento operativo de la administración pública, ha constituido una herramienta esencial para modernizar y asegurar la transparencia y seguridad en la gestión del manejo de los fondos públicos, además de representar un instrumento de ahorro para la TGN, teniendo en cuenta la reducción en la utilización de mecanismos onerosos de financiación.

Operatividad del Sistema y la Administración de la Liquidez

En función de los objetivos propios de la Tesorería General de la Nación y con el fin de planificar las operaciones del programa financiero minimizando los riesgos de liquidez, resulta de fundamental importancia la administración de los saldos bancarios radicados en las cuentas de titularidad de la TGN en los principales agentes financieros que conforman la banca pública nacional, el BNA y el BCRA, principalmente en lo que refiere

a los saldos correspondientes a la CUT, dado la representatividad de la misma sobre los recursos que administra el Tesoro.

En este sentido, el objetivo del sistema a partir de la implantación de la CUT, es garantizar un capital de trabajo suficiente para que la TGN administre las deficiencias estacionales de caja en el corto plazo de manera no onerosa, es decir, permitiendo la utilización transitoria, con un costo financiero nulo, de los fondos que se encuentran inutilizados. Es importante aclarar que, además de la posibilidad de financiamiento de los déficits transitorios o estacionales de caja a costo cero, si el programa sugerido muestra excedentes, el Tesoro puede proceder a la inversión transitoria de los mismos en instrumentos remunerados, logrando una rentabilidad sobre los fondos inmovilizados.

En este marco entonces, la administración de la liquidez constituye una actividad central en el Sistema de Tesorería, en pos de un eficiente manejo de los recursos públicos, entendiendo a la liquidez como *“la capacidad monetaria y de conversión de activos a recursos líquidos que tiene el Tesoro Nacional para la cobertura de sus obligaciones de mayor exigibilidad”* (Tesorería General de la Nación, 2017, p.43).

La Tesorería debe desarrollar una política de liquidez tal que permita flexibilidad ante las particularidades del contexto político y económico del país, de manera que pueda adaptarse y reaccionar con facilidad ante contingencias que pudieran afectar al flujo de liquidez del sistema y, en consecuencia, al cumplimiento de las obligaciones del Estado.

Por este motivo, el actuar de la TGN tiene que tender a minimizar los riesgos de liquidez, estableciendo una política de saldos mínimos de caja y administrando líneas de contingencia financiera, asegurando la identificación de márgenes mínimos para la financiación de los gastos con cargo al Tesoro Nacional. Por otra parte, también debe prever la aplicación rentable de los excedentes financieros y la disminución de los costos del financiamiento, racionalizando la cartera de activos y pasivos financieros. De este modo, una adecuada administración de la liquidez permitirá dinamizar la ejecución financiera del presupuesto y lograr el cumplimiento de las metas físicas previstas, atendiendo a las estacionalidades propias de los ingresos y pagos del Tesoro Nacional, asegurando la ejecución ordenada del gasto y, en la medida de las posibilidades, sin incrementos en el stock de la deuda.

Alcance del Sistema

De acuerdo a las estipulaciones de la Ley de Administración Financiera, sus disposiciones son de aplicación en todo el Sector Público Nacional, el cual, de acuerdo con el artículo 8, está integrado por:

a) Administración Nacional, conformada por la Administración Central y los Organismos Descentralizados, comprendiendo en estos últimos a las Instituciones de Seguridad Social.

b) Empresas y Sociedades del Estado que abarca a las Empresas del Estado, las Sociedades del Estado, las Sociedades Anónimas con Participación Estatal Mayoritaria, las Sociedades de Economía Mixta y todas aquellas otras organizaciones empresariales donde el Estado nacional tenga participación mayoritaria en el capital o en la formación de las decisiones societarias.

c) Entes Públicos excluidos expresamente de la Administración Nacional, que abarca a cualquier organización estatal no empresarial, con autarquía financiera, personalidad jurídica y patrimonio propio, donde el Estado nacional tenga el control mayoritario del patrimonio o de la formación de las decisiones, incluyendo aquellas entidades públicas no estatales donde el Estado nacional tenga el control de las decisiones.

d) Fondos Fiduciarios integrados total o mayoritariamente con bienes y/o fondos del Estado nacional. (Ley N° 24.156, 1992)

Teniendo en cuenta el caso de estudio propuesto para llevar a cabo la presentación, respecto de la Universidad de la Defensa Nacional, es importante mencionar también la instrumentación de los Decretos Reglamentarios Nros. 2666/92 y 1344/07, por los cuales se establece que “(...) para el funcionamiento de los sistemas de administración financiera y de control, las Universidades Nacionales, en virtud de su carácter de Organismos Descentralizados, están encuadradas en las disposiciones de la Ley y de este Reglamento, independientemente del tratamiento presupuestario que reciban”. (Decreto N° 1377, 2007)

De esta manera, tal como se mencionó anteriormente, a partir de la implantación de la CUT, los recursos de los distintos organismos del Sector Público se incorporan al flujo de fondos de Tesorería, en las etapas de recaudación, programación y pagos, permitiendo ampliar las posibilidades de programación financiera, teniendo en cuenta la administración de saldos promedios de tesorería que pueden ser utilizados transitoriamente para afrontar

eventualidades de corto plazo y así minimizar el costo de financiamiento ante faltantes de liquidez del sistema.

No obstante ello, de acuerdo al funcionamiento del Sistema de Tesorería, el alcance del Sistema de Cuenta Única se encuentra limitado, excluyendo a sectores que por sus características y/o disposición institucional no se encuentran incluidos en el Presupuesto Nacional, y que, por lo tanto, no constituyen objetos de la programación que administra la TGN. A continuación se detallan las excepciones incluidas y sus características:

- ❖ Sector Público Provincial: teniendo en cuenta el carácter federal de la República Argentina, el país se organiza institucionalmente de acuerdo a las constituciones dictadas por cada una de las provincias que lo integran, las que se reservan todo el poder no delegado por la Constitución al Gobierno Federal, así como el que expresamente se hayan reservado por pactos especiales al tiempo de su incorporación. En este sentido, mantienen entonces el derecho para la administración financiera y presupuestos independientes y, por lo tanto, la programación y gestión de los recursos referidos a dichos presupuestos.

Del mismo modo ocurre con las estructuras municipales en las que se desagregan las administraciones provinciales, que dependen entonces de los gobiernos de las mismas.

- ❖ Sector Público Nacional Financiero: el Banco Central de la República Argentina y el sector bancario público, cuyos presupuestos se aprueban por Decreto, se encuentran excluidos debido a la especificidad de los objetivos que guían su accionar, que difieren de los propios del resto del Sector Público Nacional.
- ❖ Sector Público Nacional No Financiero: en este grupo se incluyen instituciones que presentan distintos grados de autarquía o autonomía, tales como las sociedades y empresas del Estado (entendiendo a todos los tipos jurídicos, incluyendo entonces a todas aquellas organizaciones empresariales donde el Estado Nacional tenga participación mayoritaria en el capital o en la formación de las decisiones societarias), otros entes públicos excluidos expresamente de la Administración Nacional, los fondos fiduciarios y las Universidades Nacionales, consideradas de acuerdo a la normativa vigente como organismos descentralizados. En este caso, si bien se tienen en cuenta para la determinación de las cuotas presupuestarias, el Tesoro Nacional procede a la transferencia

presupuestaria pero sus recursos y gastos no se incorporan a la programación del flujo financiero cotidiano de la TGN.

Asimismo, es importante mencionar la particularidad de las instituciones de seguridad social, las que, dado la complejidad operativa del sistema previsional, se mantuvieron originalmente excluidas del sistema de la CUT. Sin embargo, fueron integrándose paulatinamente a la programación financiera del Tesoro Nacional, a través del intercambio de información que permitió consolidar los programas de caja de ambos sectores, y a partir de ello, coordinar la determinación conjunta de la necesidad de financiamiento y/o excedentes de caja.

Fondo Unificado de Cuentas Oficiales

Mediante el Decreto N° 8586/47, modificado por el Decreto N° 1108/17, se estableció el funcionamiento del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO), a partir de la creación de una cuenta especial denominada “Fondo Unificado de las Cuentas del Gobierno Nacional”, que se constituye por la sumatoria algebraica de los saldos de las cuentas corrientes en pesos del Sector Público Nacional no financiero radicadas en el Banco de la Nación Argentina, y que no integran la CUT.

Este fondo representa una herramienta eficaz que permite a la Secretaría de Hacienda, dependiente del Ministerio de Hacienda de la Nación, utilizar hasta el cien por ciento (100%) de los importes depositados en las cuentas que integran el fondo para cubrir necesidades transitorias del Tesoro Nacional, permitiendo financiamiento de corto plazo a costo cero, en contextos de escasez de liquidez. De acuerdo a la normativa actualizada respecto al uso del fondo, el Tesoro tiene competencia para afrontar los compromisos del Estado Nacional a partir de los excedentes financieros que componen el FUCO, entregando como contrapartida Letras del Tesoro (LETES) en garantía, permitiendo de esta manera una administración más eficiente de las disponibilidades.

Del mismo modo, en un contexto de exceso de liquidez del sistema, los recursos acumulados en el fondo, pueden ser utilizados para la obtención de rendimientos adicionales, mediante la colocación de inversiones temporarias en cuentas o depósitos remunerados del país o del exterior y/o la adquisición de títulos públicos o valores locales o internacionales de reconocida solvencia y/o en cualquier otro tipo de operación habitual en los mercados financieros.

INVERSIONES FINANCIERAS EN EL SECTOR PÚBLICO

A través de las Resoluciones Conjuntas Nros. 357/07 y 62/07, de la Secretaría de Hacienda y de la Secretaría de Finanzas respectivamente, dependientes ambas del Ministerio de Hacienda de la Nación, se aprobó el procedimiento sobre las inversiones temporarias que realicen las entidades comprendidas en el artículo 8 de la Ley N° 24.156, con excepción de los fondos fiduciarios públicos, que se integren total o mayoritariamente con bienes y/o fondos del Estado Nacional.

Sobre el particular, el Ministerio de Hacienda establece que:

Entiéndase por inversiones temporarias en los términos de la presente resolución a toda suma de dinero colocada en el mercado financiero, ya sea por adquisición de acciones, obligaciones, títulos públicos, o en imposiciones en entidades financieras, con el fin de obtener una renta posterior en forma de dividendos o intereses. (Resoluciones Conjuntas Nros. SH 357 y SF 62, 2007)

En concordancia con la competencia de la Tesorería General de la Nación para emitir opinión previa sobre las inversiones temporarias de fondos que realicen las entidades públicas, el mentado procedimiento establece que los organismos públicos deberán informar a la TGN: el tipo de inversión, las facultades legales que autorizan al organismo a efectuar la inversión planteada, el monto y plazo invertido, la entidad interviniente, las condiciones de inversión (fecha de inicio estimada, tasa de interés, moneda, etc.), cuál es el origen de los fondos, y, en caso de que se trate de fondos originados por desembolsos en préstamos externos, incluir la opinión de la Dirección Nacional de Organismos Internacionales sobre la viabilidad de la inversión en los términos del respectivo contrato. Si se tratase de inversiones temporarias cuyo vencimiento excediera el ejercicio presupuestario, el organismo deberá indicar complementariamente la fuente financiera presupuestaria con la que se constituye la misma.

En función de ello, la TGN debe analizar los términos propuestos y dar intervención a la Oficina Nacional de Crédito Público (ONCP) para que emita opinión en materia de su competencia o al Banco Central de la República Argentina, de tratarse de inversiones en el exterior. Una vez reunida la documentación y los elementos de juicio suficientes, la Tesorería debe informar al organismo solicitante los resultados del análisis efectuado.

Por otra parte, a partir de la Disposición N° 18/97 de la Contaduría General de la Nación (CGN) -órgano rector del Sistema de Contabilidad- se establece la obligatoriedad

para los organismos e instituciones públicas de informar las inversiones financieras existentes, especificando que las dependencias de la Administración Central; los organismos descentralizados del Poder Ejecutivo Nacional, incluyendo las instituciones de seguridad social y las Universidades Nacionales; las empresas y sociedades del Estado, las sociedades anónimas con participación estatal mayoritaria y las sociedades de economía mixta, y todas aquellas organizaciones empresariales donde el Estado Nacional tenga participación mayoritaria en el capital o en la formación de las decisiones societarias, deben practicar el inventario de sus inversiones financieras dentro de los 10 días posteriores al cierre de cada trimestre calendario, informando los movimientos de altas, bajas y modificaciones que se operen en sus carteras.

Sobre la cuestión de las inversiones en las instituciones públicas, es importante mencionar además las limitaciones estipuladas por el Ministerio de Hacienda de la Nación, en el Manual de Clasificaciones Presupuestarias para el Sector Público Nacional, por el cual se establece que la ejecución de gastos para llevar a cabo inversiones financieras se encuentran sujetos, en todos los casos, a la consecución de objetivos de política:

Las inversiones financieras son gastos que efectúa la Administración Nacional en aportes de capital; adquisición de acciones u otros valores representativos de capital de empresas públicas, así como de instituciones nacionales e internacionales; y la concesión de préstamos a corto y largo plazo, de carácter reintegrable, otorgados en forma directa o mediante instrumentos de deuda que se acuerdan a instituciones del sector público, del sector externo y otras entidades y personas de existencia visible. En todos los casos la realización de estos gastos responde a la consecución de objetivos de política y no a lograr rentabilidad en la aplicación de excedentes financieros o la administración de la liquidez. (Manual de Clasificaciones Presupuestarias, 2016)

No obstante ello, desde el punto de vista de este trabajo, resultaría debatible la limitación interpuesta por el Ministerio de Hacienda, puesto que la utilización de instrumentos de inversión financiera para obtener rentabilidad a partir de la aplicación de excedentes financieros o fondos inmovilizados, con el objetivo de incrementar los recursos públicos y, de esta manera, contribuir a la reducción del déficit fiscal, podría considerarse, en sí mismo, como un objetivo de política.

Al respecto, cabe mencionar además lo establecido en el “*Régimen de Ética en el ejercicio de la Función Pública*”, aprobado a través de la Ley N° 25.188, por el cual se determina que todas las personas que se desempeñan en la función pública, en todos sus niveles y jerarquías, se encuentran obligados a velar en todos sus actos por los intereses del Estado, así como a proteger y conservar su propiedad. Por este motivo, en un contexto inflacionario y de depreciación de la moneda de curso legal como el verificado en la Argentina, la inmovilización de fondos representa un uso negligente de los recursos públicos y, por lo tanto, un perjuicio fiscal para el Estado Nacional, por lo que la utilización de instrumentos financieros como mecanismo para conservar el poder adquisitivo de los fondos no sólo resulta una herramienta de gestión adecuada, sino también una alternativa necesaria para proteger la integridad de los recursos públicos.

LA INVERSIÓN FINANCIERA Y LOS CONCEPTOS DE “*RENTABILIDAD*”, “*RIESGO*”, “*LIQUIDEZ*” Y “*PLAZO DE INVERSIÓN*”

La inversión financiera puede entenderse como el proceso a partir del cual se postergan los beneficios inmediatos en el uso y/o goce de determinados bienes o activos, a cambio de la promesa futura de un beneficio más o menos probable. De acuerdo a Gitman y Joehnk (2009), “*una inversión es esencialmente cualquier instrumento en el que se depositan fondos con la expectativa de que genere ingresos positivos y/o conserve o aumente su valor*” (p. 37). Desde este enfoque, la idea de inversión debe entenderse desde la concepción implícita de un incremento de esos fondos invertidos o bien, desde una protección del poder adquisitivo de los mismos.

