

LA CRISIS DEL SUR DE EUROPA Y LA EXPERIENCIA ARGENTINA*

1. INTRODUCCIÓN

La crisis que está experimentando el sur de Europa representa el más serio riesgo para la consolidación de la recuperación mundial tras 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 por 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. Conviene prestar 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 semejanza de los problemas del Sur europeo con aquellos asociados con los sucesos argentinos del periodo 2000/2001, permite evaluar esta crisis con un patrón de referencia ya conocido, así como cotejar la evolución

Ricardo López Murphy, economista. Ex ministro de Defensa, de Economía y de Infraestructura y Vivienda de la República Argentina.

* Texto editado de la conferencia pronunciada por el autor en el Campus FAES 2010 (4 de julio) dentro del ciclo "Estabilidad y reformas ante la crisis fiscal".

de las políticas instrumentadas con aquella experiencia tan devastadora. La historia de aquel episodio, su dificultad para retomar la normalidad, la catastrófica forma de abandonar el marco institucional de la organización económica, la precariedad y emergencia de las acciones de política económica posteriores, así como, finalmente, la consideración del desorden normativo como una situación regular, ayudan a entender por qué el caso argentino no debe ser un ejemplo a seguir pero sí una guía para evitar sus errores.

Los desvíos en materia fiscal, endeudamiento y política de ingresos en la Argentina del 2000 eran sustancialmente menores que 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 FINANCIACIÓN DE LA CORRECCIÓN MACROECONÓMICA SIN UNA MONEDA PROPIA

Lo primero que debe ser entendido es que un patrón monetario exógeno (como lo era el dólar para Argentina) actúa como un parámetro dado sobre la economía, y las variables económicas nominales deben ajustarse a tal hecho. La noción de 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 sus desequilibrios. A cambio, la no reversibilidad del patrón monetario obliga a un replanteamiento profundo de la flexibilidad de precios y salarios, de la solvencia empresarial 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 de que al no tener moneda propia el desequilibrio externo no importa es rotundamente falsa; como lo es también la idea (conocida como doctrina Lawson) de que si no hay déficit fiscal, el ajuste externo no generará dificultades.

El tipo de cambio fijo inamovible 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 la restricción presupuestaria, de la política de ingresos y de los problemas financieros.

La cuestión ahora es cuáles serán las variables que harán las funciones del tipo de cambio cuando haya que realizar el ajuste agregado y el reequilibrio de consumo y producción entre bienes comerciables y no comerciables para simultáneamente desplazar recursos a la sustitución de productos extranjeros y desplazar simétricamente los patrones de consumo.

3. ALGUNAS RESTRICCIONES DE UN TIPO DE CAMBIO FIJO IRREVOCABLE

La existencia de un patrón monetario exógeno obliga a evaluar la consistencia y convergencia de las cuentas fiscales siguiendo ese criterio. Así, la variación relevante es en términos de la moneda-ancla y no en su relación con el PIB nominal o con la inflación doméstica. Estas últimas son endógenas a la política doméstica y son determinados por ella. Cuando se deba corregir alguna desviación, el PIB 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 en los valores desequilibrados previos.

Una aproximación más adecuada al diseño de la política fiscal implica tener en consideración 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 PIB han venido siendo superiores a los del conjunto de la Unión Monetaria –y teniendo en cuenta la tendencia de muy largo plazo de crecimiento estructural del gasto público con el aumento de la renta per cápita (Ley de Wagner)– entonces ese exceso debería dar lugar a un superávit fiscal que generara espacio para la corrección posterior. Una lectura equivocada sería convencerse de que las cuentas públicas exhiben un verdadero equilibrio cuando éste se deriva

de un nivel de precios domésticos y un PIB nominal inflados respecto al valor sostenible en el largo plazo.

El margen fiscal *ex ante* debe dar lugar a la construcción de fondos anticíclicos durante los periodos de auge o con diferenciales positivos de inflación para lidiar con los tiempos adversos. La subida de precios domésticos por encima de la tendencia externa requerirá luego una corrección. Ello demanda, para evitar la recesión y el paro, reglas salariales y de fijación de precios regulados flexibles que tengan en cuenta esta necesidad. Por ejemplo, si hubiese una suerte de retribución contingente al nivel de actividad que se pudiera ajustar automáticamente, el mecanismo tendría una autocorrección implícita.

