

# El acuerdo de Argentina con el FMI: ¿Funcionará la “austeridad expansiva”?

Por Mark Weisbrot y Lara Merling\*

Diciembre 2018

---

Center for Economic and Policy Research  
1611 Connecticut Ave. NW  
Suite 400  
Washington, DC 20009

tel: 202-293-5380  
fax: 202-588-1356  
[www.cepr.net](http://www.cepr.net)

# Contenido

Resumen ejecutivo .....	1
Introducción .....	4
La sostenibilidad de la deuda y el programa del FMI .....	11
Conclusión .....	16
Bibliografía.....	18

## Reconocimientos

Los autores agradecen a Joe Sammut, Jake Johnston y Matt Templeton por el apoyo en investigación; y a Dan Beeton y Rebecca Watts por la asistencia en la edición. También agradecen a Francesca Emanuele por la traducción.

## Resumen ejecutivo

Desde julio de este año, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha desembolsado más de \$20 mil millones de un paquete de préstamos de \$56,3 mil millones a Argentina. El Gobierno argentino es ahora el mayor titular de los fondos de la Cuenta de Recursos Generales (CRG) del FMI. El presente informe analiza cómo se espera que las políticas que el FMI y el Gobierno argentino pactaron en su Acuerdo Stand-By en junio (ASB o Acuerdo de Derechos de Giro) conduzcan a una recuperación económica; y si es probable que tengan éxito.

El programa del FMI se basa en lo que llama “un plan creíble y ambicioso” para “restablecer la confianza del mercado”. Pero en octubre, solo unos meses después de la firma del acuerdo con el FMI, los principales indicadores de la economía cayeron muy por debajo de lo que el Fondo había proyectado. Para 2018, el FMI proyectó un crecimiento positivo del PIB real del 0,4 por ciento; y ahora proyecta un 2,8 por ciento negativo, una diferencia muy grande de 3,2 puntos porcentuales. Para 2019, se ha realizado una revisión a la baja similar de 3,2 puntos porcentuales, yendo de un 1,5 por ciento positivo a un 1,7 por ciento negativo.

La inflación de precios al consumidor se proyectó en junio en 27 por ciento para 2018 y 17 por ciento para 2019. Las nuevas estimaciones son de 43,8 por ciento y 20,2 por ciento, respectivamente. Los pronósticos para las tasas de interés en estos dos años se dispararon de 37,2 por ciento y 22,5 por ciento a 69,6 y 32 por ciento. Y la deuda pública federal proyectada como porcentaje del PIB —otro objetivo fundamental del programa del FMI— pasó del 64,5 y 60,9 por ciento para 2018 y 2019, a 81,2 y 72,2 por ciento, respectivamente.

Para haber pasado solo unos meses, estos son cambios en las perspectivas económicas del FMI para Argentina son muy grandes. Es posible que el FMI, y también el Gobierno actual de Argentina —que en su carta de intención al Fondo declaró que el reciente plan “ha sido diseñado por el Gobierno argentino y considera que es el adecuado”— tengan un entendimiento erróneo del impacto de sus políticas.

En la revisión de octubre del Acuerdo Stand-By, la revisión del programa estipuló que se duplicara la consolidación fiscal como forma de restablecer la confianza del mercado<sup>1</sup>. En lugar de tener un déficit

---

<sup>1</sup> El 19 de diciembre el FMI publicó su segunda revisión del Acuerdo Stand-By. Las proyecciones son en su mayoría las mismas o similares a las de la primera revisión (octubre) analizada en este informe. Sin embargo, una excepción fue la referida a la proyección del saldo de la cuenta corriente. Para 2018, el crecimiento de las exportaciones se revisó a la baja, de 5,9 por ciento a -0,6 por ciento; y el crecimiento de las importaciones, de -17,8 a -6,4 por ciento. Para 2019, el crecimiento de las exportaciones se revisó al alza, de 7,7 por ciento a 12,7 por ciento. El saldo de la cuenta corriente se proyectó en -5,2 por ciento para 2018, una caída de -4,2 por ciento respecto a la primera revisión.

primario de 1,3 por ciento del PIB en 2019 como en el ASB original, el plan revisado tiene un presupuesto primario equilibrado en 2019, y un superávit primario de 1,0 por ciento en 2020. Esta es una consolidación fiscal muy considerable, comparable al promedio anual de austeridad en Grecia o España durante los años de recorte presupuestario posteriores a la recesión mundial de 2009. Utilizando las estimaciones del FMI del saldo estructural del presupuesto primario, esto equivale a un ajuste fiscal del 3,9 por ciento en dos años. Con un multiplicador del 1,3, es de esperar que esto reduzca el crecimiento del PIB real en los próximos dos años en aproximadamente el 5,1 por ciento.

La revisión de octubre también ajustó severamente la política monetaria, con el Banco Central cambiando de un régimen de metas de inflación a uno de base monetaria. La base monetaria debe crecer al 0 por ciento mensual hasta junio de 2019 y al 1 por ciento por el resto del año.

En el acuerdo de junio, el FMI había pronosticado que la economía ya se estaría recuperando a estas alturas. Como se señaló anteriormente, esas proyecciones ahora se han reducido sustancialmente, con un crecimiento interanual negativo para 2018 y 2019. El FMI ahora proyecta que la economía volverá a crecer en unos pocos meses, en el segundo trimestre del próximo año. Sin embargo, esto también parece demasiado optimista. La recuperación para 2019 se basa enteramente en las exportaciones netas, y existen numerosos riesgos a la baja en la economía global. Estos incluyen aumentos continuos en las tasas de la Reserva Federal de Estados Unidos —que contribuyeron a la crisis de este año, y también a las crisis de Argentina y de muchos otros países desde entre 1994 y 1997— y las fricciones comerciales entre Estados Unidos y China, así como la volatilidad en los mercados financieros.

Además, no hay signos de una recuperación naciente. La producción industrial ha disminuido considerablemente desde mayo. La confianza del consumidor ha caído durante el último año y ha seguido cayendo en los últimos meses. Los salarios reales han caído fuertemente. El FMI advierte que es probable que los dos últimos problemas mencionados “sigan obstaculizando el consumo”.

También se proyecta que la inversión doméstica será débil en esta recuperación, cayendo de 13,8 a 11,5 por ciento del PIB, ya que se prevé que la economía volverá a crecer de 2018 para 2019. La inversión privada se pronostica en solo el 8,5 por ciento del PIB en 2019. A modo de comparación, la inversión fue de 14,6 por ciento del PIB en 2016, cuando la economía estaba en recesión. Durante los 13 años desde 2002 hasta 2015, la inversión promedió el 16,1 por ciento del PIB. El nivel relativamente bajo de inversión proyectado para 2019 y 2020 arroja más dudas sobre las proyecciones de crecimiento a varios años en la recuperación pronosticada por el FMI.