La inversión también puede entenderse como un proceso en el cual se entrega una determinada cantidad de bienes, generalmente dinero, a disposición de un tercero, ya sea público o privado, quien abonará por esto una prima o premio por el plazo que mantenga el dinero en su poder, o bien compartirá con el inversor una participación sobre las ganancias que genera el proyecto productivo o de inversión en el que se invirtieron los fondos.

Asimismo, es importante aclarar la diferencia entre lo que es ahorro y lo que es inversión, conceptos que tienen prácticamente el mismo sentido pero varían en lo que refiere al riesgo. En pocas palabras, el dinero ahorrado puede mantenerse en efectivo o conformando un depósito bancario prácticamente libre de riesgo, pero cuando se desea

invertirlo para obtener un beneficio adicional, los ahorros se exponen a un determinado nivel de riesgo de acuerdo a la rentabilidad esperada de la inversión.

En función de ello, surge la necesidad de tener en consideración cuatro variables que influyen en las características de cada alternativa de inversión: el rendimiento o rentabilidad involucrada, el riesgo implícito en cada operación, la liquidez de los instrumentos y el plazo de tiempo por el que mantiene invertido el dinero.

La rentabilidad esperada es el flujo futuro de fondos que se espera resulten de la inversión y se suele medir, al igual que las pérdidas, como un porcentaje del monto invertido. De acuerdo a Gitman y Joehnk (2009), *“los inversionistas se sienten motivados a invertir en determinado instrumento debido a su rendimiento esperado. El rendimiento es el nivel de beneficios producto de una inversión; es decir, la retribución por invertir”* (p. 161). Al respecto, es importante tener en cuenta que no todas las inversiones aseguran un rendimiento futuro, por lo que, al momento de tomar una decisión de inversión, deben analizarse otras cuestiones además de la rentabilidad esperada de la misma.

Otro factor importante es el riesgo asociado a la inversión, es decir, la incertidumbre implícita respecto de ese flujo futuro de fondos, incluyendo tanto la porción de rentabilidad esperada como la posibilidad de recuperar la inversión inicial. El riesgo es subjetivo y define el perfil del inversor de acuerdo al nivel de aversión que demuestre: un inversor conservador tiende a invertir en productos de bajo riesgo y, en consecuencia, de menor rentabilidad, como los depósitos a plazo que ofrece una entidad bancaria o los títulos de renta fija gubernamental. En contraposición, un inversor propenso al riesgo busca más rendimiento a través de títulos de renta variable u otras alternativas con mayor volatilidad en sus cotizaciones.

Es importante mencionar la relación directa existente entre el rendimiento proyectado y el riesgo asumido: según Gitman y Joehnk (2009), *“cuanto mayor sea la gama de posibles valores o rendimientos relacionados con una inversión, mayor será el riesgo”* (p. 38).

Por otra parte, debe considerarse también la liquidez de los instrumentos de inversión, es decir, la rapidez con la que se puede rescatar o retirar la inversión realizada, así como el costo involucrado de esa operación. Al respecto, se destaca la existencia de instrumentos que se negocian a diario y con un volumen elevado de operaciones en el mercado de valores, y que, en consecuencia, tienen una cotización conocida y actualizada en todo momento, por lo que pueden negociarse de inmediato, pagando únicamente las

comisiones por la operación correspondiente. En contraposición, existen instrumentos que carecen de estas características por lo que la tarea de salir de la posición invertida puede insumir mayor tiempo o mayores costes de operación.

Ahora bien, además de las variables mencionadas, al momento de evaluar una inversión debe tenerse en consideración el plazo de la colocación y, en consecuencia, los períodos en los que se prevé que ingresarán los flujos de fondos de la alternativa seleccionada. En este sentido, se debe analizar entonces el horizonte temporal de la inversión, que puede ser de corto, mediano o largo plazo. En materia financiera se habla de colocaciones a corto (horizonte de inversión liquidable dentro del año calendario), mediano (entre 2 y 5 años de inversión) y largo plazo (mayores a 5 años).

Al diagramar el perfil del inversor, debe identificarse con claridad el período de tiempo por el cual se espera mantener los recursos invertidos, de acuerdo a los objetivos específicos de cada sujeto. De este modo, durante el plazo estimado de colocación, el instrumento financiero seleccionado debe generar la rentabilidad esperada de esa inversión y, por lo tanto, proveer el flujo de fondos determinado, a un nivel razonable de riesgo, de acuerdo a las características propias del inversor y sus objetivos específicos.

Instrumentos de Inversión Financiera

El mercado financiero ofrece diferentes alternativas de acuerdo al perfil de inversión de cada agente, en función de los objetivos propios de la inversión, de la propensión al riesgo y de las expectativas de rendimiento esperado. En este sentido y a los efectos del trabajo, se clasificaron los instrumentos de inversión principalmente en cuatro grupos: instrumentos de renta variable, instrumentos de renta fija, instrumentos derivados y fondos comunes de inversión.

De acuerdo a la doctrina financiera, la principal diferencia entre los primeros dos instrumentos radica en la certeza o no respecto del flujo de fondos esperado de la inversión. En función de ello, cuando se habla de instrumentos de renta variable, se entiende que existe incertidumbre en el rendimiento que pueda generar esa inversión y por lo general, se relaciona con inversiones basadas en la adquisición de acciones. Las acciones son participaciones patrimoniales sobre la propiedad de una empresa, cuyo rendimiento está determinado por la distribución de dividendos producto de los resultados operativos de la compañía o por variaciones en el precio de esas participaciones sobre el capital.

El rendimiento sobre la inversión en acciones ordinarias proviene de una de dos fuentes: dividendos o ganancias de capital. Los dividendos son pagos periódicos que la corporación hace a sus accionistas a partir de sus ganancias presentes y pasadas. Las ganancias de capital son el resultado de la venta de acciones (o de cualquier activo) a un precio que excede a su precio inicial de compra. (Gitman y Joehnk, 2009, p. 42)

Esta incertidumbre sobre la rentabilidad del instrumento lleva implícita entonces un mayor riesgo, debido a la imposibilidad de determinar con seguridad cuál será el flujo de fondos de esa inversión, ya que no hay certezas sobre el pago periódico de dividendos por parte de las empresas ni sobre la estabilidad en la cotización de sus acciones, existiendo a la vez, distintos niveles de volatilidad en sus cotizaciones que podrían incrementar tanto la rentabilidad como las pérdidas sobre la inversión. Como se mencionó anteriormente, es importante aclarar que, al percibirse mayor riesgo, aumentan también las expectativas sobre los retornos esperados.

En contraposición, se encuentran los instrumentos de renta fija, que se caracterizan principalmente por el pago de intereses a una fecha de vencimiento determinada. Estas inversiones se asocian principalmente a instrumentos de deuda emitidos por entidades públicas (a través de bonos nacionales, provinciales o municipales) y privadas (mediante obligaciones negociables, pagarés, cheques de pago diferido, etc.), aunque también incluyen depósitos a plazo como los plazos fijos, cauciones bursátiles, etc.

Los títulos de renta fija son instrumentos de inversión que ofrecen un rendimiento periódico fijo. Algunos ofrecen rendimientos garantizados por contrato y otros tienen rendimientos específicos, pero sin garantía. Debido a sus rendimientos fijos, los títulos de renta fija tienden a popularizarse durante periodos de altas tasas de interés, cuando los inversionistas tratan de “asegurar” altos rendimientos. (Gitman y Joehnk, 2009, p. 43)

Como indica el autor, estos instrumentos resultan más atractivos cuando el nivel de tasas de interés es elevado, debido a que la rentabilidad aumenta a un riesgo más bajo. En este caso además, hay certeza tanto de la rentabilidad del instrumento como de la devolución de la inversión al vencimiento (salvo casos de riesgo de crédito o insolvencia del emisor).

Ahora bien, a partir del entendimiento a grandes rasgos de los instrumentos de renta fija y variable, es posible explicar las características de las otras dos clasificaciones

propuestas. Por un lado, los instrumentos derivados, es decir, inversiones en activos que derivan de un título o activo subyacente, donde su precio está determinado por el precio de ese título o activo en el que se basan. Los activos subyacentes de los derivados pueden ser activos financieros (tasas de interés, monedas, índices, acciones, etc.) o productos básicos también llamados “*commodities*” (cereales, minerales, alimentos, etc.).

Desde el punto de vista de una inversión especulativa, los instrumentos derivados tienen implícito un mayor riesgo debido al alto nivel de apalancamiento (relación entre crédito disponible y capital propio invertido, ya que no es necesario tener el bien subyacente para poder negociar sus derivados) y, por lo tanto, están sujetos a rentabilidades o pérdidas muy altas. No obstante ello, son herramientas de mucha utilidad como instrumentos de cobertura sobre tenencias de títulos o activos, ya que se instrumentan a partir de la celebración de contratos de compra/venta a un precio dado y para una fecha pactada y determinada. Los contratos de derivados se pueden agrupar en cuatro grandes categorías: contratos de futuros, contratos de opciones, contratos a término (“*forwards*”) y contratos de canje (“*swaps*”). Las primeras dos categorías, principalmente vinculados con futuros de monedas, índices y *commodities*, y las opciones sobre acciones, son las más comunes entre los inversores particulares.

Finalmente, se encuentran los fondos comunes de inversión (FCI), por los cuales un administrador, público o privado, obtiene fondos de inversores y los participa de un portfolio diversificado de activos, administrado de forma profesional. En este caso, el inversor adquiere una porción de la cartera de inversión mediante la compra de cuotas partes de la misma y participa de la rentabilidad que esta produce. Por lo general, la ganancia o pérdida sobre la inversión surge como diferencia entre el precio de suscripción de la participación y el precio de rescate de la misma, entendiendo que la variación en el precio de la cartera se produce por la evolución en la cotización y los intereses generados por los activos subyacentes que la conforman.

Teniendo en cuenta la diversidad de combinaciones de subyacentes posibles, cada FCI tiene su riesgo propio. Sin embargo, en el caso de carteras equilibradas, con un alto porcentaje de títulos de renta fija, además de la diversificación propia del portfolio, es posible garantizar la reducción del riesgo del inversor a niveles aceptables.

Como se indicó previamente, una vez analizado el contexto de déficit fiscal argentino, la legislación y normativa que reglamenta el circuito de inversión financiera en organismos públicos y las características de los distintos instrumentos de inversión financiera, el presente trabajo prevé además profundizar sobre el estudio de caso respecto del accionar de la Universidad de la Defensa Nacional (UNDEF), que canalizó recursos disponibles hacia inversiones en LEBAC, en el marco de la autonomía universitaria prevista en la Ley N° 24.521.

La UNDEF fue creada mediante la Ley N° 27.015, promulgada el 2 de diciembre de 2014, para la formación de militares y civiles en diferentes áreas disciplinarias, y la formación militar para la defensa nacional a través de carreras de pregrado, grado y posgrado. De acuerdo a la mentada ley, la Universidad debe realizar sus actividades de manera cooperativa, articulada e integrada con el Sistema Universitario Nacional, sin generar duplicidad de esfuerzos y procurando, en todo momento, el aprovechamiento de la experiencia universitaria nacional. En este sentido entonces, la UNDEF forma parte del conjunto de Universidades Nacionales de la República Argentina y, por lo tanto, de las instituciones públicas responsables de llevar adelante el Sistema de Educación Superior del país.

En lo que respecta la temática de estudio, es importante aclarar también que las Universidades Nacionales, respecto del funcionamiento del Sistema de Tesorería y del alcance del Sistema de Cuenta Única, son consideradas como organismos descentralizados pertenecientes al Sector Público Nacional No Financiero, incluyéndose, por lo tanto, dentro de los sectores que por sus características y/o disposición institucional constituyen objeto de la programación que administra la Tesorería General de la Nación.

El accionar y funcionamiento de las Universidades Nacionales se enmarca en las disposiciones de la Ley de Educación Superior N° 24.521:

La Educación Superior tiene por finalidad proporcionar formación científica, profesional, humanística y técnica en el más alto nivel, contribuir a la preservación de la cultura nacional, promover la generación y desarrollo del conocimiento en todas sus formas, y desarrollar las actitudes y valores que requiere la formación de personas responsables, con conciencia ética y solidaria, reflexivas, críticas, capaces de mejorar la

calidad de vida, consolidar el respeto al medio ambiente, a las instituciones de la República y a la vigencia del orden democrático. (Ley N° 24.521, 1995)

No obstante la misión descrita desde el punto de vista de nuestra legislación, las Universidades Nacionales, como instituciones de educación pública, contribuyen no solo a la producir y difundir el conocimiento científico, sino también a responder a las necesidades sociales mediante la promoción de la investigación científica y el desarrollo cultural, produciendo profesionales idóneos de distintas disciplinas y formando las elites dirigentes del país. En este sentido, el funcionamiento de las instituciones de educación superior y el logro de sus objetivos, debe entenderse como una contribución al desarrollo nacional y a la satisfacción de las necesidades comunes de las personas.

En este marco, los mecanismos a partir de los cuales se determinan los objetivos que deben perseguir las Universidades y el modo en cómo deben lograrlos no derivan de un proceso sencillo y claramente definido, sino que son el resultado de un proceso de negociación entre el mundo de la política, el gobierno y la sociedad, en el que se requiere interpretar la relación constructiva, crítica, aportante y de compromiso permanente que existe entre las instituciones de educación superior y esa sociedad de la que forman parte.

Teniendo en cuenta la misión de las Universidades Nacionales, se desprende la necesidad de que las mismas sean gestionadas en forma independiente, manteniendo sus actividades libres de cualquier tipo de connotación política e ideológica que pueda desvirtuar el logro de sus objetivos. De aquí nace el concepto de “*autonomía universitaria*”, articulado por primera vez en la Argentina con la reforma constitucional de 1994, e instaurándose de esta manera como una atribución de carácter constitucional.

No obstante ello, es importante entender que:

Aún con rango constitucional, la norma jurídica que reconoce el carácter autónomo de las universidades como consustancial a su quehacer no garantiza el respeto a la autonomía por parte de los poderes públicos y demás fuerzas sociales y políticas, sino que esta condición tiene que ejercerse cotidianamente y los universitarios tienen que ser vigilantes del puntual y cabal cumplimiento del estado de derecho. (Martuscelli y Martínez Leyva, 2013, p. 9)

Se entiende entonces que, más allá de la constitucionalidad de esa autonomía, el actuar de las universidades, en lo que refiere a la conservación, transformación y difusión del saber y la cultura, se puede encontrar sujeto a presiones de distinta índole, ya sea

política, económica o ideológica, que intentan desvirtuar sus fines académicos y culturales. En este sentido, tanto las tendencias de la política pública del gobierno de turno como las presiones interpuestas por las diferentes entidades y organizaciones públicas y privadas, nacionales e internacionales, pueden obligar a estas instituciones, en mayor o menor medida, a adoptar una perspectiva distinta con respecto al saber y a la generación del conocimiento. Por este motivo, debe revalidarse y fortalecerse continuamente el carácter autónomo de las Universidades Nacionales.

