

**LA CRISIS DEL SUR DE EUROPA Y LA
EXPERIENCIA ARGENTINA**

RICARDO LÓPEZ MURPHY

BUENOS AIRES, JUNIO DEL 2010

La crisis del sur de Europa y la experiencia argentina

Ricardo López Murphy

1. Introducción

La crisis que está experimentando el sur de Europa representa el más serio riesgo a la consolidación de la recuperación mundial, luego de la dramática caída que experimentara la economía mundial entre el último trimestre de 2008 y el primero de 2009, cuando se generó un enorme temor que se repitiera la depresión de los años 30.

Debe recordarse que no hubo en la posguerra una experiencia tan traumática, ni por la magnitud de la caída ni por su globalidad.

Por esta circunstancia se presta una particular atención al desarrollo del problema de los países europeos mediterráneos, ya que por su tamaño y capacidad de contagio son muy significativos.

La relevancia de este problema no acaba allí. Las reglas a instrumentar para evitar la recurrencia de los fenómenos acaecidos, así como los criterios para corregir y auxiliar a los países que sufran crisis similares en el futuro, se están estudiando en base a esa experiencia y saldrán de su superación.

Allí tendremos nuevas medidas preventivas, seguramente más exigentes que las impuestas en el acuerdo de Maastricht, así como sistemas que permitan lidiar con la emergencia en términos más previsibles institucionalmente, que los dispuestos en la grave emergencia.

La semejanza de los problemas del sur europeo con aquellos asociados con los sucesos argentinos del período 2000/2001,

permite evaluar esta crisis con un patrón de referencia ya conocido, así como cotejar la evolución de las políticas instrumentadas con esa experiencia tan devastadora.

La historia de este episodio, su dificultad para retomar la normalidad, la catastrófica forma de abandonar el marco institucional de la organización económica y la precariedad y emergencia de las acciones de política económica posteriores, así como considerar, este desorden normativo como una situación regular, ayuda a entender por qué no debe ser un ejemplo para llevar a cabo o repetirlo.

Los desvíos en materia fiscal, endeudamiento y política de ingresos en la Argentina del 2000 eran sustancialmente menores a los europeos actuales, pero había una actitud cultural y social subyacente, muy opuesta a las reglas del régimen capitalista de mercado y a la sociedad abierta, lo que volvía muy vulnerable al sistema si se requería, como era inevitable, un esfuerzo correctivo prolongado.

2. El mecanismo de financiamiento de la corrección macroeconómica sin moneda propia

Lo primero que debe ser entendido es, que un patrón monetario exógeno, actúa paramétricamente sobre la economía y la nominalidad dentro de ella, debe ajustarse a tal hecho.

La noción que los desequilibrios van a ser saldados, con una corrección del valor nominal de la moneda de una sola vez, está muy inculcada, en los rasgos de comportamiento de las naciones que han vivido bajo un régimen inflacionario o han recurrido en el pasado, a devaluaciones recurrentes, para corregir los desfasajes sufridos.

La no reversibilidad del patrón monetario obliga a un replanteo profundo de la flexibilidad de precios y salarios, de la solvencia empresaria y sus métodos de resolución, de las medidas judiciales en materia financiera, así como de la

propia política fiscal y de los desequilibrios externos que se hayan acumulado.

La idea que, al no tener moneda propia, no hay una cuestión de desequilibrio externo es falsa, como lo es la idea (doctrina Lawson) que si no hay déficit fiscal, el ajuste externo no generará dificultades.

El tipo de cambio fijo inamovible, entonces implica un cambio muy significativo, en el ordenamiento de una economía, que antes tenía moneda propia y practicaba mecanismos correctivos que inducían, a una visión blanda de las restricciones presupuestaria, de la política de ingresos y de los problemas financieros.

La cuestión ahora es cuáles son las variables que harán las veces de tipo de cambio, cuando haya que realizar el ajuste agregado y el reacondicionamiento de consumo y producción, entre bienes comerciados y no comerciados, y simultáneamente desplazar recursos, a la sustitución de productos extranjeros y simétricamente hacerlo con el consumo, en sentido inverso.

3. Algunas restricciones de un numerario no modificable

La existencia de un patrón monetario exógeno obliga a evaluar la consistencia y convergencia de las cuentas fiscales siguiendo ese criterio.

La variación relevante es en términos de la moneda ancla y no en su relación con el PBI nominal o con la inflación doméstica. Estas últimas son endógenas a la política doméstica y son determinados por ella.

Cuando se deba corregir algún desvío, el PBI nominal y la inflación doméstica, seguirán a la modificación de la política pública pero la deuda estatal y seguramente los salarios y pensiones, que están expresados en términos del numerario, permanecerán a los valores desequilibrados previos.

Una aproximación adecuada a como diseñar la política fiscal es tomar la inflación del área monetaria y el crecimiento potencial de largo plazo, para evaluar la consistencia y solvencia de las cuentas fiscales.

Si la inflación doméstica y el crecimiento del PBI han venido excediendo ese valor y la tendencia de muy largo plazo de crecimiento estructural del gasto público con el aumento del ingreso per cápita (Ley de Wagner), ese exceso debería dar lugar a un superávit fiscal de modo de crear espacio a la corrección posterior.

Una lectura equivocada sería convencerse, que las cuentas públicas exhiben un equilibrio, por un nivel de precios domésticos y de PBI nominal, inflados, respecto al valor sostenible en el largo plazo.

El margen fiscal ex ante debe dar lugar a la construcción de fondos anticíclicos, para lidiar con los tiempos adversos. Este proceso debe entenderse como integrando este fondo en la tendencia y en los períodos de auge o excesos de precios internos y crecimiento.

La suba de precios domésticos, por encima de la tendencia externa, requerirá luego una corrección. Ello demanda para evitar el receso y la desocupación, reglas salariales y de fijación de precios regulados o administrados, que tengan en cuenta esta necesidad.

Por ejemplo si hubiere una suerte de pagos con bonos anuales o semestrales, contingentes al nivel de actividad, que se pudieran suprimir por definición, el mecanismo tendría una autocorrección implícita.

En el mismo plano, los roles del concurso empresarial y de la quiebra de las compañías, deben facilitar, la transferencia de activos, de modo que el conflicto generado por el pasivo y el capital propio, no trabe la actividad económica, por cierre de actividades y empresas. Además ello podría facilitar la reorganización de los entes productivos.