Parece claro que el Gobierno cometió una serie de errores que contribuyeron a la crisis. El primero fue la rápida acumulación de la deuda en moneda extranjera, que aumentó del 35 por ciento del PIB

en enero de 2016, un mes después de que el presidente Macri asumiera el cargo, a más del 60 por ciento del PIB en abril de este año, justo antes de que estallara la crisis financiera. Luego, cuando llegó la crisis, el Gobierno gastó alrededor de \$16 mil millones para apuntalar el peso, el que perdió alrededor del 52,3 por ciento de su valor frente al dólar para el 28 de septiembre.

El FMI afirma que la deuda pública de Argentina “sigue siendo sostenible, aunque sin una alta probabilidad”. Esto es discutible: como se muestra a continuación, antes de la crisis de este año, la carga de la deuda pública federal de Argentina no era particularmente preocupante y se proyectó que disminuiría. Pero en cualquier caso, la consolidación fiscal en el programa revisado del FMI contribuye proporcionalmente muy poco a la reducción de la deuda de Argentina —solo 2,7 puntos porcentuales del PIB en 2018 y 1 por ciento en 2019—, y esto es así aunque se proyecta que la deuda aumente en 23 puntos porcentuales del PIB para el presente año.

Por lo tanto, el programa contribuye muy poco a la reducción de la deuda, mientras espera inspirar confianza en la economía al demostrar el compromiso del Gobierno con la reducción del déficit y la política monetaria restrictiva. En el proceso parece que se apunta a reducir la inflación y el déficit de la cuenta corriente al reducir la economía con políticas fiscales y monetarias procíclicas. Pero al hacerlo, el programa agrega el riesgo de que la recesión en realidad socave la confianza del mercado y resulte en una recesión que sea más larga y profunda de lo previsto (como ya lo ha hecho). La economía también puede enfrentar una situación en la que la carga de la deuda en relación con la economía aumente a medida que el PIB caiga, y los objetivos fiscales se vuelvan cada vez más difíciles de cumplir (como sucedió en Grecia, por ejemplo, después de 2010).

El Acuerdo Stand-By y la revisión de octubre enfatizan que uno de los principales objetivos del programa es “proteger a la población más vulnerable de Argentina a medida que avancen las reformas económicas”<sup>2</sup>. Sin embargo, dadas la pérdida de ingresos durante la recesión y la presión para que los recortes de gastos cumplan con los objetivos presupuestarios principales del programa, es casi seguro que esto no sucederá. Habrá más sufrimiento y dificultades para millones de argentinos a medida que el desempleo y la pobreza aumenten a causa de la recesión.

Por todas estas razones y más, las políticas macroeconómicas prescritas en este programa no valen los riesgos y los costos humanos que introducen. Argentina estaría mejor implementando políticas que no dependan de la recesión para resolver algunos de los desequilibrios actuales, mientras empeoran otros.

---

2 Fondo Monetario Internacional (FMI) (2018a), p. 8.

# Introducción

El 26 de octubre, el Fondo Monetario Internacional (FMI) anunció que aumentaría sus préstamos a Argentina en virtud de su Acuerdo Stand-By (ASB o Acuerdo de Derechos de Giro) de junio por un monto adicional de \$6,3 mil millones, lo que lo lleva a un total de \$56,3 mil millones, de los cuales unos \$20,4 mil millones ya han sido desembolsados<sup>3</sup>. Argentina es ahora el mayor titular de los fondos de la Cuenta de Recursos Generales (CRG) del FMI, con un 27,9 por ciento del crédito pendiente (Grecia, con un 16 por ciento, es un lejano segundo puesto)<sup>4</sup>. Bajo cualquier comparación histórica o internacional, esta supone un enorme inversión de recursos del FMI.

¿Ayudarán estos fondos y las condiciones que los acompañan a que Argentina se recupere de su actual crisis económica y recesión? En este documento examinaremos brevemente cómo se espera que las políticas que el Fondo y el Gobierno argentino han pactado desde que se firmó el Acuerdo Stand-By conduzcan a una recuperación económica; y si es probable que tengan éxito.

El Acuerdo Stand-By del FMI firmado el 20 de junio de 2018 otorgó \$50 mil millones en préstamos del FMI que se desembolsarán durante 36 meses. El programa se centra en “un plan creíble y ambicioso” para “restaurar la confianza del mercado”:

El Gobierno se ha comprometido a un programa macroeconómico claro que reduce las necesidades de financiamiento federal y coloca a la deuda pública en una firme trayectoria descendente. Esto ayudará a crear un camino claro hacia un crecimiento sólido, sostenido y equitativo y una creación de empleos robusta. El anclaje de este esfuerzo es un ajuste fiscal que garantiza que el Gobierno federal alcance el saldo primario para 2020, con un ajuste inicial significativo para asegurar un déficit primario del 1,3 por ciento del PIB en 2019<sup>5</sup>.

El Gobierno también se comprometió a “fortalecer la credibilidad del esquema de metas de inflación del Banco Central” y “llevar la inflación a un solo dígito para finales de 2021”. La inflación anual de precios al consumidor era de alrededor del 30 por ciento en aquel momento<sup>6</sup>. Esto se haría principalmente mediante el aumento de la independencia y la autonomía del Banco Central. El programa también tuvo como objetivo reducir la presión sobre la balanza de pagos, incluso mediante la reconstrucción de las reservas internacionales.

---

3 FMI (2018a).

4 *Ibíd.*, p.105.

5 FMI (2018b), p. 7.

6 INDEC (2018a).

**TABLA 1**

<b>FMI Proyecciones macroeconómicas en junio ASB vs. Revisión de octubre</b>						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Crecimiento real del PIB</b>						
Junio	0,4	1,5	2,5	3,1	3,1	3,2
Octubre	-2,8	-1,7	2,7	3,1	3,4	3,6
<b>Inflación del IPC (año tras año)</b>						
Junio	27	17	13	9	5	5
Octubre	43,8	20,2	13	9	5	5
<b>Tasa de política nominal</b>						
Junio	37,2	22,5	15,8	11	10	9,7
Octubre	69,6	32	20	15,3	10,8	10,3
<b>Deuda Pública (Federal) como % del PIB</b>						
Junio	64,5	60,9	57,4	55,8	54,1	53
Octubre	81,2	72,2	67	63,7	60,5	59,3

Fuente: FMI (2018a), FMI (2018b).