La Autonomía Universitaria

Para entender el concepto de autonomía, debemos comprender también el concepto de soberanía, por el cual se establece que no hay ningún orden jurídico superior por encima de él. Por lo tanto, en la concepción clásica de soberanía, es soberano quien puede dictar normas y hacerlas cumplir en todo el territorio de su Nación, donde no existe un orden jurídico superior que lo limite ni lo condicione.

Por otra parte, también se debe desarrollar la noción de autarquía, definida como la capacidad de autoadministrarse. Sin embargo, la atribución de un organismo o entidad de administrarse por sí misma tiene aparejada ciertos límites: el marco jurídico ya dictado por un ente de jerarquía superior que controla al ente autárquico.

Desde este precepto, la definición de autonomía se contrapone en parte con lo dispuesto por Muñoz y Castro Soto (2015), quien determina que *“por autonomía universitaria deberá entenderse, en suma, que la universidad, en el cumplimiento de sus fines, no depende de ninguna persona u organismo extraño a ella, ni puede ser interferida en su existencia y actividades”* (p. 15). Sobre el particular, más allá de las implicancias y fundamentos para el funcionamiento autónomo de las universidades, la identidad lograda a partir del concepto de autonomía universitaria no debe entenderse como una independencia absoluta, puesto que las Universidades Nacionales deben respetar un orden jurídico superior que las limita y condiciona, el cual es dictado por un ente de jerarquía superior a estas: el Estado Nacional del cual forman parte.

En este sentido, la concepción de autonomía debe entenderse limitada por el control y fiscalización del Estado, al menos de manera indirecta, en el sentido de la rendición de cuentas por la utilización de recursos públicos. La autonomía representa un principio de validez y legitimidad irreductibles, pero su alcance es y será siempre estrictamente relativo, pues no puede imponer su actividad por encima de la Nación de la cual forma parte.

En lo que atañe a la temática de nuestro trabajo, la Ley de Educación Superior N° 24.521, del 7 de agosto de 1995, reivindicó el principio de autonomía y, en su Artículo 29, se establecieron las atribuciones de la misma, entre las que se destaca la competencia de las Universidades para dictar y reformar sus estatutos y, conforme a estos y a las leyes que regulan en la materia, administrar sus bienes y recursos.

De esta manera, la autonomía articulada desde el punto de vista financiero, puede entenderse como la capacidad que cada institución tiene para administrar los recursos necesarios para el desarrollo de sus funciones, así como la libertad para aprobar y administrar su presupuesto, en la medida que se atienda a la obligación de rendir cuentas públicas sobre el financiamiento que se les otorga.

Resulta importante mencionar que, teniendo en cuenta la finalidad educativa sin fines de lucro de estas instituciones, el Estado Nacional debe crearlas y asumir la responsabilidad de financiarlas en forma principal, de manera que puedan desarrollar su actividad en forma gratuita, y, en concordancia, las universidades están obligadas a responder por la administración y uso de esos fondos que les fueron otorgados para el cumplimiento de sus objetivos.

CAPÍTULO III

Metodología

Como se mencionó anteriormente, el desarrollo de la tesis se encuadra en el contexto actual de la República Argentina, en un escenario de continuo déficit fiscal que podría considerarse estructural teniendo en cuenta su evolución a lo largo de la última década. En ese marco y más allá de las posibilidades de reformas institucionales y alternativas de modernización del Estado, el objetivo del proyecto consistió en analizar las distintas opciones que ofrecen los instrumentos de inversión financiera como una herramienta de gestión pública, que permita incrementar los recursos a partir de la rentabilidad lograda en la aplicación de excedentes financieros o fondos inmovilizados, permitiendo una adecuada administración de la liquidez y manteniendo el poder adquisitivo de los fondos públicos.

En este sentido, el estudio se focalizó en el análisis de variables de seguimiento económico y político, como la evolución de la inflación y las variaciones en el tipo de cambio legal (peso/dólar), con el objeto de visualizar el efecto de las mismas sobre el poder adquisitivo de la moneda nacional, así como el estudio de distintos instrumentos de inversión financiera como un mecanismo para contrarrestar, a partir de los rendimientos resultantes, la depreciación en el poder de compra de los recursos públicos.

Cabe recordar que, en un contexto inflacionario y de depreciación de la moneda de curso legal, la inmovilización de fondos representa un uso negligente de los recursos públicos y, por lo tanto, un perjuicio fiscal para el Estado Nacional, en la medida que la pérdida de poder adquisitivo de los recursos impide u obstaculiza la consecución de las metas presupuestarias previstas y el cumplimiento de las obligaciones contraídas.

DISEÑO Y ENFOQUE DE LA INVESTIGACIÓN

El estudio realizado consistió en una metodología basada en el enfoque descriptivo mixto, apoyada en la recolección y el análisis de datos, tanto cualitativos como cuantitativos, para la integración y evaluación conjunta del fenómeno bajo estudio.

Desde la perspectiva cualitativa, se procedió al análisis de la legislación y normativa vigente respecto del funcionamiento del Sistema de Administración Financiera del Sector Público Nacional. En este sentido, se profundizó la evaluación de la Ley N° 24.156 y sus Decretos Reglamentarios, así como la normativa específica dictada por el Ministerio de Hacienda de la Nación, como institución responsable de establecer los lineamientos para llevar adelante la política económica, presupuestaria e impositiva del país, y por la Tesorería General de la Nación, como órgano rector del Sistema de Tesorería

y responsable de la administración de las finanzas públicas. Es importante aclarar que también se tuvieron en consideración otras especificaciones dictadas por los demás órganos rectores de la Administración Nacional, como la Contaduría General de la Nación y la Sindicatura General de la Nación.

De esta manera, luego de comprender el funcionamiento del Sistema de Tesorería y, en particular, del Sistema de Cuenta Única del Tesoro, se evidencia la necesidad de una administración inteligente y ordenada de los fondos públicos, provenientes de todas las fuentes de ingresos corrientes, de crédito o de cualquier otra naturaleza de la Administración Nacional, atendiendo a los principios de eficacia, eficiencia, economicidad y transparencia en su gestión. En este marco, se analizó la factibilidad de los organismos públicos de invertir recursos disponibles, a partir de la inversión transitoria en instrumentos remunerados, logrando una rentabilidad sobre los excedentes financieros o fondos inmovilizados.

Por otra parte, desde el punto de vista cuantitativo, se analizó la evolución de la inflación mensual y la devaluación del tipo de cambio mayorista en la Argentina durante los años 2017 y 2018, de acuerdo a datos publicados por el Banco Central de la República Argentina, con el objeto de clarificar el efecto que tienen estas variables económicas sobre los fondos inmovilizados en moneda nacional, a partir del detrimento del poder de compra de los mismos, lo que representa, en consecuencia, no sólo la incapacidad de hacer frente a los compromisos sociales y presupuestarios previstos, sino también un uso negligente de los recursos públicos y, por lo tanto, un perjuicio fiscal para el Estado Nacional.

A partir de ello, se procedió a contrastar la evolución de esas variables con el comportamiento de algunos instrumentos financieros durante el mismo período, con el fin de demostrar la eficiencia de la inversión financiera como un mecanismo para proteger la integridad de los recursos públicos. En este sentido, se evaluaron las características propias de cada instrumento y su rentabilidad, respecto de: el Índice Merval, como parámetro de comparación de instrumentos de renta variable; las colocaciones a plazo fijo, por depósitos a 30 días de plazo en entidades financieras; las colocaciones en LEBAC, a 35 días de plazo; la adquisición de bonos nacionales, seleccionados según el modo de amortización: dólar-linked, ajustados por CER, ajustados por tasa de política monetaria y nominados en dólares (tomando un ejemplo representativo de cada clase, se analizó la evolución del Bonad 2018 -ya amortizado pero, a los fines del trabajo, puede considerarse en el período analizado-, Boncer 2021, Bonos del Tesoro 2020 y Bonar 2020) y el

comportamiento de algunos fondos comunes de inversión operados en cartera del Banco de la Nación Argentina.

En función de la información recolectada, se llevó a cabo un diseño no experimental transversal por el cual, de acuerdo a las características propias de la Administración Pública, las misiones y funciones de los organismos públicos, y los objetivos y metas de gobierno, se evaluaron las mejores alternativas de inversión a partir de un cuadro comparativo de las mismas, teniendo en consideración la rentabilidad de los instrumentos, el riesgo implícito en cada uno de ellos, la liquidez de los activos y el plazo de inversión previsto para las colocaciones.

Finalmente y a los efectos de clarificar los resultados alcanzados, se analizó el caso de estudio en torno al accionar de la Universidad de la Defensa Nacional, por el cual se canalizaron recursos disponibles hacia inversiones en LEBAC durante el transcurso del año 2017. En este sentido, se evaluó la decisión de inversión de la Universidad, en el marco de la autonomía universitaria prevista en la Ley N° 24.521, en un contexto de inflación y devaluación del tipo de cambio.

CAPÍTULO IV

Hallazgos

INVERSIONES FINANCIERAS TEMPORARIAS

De acuerdo a lo estipulado por la Ley N° 24.156, el órgano rector del Sistema de Tesorería es la Tesorería General de la Nación, responsable de coordinar el funcionamiento de todas las unidades o servicios de tesorería que operen en la administración pública, dictando las normas y procedimientos conducentes a ello. La ley además prevé la creación de un sistema de caja única o de fondo unificado que le permita a la TGN disponer, a los fines de la administración financiera del Sector Público, de las existencias de caja de todas las jurisdicciones y entidades de la administración nacional. Dicho sistema se pone en operación a partir del Decreto N° 1545/94, mediante la operatividad de la Cuenta Única del Tesoro.

La implementación del sistema tiene como objetivo la administración inteligente y ordenada de los fondos puestos a disposición de la Tesorería, provenientes de todas las fuentes de ingresos públicos corrientes, de crédito o de cualquier otra naturaleza de la Administración Nacional, atendiendo a los principios de eficacia, eficiencia, economicidad y transparencia en su gestión, velando por el adecuado y oportuno registro de ingresos y pagos derivados de la gestión financiera de la Administración Pública.

En este sentido, el modelo de la CUT consiste en el mantenimiento de una sola cuenta corriente bancaria radicada en el Banco de la Nación Argentina, operada exclusivamente por la TGN, a partir de la cual se canalizan la totalidad de los recursos públicos y se realizan los pagos para la cancelación de las obligaciones contraídas por los distintos SAF del Estado. De este modo, el sistema permite garantizar un capital de trabajo suficiente para que la TGN administre las deficiencias estacionales de caja en el corto plazo de manera no onerosa, es decir, permitiendo la utilización transitoria, con un costo financiero nulo, de los fondos que se encuentran inutilizados en el corto plazo. Es importante aclarar que, además de la posibilidad de financiamiento de los déficits transitorios a costo cero, si el programa de caja muestra excedentes, puede procederse a la inversión transitoria de los mismos en instrumentos remunerados, logrando rentabilidad sobre los fondos inmovilizados.

Es importante mencionar además lo determinado a partir del Decreto N° 8586/47, modificado por el Decreto N° 1108/17, que establece la creación de una cuenta especial denominada “Fondo Unificado de las Cuentas del Gobierno Nacional”, constituida por la sumatoria algebraica de los saldos de las cuentas corrientes en pesos del Sector Público

Nacional no financiero radicadas en el Banco de la Nación Argentina, y que no integran la CUT. Este fondo, también conocido como FUCO, permite a la Secretaría de Hacienda, dependiente del Ministerio de Hacienda de la Nación, utilizar hasta el cien por ciento (100%) de los importes depositados para cubrir necesidades transitorias del Tesoro Nacional, admitiendo el uso de los recursos para afrontar compromisos del Estado a partir de los excedentes financieros que componen el fondo. Del mismo modo que con la CUT, en un contexto de exceso de liquidez, el fondo puede ser utilizado para obtención de rendimientos adicionales, mediante la colocación en inversiones temporarias en cuentas o depósitos remunerados del país o del exterior, en la adquisición de títulos públicos o valores locales o internacionales de reconocida solvencia y/o en cualquier otro tipo de operación habitual en los mercados financieros.

De este modo, la obtención de recursos adicionales a partir de la rentabilidad en la aplicación de excedentes financieros o fondos inmovilizados, que permitan una adecuada administración de la liquidez y brinden eficiencia a la gestión pública, es competencia, en primera instancia, de la Tesorería General de la Nación, a través de la Cuenta Única del Tesoro, y de la Secretaría de Hacienda de la Nación, a partir del Fondo Unificado de las Cuentas del Gobierno Nacional.

No obstante ello, de acuerdo al funcionamiento del Sistema de Tesorería, el alcance de la CUT se encuentra limitado, excluyendo a sectores que por sus características y/o disposición institucional no se encuentran incluidos en el Presupuesto Nacional, y que, por lo tanto, no constituyen objetos de la programación que administra la TGN. En este sentido, el Sector Público Provincial, el Sector Público Nacional Financiero y el Sector Público Nacional No Financiero se encuentran exceptuados de la CUT y, en consecuencia, mantienen competencia para la administración financiera y ejecución independiente de sus presupuestos y, del mismo modo, la programación y gestión de los recursos correspondientes.

Por este motivo, mediante las Resoluciones Conjuntas Nros. 357/07 y 62/07, de la Secretaría de Hacienda y de la Secretaría de Finanzas respectivamente, dependientes ambas del Ministerio de Hacienda de la Nación, se instrumentó el procedimiento para la inversión temporaria por parte de los organismos de la Administración Pública. Al respecto, se entiende por inversión temporaria a la colocación de dinero en el mercado financiero, ya sea por adquisición de acciones, obligaciones, títulos públicos, o en

imposiciones en entidades financieras, con el objeto de lograr una renta posterior en forma de dividendos o intereses.

Sobre el particular y en concordancia con lo estipulado en la Ley N° 24.156 para el funcionamiento del Sistema de Tesorería, se establece como competencia de la TGN, la facultad de emitir opinión previa sobre las inversiones temporarias de fondos que realicen las entidades del Estado Nacional. Entre los requisitos de información previstos, los organismos públicos deben notificar a la Tesorería: el tipo de inversión, las facultades legales que autorizan al organismo a efectuar la inversión planteada, el monto y plazo invertido, la entidad interviniente, las condiciones de inversión (fecha de inicio estimada, tasa de interés, moneda, etc.), cuál es el origen de los fondos, y, en caso de que se trate de fondos originados por desembolsos en préstamos externos, incluir la opinión de la Dirección Nacional de Organismos Internacionales sobre la viabilidad de la inversión en los términos del respectivo contrato. Si se tratase de inversiones temporarias cuyo vencimiento excediera el ejercicio presupuestario, el organismo deberá indicar complementariamente la fuente financiera presupuestaria con la que se constituye la misma.

De acuerdo a la normativa indicada, la TGN debe analizar los términos propuestos y dar intervención, cuando correspondiere, a la Oficina Nacional de Crédito Público, para que opine en materia de su competencia, o al Banco Central de la República Argentina, de tratarse de inversiones en el exterior. Una vez reunida la documentación y los elementos de juicio suficientes, la Tesorería debe informar al organismo solicitante los resultados del análisis efectuado.

