Deuda, Reservas y Estabilidad

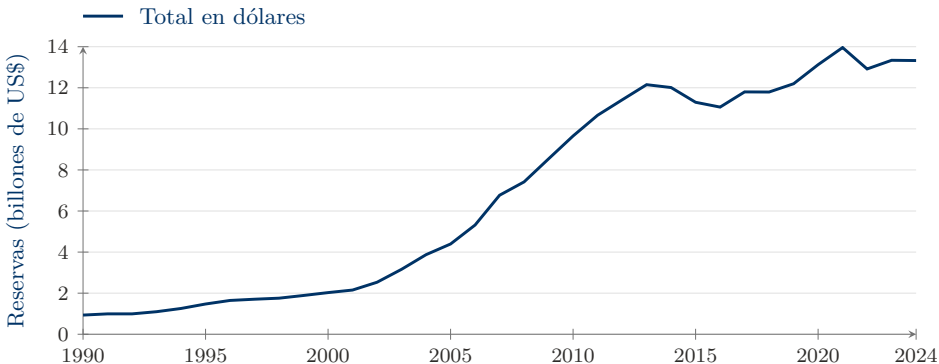
Algunas ideas sobre cuándo acumular reservas, cómo financiarlas y cuándo utilizarlas

César Sosa Padilla

University of Notre Dame & NBER

Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política
2026

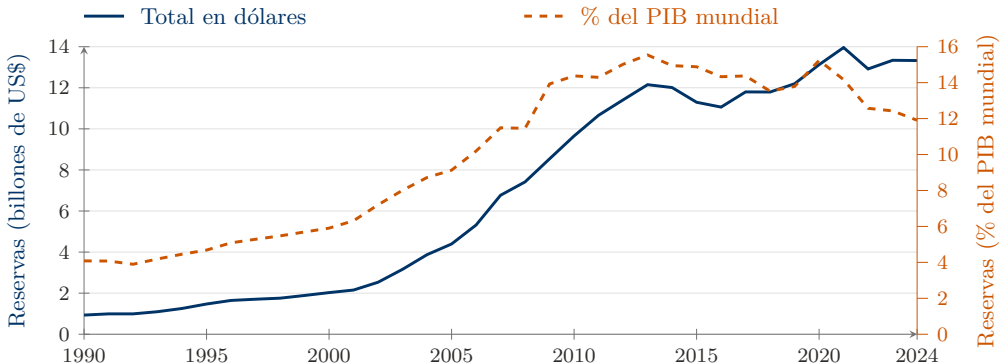
La acumulación mundial de reservas



De 0,93 billones de dólares en 1990 a 13,33 billones en 2024.

FMI, International Liquidity y WEO. Agregados mundiales, 1990–2024.
Reservas sin oro; PIB nominal anual. Dólares corrientes; 1 billón = 10^{12} dólares.

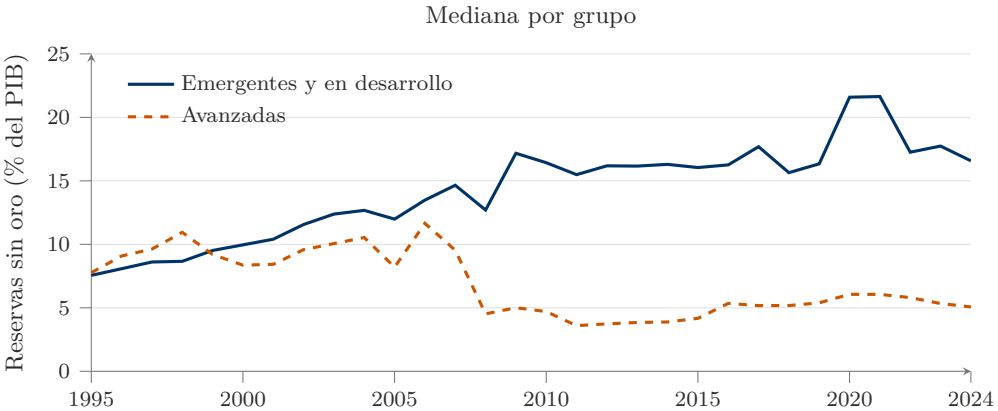
La acumulación mundial de reservas



De 0,93 billones de dólares en 1990 a 13,33 billones en 2024.
Del 4,1% del PIB mundial en 1990 al 11,9% en 2024.

FMI, International Liquidity y WEO. Agregados mundiales, 1990–2024.
Reservas sin oro; PIB nominal anual. Dólares corrientes; 1 billón = 10^{12} dólares.

Reservas en economías emergentes y avanzadas



En emergentes y en desarrollo, la mediana pasó de 7,6% a 16,6% del PIB.

FMI: International Liquidity y WEO. Cálculos propios, 1995–2024.
Muestra fija: 113 emergentes y en desarrollo; 36 avanzadas.

El costo de mantener reservas (liquidez)

Las reservas ofrecen recursos disponibles de inmediato. Pero,

- La deuda paga una tasa mayor que el rendimiento de las reservas.
- Usar las reservas para reducir deuda también puede disminuir la vulnerabilidad.

El costo de mantener reservas (liquidez)

Las reservas ofrecen recursos disponibles de inmediato. Pero,

- La deuda paga una tasa mayor que el rendimiento de las reservas.
- Usar las reservas para reducir deuda también puede disminuir la vulnerabilidad.

¿Por qué economías que enfrentan financiamiento caro mantienen activos seguros de bajo rendimiento?

Hoja de balance hipotética

Un gobierno se endeuda por 10 para comprar 10 de reservas.

	Antes	Después
Deuda	60	70
Reservas	20	30
Deuda menos reservas	40	40

Hoja de balance hipotética

Un gobierno se endeuda por 10 para comprar 10 de reservas.

	Antes	Después
Deuda	60	70
Reservas	20	30
Deuda menos reservas	40	40

La deuda neta es la misma. ¿Qué protección compra esta operación?

Tres ángulos

Tres preguntas sobre **reservas** en economías con riesgo soberano

1. **¿Cómo pueden suavizar una recesión?**
   Con Javier Bianchi. *Review of Economic Studies*, 2024.