La **tabla 1** muestra las proyecciones del FMI para 2018–2023 en el Acuerdo Stand-By de junio, en comparación con lo que el Fondo proyectó unos meses más tarde en su revisión de octubre del ASB. Claramente, el FMI tenía una visión increíblemente optimista de la rapidez con la que la economía argentina cambiaría. Para 2018, el FMI proyectó un crecimiento positivo del PIB real de 0,4 por ciento; ahora proyecta 2,8 por ciento negativo, una diferencia muy grande de 3,2 puntos porcentuales. Se debe enfatizar que el año estaba por terminar y que Argentina estaba en medio de una crisis financiera cuando se hicieron estas previsiones. Para 2019 se ha realizado una revisión similar a la baja de 3,2 puntos porcentuales, de 1,5 por ciento positivo a 1,7 por ciento negativo.

La inflación de precios al consumidor se proyectó en junio en 27 por ciento para 2018 y 17 por ciento para 2019. Las nuevas estimaciones son 43,8 por ciento y 20,2 por ciento, respectivamente. El pronóstico para las tasas de interés se disparó de 37,2 por ciento y 22,5 por ciento a 69,6 y 32 por ciento. Y la deuda pública federal proyectada como porcentaje del PIB, otro objetivo fundamental del programa del Fondo, pasó de 64,5 y 60,9 por ciento para 2018 y 2019, a 81,2 y 72,2 por ciento.

Para haber pasado solo unos meses, estos cambios en las perspectivas económicas del FMI en Argentina son enormes<sup>7</sup>. Vale la pena señalar que además del escenario de referencia en la Tabla 1, el FMI también proyectó un escenario adverso de “baja probabilidad”; cuando la realidad es que para 2018 todos los indicadores anteriores en las proyecciones actuales son peores incluso que el escenario

<sup>7</sup> Rosnick y Weisbrot (2007) y Weisbrot (2008).

adverso de las proyecciones de junio. Además, en su revisión de octubre, el FMI no parece siquiera intentar demostrar que las brechas en sus pronósticos son producto de impactos exógenos.

El FMI tiene un largo historial de grandes errores en sus pronósticos en Argentina<sup>8</sup>, así como en algunos otros países<sup>9</sup>. De hecho, hubo dos documentos bien conocidos del FMI que reconocieron los errores de proyecciones del Fondo en la zona euro durante los años 2011 y 2012, en particular con respecto al tamaño de los multiplicadores fiscales durante las consolidaciones fiscales<sup>10</sup>. Esto puede ser de alguna relevancia más adelante (ver abajo).

En cualquier caso, es posible que el FMI y también el Gobierno actual de Argentina —que en su carta de intención al Fondo, declaró que el plan reciente “ha sido diseñado por el Gobierno argentino y considera que es el adecuado”— tengan un entendimiento erróneo del impacto de sus políticas y quizás también de algunos de los desequilibrios que intentan solucionar.

Para evaluar esta posibilidad, pasemos ahora a la última versión del programa del FMI que fue presentada en la revisión de octubre.

Además del aumento de \$6,3 mil millones en el desembolso del FMI, el plan revisado señala: “Ya no se espera que los recursos disponibles en el programa sean tratados como de precaución [es decir, utilizados solo si es necesario] y las autoridades han solicitado el uso de la financiación del FMI para apoyar al presupuesto”<sup>11</sup>.

El plan revisado duplica la consolidación fiscal como un medio para restaurar la confianza del mercado que se considera fundamental para la recuperación de Argentina. En lugar de tener un déficit primario de 1,3 por ciento del PIB en 2019 como en el ASB original, el plan revisado tiene un presupuesto primario equilibrado en 2019 y un superávit primario de 1,0 por ciento en 2020.

Esta es una consolidación fiscal considerable, comparable al año promedio de austeridad en Grecia o España durante sus años de recorte presupuestario luego de la recesión mundial de 2009. Utilizando la estimación del saldo estructural del presupuesto primario del FMI, esto equivale a un ajuste fiscal del 3,9 por ciento en dos años (a diferencia del 2,7 por ciento en el ASB). Con un multiplicador de

---

8 Rosnick y Weisbrot (2007) y Weisbrot (2008).

9 Rosnick (2016), Weisbrot y Ray (2011), Rosnick (2009).

10 Blanchard y Leigh (2013) y FMI (2012).

11 FMI (2018a).

1,3<sup>12</sup>, se esperaría que esta reducción quitara nada menos que el 5,1 por ciento del PIB del crecimiento económico real para 2019–20.

El FMI actualmente proyecta que el PIB caerá un 2,8 por ciento este año y un 1,7 por ciento en 2019. Pero lo más destacable de las proyecciones del FMI a partir de octubre es que para el crecimiento del PIB y la inflación no hay diferencia entre un escenario en el que el programa de ajuste fiscal se lleve a cabo, y uno en el que no. Esto se puede apreciar en la **tabla 2**.

**TABLA 2**

**FMI Proyecciones macroeconómicas por escenario, en porcentaje**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Crecimiento real del PIB</b>						
Base de referencia	-2,8	-1,7	2,7	3,1	3,4	3,6
Saldo primario constant	-2,8	-1,7	2,7	3,1	3,4	3,6
<b>Inflación</b>						
Base de referencia	33,4	32,5	14,9	10,4	6,4	4,7
Saldo primario constante	33,4	32,5	14,9	10,4	6,4	4,7
<b>Balance primario</b>						
Base de referencia	-2,7	0	1	1,1	1,2	1
Saldo primario constante	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7
<b>Tasa de interés efectivo</b>						
Base de referencia	8,2	8,6	8,6	8,5	7,7	7,1
Saldo primario constante	8,2	8,6	8,7	9	8,2	7,5

Fuente: FMI (2018a).

La idea de que ajustar el saldo primario en 3,7 puntos porcentuales en 2018–2020 (de -2,7 por ciento del PIB a +1,0 por ciento) no afectaría el crecimiento, no tiene mucho sentido. El razonamiento parece ser que el impacto contractivo de este ajuste es exactamente contrarrestado por el impacto positivo de la confianza en el mercado inducido por el movimiento hacia un superávit primario del presupuesto. Por supuesto, esto es posible, pero el pasado nos dice que casi nunca ese ha sido el resultado de políticas macroeconómicas procíclicas; y hay varias razones para pensar que tampoco será así en el caso actual de Argentina.