Además de la solicitud de opinión previa a la TGN y al cumplimiento de los requisitos de información necesarios, aquellos organismos e instituciones que determinen operar inversiones financieras deben cumplir con la Disposición N° 18/97 de la Contaduría General de la Nación, por la cual se establece la obligatoriedad de informar las inversiones financieras existentes, especificando que las dependencias del Sector Público Nacional deben practicar el inventario de sus inversiones dentro de los 10 días posteriores al cierre de cada trimestre calendario, informando los movimientos de altas, bajas y modificaciones que se operen en sus carteras.

De esta manera, en casos de exceso de liquidez, en el marco del cumplimiento de los objetivos y metas de gobierno, de acuerdo a las misiones y funciones de cada organismo público, y luego de dar cumplimiento a los requisitos de información y

autorización determinados en la normativa vigente, aquellos organismos que se encuentran exceptuados de la CUT y que, por lo tanto, mantienen competencia para la administración financiera y ejecución independiente de sus presupuestos, pueden proceder a la inversión temporaria de fondos con el objeto de lograr rentabilidad, en pos de una adecuada administración de los fondos públicos.

Desde este enfoque entonces, las funciones de administración financiera, que en primera instancia recaen en la TGN y en la Secretaría de Hacienda, pueden ser replicadas en las tesorerías de estos organismos e instituciones públicas que se encuentran exceptuados de la CUT y que solicitan realizar inversiones ante la disponibilidad de excedentes financieros o fondos inmovilizados, de manera tal de garantizar, en un contexto inflacionario y de depreciación de la moneda de curso legal, el aprovechamiento pleno de los recursos y el manteniendo el poder adquisitivo de los fondos públicos, al tiempo que se brinda eficiencia a la gestión pública y se evitan casos de perjuicio fiscal por inmovilización de fondos.

VARIABLES ECONÓMICAS E INSTRUMENTOS DE INVERSIÓN

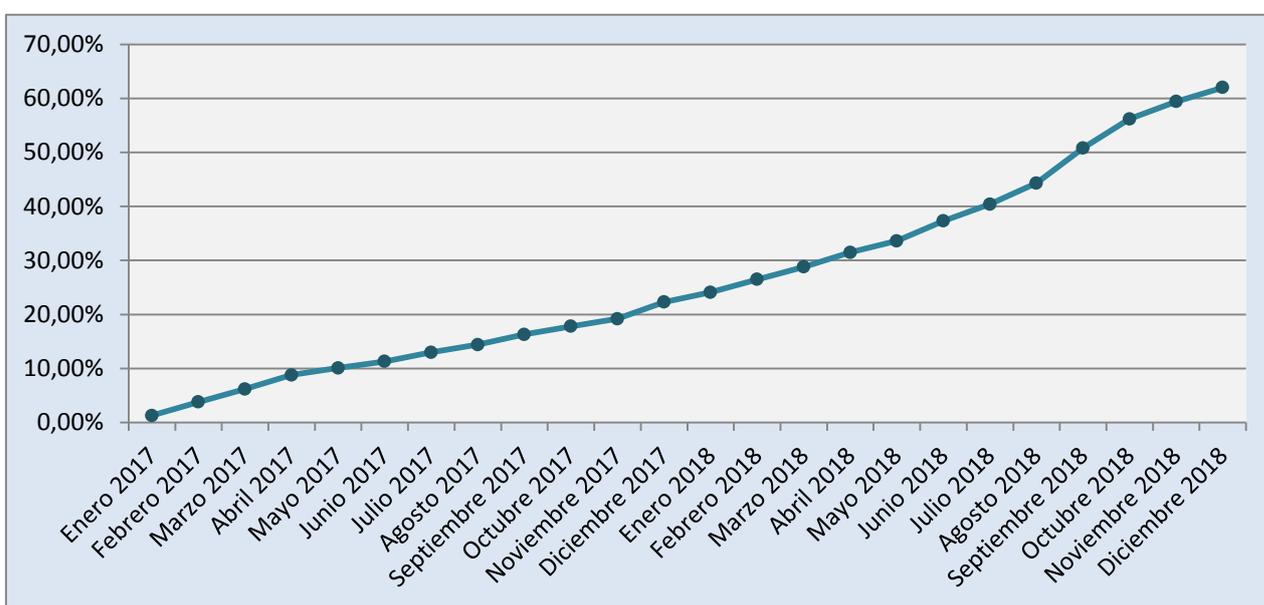
Como se analizó previamente, se entiende por inversión temporaria a la colocación de dinero en el mercado financiero con el objeto de lograr una renta posterior en forma de dividendos o intereses. De esta manera, por definición propia, la inversión prevé algún tipo de rendimiento futuro, materializado a través de un flujo de fondos que resulte mayor al monto invertido originalmente, permitiendo que, transcurrido un plazo determinado de tiempo, se pueda recuperar el monto invertido más una rentabilidad, de acuerdo a las condiciones y características del instrumento financiero seleccionado.

Desde esta perspectiva, la inversión representa entonces un aumento del capital inicial que permitiría, en consecuencia, aumentar el poder de compra futura a partir del rendimiento generado. No obstante ello, teniendo en cuenta las características particulares de la realidad económica argentina, lo descrito se ve afectado por dos fenómenos que repercuten sobre la rentabilidad de una inversión: la inflación de precios y la devaluación del tipo de cambio (peso/dólar).

Inflación

En primer término, se tiene en consideración el proceso inflacionario sostenido en el tiempo que se verifica en el mercado interno de bienes y servicios del país, caracterizado por un aumento continuo en los precios de esos bienes y servicios representativos del gasto de consumo de los hogares residentes argentinos. Debido a ello, el poder adquisitivo de moneda de curso legal, el peso argentino, se ve afectado, disminuyendo en su capacidad de compra. A los efectos de una mejor comprensión del fenómeno se expone la evolución de la inflación en la Argentina durante los años 2017 y 2018, de acuerdo a datos del BCRA:

Inflación Mensual⁴



Fuente: Elaboración propia.

En función del cuadro precedente, se observa que el valor de la moneda nacional, en contraposición con la suba de precios de una canasta representativa de bienes y servicios, se depreció un 62% durante el período analizado (siendo 22,3% la inflación medida en 2017). Por lo tanto, en términos reales, para considerar que una inversión financiera generó rentabilidad durante esos años, debió suponer una ganancia tal que permita superar la pérdida de poder adquisitivo ocasionada por la inflación.

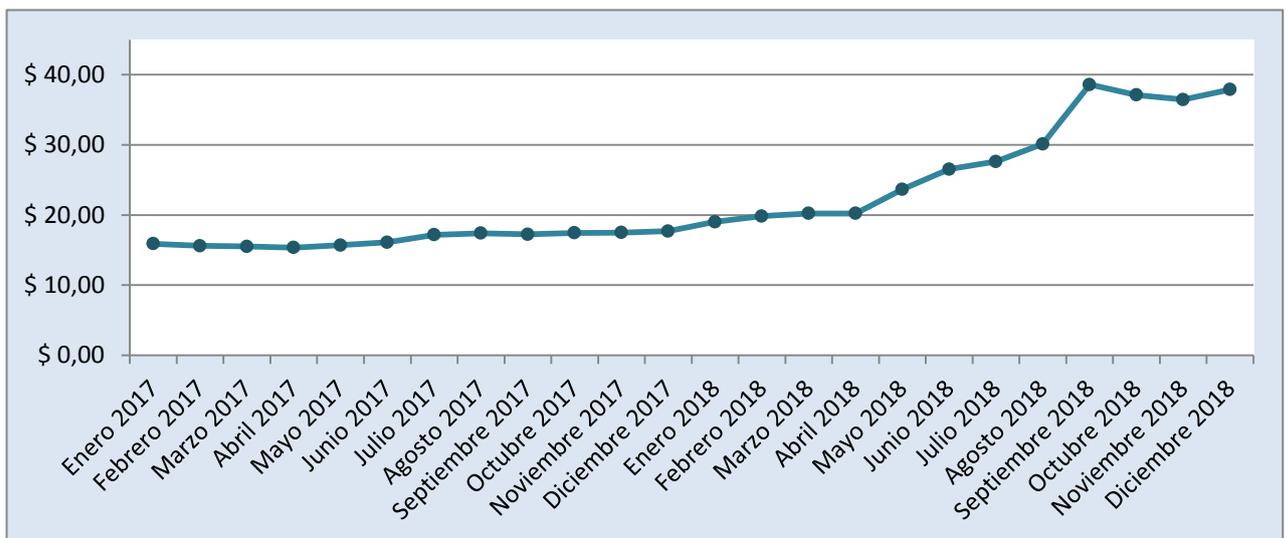
⁴Base de Datos: BCRA: Inflación Mensual (Variación Porcentual) – Período Enero 2017 a Diciembre 2018.

Devaluación del Tipo de Cambio

Como se mencionó anteriormente, además del efecto inflacionario, existe otro factor que afecta el valor de la moneda de curso legal argentina y, por lo tanto, sobre las medidas de rentabilidad de una inversión financiera. Este factor se relaciona con la evolución del tipo de cambio entre el peso argentino (\$) y el dólar estadounidense (US\$), entendido como la evolución de la relación de proporción que existe entre el valor de una moneda de curso legal y la otra. Cuando el peso argentino se devalúa (se necesitan más pesos para comprar igual cantidad de dólares), el poder adquisitivo de la moneda decrece.

A partir de datos del BCRA, se analiza a continuación el comportamiento de esta relación de proporción entre el peso y el dólar durante el período analizado:

Tipo de Cambio Mayorista - \$/US\$⁵
(Promedio Mensual)



Fuente: Elaboración propia.

Aquí se observa como la cotización promedio mensual de un dólar estadounidense pasó de valer \$15,91 en Enero 2017 a \$37,89 en Diciembre 2018, verificando un aumento del 138,15% (de los cuales solo 11,25% corresponden a 2017). En este sentido, por la simple compra de moneda extranjera se hubiera obtenido una rentabilidad en pesos tal que, durante el período analizado, se habría mantenido el poder de compra de los fondos invertidos (62% de incremento por efecto inflacionario) y, al mismo tiempo, obtenido una ganancia neta del 76,15%.

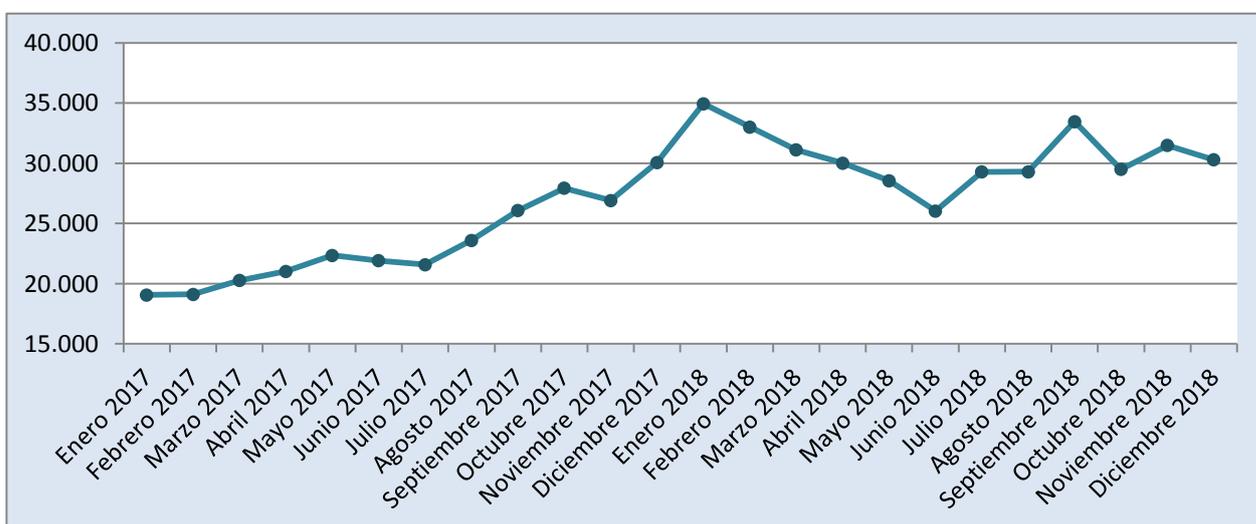
⁵ Base de Datos: BCRA: Tipo de Cambio Mayorista (\$/US\$) – Período 02/01/2017 al 28/12/2018.

No obstante ello, es importante remarcar que, en función del objeto de estudio de este trabajo y desde el punto de vista ético e institucional, se entiende conveniente que las inversiones financieras de los organismos públicos se realicen en el marco de la promoción e impulso de la moneda nacional y del mercado financiero local, de acuerdo a las distintas alternativas disponibles, motivo por el cual, la adquisición de moneda extranjera quedaría excluida como alternativa de inversión per se.

Evolución de los Instrumentos de Renta Variable

Previamente, al desarrollar las características de los instrumentos de renta variable, se definió a la adquisición de acciones como la participación patrimonial sobre la propiedad de una empresa o sociedad. Por este motivo, a los efectos de analizar su evolución durante el período 2017/2018, se consideró el comportamiento del índice Merval, que mide el valor de la cartera de acciones líderes de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Cabe mencionar que un índice bursátil es una medida estadística que refleja el rendimiento de un mercado determinado a través del tiempo.

Índice Merval⁶
(Promedio Mensual)



Fuente: Elaboración propia.

Como puede apreciarse a partir de los datos recolectados de *Yahoo Finance*, el comportamiento del índice tiene altibajos durante el período de referencia, característica principal de los instrumentos de renta variable. Al respecto, se verifica su tendencia alcista

⁶ Base de Datos: Yahoo Finance: Merval Index. Historical Data (Monthly) – Período Enero 2017 a Diciembre 2018.

durante casi todo el año 2017, pasando de 19.063 a 30.066 puntos (57,72% de alza), con un pico de 34.939 unidades en Enero de 2018. Teniendo en cuenta el período bianual, se observa un incremento total del orden del 58,1%.

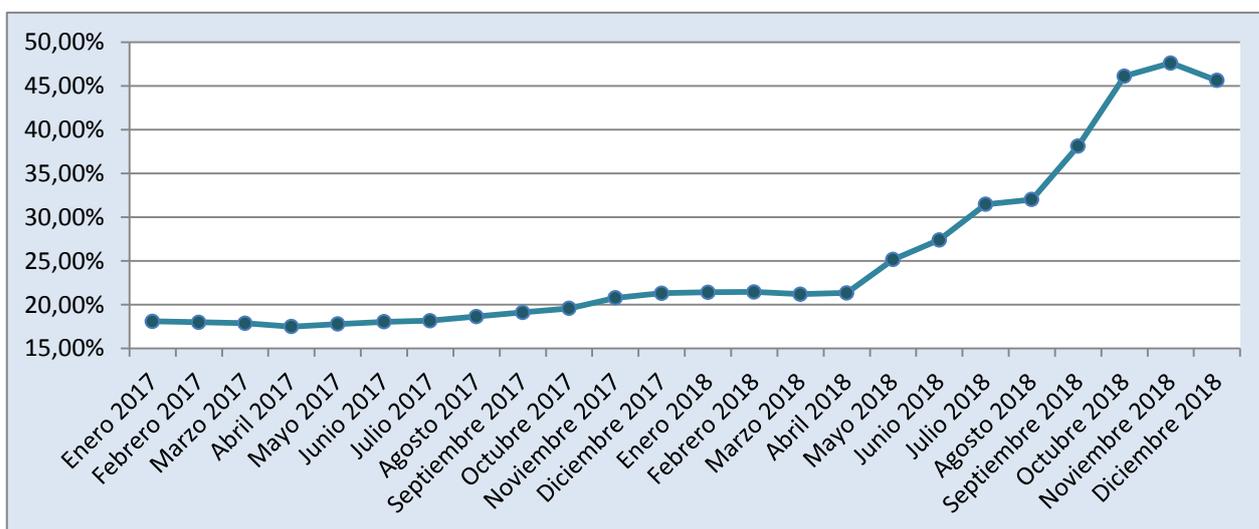
Evolución de los Instrumentos de Renta Fija

Colocaciones a Plazo Fijo (por depósitos a 30 días en entidades financieras)

La inversión en plazo fijo es la alternativa más tradicional del mercado financiero y consiste en el depósito de fondos en una entidad financiera, a un plazo y a una tasa de interés determinados. Teniendo en cuenta la certeza que involucra la concertación de la operación, siendo conocido tanto el plazo durante el cual se debe sostener la inversión como la rentabilidad generada por la misma, se trata de un instrumento de muy bajo riesgo.