Ello también evita, el ajuste por cantidades y lo concentra, en precios. Cuanto menos deuda privada acumulan las empresas privadas, más fácil es el procedimiento. También es sencillo cuando existen reglas de transformación del pasivo en patrimonio neto, como en el cram down.

La experiencia, en el caso argentino, reveló que la flexibilidad del sector privado es muy significativa, en relación al sector público.

En este último, por razones legales y una legislación pro inflacionaria, no se tuvo espacio legal significativo, para reducir los salarios y las pensiones nominales, aún cuando se vivía, un contexto deflacionario masivo.

Luego la devaluación las redujo dramáticamente, para ser preciso, las pulverizó, pero no tuvo las trabas de una corrección mucho menor y ordenada, de carácter deflacionario.

La rigidez del sector público se acentúa en un contexto recesivo, sobre todo, si este es extendido en el tiempo y la posibilidad de reestructurar de manera profunda el presupuesto de capital es muy baja. Ello es pertinente si por la prolongada dificultad y por imperio de la crisis, el monto de inversión ha sido llevado a guarismos muy bajos.

Dada la dificultad para bajar de las erogaciones públicas, es obvio que se debe tener prudencia para subirlas, por encima de la tendencia estructural. Ello no había sido incorporado como una costumbre en la experiencia Argentina

Así por ejemplo, la política de remuneraciones y pensiones, en sus ajustes anuales, en un modelo como el del euro, en los países del sur de Europa se debería seguir muy de cerca el numerario, inflación del área monetaria y el aumento, atenuado con un promedio móvil, de la productividad per cápita agregada (un promedio móvil de 10 años evitaría gran parte de las distorsiones).

En general, la experiencia en los países latinoamericanos indica que los desbordes se verifican en esta área, en particular si hay distintos niveles de gobiernos y éstos gozan de autonomía para establecer sus gastos.

Ello se potencia a niveles muy graves y patológicos si estos gobiernos controlan como propietarios, las instituciones financieras, que puedan prestarles o auspiciar, gastos de desarrollo no solventes, en el largo plazo.

Otra faceta, de potenciales graves desbordes, es cuando controlan organismos de la previsión social y pueden esconder déficits intertemporales. Si además se pueden endeudar en el corto plazo, el problema se vuelve exponencial.

Si hay alguna cláusula constitucional de auxilio, como en el caso de la República Argentina que asegure el apoyo del gobierno central o federal, el problema está planteado para construir un riesgo altamente probable que se convierta en un siniestro, hay un fenómeno de riesgo moral obvio y exacerbado.

La experiencia indica, que una visión integral del sector público es imprescindible para el programa de consolidación y más aún, para el diseño del sistema de prevención de crisis.

El otro tema crucial es la supervisión financiera y las acciones a realizar, tanto si hay crisis de liquidez como si hay crisis de solvencia.

La importancia de la acción preventiva y de regulaciones financieras que minimicen los riesgos de liquidez, solvencia y macro sistémicos, así como al igual que en el sistema fiscal evite la prociclicidad, es vital.

El caso europeo es bien sencillo, las operaciones de liquidez caen en la responsabilidad del European Central Bank y las operaciones de solvencia, en la responsabilidad de cada gobierno Nacional, o de las varias naciones, donde operan los entes financieros que se hubieran encontrado en crisis.

En este caso el problema puede ser muy delicado como lo probó el caso de Islandia y un descuido puede ser enormemente costoso en términos fiscales, y de difícil reversión.

La preocupación por este tema es central por varias razones, pero conviene enfatizar su aspecto fiscal, por solvencia, porque cuando se deba capitalizar será este el criterio central que afectará en la Hacienda Pública.

Tanto más relevante es esta cuestión, en países que han incurrido en un elevado endeudamiento externo, que no ha ido a financiar desequilibrios del sector fiscal, sino desajustes del sector privado, como puede ser una inversión en bienes de capital e instalaciones no comerciables que entregan recursos no comerciables adquiridos a los precios relativos del auge y que deberán pagar sus acreencias a los precios relativos del receso, donde naturalmente los servicios no comerciables se habrán abaratado.

Lo más probable, es que todo el sector esté en potencial quiebra, si está endeudado y la recuperación factible será solo una parte de la deuda comprometida, salvo que tuvieren muy bajo apalancamiento.

Ello puede revelar un déficit fiscal, no expuesto previamente pero de enorme significación, para las políticas preventivas.

Otro factor que debe registrarse es el ajuste de las cuentas fiscales por el ciclo o el resultado estructural de ellas.

En principio, un problema muy serio es que la deuda pública resulta en general de niveles muy elevados y la meta normal y lógica debería ser su reducción tendencial, sobre todo por el componente estructural de envejecimiento que enfrenta el siglo XXI.

Allí, muchas veces la dificultad está, en estimar un sendero de expansión razonable y sostenible.

La obsesión con las lecturas de los indicadores de corto plazo, no ajustados y la baja valoración respecto a la convergencia con el crecimiento de largo plazo, han sido dañinos para una política fiscal prudente.

Un aspecto, que se ignora con frecuencia, es que los desequilibrios más notorios se perciben con más premura en las cuentas externas.

La moneda común, como ya se señaló, no quita utilidad al análisis, de la cuenta corriente y de los flujos de ahorro-inversión y agregados.

Una economía, en déficit de su cuenta corriente externa, exhibe una base tributaria mayor, por cuanto en general el gasto agregado, está más gravado que el ingreso agregado.

El equilibrio fiscal logrado con un gran déficit en cuenta corriente, está ocultando un problema grave y peligroso.

El colapso de la base tributaria que deviene del ajuste externo, se traduce en un desequilibrio fiscal, que no se percibía cuando se podrían usar ahorros externos. Este desajuste se agrega al proveniente de los estabilizadores automáticos y espiraliza en déficit de difícil contralor. La acumulación de deuda alimenta este desequilibrio y si hay dudas el riesgo país, o cargo diferencial de intereses, hace el resto.

Por supuesto no es lo mismo que el déficit de cuenta corriente haya financiado mayor consumo o mayor inversión. En el caso de esta última no es independiente, como ya se señaló, que se haya concentrado en actividades no comerciadas o que haya financiado la expansión de sectores productivos ya sea de sustitución de importaciones o exportables.

4. Metas de deuda pública

En general un mecanismo preventivo en todos los países es fijar topes a la variación de la deuda pública, o al déficit fiscal.