2. **¿Cuándo pueden prevenir una corrida sobre la deuda?**
   Con Mauricio Barbosa-Alves y Javier Bianchi. *Quarterly Journal of Economics*, 2026.

3. **¿Importa cómo financiamos su acumulación?**
   Con Federico Sturzenegger. *Journal of International Economics*, 2023.

Acumulación de Reservas y estabilidad macro

Bianchi y Sosa-Padilla

Review of Economic Studies, 2024

Reservas como cobertura de estabilización

Modelo

- Economía pequeña y abierta con bienes transables y no transables.
- Rigideces nominales (salario).
- El gobierno elige deuda soberana de largo plazo y reservas libres de riesgo.
- Los spreads dependen del ingreso, del riesgo global y del portafolio elegido.

Reservas como cobertura de estabilización

Modelo

- Economía pequeña y abierta con bienes transables y no transables.
- Rigideces nominales (salario).
- El gobierno elige deuda soberana de largo plazo y reservas libres de riesgo.
- Los spreads dependen del ingreso, del riesgo global y del portafolio elegido.

Mecanismo

- Con tipo de cambio fijo, el piso salarial $W_t \geq \underline{W}$ limita el ajuste hacia el pleno empleo.
- Los spreads suben cuando más se necesita sostener la demanda agregada.
- Las reservas reducen la necesidad de refinanciar en ese momento y amortiguan la contracción.

Reservas como cobertura de estabilización

Modelo

- Economía pequeña y abierta con bienes transables y no transables.
- Rigideces nominales (salario).
- El gobierno elige deuda soberana de largo plazo y reservas libres de riesgo.
- Los spreads dependen del ingreso, del riesgo global y del portafolio elegido.

Mecanismo

- Con tipo de cambio fijo, el piso salarial $W_t \geq \underline{W}$ limita el ajuste hacia el pleno empleo.
- Los spreads suben cuando más se necesita sostener la demanda agregada.
- Las reservas reducen la necesidad de refinanciar en ese momento y amortiguan la contracción.

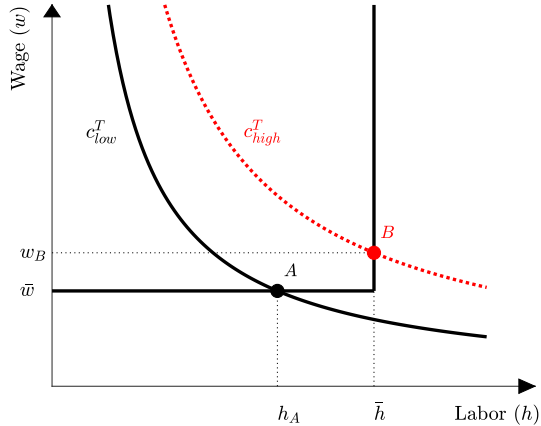
¿Cuánta deuda emitir hoy y cuántas reservas acumular si mañana puede haber spreads más altos y menor actividad?

Por qué las reservas sostienen el empleo

1. Un shock adverso eleva los spreads y encarece el refinanciamiento.
2. El gobierno reduce la absorción de transables.
3. Con tipo de cambio fijo y rigidez salarial, cae la demanda de trabajo.
4. Usar reservas permite suavizar esa contracción.

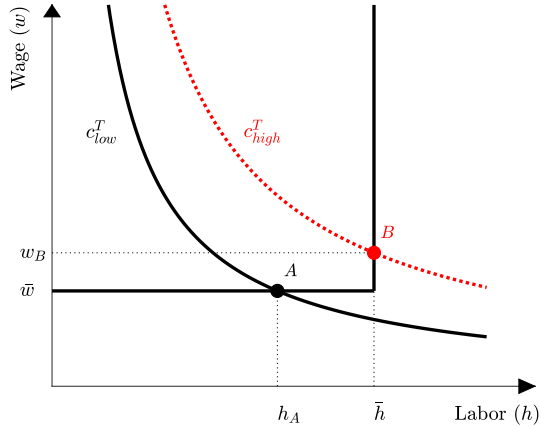
Por qué las reservas sostienen el empleo

1. Un shock adverso eleva los spreads y encarece el refinanciamiento.
2. El gobierno reduce la absorción de transables.
3. Con tipo de cambio fijo y rigidez salarial, cae la demanda de trabajo.
4. Usar reservas permite suavizar esa contracción.



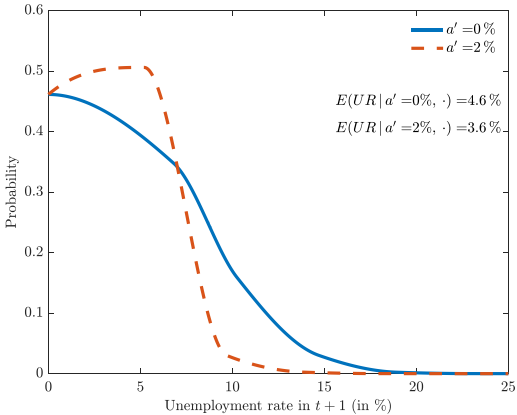
Por qué las reservas sostienen el empleo

1. Un shock adverso eleva los spreads y encarece el refinanciamiento.
2. El gobierno reduce la absorción de transables.
3. Con tipo de cambio fijo y rigidez salarial, cae la demanda de trabajo.
4. Usar reservas permite suavizar esa contracción.

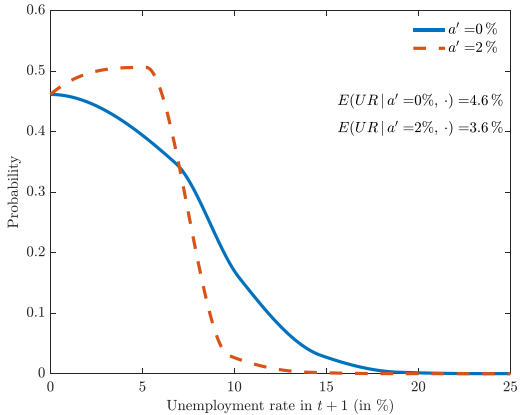


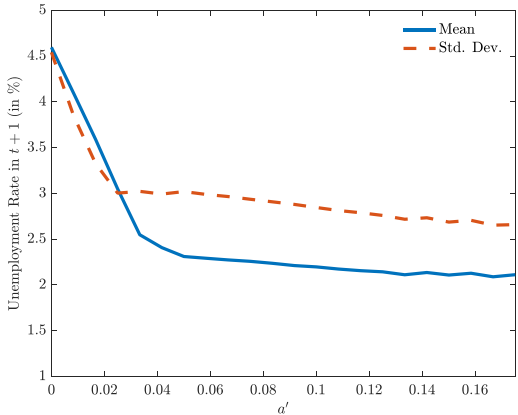
Mantener reservas financiadas con deuda larga permite trasladar recursos a los estados/momentos de mayor necesidad.