De acuerdo a datos del BCRA, a continuación se expone la evolución de la tasa de interés nominal anual (TNA), por depósitos en pesos en entidades financieras, a 30 días de plazo, y el consecuente comportamiento de la tasa efectiva anual (TEA) durante el período 2017/2018:

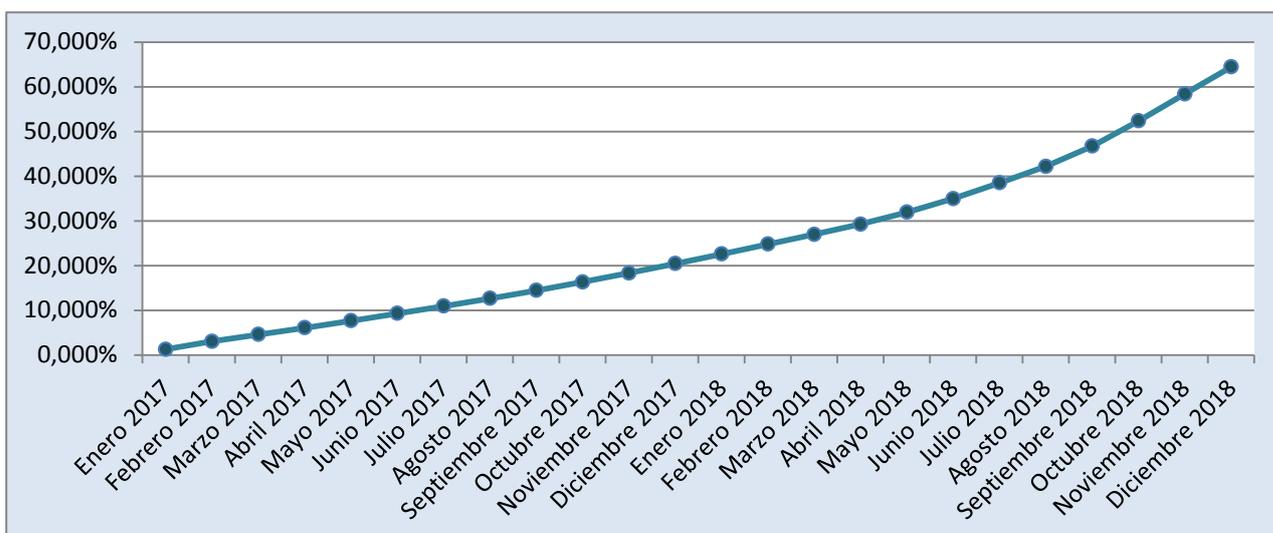
Plazos Fijos a 30 días
Tasa de Interés Nominal Anual⁷
 (Promedio Mensual)



Fuente: Elaboración propia.

⁷ Base de Datos: BCRA: Tasa de Interés por depósitos a 30 días de plazo en entidades financieras (TNA) – Período 02/01/2017 al 28/12/2018.

Plazos Fijos a 30 días
Tasa de Interés Efectiva Anual
(Promedio Mensual)



Fuente: Elaboración propia.

De esta manera, bajo el supuesto de capitalización mensual de los intereses generados por un plazo fijo colocado a 30 días en entidades bancarias, se hubiera obtenido durante el período analizado una ganancia total del 64,4% en moneda nacional (siendo 20,43% el acumulado de 2017).

Cauciones Bursátiles

Las cauciones bursátiles son colocaciones a muy corto plazo, de 7 a 120 días, garantizados por el Mercado de Valores, en las cuales el colocador aporta el efectivo y, al término del período establecido, recibe el capital más los intereses correspondientes de manera similar a un plazo fijo en entidades bancarias. Se trata entonces de colocaciones de dinero a través del mercado bursátil que resultan una interesante alternativa de inversión de corto plazo para aquellos inversores que buscan obtener un rendimiento moderado y seguro, al tiempo que se privilegia la liquidez de las colocaciones.

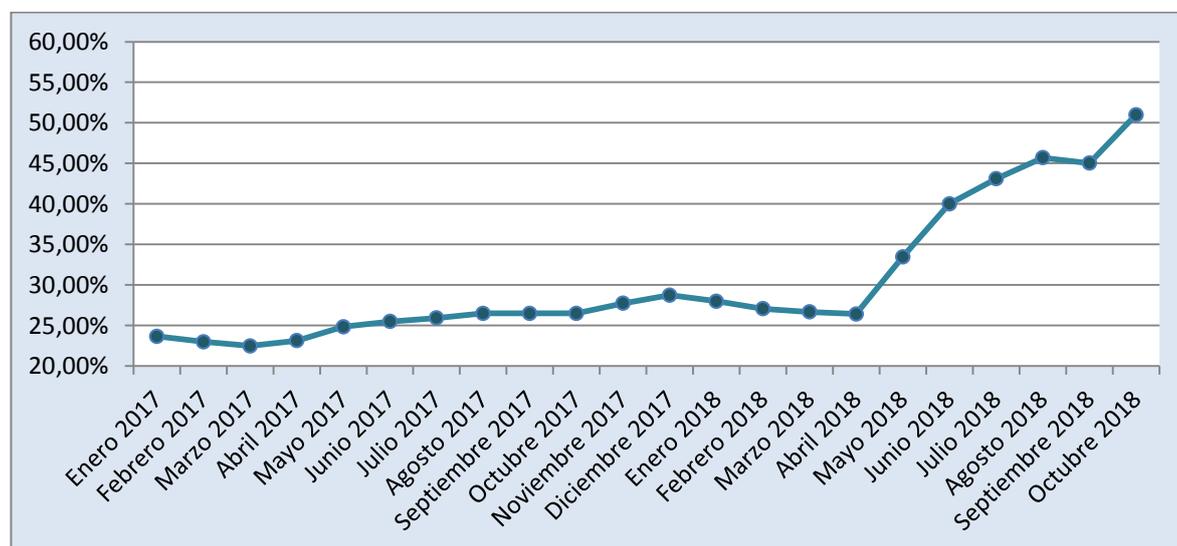
No obstante los beneficios de este instrumento, atento al bajo riesgo involucrado, no fue posible analizar la evolución de su rentabilidad a los fines de esta tesis, debido a que el rendimiento de las cauciones se estipula diariamente para cada operación, de acuerdo con la tasa de interés vigente en el mercado financiero, en función de la oferta y demanda de dinero a ese momento dado, situación que imposibilita la determinación de una base de datos íntegra y confiable para el período analizado.

Colocaciones en LEBAC (a 35 días de plazo)

Las LEBAC – Letras del Banco Central – son instrumentos de inversión licitados una vez por mes, a través de las cuales el BCRA emitía deuda que podía ser comprada por cualquier inversor a través de bancos y sociedades de bolsa. Este tipo de instrumento representaba una alternativa a las colocaciones de fondos tradicionales en entidades bancarias pero con un rendimiento mayor y, a diferencia de los plazos fijos, poseía una alta liquidez ya que podía ser operado en el mercado secundario, lo que permitía venderlas y hacerse de los fondos invertidos en cualquier momento.

A los fines de su evaluación y análisis, es importante mencionar que, a partir del 26 de septiembre de 2018, el BCRA presentó un nuevo esquema de política monetaria, que formalizó la estrategia de reducción del stock de LEBAC como instrumento de esterilización monetaria (disminución de la oferta de dinero), siendo los bancos del sistema financiero local los únicos actores capaces de invertir en estos instrumentos, impidiendo, en consecuencia, la participación de inversores particulares. Por este motivo, su evaluación, a partir de datos del BCRA, comprendió únicamente el período Enero 2017 a Octubre 2018.

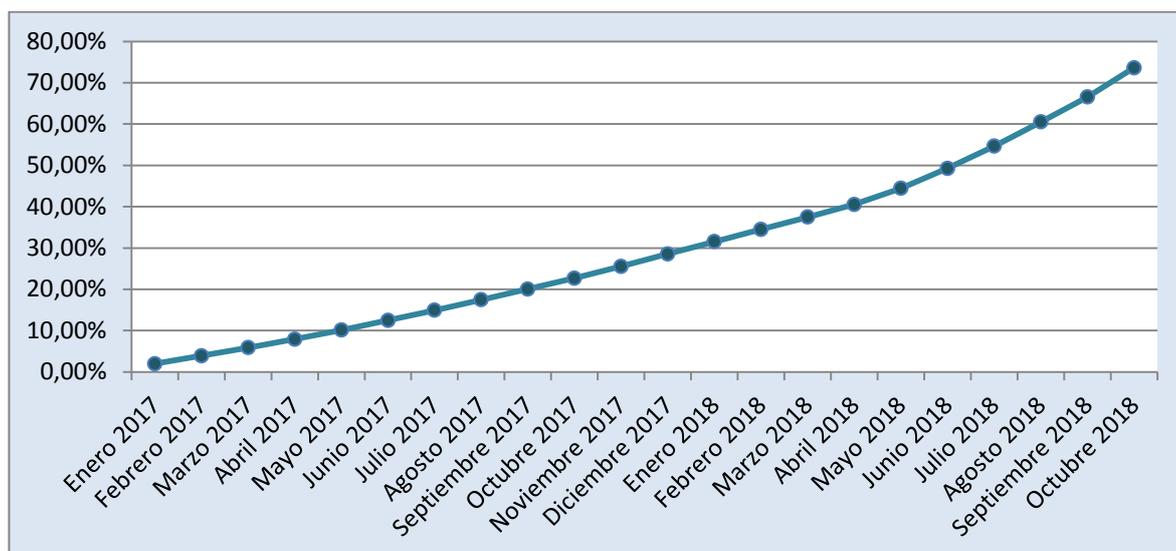
LEBAC a 35 días
Tasa de Interés Nominal Anual⁸
Promedio Mensual



Fuente: Elaboración propia.

⁸Base de Datos: BCRA: Tasas de interés de LEBAC a 35 días de plazo – Período 02/01/2017 al 31/10/2018.

LEBAC a 35 días
Tasa de Interés Efectiva Anual
Promedio Mensual



Fuente: Elaboración propia.

A partir del mismo supuesto utilizado al evaluar la rentabilidad de los plazos fijos, suponiendo la capitalización mensual de los intereses generados por las colocaciones en LEBAAC, durante el período analizado se hubiera obtenido un rendimiento total en pesos del 73,62% (correspondiendo un 28,55% a 2017).

Bonos Nacionales

En este acápite y como se mencionó en el capítulo “*Metodología*”, se analizaron algunos bonos gubernamentales, seleccionados de acuerdo al modo de amortización, teniendo en consideración las alternativas operadas en el mercado con mayor liquidez.

Al respecto, es importante aclarar que, más allá de las condiciones de amortización y pago de servicios que ofrece cada uno, estipuladas al momento de su emisión, las cotizaciones de los bonos argentinos varían de acuerdo a la oferta y demanda del mismo en el mercado secundario y su evolución se mide en una modalidad “*dirty*”, es decir, considerando los intereses corridos en el precio del bono.

Las condiciones de amortización y pago de servicios resultan independientes de las variaciones de precio que sufra el bono, por lo que al adquirir dichos instrumentos se garantiza la obtención de los rendimientos indicados en sus condiciones de emisión (salvo casos de riesgo de crédito o insolvencia del emisor), y, de no mantener la tenencia hasta su

vencimiento, se adicionará la ganancia o descontará la pérdida por la diferencia de cotización entre el precio de compra y el de venta.

❖ **Dólar-Linked**

Este tipo de instrumentos tienen la particularidad de ser emitidos para la financiación del gobierno nacional en dólares estadounidenses, pero cuya moneda de amortización y pago de intereses es el peso argentino. De esta manera, la evolución en su cotización tendrá correlación con el comportamiento que tenga el tipo de cambio \$/US\$.

Muestra: Bonad 2018 – Símbolo AM18 (*Perfil y características: Rava.com*)

Este bono gubernamental argentino de la clase dólar-linked se emitió en dólares el 18 de noviembre de 2014, ofreciendo una tasa fija de 2,4% nominal anual, sobre la base de un año de 360 días, de 12 meses de 30 días cada uno. Como se indicó previamente, el pago de servicios se preveía en pesos, al tipo de cambio aplicable, computando pagos semestrales los días 18 de marzo y 18 de septiembre de cada año hasta su vencimiento, el 18/03/2018 (forma de amortización: integra al vencimiento).

Debido a la madurez del bono (plazo), sólo se analizó la evolución de su cotización desde Enero 2017 hasta Marzo 2018 (fecha de vencimiento prevista).



Fuente: Tradingview.com

El gráfico muestra el incremento en la cotización del bono hasta su vencimiento, pasando de \$1596 en Enero 2017 a \$2035 en Marzo 2018, exponiendo un rendimiento por fluctuación en su cotización del 27,51%, de los cuales 17,79% tuvieron lugar en el año 2017. Teniendo en cuenta que este bono se encuentra condicionado por la evolución del tipo de cambio, es importante recordar que durante ese período, la depreciación del peso argentino respecto al dólar fue del 27,22% (yendo de \$15,91 en Enero 2017 a \$20,24 en Marzo 2018).

❖ **Ajustados por CER**

La característica principal de estos bonos es que el capital representativo de la deuda en pesos se ajusta conforme al Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), de acuerdo a lo estipulado en el artículo 4 del Decreto N° 214/02.

Respecto al cálculo del CER, se tiene en consideración la tasa de variación diaria obtenida de la evolución mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), publicado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), organismo desconcentrado actuante en el ámbito del Ministerio de Hacienda de la Nación.

Muestra: Boncer 2021 – Símbolo TC21 (*Perfil y características: Rava.com*)

El Boncer 2021 se emitió el 22 de julio de 2016 en moneda nacional, ofreciendo servicios del 2,5% sobre los saldos ajustados por CER a partir de la fecha de emisión, pagaderos por semestre vencido, los días 22 de enero y 22 julio de cada año hasta el vencimiento (22 de julio de 2021). Los intereses son calculados sobre la base de 30/360 y, a los efectos de determinar el capital ajustado por CER, se toma el coeficiente informado por el BCRA correspondiente a diez (10) días hábiles anteriores a la fecha de vencimiento del servicio de interés o amortización de capital correspondiente.