Además de la política fiscal procíclica, el programa revisado compromete al Gobierno con la aplicación de una política monetaria mucho más estricta. El Banco Central debe pasar de un régimen de metas de inflación a uno de metas de base monetaria. La base monetaria debe crecer al 0 por ciento mensual hasta junio de 2019, y al 1 por ciento por el resto del año. Además, el Banco Central acordó mantener

12 FMI (2012). Ellos estimaron multiplicadores fiscales de entre 0,9 y 1,7 en los dos años siguientes a la gran recesión. Aquí estamos tomando el punto medio (1,3).

las tasas de las políticas a corto plazo en un 60 por ciento “hasta que la expectativa de inflación promedio de 12 meses caiga de manera decisiva durante al menos dos meses consecutivos”<sup>13</sup>. No se define qué constituye una caída decisiva. El 5 de diciembre el Banco Central anunció que esta medida de inflación había caído durante dos meses consecutivos y, como resultado, estaban eliminando el piso de la tasa de interés del 60 por ciento<sup>14</sup>.

Pero esta es una política monetaria muy estricta, esperable para una economía que enfrente una inflación mucho más alta o más acelerada. No obstante, a pesar de implementar estas políticas fiscales y monetarias contractivas introducidas durante una recesión, en su revisión de octubre, el FMI proyectó que la economía comenzaría a recuperarse en el segundo trimestre de 2019 (solo dentro de unos pocos meses).

¿Cómo podría suceder esto? Para el 2019, como para el 2018, el FMI proyecta que las exportaciones netas constituirán la única contribución positiva al crecimiento. Por supuesto, esto es posible, dadas la gran depreciación real de la moneda —con una caída del 34 por ciento en la estimación del FMI del tipo de cambio efectivo real hasta el momento en 2018— y el aumento esperado en las exportaciones agrícolas. Pero se prevé que el impulso de las exportaciones netas será de corta duración; para 2020, el FMI pronostica una apreciación real del peso en un 20 por ciento, y las exportaciones netas restan más de 2 puntos porcentuales del crecimiento del PIB. Para 2020, se espera un gran salto en la inversión privada (más del 3 por ciento del PIB) y también se espera que el consumo contrarreste la caída en las exportaciones netas<sup>15</sup>.

Nuevamente, este escenario optimista es posible, pero los riesgos a la baja parecen ser grandes y dependen de eventos impredecibles. La demanda de exportaciones es exógena, al igual que los precios de los productos básicos; la economía mundial ya se está desacelerando y está plagada de un aumento de la volatilidad en los mercados financieros y las incertidumbres debidas a las fricciones comerciales entre Estados Unidos y China. Si las exportaciones netas no mejorasen tanto como se necesita en los próximos seis meses aproximadamente, la recuperación proyectada a principios del próximo año podría retrasarse, y el proyecto de fomento de la confianza podría verse seriamente dañado.

Sin duda, las alzas en las tasas de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos contribuyeron a la repentina detención de los flujos de capital que iniciaron esta crisis en Argentina. Si la expansión de EEUU continúa, y la Reserva Federal sigue su planeado camino de aumentos de las tasas de interés, o si hay una inflación imprevista en EEUU y la Reserva aumentara las tasas de interés aún más rápido,

---

13 FMI (2018a), p. 19.

14 BCRA (2018a).

15 FMI (2018a), p. 17.

esto podría causar fugas de capital tanto desde Argentina como desde otras economías de mercados emergentes. Esto es lo que sucedió cuando la Reserva Federal elevó las tasas de interés a corto plazo entre 1994 y 1997, contribuyendo a las crisis no solo en Argentina, sino también en Brasil, México, la crisis financiera asiática (Indonesia, Malasia, Corea del Sur, Filipinas, Taiwán), Rusia y otros países.

Esto no quiere decir que hoy Argentina o el mundo estén enfrentando condiciones similares a las de finales de los años 90; por ejemplo, los tipos de cambio fijos, a menudo sobrevaluados en los países de ingresos medios de esa época —incluida Argentina— han desaparecido en su mayoría. Pero los escenarios externos probables que se avecinan plantean serios riesgos para esta estrategia que depende de las exportaciones netas para la recuperación inicial y también depende mucho del impulso de la confianza del mercado con una política macroeconómica procíclica. El FMI señala que Argentina ya está enfrentando problemas de balanza de pagos “por presiones en las cuentas de capital y corrientes, derivadas de un cambio en el apetito global por activos de mercados emergentes y preocupaciones idiosincrásicas sobre Argentina. El consiguiente endurecimiento de las condiciones del mercado financiero ha restringido la capacidad del Gobierno para emitir nueva deuda...”

Además, no hay signos de una recuperación naciente. La producción industrial ha disminuido considerablemente desde mayo<sup>16</sup>. La confianza del consumidor ha caído durante el último año y ha seguido cayendo en los últimos meses<sup>17</sup>; los salarios reales han caído en picada. El FMI advierte que estos dos últimos problemas “probablemente continuarán obstaculizando el consumo”.

El programa del FMI enfocado en la confianza también se centra en reducir el déficit de la cuenta corriente, ya que se considera que fue parte del problema que causó la “interrupción repentina” de los flujos internos de inversión de cartera durante el pasado mes de mayo. Se proyecta que el déficit de la cuenta corriente caerá de 4,2 por ciento del PIB para 2018 a 1,6 por ciento del PIB en 2019. Por supuesto, una recesión así de profunda reducirá las importaciones, ya que las importaciones disminuyen con el ingreso nacional; y esa es a menudo la razón no declarada de implementar este tipo de ajustes fiscales procíclicos, junto con el uso de la recesión para reducir la inflación. Y, de hecho, más del 80 por ciento de la reducción pronosticada en el déficit de la cuenta corriente proviene de una fuerte caída en las importaciones<sup>18</sup>.

Pero depender de las políticas procíclicas durante una recesión para reducir el déficit de la cuenta corriente tiene debilidades significativas desde la perspectiva de fomentar la confianza. La recesión puede tener un efecto negativo más grande en la confianza de los inversionistas y consumidores de lo

---

16 INDEC (2018b).

17 Ministerio de Producción y Trabajo (2018) y cálculos de los autores.

18 FMI (2018a), y cálculos de los autores.

anticipado; y puede ser más profundo y más largo de lo proyectado. De hecho, históricamente esta ha sido la tendencia, especialmente cuando el ajuste se basa en una recuperación liderada por la exportación<sup>19</sup>.