Reservas y desempleo futuro



Reservas y desempleo futuro





Más reservas reducen el desempleo esperado y su volatilidad

Resultado cuantitativo principal

Tipo de cambio fijo

16%

reservas promedio / PIB

Tipo de cambio flexible

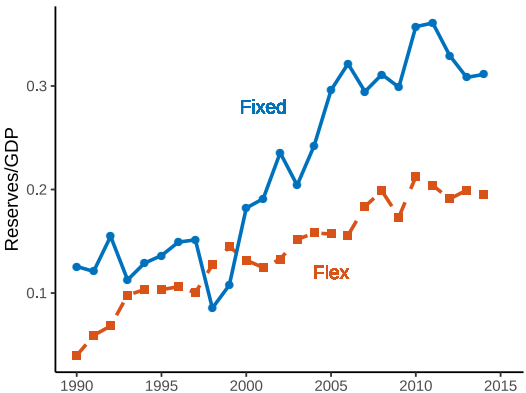
7%

reservas promedio / PIB

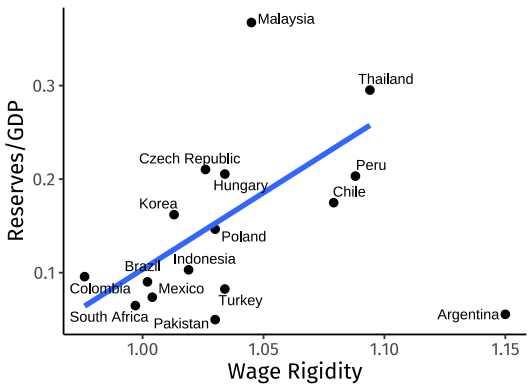
- Calibrado a los mismos targets de deuda y spreads, el modelo genera más reservas cuando el ajuste nominal está limitado.
- La diferencia refleja el valor de estabilizar la actividad cuando suben los spreads.

Consistente con evidencia de rigideces nominales y acumulación de reservas

Régimen cambiario



Rigidez salarial



De amortiguar una recesión a prevenir una corrida

¿Pueden las reservas evitar una crisis sin llegar a utilizarse?

Barbosa-Alves, Bianchi y Sosa-Padilla

Quarterly Journal of Economics, 2026

Modelo de crisis de liquidez y acumulación de reservas

- El gobierno tiene un ingreso fijo y en $t = 0, 1, \ldots$
- Emite bonos de duración larga b.
- Acumula reservas a que pagan un retorno bruto $1 + r$.
- Puede hacer default en la deuda.
- Los inversores son atomísticos y neutrales al riesgo.
- Única fuente de incertidumbre: un *sunspot shock*.

Preferencias y restricciones del gobierno

$$\mathbb{E}_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(c_t)$$

$u(\cdot)$ es estrictamente creciente y cóncava.

Preferencias y restricciones del gobierno

$$\mathbb{E}_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(c_t)$$

$u(\cdot)$ es estrictamente creciente y cóncava.

- En caso de repago:

$$c_t = \underbrace{y + a_t - \kappa b_t}_{\text{Recursos disponibles}} - \underbrace{\frac{a_{t+1}}{1+r}}_{\text{Compra de reservas}} + \underbrace{q_t \left[b_{t+1} - (1-\delta) b_t\right]}_{\text{Emisión de deuda}}.$$

Preferencias y restricciones del gobierno

$$\mathbb{E}_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(c_t)$$

$u(\cdot)$ es estrictamente creciente y cóncava.

- En caso de repago:

$$c_t = \underbrace{y + a_t - \kappa b_t}_{\text{Recursos disponibles}} - \underbrace{\frac{a_{t+1}}{1+r}}_{\text{Compra de reservas}} + \underbrace{q_t \left[b_{t+1} - (1-\delta) b_t\right]}_{\text{Emisión de deuda}}.$$

- En caso de default:

$$c_t = y + a_t - \frac{a_{t+1}}{1+r}$$

No paga la deuda

Exclusión del mercado de bonos y costo de utilidad ϕ.

¿Repagar o hacer default?

$$V(a, b, \zeta) \quad = \quad \max\{V_R(a, b, \zeta), V_D(a)\}$$

V_R: valor de repago.

V_D: valor de default.

Valor de default

$$V_D(a) = \max_{a' \geq 0} \{u(c) - \phi + \beta V_D(a')\}$$

sujeto a

$$c \leq y + a - \frac{a'}{1+r}.$$

Suponemos $\beta(1+r) = 1$: $\Rightarrow$ consumo constante

$$V_D(a) = \frac{u(y + (1-\beta)a) - \phi}{1-\beta}.$$

Valor de repago

- Dos casos según si los inversores están dispuestos a hacer rollover o no.

Valor de repago

- Dos casos según si los inversores están dispuestos a hacer rollover o no.

Si los inversores quieren hacer rollover:

$$V_R^+(a,b) = \max_{a' \geq 0\,,\, b'} \left\{ u(c) + \beta \mathbb{E} V(a', b', \zeta') \right\}$$

sujeto a

$$c = y + a - \frac{a'}{1+r} - \kappa b + \underbrace{q(a', b')}_{\text{El precio depende del portafolio}} [b' - (1-\delta)b]$$

El precio del bono refleja la probabilidad de default:

$$q(a', b') = \frac{1}{1+r} \mathbb{E}\left[(1 - d(s')) \left\{ \kappa + (1-\delta) Q(a'', b'', s') \right\} \right].$$

Valor de repago

- Dos casos según si los inversores están dispuestos a hacer rollover o no.