A continuación se expone el gráfico de su cotización durante el período 2017/2018:



Fuente: Tradingview.com

Como se puede observar, el comportamiento del TC21 muestra un alza por variación de su cotización en torno al 38,69% (correspondiendo una rentabilidad del 16,61% a 2017), pasando su cotización de \$113,2 en Enero 2017 a \$157 en Diciembre 2018.

❖ Ajustados por Tasa de Política Monetaria

Este instrumento prevé el devengamiento de intereses en pesos en función de la variación de la Tasa de Política Monetaria, calculada como el promedio aritmético simple de la tasa de interés determinada por el BCRA.

Muestra: Bono del Tesoro 2020 – Símbolo TJ18 (*Perfil y características: Rava.com*)

El TJ20 se emitió el 21 de junio de 2017 para la financiación en pesos del gobierno nacional, ofreciendo el pago de intereses a la Tasa de Política Monetaria, pagaderos trimestralmente los días 21 de marzo, 21 de junio, 21 de septiembre y 21 de diciembre de cada año hasta el vencimiento (21 de junio de 2020). La tasa se calcula a partir de las tasas publicadas por el Banco Central en www.bcra.gov.ar durante el trimestre, desde diez (10)

días hábiles antes del inicio de cada servicio hasta diez (10) días hábiles antes del vencimiento.

La evolución en la cotización del bono desde su emisión en Junio 2017 es la siguiente:



Fuente: Tradingview.com

En este sentido, se advierte que la cotización del TJ20 pasó de \$103,1 en Junio 2017 a \$110,5 en Diciembre de 2018, experimentando un aumento por variación de precios del 7,18% (siendo 4,46% el porcentaje correspondiente al año 2017). Es importante aclarar además que por las características propias del bono, se evidencian altibajos de cotización debido a la amortización trimestral de intereses, pronunciando caídas en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre, por el pago de cupones en base a la tasa de política monetaria, que promedió, desde el lanzamiento del bono hasta fines de 2018, un 39% de acuerdo a la información publicada por el BCRA.

❖ Nominados en Dólares

Estos bonos se emiten con el objetivo de lograr financiación en dólares estadounidenses, siendo el pago de servicios y la devolución del capital íntegramente en esta moneda.

Muestra: Bonar 2020 – Símbolo AO20 (*Perfil y características: Rava.com*)

El bono fue emitido el 8 de octubre de 2015 y ofrece una amortización *bullet* (pago de cupones de interés) del 8% anual, pagaderos semestralmente los días 8 de abril y 8 de octubre hasta su vencimiento (base 30/360), el 8 de octubre de 2020.

Teniendo en cuenta que este tipo de instrumentos, si bien son emitidos en dólares, se negocian en el mercado secundario tanto en su moneda original como en pesos, por lo que, a los fines del trabajo, se analizó su evolución en pesos durante el período 2017/2018:



Fuente: Tradingview.com

En este caso, teniendo en cuenta el efecto de la devaluación del peso sobre la cotización del bono, se observa un claro incremento de su precio, pasando de \$1903 en Enero 2017 a \$3725 en Diciembre 2018, mostrando un rendimiento total del 95,74%, atribuyendo sólo un 10,09% al año 2017.

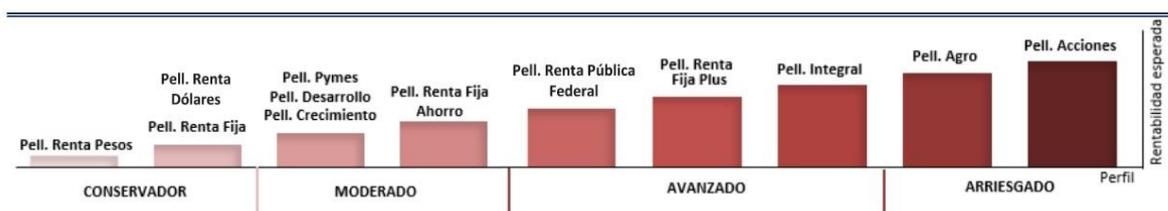
Evolución de los Fondos Comunes de Inversión (FCI)

En función de lo desarrollado previamente, los fondos comunes de inversión representan una alternativa útil teniendo en cuenta la administración profesional de un portafolio diversificado de activos, ajustados de acuerdo a las características de los distintos tipos de inversores.

A los efectos del trabajo, se analizaron las propuestas de FCI vigentes en el Banco de la Nación Argentina, con el objeto de evaluar las distintas alternativas disponibles así como los rendimientos obtenidos por cada una durante el período bianual 2017/2018.

Respecto a estos instrumentos, es importante aclarar que la evolución de los rendimientos pasados representa un indicador de gestión y no implica, bajo ningún aspecto, rendimientos futuros ni promesa de los mismos. Por otra parte, las inversiones en los distintos fondos no constituyen depósitos en el Banco de la Nación Argentina, a los fines de la legislación vigente ni cuentan con ninguna de las garantías de depósitos a la vista o a plazo, mientras que los gastos y comisiones por su operación se encuentran bonificados, al tiempo que los honorarios por la administración del fondo se deducen del valor de cuota parte.

De esta manera, en función a la información disponible (*PellegriniFCI.com*), el BNA ofrece doce (12) alternativas de Fondos Comunes de Inversión, divididos de acuerdo al perfil del inversor en: conservador, moderado, avanzado y arriesgado, a partir del siguiente esquema:



Según los datos disponibles respecto de cada uno de los fondos administrados (*PellegriniFCI.com*), se describe a continuación un breve detalle de los objetivos de inversión, así como los rendimientos netos anuales producidos durante el período analizado:

FCI	Objetivos	Renta Anual Neta (%)			
		2017	2018	Total Bianual	
1	Pellegrini Renta Pesos	Invertir en instrumentos de tasa de interés, como plazos fijos y depósitos a la vista en entidades financieras nacionales.	21,30%	33,70%	55,00%
2	Pellegrini Renta Fija	Invertir en instrumentos de corto plazo.	25,80%	30,60%	56,40%
3	Pellegrini Renta Dólares	Invertir en instrumentos de corto plazo en dólares.	-	1,40%	1,40%
4	Pellegrini Pymes	Invertir en instrumentos originados por Pymes.	20,80%	27,90%	48,70%
5	Pellegrini Desarrollo Argentino	Invertir en instrumentos de infraestructura y desarrollo de economías regionales productivas.	24,00%	45,50%	69,50%
6	Pellegrini Crecimiento	Invertir en instrumentos de renta fija de corto plazo emitidos por el Tesoro.	25,80%	39,40%	65,20%
7	Pellegrini Renta Fija Ahorro	Invertir en instrumentos de renta fija de corto y mediano plazo.	24,90%	35,90%	60,80%
8	Pellegrini Renta Pública Federal	Invertir en Letras del Tesoro en Pesos a corto plazo.	-	36,20%	36,20%
9	Pellegrini Renta Fija Plus	Invertir en títulos públicos, nominados en pesos y en dólares.	23,40%	38,60%	62,00%
10	Pellegrini Integral	Invertir en acciones, títulos y tasa de interés.	47,90%	24,60%	72,50%
11	Pellegrini Agro	Invertir en instrumentos de renta variable (contratos de futuro) y renta fija agropecuarios de mediano/largo plazo.	9,00%	16,80%	25,80%
12	Pellegrini Acciones	Invertir en empresas que cotizan en Bolsa con un horizonte de mediano/largo plazo, analizando factores macro/micro económicos (variables económicas, industria, empresa, etc.) y de mercado (capitalización, liquidez, riesgo, etc.).	80,50%	1,50%	82,00%

Fuente: Elaboración propia.

Instrumentos Derivados

Anteriormente se señaló que, en el caso de tales instrumentos, su valor depende de un título o activo subyacente, donde su precio está determinado por el precio de ese título o activo y, por lo tanto, poseen características similares. Asimismo, desde el punto de vista de una inversión especulativa, se describió a los derivados como instrumentos con un mayor riesgo implícito debido al alto nivel de apalancamiento (relación entre crédito disponible y capital propio invertido, ya que no es necesario tener el bien subyacente para poder negociar sus derivados) y, por lo tanto, están sujetos a rentabilidades o pérdidas muy altas.

En este sentido, teniendo en cuenta lo estipulado por la Ley N° 25.188, donde se establece que todas las personas que se desempeñan en la función pública, en todos sus niveles y jerarquías, se encuentran obligados a velar por los intereses del Estado, así como

a proteger y conservar su propiedad, se entiende conveniente evitar la inversión de fondos públicos en este tipo de instrumentos debido a su elevado riesgo, con la finalidad de preservar los recursos del Estado Nacional.

No obstante ello, cabe destacar que, en determinadas circunstancias, cuando los organismos o instituciones públicas ya tengan posiciones de inversión definidas sobre títulos o activos, puede analizarse la utilización de estos instrumentos como herramienta de cobertura, ya que permiten la celebración de contratos de compra/venta futura, a un precio dado y para una fecha pactada y determinada.

ALTERNATIVAS VIABLES PARA EL SECTOR PÚBLICO

A partir del análisis realizado en el acápite anterior respecto del comportamiento de los instrumentos de inversión financiera mostrados, se procedió a clasificarlos de acuerdo a sus características de “rentabilidad”, “riesgo”, “liquidez” y “plazo de inversión” de la siguiente manera:

Instrumento de Inversión	Rentabilidad Potencial	Riesgo	Liquidez	Plazo de Inversión
Índice Merval	ALTA	ALTO	ALTA	MEDIO y LARGO
Derivados	ALTA	MUY ALTO	MEDIA	CORTO
Plazos Fijos	BAJA	BAJO	NULA	CORTO
Cauciones Bursátiles	BAJA	BAJO	NULA	CORTO
LEBAC	Desde el 26 de septiembre de 2018, el BCRA presentó un nuevo esquema de política monetaria, el cual formalizó la estrategia de reducción del stock de LEBAC, impidiendo la participación de inversores particulares.			
Bonos Dólar Linked	MEDIA	MEDIO	ALTA	MEDIO y LARGO
Bonos Ajustados por CER	MEDIA	MEDIO	ALTA	MEDIO y LARGO
Bonos Ajustados por Tasa de Política Monetaria	MEDIA	MEDIO	ALTA	MEDIO y LARGO
Bonos en Dólares	MEDIA	MEDIO	ALTA	MEDIO y LARGO
Fondos Comunes de Inversión	En función de la diversa combinación de subyacentes posibles, las características de cada FCI dependerán de los activos que lo componen.			

Fuente: Elaboración propia.

Ahora bien, debido al objetivo propio del trabajo, por el cual se prevé la inversión de fondos públicos, es importante remarcar lo establecido en el “*Régimen de Ética en el ejercicio de la Función Pública*”, aprobado a través de la Ley N° 25.188, por el cual se estipula que todas las personas que se desempeñan en la función pública, en todos sus niveles y jerarquías, se encuentran obligados a velar en todos sus actos por los intereses del Estado, así como a proteger y conservar su propiedad. Por este motivo, se entiende conveniente que las inversiones previstas se realicen a plazos cortos y asumiendo un riesgo relativamente bajo, de manera tal de preservar la integridad de los recursos públicos, en pos del cumplimiento de las metas presupuestarias del Estado Nacional. Por este motivo, las colocaciones en instrumentos de renta fija, como los plazos fijos y las cauciones bursátiles, resultan ser las alternativas más seguras y favorables.

Desde esta perspectiva, se entiende conveniente además que las operaciones de inversión se lleven a cabo a través de entidades bancarias oficiales exclusivamente, más allá de que muchas veces signifique obtener rendimientos menores a los que podrían obtenerse en entidades privadas. De este modo, se posibilitaría un círculo virtuoso sobre la administración financiera pública, fortaleciendo la interacción de los distintos organismos e instituciones que componen el Sector Público Nacional, permitiendo la promoción e impulso del mercado financiero local y la moneda nacional.

Por otra parte y dependiendo de la idoneidad de los responsables administrativos financieros de las respectivas tesorerías públicas, sus conocimientos técnicos y experiencia profesional, puede evaluarse la posibilidad de invertir en bonos nacionales o en fondos comunes de inversión con similares características de riesgo y rentabilidad, de manera tal de potenciar la interacción de los organismos públicos con el mercado financiero local, extendiendo los plazos de inversión y favoreciendo la obtención de una renta superior sobre la colocación de los excedentes financieros o fondos inmovilizados, consiguiendo además, cobertura ante la inflación o la devaluación de la moneda local, dependiendo de los instrumentos seleccionados.

No obstante lo antes mencionado, desde el punto de vista de una mayor contribución a la estabilidad de las cuentas públicas y, en consecuencia, a la disminución del déficit fiscal crónico, se podría considerar la inversión de fondos públicos en instrumentos mejor remunerados y, por lo tanto, de mayor riesgo, principalmente a partir de recursos inmovilizados de organismos e instituciones de la administración pública cuyas actividades tengan vínculo más estrecho con la economía y las finanzas, atento a la

formación y profesionalización particular de sus agentes respecto a la temática de estudio, como pueden ser el Ministerio de Hacienda de la Nación, la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES), a través de la administración del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), el Sector Público Nacional Financiero o los mismos órganos rectores de la Administración Financiera Nacional: la Tesorería General de la Nación, la Contaduría General de la Nación, la Oficina Nacional de Crédito Público y la Oficina Nacional de Presupuesto.

Esta última propuesta de intervención se aleja de las alternativas tradicionales de inversión de los organismos de la administración pública, pero incorpora en su concepción no solo la idoneidad, los conocimientos técnicos y la experiencia profesional de los agentes públicos especializados en esas áreas, sino también las guías institucionales y de gobierno que rigen la actividad de esas instituciones públicas.

En este sentido, además de la información pública disponible, los organismos del Estado recopilan y analizan datos a nivel nacional que pueden permitir una mejor comprensión respecto de las perspectivas de desarrollo y crecimiento del país, admitiendo entonces una planificación más profunda y acertada respecto del comportamiento futuro de las distintas variables y, en consecuencia, de la evolución en la cotización de los diferentes instrumentos financieros del mercado.

Por lo tanto, luego de una evaluación exhaustiva de la información disponible, de las tendencias y expectativas propias del mercado y de las perspectivas respecto de la implementación de políticas públicas de incentivo y promoción en la economía real, sería factible la identificación de oportunidades de inversión, que abriría la posibilidad de brindar un mayor margen de maniobra a la gestión de recursos inmovilizados, permitiendo su inversión en activos de mayor riesgo, desde la utilización de instrumentos derivados con fines de cobertura hasta fondos comunes de inversión enfocados en el desarrollo de proyectos que promuevan la inversión en sectores estratégicos, la puesta en marcha de actividades con elevado contenido tecnológico o la generación de mayor valor agregado en las economías regionales.

Al respecto, es importante aclarar que el objetivo del presente trabajo no es convertir a los organismos e instituciones públicas en actores permanentes del mercado financiero, desviando sus actividades y objetivos a aspectos meramente financieros, sino sacar provecho de las fortalezas del Estado Nacional y sus recursos, tanto materiales como

humanos, así como de las oportunidades que brinda el mercado financiero, a partir de la rentabilidad resultante de la inversión de excedentes financieros o fondos inmovilizados en las cuentas públicas.