Por la discusión previa se entenderá que este criterio es muy limitado e incompleto aunque forma el núcleo del Tratado de Maastricht, o de las reglas de presupuestos balanceados que se imponen a los gobiernos locales, en casos como USA.

En cualquier caso, existen atributos, en la organización económica o en los rasgos históricos, que hacen tolerables niveles significativos de deuda pública, en algunos países que serían inviables en otros.

Ejemplo de ello son una madurez de los vencimientos de deuda muy prolongada, una gran liquidez por el desarrollo con gran profundidad del mercado de capitales domésticos, como la presencia de un gran número de inversores institucionales, con un sesgo regulatorio de inversión hacia el mercado de capitales interno, que hacen más manejable, un problema de este tipo.

La deuda, muchas veces no computada en la opinión pública, a veces aún por los expertos, proveniente de las garantías al sistema financiero y de seguros, es sin duda muy significativa. Si los fondos de seguro de los depósitos y de superintendencia de seguros están bien provistos, la vulnerabilidad se reduce.

En particular, es menor si no están colocados en la deuda pública local. Lamentablemente en general ocurre esto último y su puesta en marcha obliga al gobierno a buscar nuevo financiamiento.

Otra faceta de la deuda no explícita es la proveniente de las contingencias de los seguros de carácter previsional y sanitario.

En ambos casos el envejecimiento implica un crecimiento en el desbalance de contribuciones y gastos.

Con facilidad aquí se puede armar un desequilibrio explosivo y creciente.

En general los cálculos del FMI, mencionan un potencial incremento del orden de 8 puntos del producto para los países desarrollados y sin duda menores y más extendidos en el tiempo pero igualmente sustanciales para los países emergentes.

Este proceso, de envejecimiento relativo de la población, se puede hacer extremo, cuando el número de habitantes se reduce, por una menor reproducción, por parte de las mujeres, de los hijos necesarios, para mantener la población.

En el caso de la Argentina por el contrario, en la crisis del 2000/2001 había un importantísimo superávit en el sistema, previsional a futuro, por cuanto el cambio del sistema de una base de reparto a una de capitalización, hacía desaparecer la deuda implícita y mejoraba fuertemente, los flujos netos con el correr de los años a la Tesorería.

Tal como sucede en Chile y Uruguay, en realidad el cambio de sistema había estado reduciendo la deuda implícita a un ritmo excepcional y ello creaba un gran espacio fiscal, proyectando hacia el futuro, en términos que los recursos que atendían las personas jubiladas corrientes, iban a poder enfrentar los vencimientos de deuda pública, que sin ser significativos, resultaban agobiantes, por la concentración y alta tasa de interés.

En el caso europeo ocurre exactamente lo contrario, los sistemas de reparto están maduro y debido al creciente envejecimiento, su desequilibrio se vuelve exponencial.

La cuestión aquí a dilucidar es qué monto de deuda pública es razonable.

En general el enfoque clásico buscaba abatir las deudas hasta su desaparición. La idea es reservar ese instrumento, para lidiar con las crisis extremas, como las guerras o las catástrofes.

La contribución Keynesiana a este tópico, fue ajustar ese valor tendencial, con el ciclo económico, pero no elaboró una respuesta, en términos de establecer una meta implícita de largo plazo.

Por teoría económica, cuanto más sustitución haya entre la deuda pública y bienes de capital o infraestructura, esto es cuanto más Keynesiana (menos se valoran los impuestos futuros) sea la valuación de los bonos públicos menor deberá ser la meta de deuda pública.

La economía de ello es que el déficit sustituye inversión y cuesta más, en términos de crecimiento.

La prudencia y la experiencia de la crisis reciente, sugiere prestar atención al enfoque más clásico y adoptar una regla que haga menos vulnerable al país, al ciclo y a las sorpresas de crisis y calamidades, de las que nos habíamos olvidado en la modernidad.

En ese aspecto las metas de Maastricht siempre parecieron extremadamente permisivas. El déficit público que implicaba, convergencia a una deuda pública mayor en términos del PBI que la prevista en la meta de deuda, establecida en el tratado.

Según lo señalara E. Domar, en su famoso ensayo sobre la convergencia de la deuda, y más aún no había ajuste por el ciclo económico ni previsión por el envejecimiento.

Alternativamente como un criterio muy valioso, la meta establecida por el Presidente Ricardo Lagos de la República de Chile, tenía la ventaja de ajustar los guarismos con el ciclo económico y establecía una meta estructural de un superávit de 1%.

Ello, como es natural, lleva a colapsar la deuda pública, en el largo plazo, sobre todo en un entorno de rápido crecimiento económico, y a acrecentar los fondos previstos para los ciclos adversos o las catástrofes físicas o financieras.

Un factor que a veces no se enfatiza correctamente, es que la elevadísima tributación preexistente en Europa, hace muy complejo y reduce el margen para recurrir a subas de impuesto como un mecanismo de cierre de la brecha fiscal.

5. Distintos equilibrios fiscales

La tasa de crecimiento mundial, puede variar alrededor de la tendencia y en algunas décadas, excederla, por una ronda de descubrimientos tecnológicos. También puede ocurrir algo similar en la región donde cada país se ubica y aún más, la convergencia hacia una mayor homogeneidad de ingresos implícita en una creciente integración comercial de servicios y similares niveles de capitalización, `podrían exceder circunstancialmente la tendencia.

Probablemente, ello ocurrió en tiempos de la gran moderación y en la acumulación vertiginosa, que surgió luego del colapso de la Unión Soviética y la integración de China al mundo.

La cordura indica, que durante esos ciclos exitosos deberían ser ahorrados los ingresos fiscales excepcionales, contribuyendo de se modo, a establecer las bases, para un desarrollo más sano y sostenible, hacia el futuro.

Resulta cierto, que ha habido en el siglo XX y XXI una aceleración del crecimiento per cápita. Ello se atribuye a rendimientos a escala de carácter mundial, por los nuevos descubrimientos y a las economías de redes, como en el caso de las comunicaciones y el mundo cibernético, que revelaron un potencial aún mayor que el estimado inicialmente, pero nuevamente la prudencia sugiere actuar con moderación.

La inflación del numerario elegido es crucial para la proyección fiscal.

En este entorno es razonable suponer que la meta inflacionaria de largo plazo se consolidara alrededor de 2%/2.5%, y que más allá de un desvío circunstancial, que en todo caso, indica la necesidad de un mayor ajuste fiscal en el área, esta deberá ser la meta a seguir.