Si los inversores **no quieren** hacer rollover:

$$V_R^-(a,b) = \max_{a' \geq 0, b'} \left\{ u(c) + \beta \mathbb{E} V(a', b', \zeta') \right\}.$$

$$c = y + a - \frac{a'}{1+r} - \kappa b + \widetilde{q}(a', b')\,[b' - (1-\delta)b].$$

0

Si el gobierno no puede hacer rollover, debe usar reservas o reducir el consumo.

$\Rightarrow$ Repagar es más costoso.

Multiplicidad de equilibrios

Las expectativas de los acreedores pueden validar dos resultados:

Los demás renuevan

Cada acreedor decide
renovar el financiamiento.

El gobierno refinancia y repaga.

Los demás no renuevan

Cada acreedor decide
no renovar el financiamiento.

La corrida provoca el default.

Mismo ingreso y mismo portafolio; distinta coordinación de expectativas.

Mecanismo de crisis autocumplidas de Cole y Kehoe.

Umbrales de default

Dado un nivel de reservas a, hay dos umbrales de deuda:



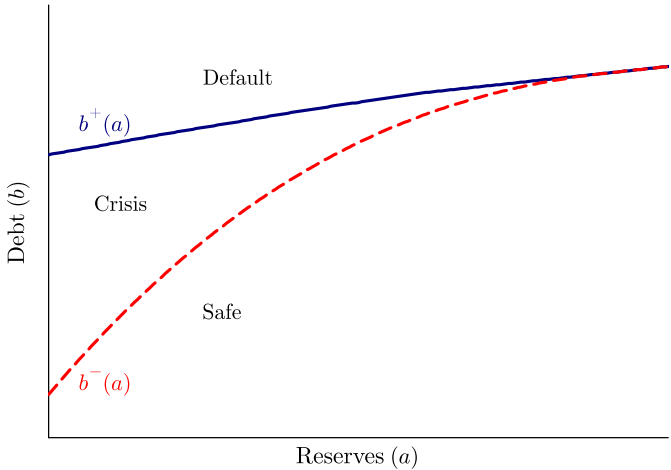
Umbrales de default

Dado un nivel de reservas a, hay dos umbrales de deuda:



En la zona de crisis, el *sunspot* selecciona la corrida con probabilidad λ.

Las tres zonas



- **Segura:** repaga aun sin nuevo crédito.
- **Crisis:** repaga si los acreedores renuevan.
- **Default:** no repaga aun con refinanciamiento.

Zona de crisis: ¿cómo escapar?

- Permanecer en la zona de crisis implica riesgo de default ante una corrida.
- Escapar puede exigir sacrificar consumo y mejorar la posición externa.

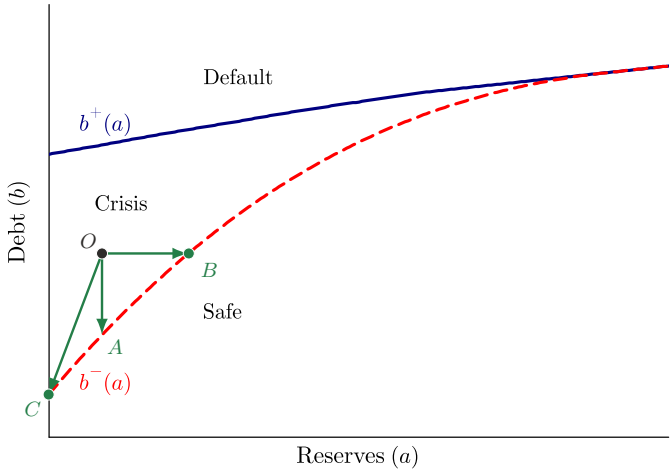
Zona de crisis: ¿cómo escapar?

- Permanecer en la zona de crisis implica riesgo de default ante una corrida.
- Escapar puede exigir sacrificar consumo y mejorar la posición externa.

Hoy los acreedores están dispuestos a refinanciar,

¿Cuál es la mejor estrategia de salida: reducir deuda, acumular reservas o combinar ambas?

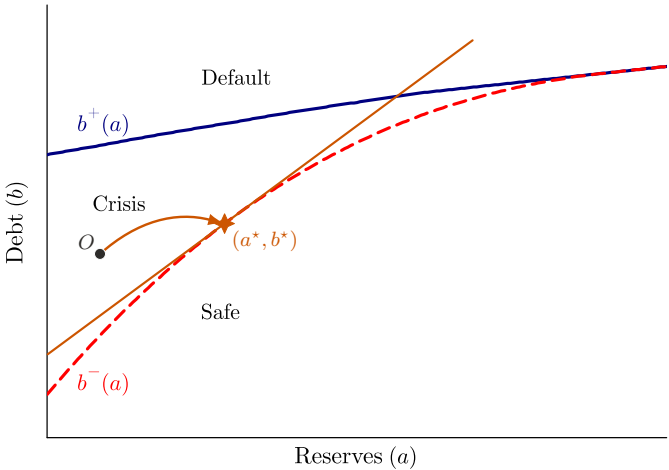
Posibles salidas de la zona de crisis



- **A:** reducir deuda.
- **B:** acumular reservas.
- **C:** vender todas las reservas y reducir deuda hasta la frontera.

No todas las salidas requieren el mismo ajuste del consumo.

La salida con menor ajuste externo

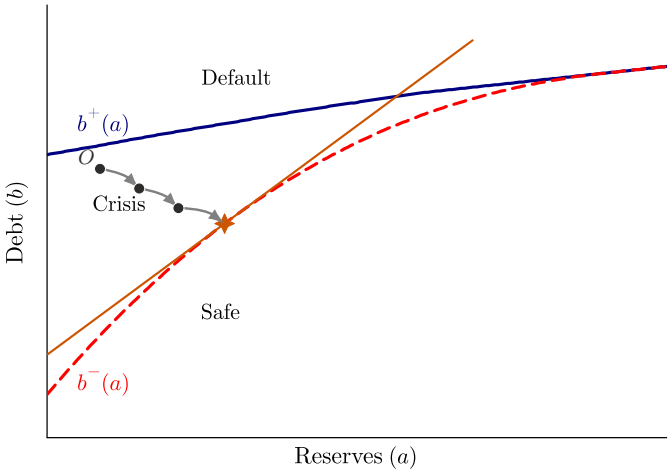


- La recta mantiene constantes los activos externos netos (NFA)
- $(a^\star, b^\star)$ es el portafolio seguro con menor NFA.