Hechos Posteriores y Consideraciones Adicionales

Resulta importante aclarar que, en el desarrollo de la presente tesis, se propuso el análisis del comportamiento de determinadas variables económicas y la evolución en la cotización de algunos instrumentos financieros durante el período 2017/2018, dejando de lado cuestiones vinculadas con hechos posteriores que surgieron como resultado de la inestabilidad política y económica imperante en la Argentina a partir de las elecciones presidenciales celebradas en 2019, así como sus consecuentes efectos sobre el mercado financiero local.

En este sentido, debe mencionarse el escenario de extrema volatilidad verificado en todos los activos que se negociaron en el mercado financiero durante el transcurso del segundo semestre del año 2019, así como el contexto de default advertido por el mercado para toda la deuda pública argentina, a la espera todavía del “*reperfilamiento*” de algunos títulos soberanos (postergación y alargamiento en los plazos de pagos que no implican quitas de capital ni de intereses).

En este contexto entonces, se vieron modificadas todas las perspectivas de “*rentabilidad*”, “*riesgo*”, “*liquidez*” y “*plazo*” de los instrumentos de inversión analizados en este trabajo, debido a la fuerte baja sufrida en sus cotizaciones de mercado, afectando principalmente a los activos vinculados con la deuda soberana (ya sea nacional, provincial o municipal), a los fondos comunes de inversión y a las acciones que componen el panel Merval de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Bajo este escenario de incertidumbre y volatilidad del mercado financiero, se ve reforzada la postura inicial respecto de la razonabilidad de promover la colocación temporaria en instrumentos de renta fija, a corto plazo e insumiendo un bajo riesgo, en pos de garantizar la protección e integridad de los fondos públicos, no obstante la evaluación particular en aquellos organismos e instituciones públicas donde se verifique idoneidad, conocimientos técnicos y experiencia profesional en los agentes responsables de la administración financiera organizacional.

En lo que respecta a las inversiones financieras de los organismos e instituciones públicas de la República Argentina, es importante mencionar también la aprobación del Decreto N° 668/19, del 27 de septiembre de 2019, a través del cual el Presidente de la Nación dispuso que, hasta el 30 de abril de 2020, las jurisdicciones y entidades comprendidas en el artículo 8° de la Ley N° 24.156, así como la totalidad de las empresas, entes y fondos fiduciarios, y los fondos y/o patrimonios de afectación específica administrados por cualquiera de los organismos contemplados precedentemente, sólo podrán invertir sus excedentes transitorios de liquidez, mediante la suscripción de Letras precancelables emitidas por el Tesoro Nacional a un plazo que no exceda los ciento ochenta (180) días. Las Letras del Tesoro de la Nación (LETES) son títulos de deuda (o bonos) de corto plazo, nominados en pesos o en dólares estadounidenses, que son emitidas por el Tesoro Nacional.

Es dable destacar que el dictado de la medida se enmarca en un escenario de inestabilidad financiera y cambiaria que atravesaba la economía de la Argentina, en el que las autoridades del Poder Ejecutivo advertían la necesidad urgente de asegurar el mantenimiento del financiamiento fiscal a corto plazo, bajo el criterio de optimización de los excedentes transitorios de liquidez de los patrimonios de afectación específica.

LA UNDEF Y LAS LEBAC

El estudio de caso propuesto, vinculado al accionar de la Universidad de la Defensa Nacional, surge como disparador de la presente tesis, a partir de diversas noticias difundidas en los medios de comunicación pública⁹ y, particularmente, como tema de debate dentro de la sociedad, debido a la utilización de fondos públicos para la inversión en el mercado financiero.

Más allá de la veracidad y confiabilidad de las fuentes de información de la noticia, es dable destacar la publicidad lograda por la temática de estudio respecto de la utilización de distintos instrumentos de inversión financiera como herramienta para lograr rentabilidad en la aplicación de excedentes financieros o fondos inmovilizados en el Sector Público, teniendo en consideración, entre otros aspectos, lo indicado previamente respecto de la vulnerabilidad económica del país, asociada tanto al crónico déficit fiscal imperante como a los desequilibrios en el comportamiento de las diferentes variables de su economía.

⁹Fuente: Infobae.com (Ver Referencia Bibliográfica).

Por este motivo, siguiendo la estructura del trabajo, el estudio de caso permitió evaluar el actuar de la UNDEF respecto de la canalización de recursos públicos para su inversión en el mercado financiero, en el marco de la autonomía universitaria prevista en la Ley N° 24.521 y en un contexto de inflación y devaluación del tipo de cambio.

Desde el punto de vista de la Autonomía Universitaria

De acuerdo al funcionamiento del Sistema de Tesorería, si bien existen limitaciones a la administración propia de los fondos asignados por el Tesoro debido a la implementación del Sistema de Cuenta Única, las mismas se encuentran restringidas por el alcance propio del sistema, al excluir sectores que por sus características y/o disposición institucional no se incluyen en el Presupuesto Nacional, y, por lo tanto, no constituyen objetos de la programación financiera que administra la Tesorería General de la Nación. Tal es el caso del Sector Público No Financiero, donde se hayan incluidas las Universidades Nacionales, entendidas como organismos descentralizados del sector público. De este modo, estas instituciones son consideradas para la determinación de las cuotas presupuestarias, por lo que el Tesoro Nacional procede a la transferencia presupuestaria correspondiente, pero sus recursos y gastos no se incorporan a la programación del flujo financiero cotidiano de la TGN.

En lo que respecta al funcionamiento propio de las Universidades Nacionales, debe tenerse en consideración además el principio de “*autonomía universitaria*”, atribuido constitucionalmente y reivindicado a través de Ley de Educación Superior N° 24.521. En este sentido, desde el punto de vista financiero, la autonomía universitaria se puede entender como la capacidad que tiene cada institución para administrar sus recursos con el objeto de desarrollar sus funciones sustantivas, así como la libertad para aprobar y administrar su presupuesto y atender la obligación de rendir cuentas públicas sobre el financiamiento que se les otorga, así como el resultante de los propios esfuerzos institucionales.

En este sentido, la concepción de autonomía debe entenderse limitada entonces al control y fiscalización del Estado, al menos de manera indirecta, en el sentido de la rendición de cuentas por la utilización de bienes y recursos públicos. La autonomía representa un principio de validez y legitimidad irreductibles, pero su alcance es y será

siempre relativo, pues no puede imponer su actividad por encima de la Nación de la cual forma parte.

Desde este enfoque, es viable la decisión de inversión de los recursos públicos gestionados por la UNDEF, desde el punto de vista del Sistema de Administración Financiera y reforzado desde la concepción de autonomía universitaria, siempre que se desarrolle en el marco del cumplimiento de los objetivos y metas de gobierno, de acuerdo a las misiones y funciones de las Universidades Nacionales, y luego de dar cumplimiento a los requisitos de información y autorización determinados en la normativa vigente.

Es importante aclarar también que las decisiones de administración tomadas en función de esos recursos disponibles implican la responsabilidad de rendir cuentas por su gestión ante los Sistemas de Control Interno y Externo del Estado Nacional, de acuerdo a lo estipulado por la Ley de Administración Financiera N° 24.156.

Desde el punto de vista del contexto económico

Como se viene indicando en el desarrollo del presente trabajo, teniendo en cuenta la realidad económica argentina, caracterizada por un contexto inflacionario y de depreciación de la moneda de curso legal casi permanentes, la inmovilización de fondos representa un uso negligente de los recursos públicos y, por lo tanto, un perjuicio fiscal para el Estado Nacional, en la medida que la pérdida de poder adquisitivo de los recursos impide u obstaculiza la consecución de las metas presupuestarias previstas y el cumplimiento de las obligaciones contraídas.

En ese marco, durante el ejercicio 2017, año en el que tuvieron lugar las inversiones en LEBAC por parte de la UNDEF, la inflación y la devaluación del tipo de cambio experimentaron alzas en torno al 22,3% y 11,28% respectivamente, mientras que el instrumento de inversión seleccionado por la Universidad ofreció ganancias por 28,55% durante el mismo período, bajo el supuesto de capitalización mensual de los intereses generados por colocaciones a 35 días de plazo. De esta manera, la decisión de inversión en LEBAC fue rentable en términos reales, pues implicó ganancias respecto de la depreciación del poder de compra de los fondos asignados, teniendo en cuenta que el instrumento logró un rendimiento adicional por sobre la depreciación de las variables analizadas.

Asimismo, es importante mencionar que el instrumento financiero seleccionado por la UNDEF fue superado, en términos de rendimiento, únicamente por la inversión en títulos de renta variable, con rendimientos del 57,72% en el mismo período, y por los FCI Pellegrini Integral (47,9%) y Pellegrini Acciones (80,5%), cuyos subyacentes también se componen de acciones. En este sentido, la inversión propuesta no sólo cumplió con los requisitos de rentabilidad esperados sino que permitió ganancias mediante un instrumento de corto plazo, bajo riesgo y alta liquidez, al mismo tiempo que se contribuyó con la consecución de los objetivos de política monetaria impulsados por el BCRA, a partir de la financiación a través de LEBAC, fortaleciendo la interacción entre los organismos e instituciones que componen el Sector Público Nacional.

A partir del caso propuesto, en un contexto inflacionario y de depreciación de la moneda de curso legal, se reitera nuevamente la importancia de garantizar el aprovechamiento pleno de los recursos disponibles así como el manteniendo del poder adquisitivo de los fondos públicos, al tiempo que se brinda eficiencia a la gestión pública y se evitan casos de perjuicio fiscal por inmovilización de fondos.

CAPÍTULO V

Conclusiones

El estudio realizado posibilitó comprender la particular realidad de la República Argentina, afectada principalmente por un déficit fiscal estructural, así como por el desarrollo de procesos inflacionarios y de devaluación de la moneda de curso legal continuados a lo largo del tiempo. En ese marco y más allá de las posibles reformas institucionales y alternativas de modernización del Estado, el proyecto permitió analizar las distintas opciones que ofrecen los instrumentos de inversión financiera como una herramienta de gestión pública que permita incrementar los recursos para hacer frente al conjunto de obligaciones y compromisos financieros del Estado, a partir de la rentabilidad obtenida de la aplicación de excedentes financieros o fondos inmovilizados, permitiendo una adecuada administración de la liquidez, manteniendo el poder adquisitivo de los fondos públicos y brindando eficiencia a la gestión de recursos, al tiempo que se cumplen las metas presupuestarias y objetivos sociales previstos.

A lo largo del trabajo, se profundizó el análisis de variables de seguimiento económico y político, tales como la evolución de la inflación y las variaciones en el tipo de cambio legal (peso/dólar), permitiendo visualizar el efecto de las mismas sobre el poder adquisitivo de la moneda nacional, así como el estudio de distintos instrumentos de inversión financiera, pensados como mecanismo para contrarrestar la depreciación en el poder de compra de los recursos públicos a partir de los rendimientos resultantes. En este sentido, es importante recordar que, en un contexto inflacionario y de depreciación de la moneda de curso legal, la inmovilización de fondos representa un uso negligente de los recursos públicos y, por lo tanto, un perjuicio fiscal para el Estado Nacional, en la medida que la pérdida de poder adquisitivo de los mismos impide u obstaculiza la consecución de las metas presupuestarias previstas y el cumplimiento de las obligaciones contraídas.

Ahora bien, luego de **evaluar la legislación y normativa interna vigente y analizar la factibilidad de inversión financiera por parte de los organismos públicos**, se observa que a partir del funcionamiento del Sistema de Administración Financiera de la Administración Nacional, en el marco de la Ley N° 24.156 y normas complementarias, la obtención de recursos adicionales a partir de la rentabilidad resultante de la aplicación de excedentes de liquidez es competencia, en primera instancia, de la Tesorería General de la Nación, a través de la Cuenta Única del Tesoro, y de la Secretaría de Hacienda de la Nación, a partir del Fondo Unificado de las Cuentas del Gobierno Nacional.

No obstante lo expuesto, el alcance del Sistema de Cuenta Única se encuentra limitado, excluyendo a sectores que por sus características y/o disposición institucional no

se encuentran incluidos en el Presupuesto Nacional, y que, por lo tanto, no constituyen el objeto de la programación financiera de la Tesorería General de la Nación.

Por este motivo, mediante las Resoluciones Conjuntas Nros. 357/07 y 62/07, de la Secretaría de Hacienda y de la Secretaría de Finanzas respectivamente, se instrumentó el procedimiento para la inversión temporaria por parte de los distintos organismos e instituciones de la Administración Pública y, en concordancia con las estipulaciones previstas en la Ley N° 24.156 para el funcionamiento del Sistema de Tesorería, se establece como competencia de la TGN, la facultad de emitir opinión previa sobre las inversiones temporarias de fondos que realicen las distintas entidades del Estado Nacional.

Por otra parte, aquellos organismos e instituciones que soliciten operar inversiones financieras deben cumplir con la Disposición N° 18/97 de la Contaduría General de la Nación, por la cual se establece la obligatoriedad de informar las inversiones financieras existentes, especificando al cierre de cada trimestre calendario los movimientos de altas, bajas y modificaciones que se operen en sus carteras.

De esta manera, en casos de exceso de liquidez, en el marco del cumplimiento de los objetivos y metas de gobierno, de acuerdo a las misiones y funciones de cada organismo público, y luego de dar cumplimiento a los requisitos de información y autorización determinados en la normativa vigente, aquellos organismos que se encuentran exceptuados de la CUT y que, por lo tanto, mantienen competencia para la administración financiera y ejecución independiente de sus presupuestos, pueden proceder a la inversión temporaria de fondos con el objeto de lograr rentabilidad, en pos de una adecuada administración de los fondos públicos.

Desde este enfoque entonces, las funciones de administración financiera, que en primera instancia recaen en la TGN y en la Secretaría de Hacienda, pueden ser replicadas en las tesorerías de estos organismos e instituciones públicas que se encuentran exceptuados de la CUT y que solicitan realizar inversiones ante la disponibilidad de excedentes financieros o fondos inmovilizados, de manera tal de garantizar, en un contexto inflacionario y de depreciación de la moneda de curso legal, el aprovechamiento pleno de los recursos y el manteniendo el poder adquisitivo de los fondos públicos, al tiempo que se brinda eficiencia a la gestión pública y se evitan casos de perjuicio fiscal por inmovilización de fondos.

Por otra parte, al **contrastar la evolución de la inflación mensual y la devaluación del tipo de cambio mayorista (peso/dólar) en la Argentina durante los años 2017 y 2018, con el rendimiento obtenido por distintos instrumentos de inversión financiera durante el mismo período**, se advierte que ambos fenómenos afectaron en distinta medida al poder adquisitivo de la moneda de curso legal argentina, repercutiendo, en consecuencia, sobre la rentabilidad de los distintos instrumentos de inversión analizados.

En este sentido, se verifica que la inflación y la devaluación del tipo de cambio sufrieron incrementos del 62% y 138,15% respectivamente durante el período analizado. En lo que así respecta, por la simple compra de moneda extranjera se hubiera obtenido una rentabilidad tal que habría mantenido el poder de compra de los fondos invertidos (62% por efecto inflacionario) y, al mismo tiempo, obtener una ganancia neta del 76,15%. No obstante lo expuesto, es importante remarcar que, en función del objeto de estudio de este trabajo y desde el punto de vista ético e institucional, se entiende conveniente que las inversiones financieras de los organismos públicos se realicen en el marco de la promoción e impulso de la moneda nacional y del mercado financiero local, atendiendo las distintas alternativas disponibles, motivo por el cual, la adquisición de moneda extranjera queda excluida como alternativa de inversión per se.