Resulta posible pensar que en los próximos años la dominancia Fiscal forzará alguna suba de la tasa de inflación, en el resto de los países desarrollados, que debido a la crisis financiera encontrarán difícil procederá a una política monetaria ajustada de altas tasas de interés como ocurriera a comienzos de los años 80 del siglo XX.

Los pasivos fiscales y cuasi fiscales de origen financiero forzarán a una mayor laxitud monetaria, que por otra parte, encuentra espacio en las expectativas inflacionarias bajas y el alto desempleo de recursos.

Posiblemente, una explicación de los desvíos verificados en la primera década del siglo XXI en los países europeos en crisis, es que se usó para la proyección de las cuentas fiscales, en la variable independiente, el nivel de erogaciones, la inflación doméstica, como ancla de la política presupuestaria.

El hecho que la canasta doméstica de bienes estaba afectada por la composición de los sectores más asimilados a la burbuja de expectativas exageradas, y la sobrefinanciación externa, no fue descontada, como tampoco ocurrió con la exagerada tasa de crecimiento debido al mismo fenómeno.

El equívoco resultó de la hipótesis que ese crecimiento era la consecuencia de la convergencia hacia los niveles de vida de los países más desarrollados del área.

En el caso de la República Argentina a fines de los noventa se recibieron cuatro shocks formidables que alteraron transitoriamente el potencial de crecimiento.

En primer término la crisis asiática, en 1997 que derrumbó el precio de las commodities.

En segundo lugar, la crisis rusa que cerró virtualmente el acceso a los mercados de capital e indujo una suba enorme del spread de intereses, sobre la tasa de referencia.

En tercer lugar, la crisis brasileña. Debido a las dos crisis anteriores, que produjo una gran devaluación de la moneda y bajó el nivel de precios nacional en una magnitud significativa con un enorme impacto sobre sus vecinos de Uruguay y Argentina.

Recuérdese, que el vecindario es muy importante, si el comercio y los servicios están muy vinculados al área regional, que es inevitable por el Mercosur, el tipo de producción basados en recursos naturales y el peso de geografía en la asignación de recursos.

El tipo de cambio nacional del área, requiere una devaluación significativa, para permitir una recomposición de la demanda hacia los bienes domésticos y acrecentar, la oferta de los bienes comerciados.

El cuarto factor fue la crisis de las acciones tecnológicas que tenían alta correlación con los bonos de los países emergentes y actuación como un factor de menor demanda por los mismos.

La otra fuente de desvíos procede la inconsistencia las políticas domésticas sean éstas fiscales, financieras o de ingresos. En el primer caso es fácil y muy latinoamericano el ejemplo. La ausencia de disponibilidad de financiamiento vuelve explosivo el sendero fiscal y financiero.

El otro caso, también de ribetes latinoamericano, pero ahora sabemos que no exclusivamente, como en GNMA o Freddie Mac, se verifica en el área financiera, donde se incurren gastos y desequilibrios, que son de orden cuasifiscal y explotarán, ni bien cambien las circunstancias favorables o se haga inviable, mantener la burbuja.

Las políticas de ingresos y fiscales, financiadas pero insostenibles, por su impacto sobre la rentabilidad y la acumulación de capital, pueden, sin embargo, durar un tiempo prolongado, que finalmente se hacen no sustentables por el deterioro de crecimiento económico y aumento exponencial del creciente desempleo.

Tasas de desempleo muy elevadas y baja inversión están informando que la tributación aplicada es inconsistente y ello abatirá la viabilidad del sistema fiscal y financiero.

La corrección de los desequilibrios citados llevarán a una seria dificultad de financiamiento, si eso no ocurre en un entorno inflacionario, que permita absorber los cambios en la tributación y el desplazamiento de los recursos al sector privado

La percepción de crisis, sin embargo, se asocia a una creciente inviabilidad como ocurrió en el caso de Grecia.

En fenómenos similares se aprecia un déficit fiscal muy alto corregido por el ciclo y una deuda pública creciente.

El gasto público en esos casos aumenta en divergencia con el numerario y el crecimiento potencial. Un fenómeno similar ocurre con las remuneraciones que se apartan de los valores nominales de la productividad e inflación del numerario.

Finalmente ello se traduce en un desequilibrio no financiable e insolvencia tanto en las organizaciones públicas y privadas, en crecientes pérdidas en el sistema financiero, ya sea en las instituciones públicas o privadas.

6. Las consecuencias de los desvíos y la política correctiva

Resulta trivial que lo mejor es prevenir los problemas y evitarlos, ya que ello resulta, como ocurre con la salud y un estilo de vida más sano, muchísimo más económico y menos traumático.

Esa pregunta y esa apreciación, sin embargo no son válidas cuando ya tenemos la dificultad dentro de nosotros, o la crisis ya ha ocurrido y hay que proceder a enfrentarla.

Lo importante allí, porque seguramente ocurrirá en un marco hondamente recesivo, es entender el carácter estructural del problema y que la cuestión a corregir está allí, y no en los indicadores de corto plazo, que son variables endógenas del propio proceso.

Sólo poniendo en un plano diferente la crisis fiscal, reconociendo la naturaleza del desequilibrio estructural se podrá enfrentar la misma.

Si esta perspectiva es aceptada, cuanto más se haga en materia estructural y mayor sea el margen de largo plazo, más fácil es recomponer la confianza.

Ello es lo que moviliza la recuperación del gasto agregado, de carácter privado, en particular, a las inversiones.

Esto es muy importante porque hay que cambiar el perfil productivo y ello, difícilmente pueda ocurrir, sin una inyección de recursos, en los sectores productores de bienes comercializables.

Más aún, para facilitar la tarea es necesario darle fluidez al sistema crediticio y él estará muy afectado, por el sobre costo de las dudas generadas, sobre la solvencia estructural del orden contractual vigente, que depende del equilibrio fiscal de largo plazo.

La otra agenda imprescindible es corregir, la pérdida de competitividad, o sea la modificación de incentivos a la producción y consumo de bienes comerciables, frente a los de carácter no comerciables.

Cuando está disponible una devaluación, ambas correcciones actúan simultáneamente, siempre que la misma no tenga un traspaso inmediato al gasto público y a las remuneraciones (pass through).

En general, en las devaluaciones hay un overshooting, por razones de equilibrio financiero y para recrear, los incentivos de la manera más rápida y que se consuman en el proceso menos recursos financieros.