En el mismo sentido, las normas concursales y sobre quiebras empresariales deben facilitar las transferencias de activos y facilitar la reorganización empresarial de modo que los conflictos entre tenedores de deuda y accionistas no generen un cierre ineficiente de actividades productivas que traben la actividad económica. Ello también evita que el ajuste se realice vía cantidades y lo concentra en los precios. Cuanta 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 los existentes en procesos de *cram down*.

La experiencia en el caso argentino reveló que la flexibilidad del sector privado es muy superior a la del sector público. En este último no se tuvo espacio legal significativo para reducir los salarios y las pensiones nominales, aun cuando se vivía un contexto deflacionario masivo. Con posterioridad, la devaluación las redujo dramáticamente. Para ser preciso, las pulverizó. Las trabas legales evitaron una corrección mucho menor y ordenada pero no impidieron el ajuste brutal y desordenado.

La rigidez del sector público se acentúa en un contexto recesivo, sobre todo si éste se prolonga en el tiempo y la posibilidad de reestructurar de manera profunda el presupuesto de capital es muy baja. Ello se acentúa si como consecuencia de la prolongada dificultad económica el monto de inversión pública ha sido llevado a guarismos muy bajos.

Dadas las dificultades existentes para bajar los gastos públicos, es obvio que se debe tener mucha prudencia para subirlos por encima de la tendencia estructural. Desgraciadamente, esta cautela no fue incorporada como una costumbre en la experiencia argentina. En el ámbito de la política de remuneraciones y pensiones, los países del sur de Europa en el contexto del área del euro deberían tener muy en cuenta en sus ajustes anuales la inflación del conjunto del área monetaria y el aumento de la productividad per cápita agregada (suavizada mediante una media móvil de diez años para evitar distorsiones y fuertes fluctuaciones anuales).

En general, la experiencia en los países latinoamericanos indica que los excesos en el gasto público se verifican en estas áreas, en particular si hay distintos niveles de gobierno y éstos gozan de autonomía para establecer sus gastos. Esta tendencia se potencia a niveles muy graves y patológicos si estos gobiernos controlan las instituciones financieras que puedan prestarles o auspician inversiones desarrollistas no solventes a largo plazo. Otro ámbito de potenciales excesos graves es cuando controlan organismos de la previsión social y pueden esconder los déficits intertemporales. Si además los gobiernos subcentrales se pueden endeudar en el corto plazo, el problema se vuelve exponencial.

Si hay alguna cláusula constitucional de auxilio que asegure el apoyo del gobierno central o federal, como en el caso de la República Argentina, existe entonces un elevado riesgo de que la situación acabe convertida 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 el plan de acción, tanto si hay crisis de liquidez como si hay crisis de solvencia. Resulta vital la importancia de la acción preventiva y de unas regulaciones financieras que minimicen los riesgos de liquidez, de solvencia y macro-sistémicos. Asimismo, es fundamental que el sistema fiscal evite la prociclicidad.

El caso europeo es bien sencillo: las operaciones de liquidez son responsabilidad del Banco Central Europeo y las operaciones de solvencia, de cada gobierno nacional, o de las varias naciones donde operan los entes financieros que se hubieran encontrado en crisis. En este último 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. Cuando corresponda recapitalizar el sistema financiero la sostenibilidad de las cuentas públicas será 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 público, sino desajustes del sector privado como, por ejemplo, inversiones en bienes de capital e instalaciones no comercializables que se realizaron con los precios relativos del auge y que, sin embargo, deberán pagar sus deudas con los precios relativos de la recesión, donde naturalmente los servicios no comercializables se habrán abaratado. Lo más probable es que si el apalancamiento en estos sectores es muy elevado haya un aumento en la insolvencia y que las recuperaciones factibles sean sólo una parte de la deuda comprometida. Las implicaciones sobre el sector financiero pueden revelar un déficit fiscal no expuesto previamente pero de enorme significación para las políticas preventivas.

Otro factor que debe considerarse es el resultado estructural de las cuentas públicas. En principio, un problema muy serio es que la deuda pública alcanza en general niveles muy elevados y la meta lógica debería ser su reducción tendencial, sobre todo por el componente estructural de envejecimiento que enfrenta el siglo XXI. El reto está en estimar un sendero de expansión razonable y sostenible.