Emitir deuda para comprar reservas puede reducir los spreads al alcanzar seguridad.

¿Y si la crisis es más profunda?

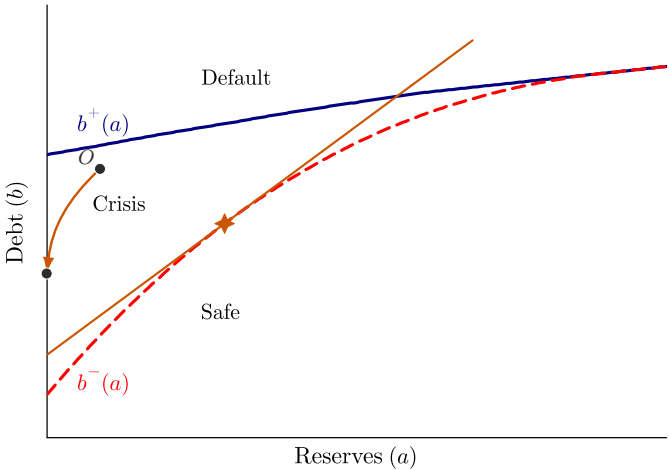
¿Y si la crisis es más profunda?



- Partimos de una deuda inicial mayor.
- Una acumulación gradual de reservas mantiene exposición a corridas durante la transición.

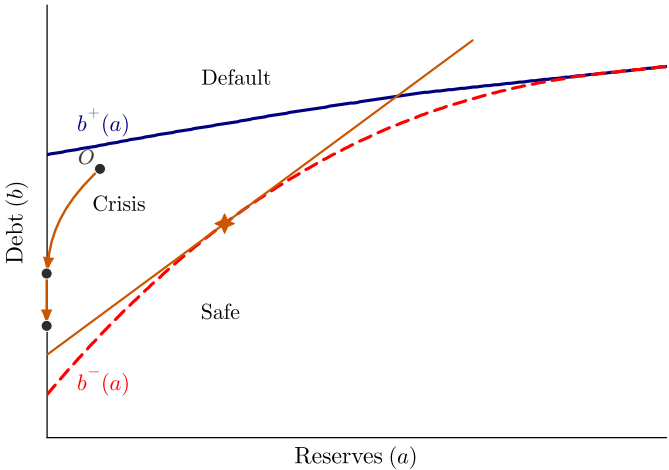
¿Conviene acumular reservas poco a poco mientras se reduce la deuda?

El escape óptimo desde una crisis profunda



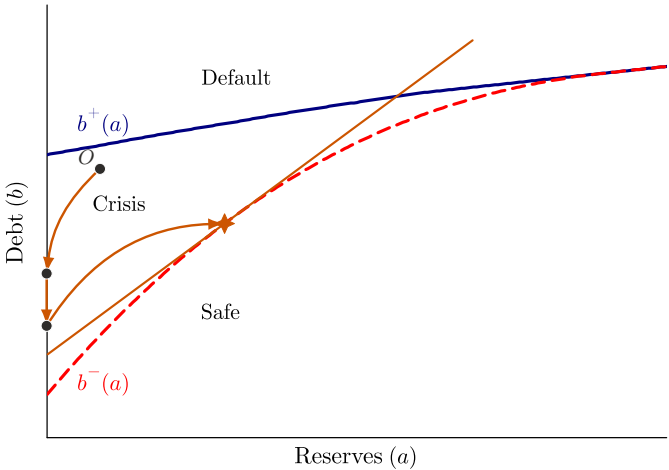
1. Vender las reservas iniciales y reducir deuda.
2. Seguir reduciendo deuda, sin acumular reservas.
3. Emitir deuda y comprar reservas al alcanzar la zona segura.

El escape óptimo desde una crisis profunda



1. Vender las reservas iniciales y reducir deuda.
2. Seguir reduciendo deuda, sin acumular reservas.
3. Emitir deuda y comprar reservas al alcanzar la zona segura.

El escape óptimo desde una crisis profunda



1. Vender las reservas iniciales y reducir deuda.
2. Seguir reduciendo deuda, sin acumular reservas.
3. Emitir deuda y comprar reservas al alcanzar la zona segura.

¿Por qué vender reservas primero?

- Mientras el portafolio elegido siga en la zona de crisis, la exposición a la corrida no desaparece.
- Financiar reservas tiene un costo: el retorno del activo es menor que el costo de la deuda riesgosa.
- Reducir las posiciones brutas ahorra costos de financiamiento y facilita el desapalancamiento.

El portafolio deseable al salir de la crisis no
determina cómo conviene financiar la transición.

Implicaciones de política económica

En este modelo, desde una crisis profunda:

- Mientras la cartera elegida siga en crisis, reducir deuda y vender reservas.
- Acumular reservas cuando hacerlo permita alcanzar seguridad.
- Una vez a salvo, las reservas son un colchón que permanece disponible.

Que las reservas no se utilicen en equilibrio no significa que sean innecesarias.

Como financiamos las reservas

¿Cómo cambia la protección según el pasivo que financia las reservas?

Sosa-Padilla y Sturzenegger
Journal of International Economics, 2023

Deuda indexada

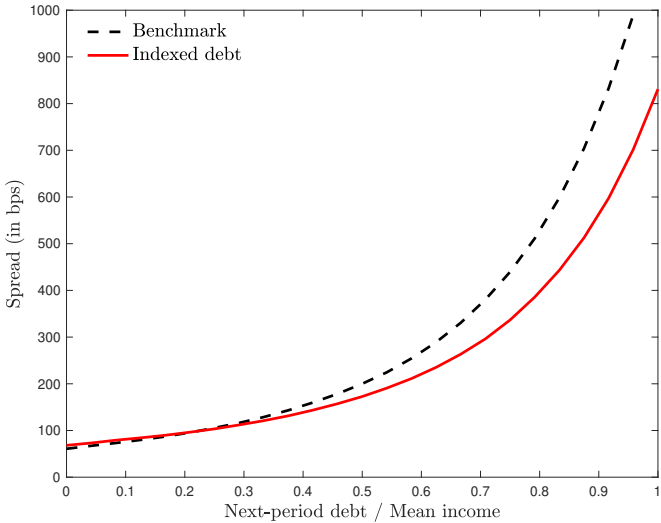
Un bono emitido en t promete en $t+j$, para $j \geq 1$:

$$\text{Cupon}_{t+j} = \max\left\{\kappa\left[1+\varphi(y_{t+j}-\bar{y})\right](1-\delta)^{j-1}, 0\right\}$$

- $\varphi = 0$: cupones no contingentes al ingreso.
- $\varphi > 0$: menor ingreso reduce el cupón y el servicio de deuda.
- Las reservas aportan liquidez. La indexación añade un alivio de las obligaciones en los estados adversos.