Por otro lado una fuerte depreciación de la moneda local, atrae capital desde afuera del país y reduce la tasa de interés necesaria, generando un mayor espacio a la recuperación.

La violación de los derechos de propiedad, propia de las devaluaciones, e inestabilidad de las políticas públicas y su previsibilidad debe constatarse con la rápida recuperación que facilita el cambio del precio de la moneda. Esto no es gratis ni repetible. Están incorporados a las previsiones de los agentes económicos.

Careciendo del grado de libertad del cambio del valor de la moneda, las medidas estructurales son como se señaló, muy importantes ya que determinan el riesgo país y permiten que la corrección de corto plazo sea indicativa. Ello evita agravar la recesión existente.

Por esta razón el programa de marzo del 2001 en la República Argentina, proponía una corrección menor, casi marginal de 0.6% del PBI, aún cuando la corrección estructural buscada se ubicaba en el orden del 2.3% del PBI.

La razón de tal desbalance era aguardar, a un cambio en los parámetros externos, que estaban a niveles extremadamente

bajos, ya sea los precios de commodities, el valor de las monedas de los vecinos, la fortísima subdevaluación del euro y aprovechar esa recuperación, para hacer la corrección del desvío estructural, que era de una magnitud menor (ver J. Teijeiro, 1999). En realidad en el diseño del programa de corrección el gasto no iba a subir, al ritmo del crecimiento de la actividad económica, cuando la economía se recuperara y allí iba adicionalmente a operar la reforma estructural de reducción de subsidios y racionalización administrativa.

Recuérdese que había un superávit estructural de la previsión social en el largo plazo, que contribuía a reducir la presión (crowding in) sobre el mercado de capitales.

El apoyo de los organismos multilaterales: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo, y la generosa contribución del gobierno español, popularmente conocido como blindaje, cubriría las necesidades del financiamiento circunstanciales, hasta la recuperación de la economía, tal como en gran medida lo hace el programa de la Unión Europea y el FMI para el caso de Grecia.

El programa de auxilio multilateral era un 10%, de la ayuda prestada a Grecia, si se normalizaran ambas economías, a un tamaño similar.

Es posible que una ayuda un poco mayor (alrededor de 20% de la otorgada a Grecia) hubiera neutralizado los riesgos desestabilizadores, pero ello es contra fáctico.

La clave no era gastar esos recursos sino disuadir la corrida potencial.

Si se puede evitar, con este apoyo, una corrida contra la deuda pública y los depósitos del sistema financiero, como la que ocurrió en la Argentina, dando confianza sobre la solidez, o mejor aún, evitando que suba el spread de riesgo, se crean condiciones muy buenas para evitar la crisis de carácter terminal que sufrió el sistema institucional del país mencionado.

En el caso de la Argentina, el problema de evitar la corrida contra la deuda, consumía buena parte del esfuerzo, ya que la madurez de la deuda pública relativamente corta, creaba una presión creciente sobre el resultado fiscal.

Si ello se puede obviar, lo cual depende del respaldo efectivo disponible, el grueso del esfuerzo tiene que estar centrado en el ajuste de largo plazo.

Resulta posible afirmar que la mejor combinación es un gran ajuste a largo plazo y minimizar la corrección a corto plazo para no agravar el fenómeno recesivo. En parte, ese argumento es el que ha venido enfatizando L. Summers en las discusiones sobre la corrección económica a nivel mundial.

Ese intercambio entre el presente y el futuro, requiere de una gran credibilidad, o de reformas institucionales que lo aseguren. Si se carece de ello, se pierde un grado de libertad que es explotar este intercambio.

La posibilidad de esta combinación es tanto más factible cuanto menores son las tasas de interés prevalentes en el mercado de capitales.

Esto es muy relevante al presente ya que las tasas mundiales reales son extremadamente bajas.

A tasas de intereses reales altas las proyecciones a más de 20 años, pierden relevancia, y la transacción de un menor ajuste presente por un mayor ajuste futuro, ya instrumentado, no es posible.

La reducción del desequilibrio previsional tiene un impacto inmenso bajo estas circunstancias.

En este plano resulta vital, que cuando se recupere el nivel de actividad, rápidamente, por los estabilizadores automáticos, el déficit fiscal primario se elimine y comience

a compensarse el desequilibrio ocurrido durante el ciclo adverso.

Un aspecto que no debe subestimarse es la reforma estructural para permitir un mejor desempeño de los recursos disponibles de los mercados del sector real.

Allí, la cuestión laboral tiene una importancia decisiva, tanto en términos de facilitar la contratación y la negociación salarial por empresas, la movilidad entre distintos puestos de trabajo, como así también, disminuir la tributación de orden exagerado sobre el uso del recurso laboral.

Decimos exagerado por la rápida sustitución existente con actividades no mercantiles o exentas de la tributación.

En este aspecto reducir la carga tributaria sobre el uso del factor, por ejemplo, poniendo como crédito de IVA, los impuestos laborales y aumentando la tasa del impuesto al valor agregado, en un monto equivalente, produce una corrección de magnitud muy significativa.

Como el IVA se ajusta en frontera, el mayor impuesto sube el nivel de precios de los bienes comercializables, pero rebaja el costo de los productores domésticos, que se vuelven más competitivos.

Esto es se sustituye un impuesto a la producción y el empleo doméstico y se reemplaza por un impuesto al consumo de bienes domésticos e importados que en general son complementarios de las actividades no mercantiles.

Ello facilita mucho la corrección estructural por cuanto afecta en el sentido necesario, el cambio de precios relativos.

Por otra parte, ello abarata el factor más distorsionado por la tasa de paro.

En general, la experiencia mundial indica que la recaudación del IVA es más eficaz en materia de administración tributaria, que la de los impuestos laborales, con lo cual, posiblemente exista un impacto adicional positivo sobre el financiamiento del sistema económico.

Si esto puede ser complementado por una reforma más amplia que elimine tratamientos diferenciales (subsidios implícitos o tax expenditures) tanto mejor.

Otro impuesto, que en general es ideal para incrementarlo, compensando los mayores recursos, con una amortización inmediata de la nueva inversión, es el que afecta a los combustibles. Aquí también se logra un doble efecto si la mayor parte del mismo es importado del resto del mundo.

Ello desalienta las compras externas y la nueva inversión, permite movilizar los factores productivos. Aquí también las menores importaciones se traducen en una menor necesidad de ajuste cambiario.