La obsesión con las lecturas de los indicadores de corto plazo, no ajustados cíclicamente, hace olvidar la compatibilidad de las cuentas públicas con el crecimiento de largo plazo y ha sido dañina 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 relevancia al análisis de la cuenta corriente y de los flujos de ahorro-inversión agregados. Así, 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. Por tanto, el equilibrio fiscal logrado con un gran déficit en cuenta corriente está ocultando un problema estructural 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 podían usar ahorros externos. Este desajuste se agrega al proveniente de los estabilizadores automáticos y genera una espiral de déficit de difícil control. La acumulación de deuda alimenta este desequilibrio, y las dudas sobre el riesgo país y la prima de riesgo en forma de diferencial de intereses hace el resto.

Por supuesto, no es lo mismo que el déficit por 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 comercializables internacionalmente o que haya financiado la expansión de sectores productivos comercializables, ya sea de sustitución de importaciones o exportables.

4. METAS DE DEUDA PÚBLICA

En general, un mecanismo preventivo en todos los países es fijar tope a la variación de la deuda pública o al déficit fiscal. Por la discusión previa se entenderá que este simple criterio es muy limitado e incompleto aunque forma el núcleo del Tratado de Maastricht, o de las reglas de presupuestos equilibrados que se imponen a los gobiernos locales, en casos como el de EE.UU.

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 mediante la presencia de un gran número de in-

versores institucionales con un sesgo regulatorio de inversión hacia el mercado de capitales interno y que hacen más manejable un problema de este tipo.

Existe una categoría de deuda, muchas veces no computada en la opinión pública, y a veces ignorada incluso por los expertos, que proviene de las garantías al sistema financiero y que resulta sin duda muy significativa. Si los fondos de garantía de los depósitos y de los seguros están bien provistos, la vulnerabilidad se reduce. En particular, la vulnerabilidad es menor si los fondos no están colocados en la deuda pública local. Lamentablemente, en general ocurre esto último y su puesta en marcha obliga al gobierno a buscar nueva financiación.

Otra faceta de la deuda no explícita es la proveniente de las contingencias de la protección sanitaria y de las pensiones. En ambos casos el envejecimiento implica un crecimiento en el desequilibrio 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 ocho puntos del producto para los países desarrollados y sin duda menores y más dilatados 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 reproducción menor de la necesaria 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 de pensiones a futuro, por cuanto el cambio del sistema de reparto a un modelo de capitalización hacía desaparecer la deuda implícita y mejoraba fuertemente los flujos netos de tesorería con el correr de los años.

Tal y 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 a futuro un gran espacio fiscal debido a que los recursos que entonces atendían a las personas jubiladas iban a poder enfrentar los vencimientos de deuda pública que, sin ser significativos, resultaban agobiantes

por la concentración y los altos tipos de interés. En el caso europeo ocurre exactamente lo contrario: los sistemas de reparto están maduros y, debido al creciente envejecimiento de la población, su desequilibrio a largo plazo se vuelve exponencial.

La cuestión a dilucidar es qué volumen de deuda pública resulta razonable. En general, el enfoque clásico buscaba reducir las deudas hasta su desaparición. La idea era reservar ese instrumento para lidiar con las crisis extremas, como las guerras o las catástrofes. La contribución keynesiana a este tema fue ajustar ese valor tendencial con el ciclo económico, pero no elaboró una respuesta en términos de establecer una meta implícita de largo plazo.

De acuerdo con la teoría económica, cuanto más sustitución haya entre la deuda pública y bienes de capital o infraestructuras, menor deberá ser la meta de deuda pública. La conclusión económica de ello es que el déficit sustituye a la 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 los años de bonanza. En ese aspecto las metas de Maastricht siempre me parecieron extremadamente permisivas. El déficit público admitido implicaba convergencia a una deuda pública mayor en términos del PIB que la prevista en la meta de deuda establecida en el propio Tratado. Además –según ha señalado Evsey Domar en su famoso ensayo sobre la convergencia de la deuda– no había ajuste por el ciclo económico ni previsión por el envejecimiento.

Alternativamente, como un ejemplo muy valioso, la meta establecida por el presidente Ricardo Lagos de la República de Chile tenía la ventaja de establecer una meta estructural de un superávit del 1%. La aplicación de esta regla, como es natural, lleva en el largo plazo a hacer desaparecer la deuda pública, 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 aumentos de impuestos como un mecanismo de cierre de la brecha fiscal.