La deuda en moneda local aproxima esta cobertura en los datos, aunque su contrato es diferente.

La indexación cambia la relación entre deuda y spread



- Con deuda alta, la contingencia puede evitar defaults y abaratar el crédito
- Con deuda baja, la cobertura tiene un costo (aunque bajo)

Mejor seguro también cambia el portafolio elegido

Promedios del modelo	No contingente	Indexada
Deuda / ingreso (%)	43,3	54,2
Reservas / ingreso (%)	6,0	11,9
Spread (%)	2,4	2,6

Una mejora en las condiciones de financiamiento puede inducir más endeudamiento y más acumulación de reservas.

La fuente de financiamiento importa en los datos

Aumento de reservas de 1 punto del PIB, según su contrapartida:

Contrapartida	**Cambio asociado en el spread**
Pasivos externos	$-0,7\%$ (no significativo)
Pasivos domésticos remunerados	$-3,6\%$
Base monetaria	$-3,2\%$

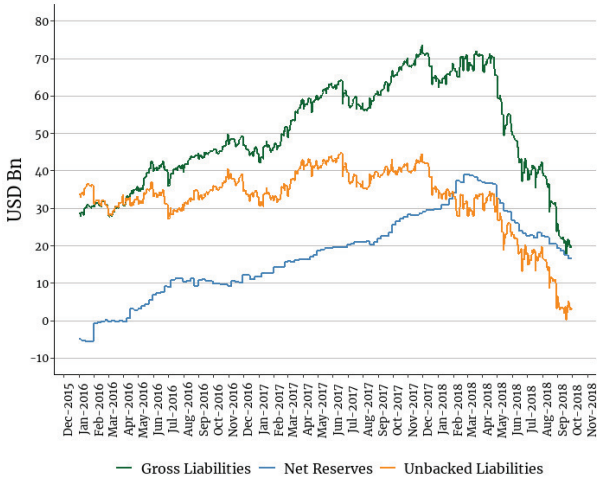
Comparaciones condicionales del balance del banco central.
Los porcentajes indican cambios relativos del spread, no puntos básicos.

Otras razones para acumular reservas

- **Gestión del tipo de cambio nominal**
  Intervención cambiaria y riesgo de corridas contra la moneda.
- **Banco Central vs. Ministerio de Hacienda**
  Objetivos distintos y coordinación imperfecta al decidir deuda y reservas.
- **Política macroprudencial**
  Reducir la vulnerabilidad externa asociada al endeudamiento privado.

Pensando en Argentina

Argentina: el balance del BCRA en 2015–18



- La acumulación de reservas tuvo una contrapartida en pasivos.
- En 2018 también cambió el valor en dólares de esos pasivos.

El activo y su fuente de financiamiento deben evaluarse conjuntamente.

Sosa-Padilla y Sturzenegger (JIE, 2023). Figura 1. Argentina, 2015–18. Unidades: miles de millones de dólares.

Argentina hoy: reservas, deuda y riesgo soberano

Indicador	Último dato	Fecha de referencia
Reservas brutas / PIB	**6,4%**	Octubre de 2026
Reservas brutas	**US$49.551 millones**	18/11/2026 (provisorio)
Deuda externa pública / PIB	**24,0%**	30/06/2026
Riesgo soberano (EMBI)	**886 puntos básicos**	19/11/2026 (intradiario)

Reservas/PIB: ratio mensual publicado por el BCRA.
Deuda externa: Administración Central, acreedores no residentes.
Las reservas brutas incluyen oro; no equivalen a reservas utilizables.

BCRA, octubre de 2026; Secretaría de Finanzas, II trimestre de 2026.
Dato diario del BCRA, vía Datulis; J.P. Morgan, vía Ámbito (19/11, 15:07).

Evaluar una estrategia para Argentina

No tengo respuestas, pero sí tengo preguntas

Evaluar una estrategia para Argentina

No tengo respuestas, pero sí tengo preguntas

1. ¿Se busca amortiguar una recesión o prevenir una corrida? ¿Ambas?

Evaluar una estrategia para Argentina

No tengo respuestas, pero sí tengo preguntas

1. ¿Se busca amortiguar una recesión o prevenir una corrida? ¿Ambas?

2. ¿Qué liquidez utilizable queda frente a los vencimientos?

Evaluar una estrategia para Argentina

No tengo respuestas, pero sí tengo preguntas

1. ¿Se busca amortiguar una recesión o prevenir una corrida? ¿Ambas?
2. ¿Qué liquidez utilizable queda frente a los vencimientos?
3. ¿Cómo cambian los pagos del pasivo con el "estado de la economía" (ingreso, TC)?

Evaluar una estrategia para Argentina

No tengo respuestas, pero sí tengo preguntas

1. ¿Se busca amortiguar una recesión o prevenir una corrida? ¿Ambas?
2. ¿Qué liquidez utilizable queda frente a los vencimientos?
3. ¿Cómo cambian los pagos del pasivo con el "estado de la economía" (ingreso, TC)?
4. ¿Es mejor acumular reservas o bajar la deuda?

Vamos terminando...

Volvamos a la operación inicial

	Antes	Después
Deuda	60	70
Reservas	20	30
Deuda menos reservas	40	40

La deuda neta sigue siendo la misma. La protección depende de:
el riesgo que se busca cubrir, la liquidez utilizable y los pagos del pasivo en cada estado.