Ello contribuye también a una mejor recaudación por cuanto la evasión en este sector es prácticamente nula.

El ajuste simultáneo, fiscal y del déficit en cuenta corriente, minimiza el impacto sobre la actividad económica interna, ya que la corrección del menor gasto agregado se desplaza al resto del mundo.

Un tema significativo es la magnitud de la corrección necesaria.

Si lo que hay que recuperar es un desvío de 10% de los precios relativos de equilibrio, ello es relativamente sencillo en un entorno de inflación de 3% anual, de llevar a cabo.

Si por el contrario la modificación necesaria es en el entorno del 50%, ello resulta extraordinariamente difícil, de concluir exitosamente.

Una ventaja adicional que dispone Europa, sobre la situación argentina del año 2000/2001, es que la moneda común es manejada y ésta bajo control de la propia Comunidad Europea, por lo que parte de la corrección se puede realizar de ese modo.

En cierto modo, es posible estimar que el euro estaba muy sobrevaluado respecto al dólar y la libra esterlina, a comienzos de 2010.

Por desconfianza y por acciones propias, la caída de casi 20% respecto al dólar, y aún más fuerte a otras monedas está facilitando el ajuste de todos los países más vulnerables.

Naturalmente, utilizar este grado de libertad no es gratis, por cuanto se pierde un atributo de credibilidad de la autoridad monetaria ganada con sacrificios en más de 10 años de disciplina monetaria.

Más aún para que no sea recesiva, la fuerte corrección fiscal que está llevando a cabo Europa, necesita que venga acompañada de una mayor expansión monetaria, que lubrique el funcionamiento del sistema financiero y la demanda agregada, de modo de reemplazar la reducción de demanda pública, con un ajuste externo y una expansión del gasto privada, en especial la inversión y los durables de consumo. Si el sector privado se quiere desendeudar, ello requiere naturalmente una mayor corrección externa.

La tasa de expansión monetaria de Europa, medida por la variación de M3 ha descendido fuertemente y ello es contra productivo, para facilitar el ajuste interno y externo. Más aún, esa expansión es la que permitirá resolver la viabilidad de la corrección externa. Ello puede requerir que en expansión de M1, alcance niveles excepcionales, por la exagerada demanda de dinero líquido, producto de la incertidumbre, sobre los precios futuros de los bonos

públicos, como muy bien fuera explicado en la obra clásica de J.M. Keynes.

7. Algunos tópicos específicos

7.1.1 Una parte central del problema puede estar localizada en la deuda privada y en el sector financiero.

Para lidiar con ello es vital una reforma parecida a la laboral, que permita a la actividad empresaria seguir utilizando los activos, mientras se reacomodan los títulos contenciosos sobre ellos.

En ese aspecto, una legislación que permita rescindir los contratos laborales, transformar deuda en capital, facilitar la realización de las pérdidas, es ideal.

Un componente central es como tratar las deudas impositivas en las empresas concursadas de todos los niveles de gobierno.

Allí lo más indicado es postergar los cobros, por ejemplo del principal, a 10 años y cargar intereses muy bajos siempre que los acreedores y accionistas privados resuelvan capitalizar la empresa.

La postergación se podría calibrar según la fracción que se va a capitalizar.

Ello facilita mucho la corrección y si simultáneamente se han reacomodado los contratos laborales, es posible que no se pierda mucha actividad por los conflictos sobre la realización de los pasivos.

Para facilitar el caso, la indemnización laboral para el cambio de reglas puede seguir el caso de la deuda fiscal y mostrar de este modo una forma de resolución del conflicto de

inviabilidad. A su vez los que decidan retirarse podrán cobrar una indemnización atenuada.

Esto permitiría evitar el colapso de actividad, sobre todo en empresas pequeñas y medianas.

7.2. Una reforma complementaria es la del financiamiento de la salud. En general esta actividad presenta fuertes distorsiones en su funcionamiento, porque, en general en la experiencia mundial, una tercera parte se hace cargo de los costos, de las partes intervinientes.

Resulta conocido que la presencia de copagos significativos, exceptuando de ello las enfermedades catastróficas o los eventos más costosos, tiende a generar grandes economías, que impactan de manera complementaria a las reformas de previsión social y trabajo.

Una racionalización del sobre uso del sistema, no solo mejora la calidad de las prestaciones sino que alivia la crisis fiscal.

7.3. La oportunidad de trasladar operaciones empresarias desempeñadas por el sector público al privado, no solo genera el beneficio de obtener ingresos que evitan recurrir al uso de endeudamiento, sino que también incorporan recursos externos vitales, para reactivar la demanda de mano de obra.

Ello es posible en un amplio espectro de actividades y se puede plantear como un elemento decisivo del programa financiero.

El cálculo correcto aquí, es que la capacidad de acumulación del sector público está dañada y cuanto antes se pueda desprender de actividades no esenciales o mercantiles más rápida será la corrección.

7.4. En ciertos casos, muy extremos, será posible pensar en pagar ciertas prestaciones en una suerte de pagarés de

vencimiento a cinco años (cuasimoneda), con un compromiso muy preciso de rescatarlas, ni bien se supere la situación más adversa de crisis.

Más aún dejar de usarla para los pagos internos sería la mejor demostración, de la mejora paulatina del control económico y su rescate, la superación de la crisis.

En síntesis sería volver a la normalidad. El pago forzoso, en este título, llevaría a una caída de su valor que agudizaría la corrección de precios relativos.

Ello ha ocurrido en muchos casos en las provincias argentinas y aún en Estados de la Unión, para poder pagar los egresos, sin poder recurrir ni a la emisión monetaria ni a las deudas voluntarias, por no estar disponible esa alternativa, al encontrarse cerrados, los mercados de crédito.

A veces se subestima, en los textos que comparan las experiencias relativas la corrección llevada a cabo en los estados de USA con la practicada en el sur de Europa. El caso de California en términos de ajuste presupuestario, seguramente ha excedido todos los episodios de Europa Oriental, y por supuesto del sur de Europa, midiéndolo en el presupuesto del gobierno central del Estado, en su fondo general.

En ese ejemplo, por ser su ingreso per cápita superior al promedio de USA, los mecanismos compensatorios de desequilibrio y de transferencia de impuestos federales no resultan mayores que el que se observa en países como Grecia, en términos de transferencia neta de recursos.

Es cierto que el signo de menor transferencia marginal es muy significativo.