5. DISTINTOS EQUILIBRIOS FISCALES

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

- En primer término, la **crisis asiática**, que en 1997 derrumbó el precio de las *commodities* (materias primas).
- En segundo lugar, la **crisis rusa**, que cerró virtualmente el acceso a los mercados de capitales e indujo un aumento enorme del diferencial de tipos de interés sobre el de referencia.
- En tercer lugar, la **crisis brasileña**. Unida a las dos crisis anteriores, produjo una gran devaluación de la moneda y bajó el nivel de precios nocional en una magnitud significativa, con un enorme impacto sobre sus vecinos de Uruguay y Argentina. Recuérdese que si el comercio y los servicios están muy vinculados al área regional, lo que es inevitable por el Mercosur, la situación del vecindario es muy importante, dado el tipo de producción basada en recursos naturales y el peso de la geografía en la asignación de recursos. El tipo de cambio nocional del área requiere una devaluación significativa para permitir una recomposición de la demanda hacia los bienes domésticos y acrecentar la oferta de los bienes comerciables.
- El cuarto factor fue la **crisis puntocom** de las acciones tecnológicas, que tenían una alta correlación con los bonos de los países emergentes y que actuó como un factor de menor demanda por los mismos.

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

En el caso de las políticas financieras el caso tiene también ribetes latinoamericanos. Pero ahora sabemos que también se da en otros países, como en los casos de GNMA o Freddie Mac en los EE.UU., donde se incurre en gastos y desequilibrios que son de orden cuasifiscal y que acaban explotando en cuanto cambian las circunstancias favorables o se hace inviable mantener la burbuja.

Las políticas expansivas de ingresos y gastos, financiadas con deuda pero insostenibles por su impacto sobre la rentabilidad y la acumulación de capital, pueden, sin embargo, durar un tiempo prolongado, aunque finalmente se hacen insostenibles por el deterioro del crecimiento económico y el aumento exponencial del desempleo. Tasas de desempleo muy elevadas y baja inversión están señalando que la tributación aplicada es inconsistente, lo que condicionará la viabilidad del sistema fiscal y financiero.

La corrección de los desequilibrios citados llevará a una seria dificultad de financiación, 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 y de la inflación.

Finalmente todo ello se traduce en un desequilibrio no financiable, en insolvencia tanto en las organizaciones públicas como privadas, y en crecientes pérdidas en el sistema financiero.

6. LAS CONSECUENCIAS DE LAS DESVIACIONES Y LA POLÍTICA CORRECTIVA

Resulta trivial afirmar 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. Esta apreciación, sin embargo, no resulta válida cuando la crisis ya ha ocurrido y hay que proceder a enfrentarla.

Lo importante en este caso –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. Esta recuperación de la confianza moviliza la recuperación del gasto agregado de carácter privado y, en particular, de las inversiones. Esto es muy importante porque hay que cambiar el perfil productivo y ello difícilmente puede ocurrir sin una inyección de recursos en los sectores productores de bienes comerciables.

Más aún, para facilitar la tarea es necesario darle fluidez al sistema crediticio y éste estará muy afectado por el sobrecoste derivado 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, es decir, la modificación de incentivos a la producción y consumo de bienes comercializables frente a los de carácter no comerciable. 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.

En general, en los procesos devaluatorios se produce una sobre-reacción en la magnitud de la devaluación por razones de equilibrio financiero, y para recrear los incentivos de la manera más rápida y que consuman en el proceso menos recursos financieros.

Por otro lado, una fuerte depreciación de la moneda local atrae capital desde el exterior y reduce el tipo de interés necesario, generando un mayor espacio a la recuperación.

La violación de los derechos de propiedad, propia de las devaluaciones, y la inestabilidad de las políticas públicas y su falta de previsibilidad deben ponerse en relación con la rápida recuperación que facilita el cambio del precio de la moneda. Esto no es gratis ni repetible ya que sus efectos están incorporados a las previsiones de los agentes económicos.

Si se carece del grado de libertad del cambio del valor de la moneda, las medidas estructurales son, como se señaló, muy importantes para determinar el riesgo país y permitir que la corrección de corto plazo sea indicativa, evitando así agravar la recesión existente. Por esta razón, el programa de marzo del 2001 en la República Argentina proponía una corrección presupuestaria menor, casi marginal, de 0,6% del PIB, aun cuando la corrección estructural buscada se ubicaba en el orden del 2,3% del PIB.