Además, aproximadamente la mitad del déficit de la cuenta corriente proviene de pagos de intereses sobre deuda en moneda extranjera; y no se proyecta que esto se reduzca significativamente en un futuro próximo.

También vale la pena señalar que, en tanto que se prevé que la economía volverá a crecer de 2018 para 2019, la inversión nacional juega un papel particularmente débil en esta recuperación, ya que cae de un 13,8 a un 11,5 por ciento del PIB. La inversión privada se pronostica en solo el 8,5 por ciento del PIB en 2019. En comparación, la inversión fue del 14,6 por ciento del PIB en 2016, cuando la economía estaba en recesión. Durante los 13 años de 2002 a 2015, la inversión promedió el 16,1 por ciento del PIB<sup>20</sup>. El nivel relativamente bajo de inversión proyectado para 2019 y 2020 arroja más dudas sobre las proyecciones de crecimiento a varios años en la recuperación pronosticada por el FMI.

Dados todos estos riesgos que amenazan las políticas macroeconómicas procíclicas del programa, ¿por qué centrar la estrategia del programa en el ajuste fiscal y monetario para aumentar la confianza del mercado? Parecería tener más sentido asegurar primero que la economía regrese al crecimiento, antes de buscar formas de reducir el déficit del presupuesto federal. Así, resultaría más razonable diseñar políticas para un aumento sostenido de las exportaciones con el fin de reducir los déficits crónicos de cuenta corriente y reducir la inflación de manera más gradual. El reciente aumento de la inflación es el resultado de una fuerte depreciación del peso, no de una economía sobrecalentada; de hecho, el FMI estima que la economía en 2018 está operando a 4,8 por ciento por debajo de su PIB potencial<sup>21</sup>. Esperaríamos entonces que la inflación inducida por el tipo de cambio sea un efecto único, y que la inflación se estabilice a medida que se estabilice el tipo de cambio. Esto parece haber ocurrido ya, con el peso apreciado en alrededor del 7 por ciento desde finales de septiembre<sup>22</sup>.

---

19 Krugman (2015).

20 Economist Intelligence Unit (2018).

21 FMI (2018a), p. 32.

22 BCRA (2018b).

# La sostenibilidad de la deuda y el programa del FMI

El Gobierno explica su estrategia para restablecer la confianza del mercado en el “Memorando de Políticas Económicas y Financieras” adjunto a su carta de intención para el Acuerdo Stand-By de junio del FMI. El primer objetivo es:

Restaurar la confianza del mercado a través de políticas macroeconómicas que disminuyan las necesidades de financiamiento del Gobierno nacional y pongan nuestra deuda pública en un firme sendero descendente<sup>23</sup>.

También señala que “en el centro de nuestro plan económico se halla nuestra intención de acelerar el ritmo al que venimos reduciendo el déficit primario del Gobierno nacional desde 2016”<sup>24</sup>.

**TABLA 3**

**Intereses y principal adeudados en la deuda pública argentina, y total de la deuda como porcentaje del PIB**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Total de intereses adeudados</b>	2,4	2,1	1,7	1,3	1,1	0,9
en pesos	1,0	0,8	0,6	0,4	0,2	0,2
en moneda extranjera	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9	0,7
<b>Total del principal adeudado</b>	10,1	5,5	3,1	3,7	2,9	2,4
en pesos	5,4	2,6	1,9	1,3	0,4	0,4
en moneda extranjera	4,7	2,9	1,2	2,4	2,6	2,0
<b>Deuda total del Gobierno</b>	54,1	52,7	52,2	52,0	52,5	53,5

Fuente: Ministerio de Hacienda (2018), FMI (2018c), y cálculos de los autores.

Por lo tanto, vale la pena explorar la dinámica de la deuda pública proyectada de Argentina en el marco del programa actual y su posible relación con la confianza del mercado. La **tabla 3** muestra la deuda pública proyectada, así como los intereses y los pagos de capital adeudados para los años 2018 a 2023 como porcentaje del PIB proyectado. También está dividida en deuda en moneda extranjera (mayoritariamente en dólares) y en moneda nacional.

Es importante señalar que estas proyecciones se hicieron antes del inicio de la crisis financiera en abril y no incluyen ningún préstamo del FMI. Por lo tanto, brindan una visión razonable de la sostenibilidad de la deuda federal antes de que comience el pánico en el mercado.

23 FMI (2018b), p. 72.

24 FMI (2018b), p. 73.

Como se puede ver en la tabla 3, la carga de intereses en moneda extranjera no fue excesivamente alta, con de un 1,4 por ciento del PIB, y se proyectó que bajaría a un 0,7 por ciento del PIB para 2023<sup>25</sup>. La carga de la deuda en moneda extranjera es más importante que la de la moneda nacional, ya que puede llevar a una crisis de balanza de pagos, y el Gobierno no puede crear dinero para pagarla en situaciones en la que esa posibilidad sería viable.

La carga de interés denominada en pesos fue de alrededor del 1 por ciento del PIB, y se proyectó que sería de 0,2 por ciento del PIB en 2023<sup>26</sup>. Claramente, esta no era una carga de deuda grande o incontrolable.

Además, alrededor del 40 por ciento de la deuda del Gobierno federal se debe a varias entidades del sector público y gobiernos provinciales<sup>27</sup>. Por lo tanto, esta deuda puede ser renovada con bastante facilidad; de hecho, el FMI asume que en el futuro no solo se renueve el principal sino que también se capitalicen los intereses<sup>28</sup>.

Si el 60 por ciento restante de la deuda se hubiera renovado en cuando llegara a su vencimiento, como suele suceder, no debería haber habido ninguna crisis financiera este año. El principal adeudado en 2018 era de \$63,4 mil millones de dólares (10,1 por ciento del PIB)<sup>29</sup>. Este era un pago de capital considerable, pero nuevamente no había ninguna razón obvia para no ser renovado. Se proyectó que disminuiría rápidamente a \$19,8 mil millones en 2023 (2 por ciento del PIB).

Las causas de la grave crisis financiera de este año no están claras. Los aumentos de interés continuos y planificados de la Reserva Federal (ocho desde 2015, y más esperados para el próximo año), el creciente déficit en la cuenta corriente y la gran y rápida aceleración del Gobierno en los préstamos extranjeros, se encuentran entre los más mencionados<sup>30</sup>. Otros analistas han argumentado que el Gobierno era demasiado débil e inconsistente en la lucha contra la inflación.