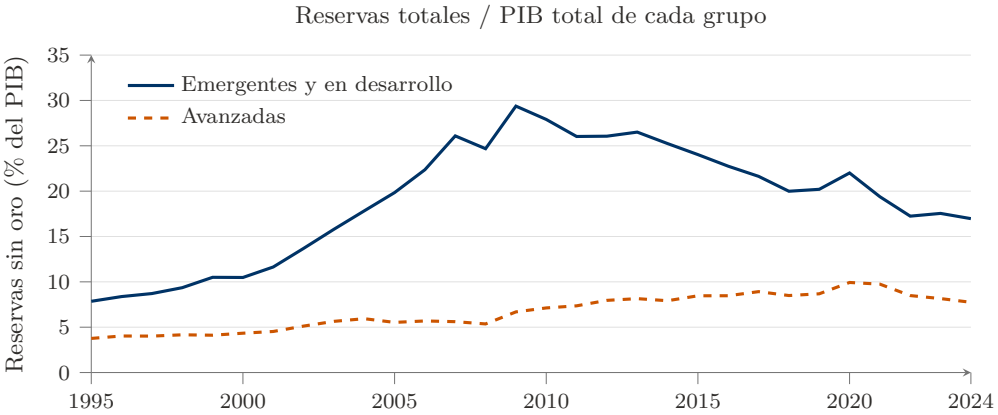
Deuda, reservas y estabilidad

- Las reservas usadas en una recesión pueden sostener la actividad.
- Las reservas disponibles pueden prevenir una corrida.
- El pasivo que las financia determina los pagos que enfrentamos en los malos estados.

Para Argentina, evaluar cuánto acumular exige decidir qué riesgo cubrir y con qué obligaciones financiar esa protección.

Muchas gracias!

Reservas agregadas por grupo



En las avanzadas, el ratio agregado también aumentó: de 3,8% a 7,7% del PIB.

FMI: International Liquidity y WEO. Cálculos propios, 1995–2024.
Suma de reservas sin oro / suma del PIB. Misma muestra fija: 113 emergentes y 36 avanzadas.

Rigidez salarial y empleo

Salario nominal mínimo y racionamiento del empleo:

$$W_t \geq \underline{W}, \qquad h_t \leq \bar{h}, \qquad (W_t - \underline{W})(\bar{h} - h_t) = 0.$$

Demanda de trabajo y equilibrio en no transables:

$$P_t^N F'(h_t) = W_t, \qquad c_t^N = F(h_t).$$

- Con tipo de cambio fijo, menor demanda reduce el empleo si el piso salarial limita el ajuste.
- Las reservas sostienen el consumo transable y la demanda de no transables.

Por qué importa el plazo de la deuda

Una cartera con $\Delta a = \Delta b = \Delta > 0$ mantiene $a - b$ constante.

$$\Delta(a - \kappa b) = (1 - \kappa)\Delta = \frac{1 - \delta}{1 + r}\,\Delta.$$

- Con deuda larga, mejora la liquidez inmediata durante una corrida.
- Las reservas están disponibles hoy, mientras los pagos de deuda se distribuyen en el tiempo.
- Con deuda de un período, $\delta = 1$, este beneficio desaparece.

Liquidez e incentivos de repago

Sobre la frontera de seguridad, $V_R^-(a, b^-(a)) = V_D(a)$:

$$\frac{db^-(a)}{da} = \frac{\partial_a V_R^- - V_D'(a)}{-\partial_b V_R^-}, \qquad V_D'(a) = u'(y + (1-\beta)a).$$

- Las reservas elevan tanto el valor de repago como el de default.
- Al aliviar una caída fuerte del consumo durante una corrida, pueden ser más valiosas en repago.
- Si $db^-/da > 1$, aumentar reservas y deuda uno a uno mejora la seguridad localmente.

La cartera segura con menor ajuste externo

Definimos la cartera segura de menores activos externos netos:

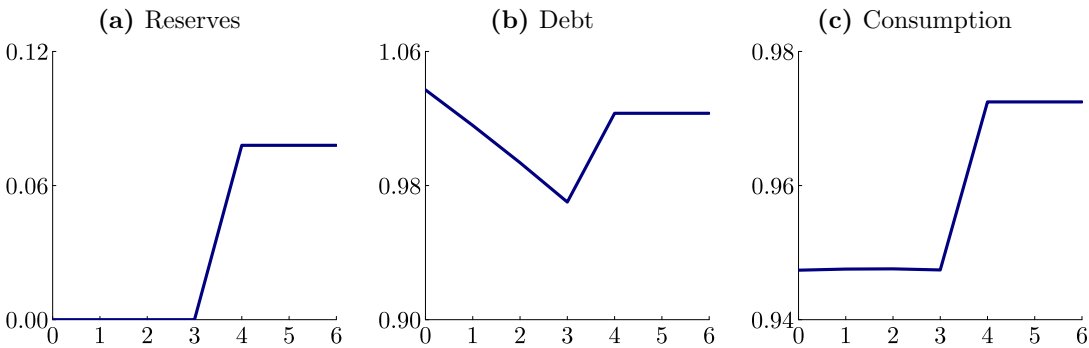
$$(a^\star, b^\star) \in \arg\min_{a \geq 0,\, b} \{a - b : \ b \leq b^-(a)\}.$$

Si $a^\star > 0$ y la frontera es diferenciable:

$$b^\star = b^-(a^\star), \qquad \boxed{\left.\frac{db^-(a)}{da}\right|_{a=a^\star} = 1}.$$

- Es la tangencia con la recta de activos externos netos constantes.
- Desde una posición muy endeudada, alcanzar esta cartera minimiza el ajuste externo necesario para salir de la crisis.

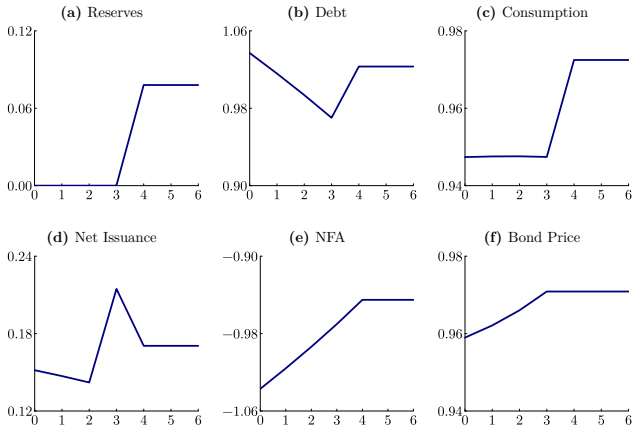
Primero baja la deuda; después suben deuda y reservas



La acumulación aparece al alcanzar una cartera segura.