La razón de tal desequilibrio era aguardar a un cambio en los parámetros externos, que estaban en niveles extremadamente bajos, como los precios de las *commodities*, el valor de las monedas de los vecinos y un euro fuertemente depreciado, y aprovechar esa recuperación para hacer la corrección del desvío estructural, que era de una magnitud comparativamente menor (ver J. Teijeiro, 1999). En realidad, en el diseño del programa de corrección el gasto público no iba a subir al ritmo del crecimiento de la actividad económica cuando la economía se recuperara y, precisamente entonces, iba adicionalmente a operar la reforma estructural de reducción de subsidios y la racionalización administrativa. Recuérdese que había un superávit estructural de la previsión social en el largo plazo que contribuía a reducir la presión 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, hubiese permitido cubrir las necesidades circunstanciales de financiación hasta la recuperación de la economía, tal y como en gran medida plantea el programa de la Unión Europea y el FMI para el caso de Grecia.

El programa de auxilio multilateral era sólo 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 contrafáctico. La clave no era gastar esos recursos sino tratar de evitar el potencial pánico bancario y la huida de la deuda por la venta masiva de la misma.

Si se puede evitar con este apoyo internacional una huida de la deuda pública y un pánico bancario, como ocurrió en la Argentina, dando confianza sobre la solidez, o mejor aún, evitando que suba el diferencial de riesgo, se crean entonces 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 huida de la deuda consumía buena parte del esfuerzo, ya que los vencimientos a corto plazo de la deuda pública creaban 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 muy importante como es explotar este intercambio intertemporal. La posibilidad de esta combinación es tanto más factible cuanto menores son los tipos de interés en el mercado de capitales. Esto es muy relevante hoy, ya que los tipos reales mundiales son extremadamente bajos. La reducción del desequilibrio de las pensiones tendría un impacto inmenso bajo estas circunstancias.

A tipos de interés reales altos las proyecciones a más de veinte años pierden relevancia y la transacción de un menor ajuste presente por un mayor ajuste futuro no es posible.

En este plano resulta vital que, cuando se recupere el nivel de actividad, rápidamente el déficit fiscal primario se elimine por los estabilizadores automáticos 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. Aquí 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, así como también disminuir la tributación exagerada que grava el uso del trabajo. Decimos exagerada por la rápida sustitución existente con actividades no mercantiles o exentas de la tributación.

En este sentido, reducir la carga tributaria sobre el uso del factor trabajo, como las cotizaciones sociales, y aumentar compensatoriamente la tasa del impuesto al valor añadido en un monto equivalente, produce una corrección externa de magnitud muy significativa. Como el IVA se ajusta en frontera, el mayor impuesto sube el nivel de precios de los bienes comerciables, pero la rebaja en el coste de los productores domésticos hace que éstos se vuelvan 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 al cambio

de precios relativos. Por otra parte, también abarata el factor trabajo, aquejado de una elevada 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 sobre el trabajo, con lo cual posiblemente exista un impacto adicional positivo sobre la financiación del sistema económico.

Si esto puede ser complementado por una reforma tributaria más amplia que elimine tratamientos diferenciales, tanto mejor. En este sentido, sería conveniente una reforma de los impuestos de sociedades que permitan la amortización inmediata de la nueva inversión. El descenso de recaudación podría ser compensado, a su vez, con los impuestos sobre los carburantes. Así también se logra un doble efecto si la mayor parte del combustible es importado del resto del mundo. Se desalientan las compras externas, y la nueva inversión inducida por la libre amortización 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 los impuestos sobre hidrocarburos es prácticamente nula.

El ajuste simultáneo, fiscal y del déficit por 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 una desviación del 10% de los precios relativos de equilibrio, ello es relativamente sencillo de llevar a cabo en un entorno de inflación de 3% anual. Si, por el contrario, la modificación necesaria está en el entorno del 50%, resulta extraordinariamente difícil de concluir exitosamente.

Una ventaja adicional de que dispone Europa sobre la situación argentina del año 2000/2001 es que la moneda común está bajo control de la propia Unión 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 un 20% respecto al dólar, y aún más fuerte respecto 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 diez años de disciplina monetaria. Más aún, para que la fuerte corrección fiscal que está llevando a cabo Europa no sea recesiva se necesita que venga acompañada de una mayor expansión monetaria, que lubrique el funcionamiento del sistema financiero y la demanda agregada para reemplazar la reducción de demanda pública con un ajuste externo y una expansión del gasto privado, en especial de la inversión y los bienes de consumo duraderos. Si el sector privado además se tiene que desendeudar, será necesaria una mayor corrección externa. La tasa de expansión monetaria de Europa, medida por la variación de M3, ha descendido fuertemente y ello es contraproducente para facilitar el ajuste interno y externo. Más aún, esa expansión es la que permitirá resolver la viabilidad de la corrección externa.