Parece claro que el Gobierno cometió una serie de errores que contribuyeron a la crisis. El primero fue la rápida acumulación de la deuda en moneda extranjera, que aumentó del 35 por ciento del PIB en enero de 2016, un mes después de que el presidente Macri asumiera el cargo, a más del 60 por ciento del PIB en abril de este año, justo antes de que estallara la crisis financiera. Luego, cuando llegó la crisis, el Gobierno gastó alrededor de \$16 mil millones para apuntalar el peso<sup>31</sup>, el que perdió

---

25 Ministerio de Hacienda (2018), FMI (2018c) y cálculos de los autores.

26 *Ibid.*

27 FMI (2018a), p. 21.

28 FMI (2018a), p. 52.

29 Ministerio de Hacienda (2018).

30 Ver, por ejemplo, Miller 2018.

31 Graham y Misculin (2018).

alrededor del 52,3 por ciento de su valor frente al dólar para el 28 de septiembre<sup>32</sup>. Parece poco probable que el peso hubiera caído más que eso si el Gobierno hubiera permitido que la moneda flotara desde el principio. Por lo tanto, la pérdida de alrededor de \$16 mil millones en reservas fue innecesaria; probablemente contribuyó a la crisis y también llevó a tomar préstamos del FMI, lo que no solo se sumó a la deuda, sino que, como hemos visto, restringió las opciones en cuanto a medidas que el Gobierno pueda adoptar en el futuro.

Sin embargo, no está claro que el incremento repentino y rápido de la deuda argentina tuviera una base racional, aparte del mismo comportamiento de rebaño que han tenido algunos países en el pasado, como por ejemplo durante la crisis financiera asiática en 1997–98<sup>33</sup>.

Como se señaló anteriormente, si el principal hubiera sido renovado durante este año, la carga de la deuda no se habría vuelto insostenible. Si bien es cierto que el aumento esperado en las tasas de interés de la Reserva Federal de EEUU aumentaría gradualmente los costos de endeudamiento de Argentina en moneda extranjera, hubiera sido poco probable que esto hubiese desatado un pánico como ocurrió en mayo, ya que la carga de la deuda del país hubiera seguido siendo moderada y sostenible, incluso con algunos aumentos en las tasas de interés que siguieron a los aumentos recientes y proyectados de la Reserva Federal.

El **gráfico 1** resume las dinámicas de deuda más importantes del pasado reciente y hacia el futuro, basadas en las proyecciones más recientes del FMI.

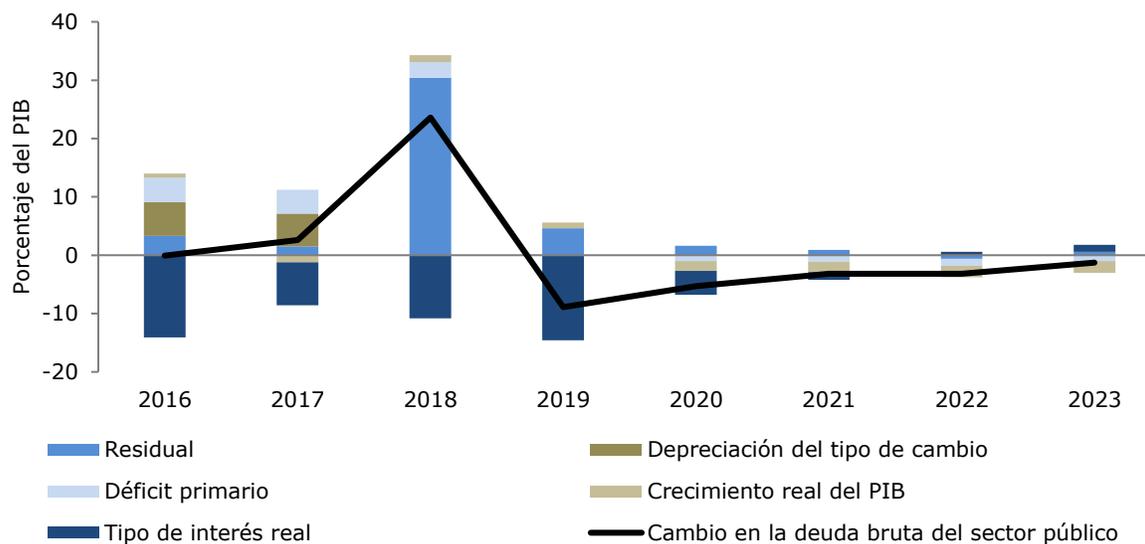
---

32 BCRA (2018b).

33 Sachs y Radelet (1998).

## GRÁFICO 1

### Contribuciones a los cambios de la deuda pública



Fuente y anotación: FMI (2018a). Para proyecciones que inician en 2018, el impacto en la depreciación del tipo de cambio está incluido en el residual.

En 2016, el primer año del Gobierno actual, no hubo cambios en la deuda pública como porcentaje del PIB. Esto se debe a que las tasas de interés reales negativas —la inflación medida por el deflactor del PIB fue del 37,5 por ciento en 2016— redujeron el valor de la deuda en relación con el PIB. Esto anuló los otros factores que aumentaron el ratio de deuda/PIB: la depreciación del peso<sup>34</sup>, el crecimiento del PIB real<sup>35</sup>, el déficit del presupuesto primario y un residual (3,3 por ciento del PIB) que incluye cambios en los activos. La historia fue similar en 2017, con un aumento de la relación deuda/PIB en solo 2,6 puntos porcentuales, principalmente porque la inflación fue más baja y, por lo tanto, el efecto de reducción de la deuda de las tasas de interés reales negativas fue menor.

En 2018 se da un gran salto en la relación deuda/PIB, que aumenta en 23,6 puntos porcentuales, de 57,6 a 81,2 por ciento del PIB. ¿Qué causó este salto? Casi en su totalidad proviene de la depreciación del peso<sup>36</sup>, que cayó de 18,8 pesos por dólar a fines del año pasado a 38,2 a mediados de diciembre, perdiendo más del 50 por ciento de su valor frente al dólar.

La mayoría, si no toda esta depreciación, fue necesaria para restablecer un tipo de cambio competitivo en Argentina. Sin embargo, esto ilustra la seria desventaja de tener una cantidad tan grande de deuda en moneda extranjera.

34 Esto aumenta el valor de la deuda en moneda extranjera en relación con el PIB.

35 El crecimiento del PIB real fue negativo en 2016 y, por lo tanto, incrementó el ratio deuda/PIB.

36 Para 2018 y los años subsiguientes, el FMI incluye la contribución de las variaciones del tipo de cambio en el residual, en gráfico 1.