Por el contrario, no ha podido disfrutar del apoyo comunitario o de los organismos multilaterales, ya sea este apoyo efectivo o potencial, como ha ocurrido con los países de la comunidad europea.

El dilema de corrección fiscal con una moneda común, entonces es similar para los Estados y gobiernos subnacionales en USA que en los países europeos, en la medida que el "bail out" federal no se pueda llevar a cabo.

En el caso de la Argentina, y esto es importante, para los países con un alto grado de autonomía para los gobiernos subnacionales o locales, el problema sustancial había sido una suerte de "bail out" automático implícito, que asegura los servicios provinciales, no importando cuál ha sido la conducta de los gobiernos locales y sus mandatarios, los votantes y contribuyentes, que encuentran de este modo, una posibilidad de transferir, los excesos incurridos, a otras jurisdicciones y contribuyentes.

Si esta circunstancia está disponible, la mejor alternativa para el futuro es prohibir el endeudamiento de los gobiernos subnacionales.

En gran medida la crisis argentina se debía y fue tan difícil de controlar, por el desorden de las finanzas subnacionales.

En ellas estalló el gasto público y el endeudamiento implícito y explícito para financiarlo.

Tanto el endeudamiento de los gobiernos locales, como por los desfasajes acumulados, de la previsión social que administraban las provincias, como por las crisis de las instituciones financieras, propiedad de los gobiernos provinciales, la desconfianza, sobre el control fiscal y la sostenibilidad del equilibrio monetario, fue afectada.

Detrás de la corrida contra la deuda pública y los depósitos está la vulnerabilidad institucional que abría espacio a un colapso de pagos.

8. La hipótesis de reestructurar la deuda

Una alternativa a que se derrumbara el patrón monetario, era reestructurar la deuda pública, cambiando básicamente vencimientos, alargándolos en varios años, en promedio, y fijando tasas de interés más consistentes con la tasa de crecimiento de la economía en el largo plazo y con un spread asimilables con un proceso de normalización de los pagos.

Esta alternativa exige inevitablemente un ajuste drástico, ya que debe pasarse a un superávit primario inmediato y si la deuda pública en el sistema financiero doméstico, es significativa, a una reestructuración y refinanciamiento de los depósitos del mismo.

Las reglas, en estos casos, pueden permitir utilizar los depósitos reestructurados, para pagos dentro del sistema, u otros mecanismos de control de liquidez, como ocurrió en la Argentina y Uruguay.

La crisis crediticia obliga al sector privado a un superávit inmediato, lo que refuerza el efecto recesivo, de la corrección fiscal.

Si a esta quita efectiva de riqueza esperada, se le agrega una devaluación o desconocimiento de la unidad de cuenta de los contratos, el efecto es devastador sobre el financiamiento agregado.

En ese clima de saqueo, no cabe descartar ajustes asimétricos en la unidad de cuenta, de modo de ayudar a favorecer a los sectores cercanos al poder.

No puede evitarse que ello se traslade a las esferas no financieras, la magnitud del saqueo permita una reestructuración dramática de los derechos de propiedad, seguramente con un sesgo altamente regresivo.

En ese entorno solo las circunstancias excepcionales, como las que gozó la Argentina entre el segundo semestre de 2002 y el primer semestre de 2008, permitieron atenuar las consecuencias de semejante zafarrancho. La mensura de ese shock externo favorable combina el desplazamiento paramétrico de los precios externo en un 150% y la reducción dramática de la tasa de interés aplicable a los países emergentes.

Ello no permite superar algunas limitaciones, así se confiscaron las cuentas personales de capitalización de los trabajadores activos, y se destruyó la autonomía del Banco Central, por el aislamiento crediticio generado, por las medidas del gobierno y se forzó un comportamiento salvaje con las reglas y los derechos de propiedad domésticos.

Una idea del desbarajuste que se ha gestado, lo da que a pesar de haberse incrementado la presión tributaria en 12 puntos del PBI, no se ha podido revertir los indicadores de la desigualdad, ni los niveles de pobreza, en relación a la década del 90.

Una reestructuración más amistosa como la uruguaya, que modificó plazos de vencimientos a spread históricos hace mucho menos daño, porque ahí pesa mucho, la percepción de la naturaleza confiscadora y oportunista, del gobierno del estado que garantiza, las instituciones contractuales de la sociedad.

Ello, con apoyo adecuado al sector financiero y facilitando su aplicación, por ejemplo a moratorias de impuestos o concursos de la deuda privada de corporaciones, con los organismos estatales pueden complementar un programa de consolidación fiscal que resulte razonable, tal cual fue la experiencia uruguaya.

Este caso es destacable, por cuanto la tasa de crecimiento del Uruguay de largo plazo, con posterioridad al evento, fue mucho más elevada que la histórica.

Un problema que no debe ser subestimado es el efecto contagio. Si se practica para Grecia, será muy difícil evitar

su extensión a otros países en similar situación. La hipótesis más plausible de porque no se procedió de este modo en el caso de Grecia, es el riesgo de su radical extensión a otros países y el colapso inevitable del sistema financiero europeo.

Ello también, contribuye a entender el rol de Banco Central Europeo, comprando esta deuda pública, como una forma de evitar el sobre costo de la dominancia financiera, causada por la crisis bancaria, que sería la consecuencia de un default en cadena.

Esta estrategia implica menores costos que la alternativa, siempre que vaya acompañada de un plan muy severo de consolidación fiscal en los países comprometidos.

Una vez que una gran parte de la deuda se encuentre en tenedores institucionales, podrá ser reprogramada o reestructurada sin grandes traumas, a un plazo más prolongado.

9. La salida del patrón monetario exógeno

Durante mucho tiempo se ha discutido por qué no intentó el gobierno argentino en el año 2000 una salida del régimen cambiario, que por los shocks externos recibidos principalmente y por la indisciplina fiscal, que era de orden menor de los gobierno anteriores, pero muy gravosa por el patrón monetario elegido, estaba muy afectado y forzaba a una estrategia deflacionaria.

El primer aspecto que se debe tener en cuenta, es que sin confiscaciones y estafas, la salida hacía muy probable la desaparición de la moneda local, forzando a todo el sistema a una transformación de moneda doméstica en moneda extranjera.

Esto agudizaba el ajuste y la sola idea de corregir todo, excepto salarios, pensiones y el resto del gasto público agravaba en el corto plazo el desequilibrio.