Por otra parte, en lo que refiere a la evolución de las distintas alternativas de inversión analizadas, más allá de verse afectada su rentabilidad por el efecto inflacionario y la devaluación del peso argentino, se constataron instrumentos cuyos rendimientos garantizaron mantener e incluso incrementar el poder de compra de los fondos invertidos, principalmente en lo que refiere a instrumentos de renta variable (el Merval aumentó un 58,1% durante el bienio 2017/2018); los instrumentos de renta fija, como los plazos fijos a 30 días en entidades financieras (64,4%) y las inversiones en LEBAC (73,62%), bajo el supuesto de capitalización mensual de los intereses generados por las colocaciones; los bonos nacionales cuyo rendimiento se encuentra vinculado a la evolución del tipo de cambio, como los Dólar-Linked (el Bonad 2018, que operó limitado entre Enero 2017 y Marzo 2018, se incrementó 27,51% durante ese período) y los nominados en dólares (el AO20 se incrementó 95,74%); así como la mayor parte de los fondos comunes de inversión, especialmente los relacionados con inversiones en renta fija (con rendimientos del 55% al 65,2%), con instrumentos de infraestructura y desarrollo (69,5%) y con participación accionaria (con rentabilidades del 72,5% y 82%).

Teniendo en cuenta esto, en relación a **las alternativas de inversión viables para la administración pública en función de la exposición de los activos, teniendo en cuenta aspectos como el plazo de inversión, liquidez de los instrumentos y riesgo involucrado**, cabe recordar lo establecido en el “*Régimen de Ética en el ejercicio de la Función Pública*”, aprobado a través de la Ley N° 25.188, por el cual se estipula que todas las personas que se desempeñan en la función pública, en todos sus niveles y jerarquías, se encuentran obligados a velar en todos sus actos por los intereses del Estado, así como a proteger y conservar su propiedad. Por este motivo, se entiende conveniente que las inversiones previstas se realicen a plazos cortos y asumiendo un riesgo relativamente bajo, de manera tal de preservar la integridad de los recursos públicos, en pos del cumplimiento de las metas presupuestarias del Estado Nacional, siendo entonces, las colocaciones en instrumentos de renta fija, como los plazos fijos y las cauciones bursátiles, las alternativas más seguras y favorables.

Desde esta perspectiva, se entiende conveniente además que las operaciones de inversión se lleven a cabo a través de entidades bancarias oficiales exclusivamente, más allá de que muchas veces signifique obtener rendimientos menores a los que podrían obtenerse en entidades privadas. De este modo, se posibilitaría un círculo virtuoso sobre la administración financiera pública, fortaleciendo la interacción de los distintos organismos e instituciones que componen el Sector Público Nacional, permitiendo la promoción e impulso del mercado financiero local y la moneda nacional.

Por otra parte y dependiendo de la idoneidad de los responsables administrativos financieros de las respectivas tesorerías públicas, sus conocimientos técnicos y experiencia profesional, puede evaluarse la posibilidad de invertir en bonos nacionales o en fondos comunes de inversión con similares características de riesgo y rentabilidad, de manera tal de potenciar la interacción de los organismo públicos con el mercado financiero local, extendiendo los plazos de inversión y favoreciendo la obtención de una renta superior sobre la colocación de los excedentes financieros o fondos inmovilizados, consiguiendo además, cobertura ante la inflación o la devaluación de la moneda local, dependiendo de los instrumentos seleccionados.

No obstante lo antes mencionado, desde el punto de vista de una mayor contribución a la estabilidad de las cuentas públicas y, en consecuencia, a la disminución del déficit fiscal crónico, se podría considerar la inversión de fondos públicos en instrumentos mejor remunerados y, por lo tanto, de mayor riesgo, principalmente a partir

de recursos inmovilizados de organismos e instituciones de la administración pública cuyas actividades tengan vínculo más estrecho con la economía y las finanzas, atento a la formación y profesionalización particular de sus agentes respecto a la temática de estudio, como pueden ser el Ministerio de Hacienda de la Nación, la Administración Nacional de la Seguridad Social, a través de la administración del Fondo de Garantía de Sustentabilidad, el Sector Público Nacional Financiero o los mismos órganos rectores de la Administración Financiera Nacional: la Tesorería General de la Nación, la Contaduría General de la Nación, la Oficina Nacional de Crédito Público y la Oficina Nacional de Presupuesto.

Esta última propuesta de intervención se aleja de las alternativas tradicionales de inversión de los organismos de la administración pública, pero incorpora en su concepción no solo la idoneidad, los conocimientos técnicos y la experiencia profesional de los agentes públicos especializados en esas áreas, sino también las guías institucionales y de gobierno que rigen la actividad de esas instituciones públicas.

En este sentido, además de la información pública disponible, los organismos del Estado recopilan y analizan datos a nivel nacional que pueden permitir una mejor comprensión respecto de las perspectivas de desarrollo y crecimiento del país, y, por lo tanto, luego de una evaluación exhaustiva de la información disponible, de las tendencias y expectativas propias del mercado y de las perspectivas respecto de la implementación de políticas públicas de incentivo y promoción en la economía real, sería factible la identificación de oportunidades de inversión, que abriría la posibilidad de brindar un mayor margen de maniobra a la gestión de recursos inmovilizados, permitiendo su inversión en activos de mayor riesgo, desde la utilización de instrumentos derivados con fines de cobertura hasta fondos comunes de inversión enfocados en el desarrollo de proyectos que promuevan la inversión en sectores estratégicos, la puesta en marcha de actividades con elevado contenido tecnológico o la generación de mayor valor agregado en las economías regionales.

Al respecto, es importante aclarar que el objetivo del presente trabajo no es convertir a los organismos e instituciones públicas en actores permanentes del mercado financiero, desviando sus actividades y objetivos a aspectos meramente financieros, sino sacar provecho de las fortalezas del Estado Nacional y sus recursos, tanto materiales como humanos, así como de las oportunidades que brinda el mercado financiero, a partir de la rentabilidad resultante de la inversión de excedentes financieros o fondos inmovilizados en las cuentas públicas.

Ahora bien, a partir de la evaluación realizada sobre las inversiones financieras en la Administración Pública y después de **analizar la decisión de inversión realizada por la Universidad de la Defensa Nacional en el año 2017, en el marco de su autonomía universitaria y desde el punto de vista de la rentabilidad obtenida en las condiciones económicas argentinas de ese período**, se verificó que resultó viable – y hasta recomendable– la decisión de inversión de los recursos públicos gestionados por la UNDEF, asumiendo que la misma se desarrolló dentro del marco del cumplimiento de los objetivos y metas de gobierno, de acuerdo a las misiones y funciones propias de la Universidad, y luego de dar cumplimiento a los requisitos de información y autorización determinados en la normativa vigente.

Desde el punto de vista del contexto económico del país, teniendo en cuenta el proceso inflacionario y la depreciación de la moneda de curso legal, se observa que durante el ejercicio 2017, año en el que tuvieron lugar las inversiones en LEBAC por parte de la UNDEF, la evolución de la inflación y la devaluación del tipo de cambio experimentaron alzas en torno al 22,3% y 11,28% respectivamente, mientras que el instrumento de inversión seleccionado por la Universidad ofreció ganancias por 28,55%, bajo el supuesto de capitalización mensual de los intereses generados por colocaciones a 35 días de plazo. De esta manera, la decisión de inversión en LEBAC fue rentable en términos reales, implicando ganancias respecto de la depreciación del poder de compra de los fondos asignados.

En función de ello, la inversión propuesta no sólo cumplió con los requisitos de rentabilidad esperados sino que permitió ganancias mediante un instrumento de corto plazo, bajo riesgo y alta liquidez, al mismo tiempo que se contribuyó con la consecución de los objetivos de política monetaria impulsados por el BCRA, a partir de la financiación a través de LEBAC, fortaleciendo la interacción de los distintos organismos e instituciones que componen el Sector Público Nacional.

Finalmente y más allá de los objetivos propios de esta tesis, es importante mencionar que, como hechos posteriores, se verificó un escenario de extrema volatilidad en todos los activos que se negociaron en el mercado financiero durante el transcurso del segundo semestre del año 2019, así como el contexto de default advertido por el mercado para toda la deuda pública argentina, a la espera todavía del “*reperfilamiento*” de algunos títulos soberanos (postergación y alargamiento en los plazos de pagos que no implican quitas de capital ni de intereses). Bajo este escenario de incertidumbre y volatilidad, se ve

reforzada la postura inicial respecto de promover la colocación temporaria en instrumentos de renta fija, a corto plazo e insumiendo un bajo riesgo, en pos de garantizar la protección e integridad de los fondos públicos.

En lo que respecta a las inversiones financieras de los organismos e instituciones públicas de la República Argentina, es importante mencionar también la aprobación del Decreto N° 668/19, del 27 de septiembre de 2019, por el cual el Presidente de la Nación dispuso que, hasta el 30 de abril de 2020, las jurisdicciones y entidades comprendidas en el artículo 8° de la Ley N° 24.156, así como la totalidad de las empresas, entes y fondos fiduciarios, y los fondos y/o patrimonios de afectación específica administrados por cualquiera de los organismos contemplados precedentemente, sólo podrán invertir sus excedentes transitorios de liquidez, mediante la suscripción de Letras precancelables emitidas por el Tesoro Nacional a un plazo que no exceda los ciento ochenta (180) días. Las Letras del Tesoro de la Nación (LETES) son títulos de deuda (o bonos) de corto plazo, nominados en pesos o en dólares estadounidenses, que son emitidas por el Tesoro Nacional.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

MARCO NORMATIVO

- Ley N° 24.156, de Administración Financiera. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 29 de Octubre de 1992.
- Ley N° 24.521, de Educación Superior. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 10 de Agosto de 1995.
- Ley N° 25.188, de Ética en el Ejercicio de la Función Pública. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 1 de Noviembre de 1999.
- Ley N° 27.015, de Creación de la Universidad de la Defensa Nacional. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 15 de Diciembre de 2014.
- Ley N° 27.341, de Presupuesto 2017. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 21 de Diciembre de 2016.
- Ley N° 27.431, de Presupuesto 2018. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 8 de Enero de 2018.
- Decreto N° 8586/47: Fondo Unificado de las Cuentas del Gobierno Nacional. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 31 de Marzo de 1947.
- Decreto N° 1545/94: Administración Pública Nacional. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 2 de Septiembre de 1994.
- Decreto N° 214/02: Reordenamiento del Sistema Financiero. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 4 de Febrero de 2002.
- Decreto N° 1108/17: Fondo Unificado de las Cuentas del Gobierno Nacional o Ministerio de Hacienda. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 28 de Diciembre de 2017.
- Decreto N° 668/19: Administración Financiera. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 30 de Septiembre de 2019.
- Decisión Administrativa JGM N° 85/97: Inversiones Financieras. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 19 de Marzo de 1997.

- Disposición CGN N° 18/97: Inversiones Financieras. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 7 de Abril de 1997.
- Resoluciones Conjuntas SH 357/2007 y SF 62/2007: Inversiones Temporales. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 2 de Octubre de 2007.
- Resoluciones AFIP Nros. 3210/11: Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 31 de Diciembre de 2011.
- Resoluciones AFIP Nros. 3212/11: Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias. Norma Complementaria. Boletín Oficial de la Nación, Ciudad de Buenos Aires, Argentina, 8 de Noviembre de 2011.

ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES

- Cachanosky, N. (2017). Reflexiones sobre la Economía Argentina. Buenos Aires, Argentina: Instituto Acton Argentina.
- Drimer, R. L. (2012). La toma de decisiones en el financiamiento y la hipótesis de mercado eficiente. Cuadernos del Cimbage, 14, 45-71.
- Drimer, R. L. (2008). Teoría del financiamiento: evaluación y aportes. Buenos Aires, Argentina: Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, Programa de Doctorado en Administración.
- Finochiaro, A. (2004). UBA c / Estado Nacional: Un estudio de caso sobre la autonomía universitaria. Buenos Aires, Argentina: Prometeo.
- Gitman, L. J. y Joehnk, M. (2009). Fundamentos de Inversiones. Méjico: Pearson Educación.
- Hernández Sampieri, R. (2010). Metodología de la Investigación. Méjico: McGraw-Hill Educación.
- López Espinosa, G.; Marhuenda, J. y Nieto, B. (2004). La relación rentabilidad-riesgo en un contexto de información asimétrica: una aplicación al mercado

español. Valencia, España: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas S.A.

- Martuscelli, J. y Martínez Leyva, C. (2013), La autonomía universitaria: Realidades y desafíos de hoy. *Universidades*, 55, 19-31.
- Muñoz Varela, L. (2013). Autonomía Universitaria Hoy: Anotaciones para la Discusión. *Revista Humanidades*, 3, 1-19.
- Naishtat, F.; García Raggio, A. M.; Schuster, F. y Villavicencio, S. (1996). Filosofía política de la autonomía universitaria. *Perfiles Educativos*, 18 (73), 1-16.
- Nicolini Llosa, J. L. (2010). Inflación y devaluación cíclicas en Argentina. *Revista de economía política de Bs. As*, 7 y 8, 203-220.

PUBLICACIONES WEB

- Banco Central de la República Argentina. Principales Variables (inflación mensual; tipo de cambio mayorista; tasas de interés por depósitos a 30 días; tasas de interés de LEBAC, a 35 días de plazo). Recuperado (26/11/18 y 03/09/19) de:
https://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp
- Banco Central de la República Argentina. Tasa de Política Monetaria. Recuperado (25/09/19) de:
http://www.bcra.gov.ar/Institucional/Tasa_de_politica_monetaria.asp
- Diario El Cronista. Dólar Contado con Liquidación. Recuperado (23/08/19) de:
<https://www.cronista.com/MercadosOnline/moneda.html?id=ARSCONT>
- Diario Infobae. La Universidad de la Defensa Nacional y las LEBAC. Recuperado (17/09/19) de: <https://www.infobae.com/politica/2018/09/15/denuncian-que-una-universidad-publica-usaba-parte-del-presupuesto-para-comprar-lebac/>
- Ministerio de Hacienda de la Nación. Boletines Fiscales Trimestrales (2008-2018). Recuperado (31/07/19) de: <https://www.minhacienda.gov.ar/onp/ejecucion/2018>

- Ministerio de Hacienda de la Nación. Manual de Clasificaciones Presupuestarias para el Sector Público Nacional (2016). Recuperado (11/11/18) de: <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/sistema/>
- Pellegrini FCI. Fondos Comunes de Inversión. Recuperado (04/09/19) de: <https://www.pellegrinifci.com.ar/fondos-de-inversion/fondos-de-inversion-pellegrini>
- Rava Bursatil. Perfil de Instrumentos de Inversión. Recuperado (03/09/19) de: <http://www.rava.com/>
- Tesorería General de la Nación. El Sistema de Tesorería (2017). Recuperado (22/07/19) de: <http://www.tgn.mecon.gov.ar/20171204-el-sistema-de-tesoreria.asp>
- Trading View. Charts. Recuperado (04/09/19) de <https://www.tradingview.com/>
- Yahoo Finance. Merval Index. Recuperado (02/09/19) de: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EMERV/history?p=%5EMERV>