Algo incluso más importante es lo que se muestra en el gráfico 1, el hecho de que el déficit primario del presupuesto federal haya contribuido con solo 2,7 puntos porcentuales del PIB al aumento de la relación deuda/PIB en 2018. La eliminación de esto el próximo año —por sí solo— tendrá un impacto insignificante en el tamaño de la deuda o en su sostenibilidad a largo plazo. Y tener un superávit primario en los próximos cuatro años será incluso menos significativo.

La justificación declarada de esta política procíclica —que incluso en el mejor de los casos ralentizaría inicialmente a la economía que ya está en recesión— se basa nuevamente en la creación de confianza. La idea es que medidas tan estrictas convencerán a los mercados financieros de que el Gobierno se toma en serio la reducción del déficit del presupuesto federal antes de que su deuda se vuelva insostenible. Sobre esta base, que para algunos puede parecer irónica, el programa del FMI está acelerando el ajuste fiscal y monetario después de que la economía haya tenido un desempeño muy inferior al que el FMI proyectó unos pocos meses antes sobre la base del programa inicial.

De hecho, la contracción producto de la política macroeconómica procíclica puede socavar la confianza del mercado, en lugar de aumentarla. Esto ha sucedido muchas veces, incluso en varios países de la eurozona (y, por lo tanto, de la economía de la eurozona en su conjunto) después de 2010<sup>37</sup>. En Grecia, por ejemplo, las políticas fiscales procíclicas empujaron a la economía a una depresión que duró más de seis años, con un aumento de la relación deuda/PIB a medida que la economía se contraía. Si bien es cierto que Argentina, a diferencia de Grecia o España, tiene su propio Banco Central y su propia moneda, y, por lo tanto, debería tener el poder de implementar políticas macroeconómicas y cambiarias que eviten un resultado tan adverso, en este acuerdo el Gobierno está renunciando al uso de estas políticas a cambio del préstamo del FMI. Las políticas fiscales y monetarias están delineadas en el programa como se describe anteriormente; las políticas de tipo de cambio también están circunscritas al acuerdo, ya que el Banco Central solo puede intervenir en los mercados de divisas en ciertas condiciones bastante restrictivas. Vale la pena señalar que en la recuperación de la depresión argentina de 1998–2002, el empeño del Banco Central por encontrar un “tipo de cambio real estable y competitivo” desempeñó un papel de peso<sup>38</sup>; y es posible que en el futuro, cuando haya una apreciación de la tasa de cambio real, esta restricción de la política pueda ser importante. Esto es especialmente cierto dada la necesidad del crecimiento de las exportaciones como una solución al déficit de cuenta corriente.

---

37 Ver, por ejemplo, Weisbrot (2015).

38 Ver, por ejemplo, Frenkel y Rapetti (2008).

## Conclusión

La fuga de capitales que se aceleró a principios de mayo trajo consigo la necesidad de cambios en las políticas del Gobierno. Es necesario reducir la inflación para evitar un ciclo continuo de depreciación del peso y aumentos de precios que se alimentan entre sí; a medida que el peso se deprecia, aumenta los precios de las importaciones, lo que aumenta la inflación y provoca una mayor caída del valor del peso. Como hemos visto, la depreciación del peso también aumenta la carga de la —ya amplia y en crecimiento— moneda extranjera en el total de la deuda. El Gobierno también tiene que detener el crecimiento del déficit en la cuenta corriente.

Pero el programa respaldado por el FMI aborda estos problemas principalmente mediante la reducción de la economía. Esto ha creado un nuevo conjunto de riesgos y problemas que pueden dificultar aún más la resolución de los otros desequilibrios. Como hemos visto, las proyecciones del Fondo que hablaban de una pronta recuperación que comenzaría unos pocos meses después de la implementación de su programa en julio estaban bastante lejos de la realidad. Luego, el Gobierno y el Fondo duplicaron e intensificaron tanto el ajuste fiscal como el monetario. Hay buenas razones para creer que la recuperación proyectada en el segundo trimestre del próximo año —dentro de unos meses— también es demasiado optimista.

El Acuerdo Stand-By y la revisión de octubre del FMI enfatizan que uno de los principales objetivos del programa es “proteger a la población más vulnerable de Argentina a medida que avancen las reformas económicas”<sup>39</sup>. Sin embargo, dada la pérdida de ingresos durante la recesión y la presión para que los recortes de gastos cumplan con los objetivos presupuestarios principales del programa, es casi seguro que esto no sucederá. Habrá más sufrimiento y dificultades para millones de argentinos a medida que el desempleo y la pobreza aumenten con la recesión. Si el Gobierno se atiene a los objetivos del programa o los intensifica (como hizo en octubre), existe el riesgo de una recesión prolongada, como ha sido el caso en otros países que han intentado la “austeridad expansiva”<sup>40</sup>.

De 1998 a 2002, Argentina experimentó una profunda depresión, perdiendo más del 20 por ciento del PIB, con un aumento de la pobreza de 18,2 a 42,3 por ciento<sup>41</sup>. El desempleo alcanzó su punto máximo en el 21,5 por ciento<sup>42</sup>. La gran mayoría de estas pérdidas se produjeron antes de la devaluación (diciembre de 2001) y el incumplimiento del pago de la deuda (enero de 2002), ya que las autoridades

---

39 FMI (2018a), p. 8.

40 El término es de Paul Krugman — ver, por ejemplo, Krugman (2015).

41 Los datos de pobreza son de la gran área de Buenos Aires, que contempla alrededor del 35 por ciento de Argentina; para este período no había datos comparables de todos los centros urbanos o del país.

42 Weisbrot y Sandoval (2007).

—en virtud de acuerdos con el FMI durante gran parte de este período— intentaron lograr una recuperación económica mediante el ajuste fiscal y monetario.

A diferencia de lo que sucedió a fines del siglo pasado, hoy Argentina no ha alcanzado el punto en que su deuda pública sea impagable, aunque la evaluación del FMI es que “la deuda sigue siendo sostenible, aunque sin una alta probabilidad”<sup>43</sup>. Actualmente el Gobierno no se encuentra atado a una moneda sobrevaluada con un sistema de convertibilidad condenado, como lo estuvo a fines del siglo pasado. Pero las cosas podrían empeorar mucho si la actual consolidación fiscal y el ajuste monetario, y la recesión que lo acompaña, no inspiran la confianza del mercado que se busca. La recesión podría ser más profunda y/o mucho más prolongada que lo proyectado; y si la consolidación fiscal continúa, la economía podría quedar atrapada en una trampa en la que la carga de la deuda aumente junto con la austeridad. Por todas estas razones y más, las políticas macroeconómicas prescritas en este programa no valen los riesgos y los costos humanos que introducen, y se deben buscar alternativas que no se basen en una recesión para resolver los desequilibrios actuales.