La sospecha de una ruptura de la fijación del tipo de cambio, hacía subir exponencialmente las tasas en pesos y magnificaba el ajuste.

Sin confiscación, ello era muchísimo más duro que cualquiera de los programas de austeridad lanzados por ese gobierno.

Más aún debe recordarse que el tipo de cambio estaba fijado por ley, y se necesita una ley del Congreso para modificarlo. Nótese que el gobierno de ese entonces estaba en minoría en las cámaras, lo que obligaba a una difícilísima negociación.

La posibilidad de hacerlo a la luz pública, implicaba convertir la moneda local, en una unidad de cuenta, cuyo único propósito sería reducir los componentes salariales y previsionales, en términos del ancla, con los problemas que ello aseguraba en términos de solvencia, tanto del sector privado como público.

La verdad histórica es que la ruptura legal solo fue posible después de muchos días de cierre del sistema financiero y en una marco de confiscación generalizada, que produjo una gran redistribución regresiva.

En este entorno se cambiaron también las deudas de los grandes grupos económicos a precios mucho más bajos que a los que se pagaron los depósitos y se rompió todo el sistema contractual de las compañías reguladas y de las deudas privadas.

Simultáneamente se defaultó la deuda pública. Después de 9 años no ha sido posible aún y cada vez es más dificultoso, normalizar esa circunstancia.

Ha sido de tal magnitud el desequilibrio que hoy los precios públicos de gas y electricidad, transporte de ómnibus y ferroviario, peajes de autopistas están entre $\frac{1}{4}$ y $\frac{1}{5}$ de precios internacionales.

Algo similar ocurrió con el sistema de pensiones, donde los que percibían ingresos sobre los mínimos han sido confiscados en un monto que se estima en 3000 millones de dólares anuales. Casi un punto del producto y la confiscación es dinámica y sigue ocurriendo cada año (caso Badaro).

Complementariamente, como ya se señaló, se confiscaron las cuentas personales previsionales y se incautaron reservas del Banco Central.

Volver de esa ruptura es difícil y es por ello que la Argentina no ha podido retomar al mercado internacional de capitales, recibe montos muy bajos de inversión extranjera directa y sufre una aguda descapitalización en las reservas energéticas, de defensa, de infraestructura y de la seguridad social, que han sido estimadas en alrededor de 150 puntos del PBI.

El tiempo inexorablemente obligará a enfrentar el problema, bajo reglas muy distintas que las actuales, pero ello demandará una transformación tan grande y decisiva como la que provocó la crisis.

10. La reforma laboral

Más allá de los cambios en materia de contratación y negociación salarial e impuestos al uso de mano de obra, una transformación, que maximiza la movilidad y adaptabilidad del sector laboral, es hacer el seguro de despido portable y capitalizable a lo largo de la vida laboral, llevando esta cuenta al fondo de retiro, si la eventualidad del siniestro de despido, nunca ocurrió.

Ello permitiría generar una gran movilidad para jóvenes y nuevos empleados. Más aún premiaría un desempeño eficiente y evitaría el subsidio cruzado de los trabajadores más eficaces a los menos eficaces.

Si ello se combina con un sistema que no discrimine es la provisión de servicios de vivienda entre alquiler y vivienda

propia financiada con deuda, es muy probable que se pueda aumentar la flexibilidad y movilidad del sistema que es lo que sube la eficiencia global.

Ello evita el principal costo social de las crisis que es el desperdicio y desempeño de los recursos disponibles.

Este tema no es menor para aumentar la adaptabilidad del sistema a las nuevas condiciones internacionales y a superar la crisis de subempleo, que se percibe en todos los países europeos.

Por ejemplo subir la ocupación en una magnitud de 10% con productividad marginal ligeramente inferior a la media, que no debería ser muy complejo cuando hay desocupación simultánea de otros factores productivos, debería permitir abatir gran parte de los desequilibrios fiscales

Para darse una idea de la relevancia conviene pensar que ello, en muchos casos, nos permite volver solamente a tasas de desempleo aún sumamente altas.

Probablemente si el empleo es en el sector privado, esa recuperación sea aún mayor en términos de valor agregado por lo que se podría esperar una contribución decisiva al cierre del desequilibrio fiscal por este factor.

Con tasas impositivas marginales de más de 70%, entre impuestos a los ingresos al valor agregado, a la ocupación y computando en términos negativos la caída de subsidio de desempleo, el impuesto fiscal corregiría por sí solo gran parte de la brecha fiscal.

11. Comentarios finales

En este breve ensayo hemos presentado la experiencia de correcciones de graves desequilibrios financieros bajo un patrón monetario exógeno.

Se han analizado los distintos aspectos del financiamiento de tal economía, así como la experiencia de la Argentina como variable de referencia histórica.

En particular se han enfatizado las políticas públicas posibles para minimizar los costos de corrección, y sobre todo poner en uso los recursos disponibles minimizando el costo social de su desaprovechamiento.

Bibliografía

Domar, Evsey D. (1944) The Burden of the debt and the National Income. American Economic Review.

Edwards, Sebastián (2009) Populismo o mercados. El dilema de América Latina. Grupo Editorial Norma. Bogotá Colombia.

López Murphy, Ricardo (1990) La estabilización. En Hacia la estabilización y el crecimiento. Universidad del Pacífico. Lima.

López Murphy, Ricardo (1991) La experiencia argentina. Alta inflación, hiperinflación y estabilización pública. Pesquisa de Planeamiento Económico.

López Murphy, Ricardo (1994) Stabilization Program: Recent Experience in Latin America. En Andre Lara - Resende "Policies for Growth. The Latin America Experience" International Monetary Found. March.

López Murphy, Ricardo; Artana, Daniel and Navajas, Fernando (2003) The Argentine Economics Crisis. The Cato Journal. Vol. 23. N° 1. Spring-Summer.

López Murphy, Ricardo; Artana, Daniel and Navajas, Fernando (2003) A Fiscal Policy Agenda. In P.P. Kuckzynki en J. Williamson (Eds.) After the Washington Consensus. Restarting Growth and Reform in Latin America. Institute for International Economics. Washington, DC.

Mussa, M. (2002) Argentina and the Fund from Triumph to Tragedy. Washington, D.C. Institute for International Economics.

Teijeiro, J. (1999) The sustainability of the Argentine fiscal deficit. Departamento de Economía. Universidad de San Andrés.

Teijeiro, M. (2001) Una vez más la política fiscal. Centro de Estudios Públicos. Buenos Aires.