El mayor endeudamiento en ese momento acompaña una menor vulnerabilidad.

La trayectoria completa del modelo de corridas



Valor de repago durante una corrida

Si los acreedores no financian nueva emisión:

$$V_R^-(a,b) = \max_{c\geq 0,\, a'\geq 0,\, b'} \{u(c) + \beta \mathbb{E} V(a', b', \zeta')\}$$

sujeto al mismo presupuesto y a

$$\boxed{b' \leq (1-\delta)b}, \qquad V_R^-(a,b) \leq V_R^+(a,b).$$

Si no recompra deuda, $b' = (1-\delta)b$, y el presupuesto se reduce a

$$c = y + a - \kappa b - \frac{a'}{1+r}.$$

Precio del bono y riesgo de default

Con repago contemporáneo, el precio fundamental satisface

$$q(a', b') = \frac{1}{1+r}\,\mathbb{E}\left[(1 - d(s'))\left\{\kappa + (1-\delta)Q(a'', b'', s')\right\}\right].$$

$$Q(a', b', s) = \begin{cases} q(a', b'), & d(s) = 0, \\ 0, & d(s) = 1. \end{cases}$$

- $s = (a, b, \zeta)$ y $d(s) = 1$ indica default.
- El precio descuenta el cupón y el valor de reventa si hay repago futuro.
- Si no hay riesgo de default, $q^{rf} = 1/(1+r)$.

Una condición suficiente para reservas positivas

En el umbral sin reservas, definimos

$$c_0^R = y - \kappa b^-(0), \qquad c_1^R = y - (1-\beta)(1-\delta)b^-(0).$$

La proposición 3 establece:

$$\boxed{\beta(1-\delta)[u'(c_0^R) - u'(c_1^R)] > u'(y)} \quad \Longrightarrow \quad a^\star > 0.$$

- La caída del consumo al repagar durante una corrida eleva el valor marginal de la liquidez.
- La condición implica $db^-/da|_{a=0} > 1$.
- En los casos límite $\delta = 1$ o $\delta = 0$, $a^\star = 0$ (proposición 4).

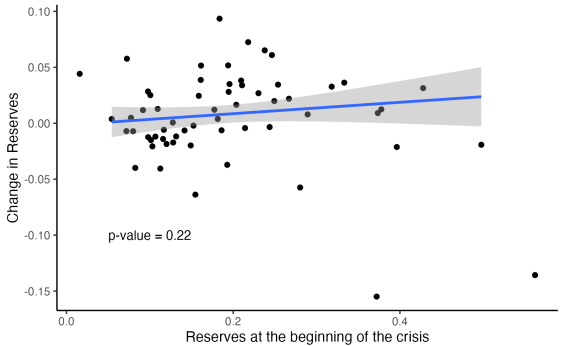
Deuda, reservas y spreads: evidencia condicional

Cambio asociado a un aumento simultáneo de deuda y reservas de 1 punto del PIB:

	Deuda baja	**Deuda alta**
Spread, puntos básicos	$-10,19$	$-5,20$
Valor p	$0,084$	$0,451$
Observaciones	949	818

Evidencia compatible con un efecto que depende de la posición inicial.
La estimación de baja deuda es significativa al 10%, no al 5%.

Las reservas no se reducen sistemáticamente en las crisis



Crisis global de 2008–09 y pandemia de 2020–21.

En 57% de los pares país–crisis, el stock final fue mayor.

Los saldos al cierre pueden ocultar intervenciones durante la crisis.

Aumentar simultáneamente deuda y reservas

	Total (1)	Total (2)	Deuda baja	Deuda alta
Efecto, puntos básicos	$-6,65$	$-5,01$	$-10,19$	$-5,20$
Valor p	$0,044$	$0,204$	$0,084$	$0,451$
Observaciones	1.767	1.767	949	818

Aumento de 1 punto del PIB de cada variable.
La especificación (2) añade la interacción entre deuda y reservas.
Todas incluyen efectos fijos de país, indicadores de año y controles macroeconómicos.

Qué no identifica la evidencia sobre uso de reservas

- Un stock similar al principio y al final puede coexistir con ventas y recompras durante la crisis.
- La valuación y el PIB también modifican los ratios observados.
- La estabilidad del stock no determina por sí sola qué motivo de acumulación domina.

Argentina: fechas y definiciones de los indicadores

- **Reservas/PIB: 6,4%, octubre de 2026.**
  Ratio publicado por el BCRA sobre una base mensual; reservas promedio de US$49.682 millones.

- **Reservas brutas: US$49.551 millones, 18/11.**
  Anuncio provisorio. La serie estadística oficial tiene rezago: US$49.474 millones al 16/11. Incluyen oro.

- **Deuda externa/PIB: 24,0%, junio de 2026.**
  Administración Central; criterio de residencia. Excluye deuda elegible pendiente de reestructuración. Se conserva el ratio publicado por Finanzas.

- **EMBI: 886 puntos básicos, 19/11, intradiario.**
  Lectura informada a las 15:07. Último cierre verificado: 848 puntos básicos el 18/11.

BCRA; Secretaría de Finanzas; J.P. Morgan vía Ámbito y Rava. Consulta: 19/11/2026.

Referencias

- Bianchi, J. y C. Sosa-Padilla (2024).
  Reserve Accumulation, Macroeconomic Stabilization, and Sovereign Risk.
  Review of Economic Studies, 91(4), 2053–2103.

- Barbosa-Alves, M., J. Bianchi y C. Sosa-Padilla (2026).
  International Reserve Management under Rollover Crises.
  Quarterly Journal of Economics.

- Sosa-Padilla, C. y F. Sturzenegger (2023).
  Does It Matter How Central Banks Accumulate Reserves? Evidence from Sovereign Spreads.
  Journal of International Economics, 140, 103711.