---

43 FMI (2018a), p. 21.

# Bibliografía

- Banco Central de la República Argentina (BCRA). 2018a. “Decisiones del Comité de Política Monetaria del BCRA.” diciembre. <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/Comunicado-5-diciembre.asp>
- \_\_\_\_\_. 2018b. “Tipo de cambio de referencia (pesos por dólar estadounidense).” diciembre. [http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales\\_variables.asp](http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp)
- Blanchard, Olivier y Daniel Leigh. 2013. “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers.” International Monetary Fund Working Paper. enero. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf>
- Centro de Investigación en Finanzas. 2018. “Índice de Confianza del Consumidor.” noviembre. [https://www.utdt.edu/ver\\_contenido.php?id\\_contenido=8513&id\\_item\\_menu=16458](https://www.utdt.edu/ver_contenido.php?id_contenido=8513&id_item_menu=16458)
- Economist Intelligence Unit. 2018. “Gross Fixed Investment Expenditure at Current Market Prices, as a Percentage of GDP.” <https://data.eiu.com>
- Fondo Monetario Internacional (FMI). 2012. “World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth.” octubre. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Coping-with-High-Debt-and-Sluggish-Growth>
- \_\_\_\_\_. 2018a. “Argentina: First Review under the Stand-By Arrangement.” IMF Country Report No. 18/297. octubre. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/10/26/Argentina-First-Review-under-the-Stand-By-Arrangement-Inflation-Consultation-Financing-46309>
- \_\_\_\_\_. 2018b. “Argentina: Request for Stand-By Arrangement.” IMF Country Report No. 18/219. julio. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/07/13/Argentina-Request-for-Stand-By-Arrangement-Press-Release-and-Staff-Report-46078>
- \_\_\_\_\_. 2018c. “World Economic Outlook Database.” abril. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/index.aspx>
- Frenkel, Roberto y Martín Rapetti. 2008. “Five Years of Competitive and Stable Real Exchange Rate in Argentina, 2002–2007.” *International Review of Applied Economics* 22(2): 215–226, 18 de marzo. <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/02692170701880734>
- Graham, David y Nicolas Misculin. 2018. “IMF Boosts Argentina Program to \$57 Billion in Bid to Halt Peso Slide.” Reuters, 26 de septiembre. <https://www.reuters.com/article/us-argentina-imf/imf-boosts-argentina-program-to-57-billion-in-bid-to-halt-peso-slide-idUSKCN1M62US>

- Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC). 2018a. “Índice de Precios al Consumidor.” Buenos Aires, Argentina: INDEC.  
[https://www.indec.gov.ar/nivel4\\_default.asp?id\\_tema\\_1=3&id\\_tema\\_2=5&id\\_tema\\_3=31](https://www.indec.gov.ar/nivel4_default.asp?id_tema_1=3&id_tema_2=5&id_tema_3=31)
- \_\_\_\_\_. 2018b. “Informes Técnicos.” Vol. 2, n. 225. octubre.  
[https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/emi\\_12\\_18.pdf](https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/emi_12_18.pdf)
- Krugman, Paul. 2015. “The Case for Cuts was a Lie. Why Does Britain Still Believe It? The Austerity Delusion.” *The Guardian*, 29 de abril.  
<https://www.theguardian.com/business/ng-interactive/2015/apr/29/the-austerity-delusion>
- Miller, Rich. 2018. “Fed Entering Brave New Policy World as Rates Near Normal Levels.” *Bloomberg*, 17 de diciembre. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-17/fed-entering-brave-new-policy-world-as-rates-near-normal-levels>
- Ministerio de Producción y Trabajo, Secretaría de Trabajo y Empleo. 2018. “Reporte del Trabajo Registrado.” 28 de noviembre.  
[http://www.trabajo.gov.ar/downloads/estadisticas/Reporte\\_Laboral\\_Noviembre\\_2018.pdf](http://www.trabajo.gov.ar/downloads/estadisticas/Reporte_Laboral_Noviembre_2018.pdf)
- Ministerio de Hacienda, Secretaría de Finanzas. 2018. “Datos Deuda Pública I Trimestre 2018.” 31 de marzo.  
<https://www.argentina.gob.ar/hacienda/finanzas/deudapublica/informes-trimestrales-de-la-deuda>
- Rosnick, David. 2009. “Troubled Assets: The IMF’s Latest Projections for Economic Growth in the Western Hemisphere.” Washington, DC: Center for Economic and Policy Research. abril.  
<http://cepr.net/publications/reports/troubled-assets-the-imfs-latest-projections-for-economic-growth-in-the-western-hemisphere>
- \_\_\_\_\_. 2016. “Potential for Trouble: The IMF’s Estimates of Potential GDP.” Washington, DC: Center for Economic and Policy Research. abril.  
<http://cepr.net/publications/reports/potential-for-trouble-the-imf-s-estimates-of-potential-gdp>
- Rosnick, David y Mark Weisbrot. 2007. “Political Forecasting? The IMF’s Flawed Growth Projections for Argentina and Venezuela.” Washington, DC: Center for Economic and Policy Research. abril. <http://cepr.net/publications/reports/political-forecasting-the-imfs-flawed-growth-projections-for-argentina-and-venezuela>
- Sachs, Jeffrey y Steven Radlet. 1998. “The Onset of the East Asian Financial Crisis.” *Brookings Paper*, 1998 Vol. 28, No. 1. <https://www.nber.org/papers/w6680>
- Weisbrot, Mark. 2008. “Argentina: The Crisis That Isn’t.” Washington, DC: Center for Economic and Policy Research. octubre. <http://cepr.net/publications/reports/argentina-the-crisis-that-isnt>
- \_\_\_\_\_. 2015. *Failed: What the “Experts” Got Wrong About the Global Economy*. New York: Oxford University Press.

Weisbrot, Mark y Luis Sandoval. 2007. “Argentina’s Economic Recovery Policy Choices and Implications.” Washington, DC: Center for Economic and Policy Research. octubre.  
<http://cepr.net/publications/reports/argentinas-economic-recovery-policy-choices-and-implications>

Weisbrot, Mark y Rebecca Ray. 2011. “Latvia’s Internal Devaluation: A Success Story?” Washington, DC: Center for Economic and Policy Research. diciembre.  
<http://cepr.net/publications/reports/latvias-internal-devaluation-a-success-story>