7. ALGUNOS ASUNTOS ESPECÍFICOS

7.1. 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 empresarial seguir utilizando los activos mientras se reacomodan los títulos contenciosos sobre ellos. En ese aspecto, una legislación ideal sería aquella que permita rescindir los contratos laborales, transformar deuda en capital o facilitar la realización de las pérdidas.

Un componente central es cómo tratar las deudas impositivas con las distintas Administraciones públicas de las empresas afectadas por concursos de acreedores. Lo más indicado es postergar los cobros, por ejemplo del principal, a diez 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 ejemplo de la deuda fiscal y mostrar de este modo una forma de resolución del conflicto de inviabilidad. A su vez, los que decidan no aceptar el cambio de condiciones podrían 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 de la financiación de la sanidad. En general, esta actividad presenta fuertes distorsiones en su funcionamiento porque, en general en la experiencia mundial, es un tercero el que se hace cargo de los costes de las decisiones de las partes.

Resulta conocido que la presencia de copagos significativos, exceptuando del mismo las enfermedades catastróficas o los eventos más costosos, tiende a generar grandes economías, que impactan de manera complementaria a las reformas de las pensiones y laboral. Una racionalización de la sobreutilización del sistema sanitario no sólo mejora la calidad de las prestaciones sino que alivia la crisis fiscal.

7.3. La oportunidad de trasladar operaciones empresariales desempeñadas por el sector público al privado no sólo genera el beneficio de obtener ingresos que evitan recurrir al uso del endeudamiento, sino que también incorpora 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 una vez 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 expresión de la superación de la crisis. En síntesis, sería volver a la normalidad.

El pago forzoso, en este tipo de títulos 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 aun en Estados de la Unión, para poder hacer frente a los pagos 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 EE.UU. 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. En ese ejemplo, por ser su ingreso per cápita superior al promedio de EE.UU., 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 pero, 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 Unión Europea.

El dilema de corrección fiscal con una moneda común es entonces similar para los estados y gobiernos subnacionales en EE.UU. que en los países europeos, en la medida que el *bail out* (rescate) 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. Sus votantes y contribuyentes encuentran de este modo una posibilidad de transferir los excesos incurridos a otras jurisdicciones y contribuyentes. Si esta opción resulta posible, entonces la mejor alternativa para el futuro es prohibir el endeudamiento de los gobiernos subnacionales.

En gran medida la crisis argentina se debía al desorden de las finanzas subnacionales, y por eso fue tan difícil de controlar. En ellas estalló el gasto público y el endeudamiento implícito y explícito para financiarlo.

La confianza sobre el control fiscal y la sostenibilidad del equilibrio monetario se vio notablemente afectada, tanto por el endeudamiento de los gobiernos locales como por los desequilibrios acumulados de la previsión social que administraban las provincias, así como por las crisis de las instituciones financieras, propiedad de los gobiernos provinciales. Detrás de la huida de la deuda pública y de los depósitos está la vulnerabilidad institucional que abría espacio a un colapso de pagos.

8. LA HIPÓTESIS DE REESTRUCTURAR LA DEUDA

Una alternativa al derrumbe del patrón monetario pasaba por reestructurar la deuda pública, básicamente alargando vencimientos en varios años en promedio, y fijando tipos de interés más consistentes con la tasa de crecimiento de la economía en el largo plazo y con un diferencial asimilable 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, debería contemplarse una reestructuración y refinanciación 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 Argentina y Uruguay. En este caso la crisis crediticia obliga al sector privado a un superávit inmediato, lo que refuerza el efecto re-

cesivo de la corrección fiscal. Si a esta reducción efectiva de la riqueza esperada se le agrega una devaluación o desconocimiento de la unidad de cuenta de los contratos, el efecto es devastador sobre la financiación agregada.

En ese clima de saqueo no cabe descartar ajustes asimétricos en la unidad de cuenta orientados directamente a favorecer a los sectores cercanos al poder. La magnitud del saqueo es tal que no puede evitarse que se traslade a las esferas no financieras de la economía, provocando una reestructuración dramática de los derechos de propiedad, seguramente con un sesgo altamente regresivo.

En ese entorno sólo 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 medida de ese *shock* externo favorable combina el alza de los precios externos en un 150% y la reducción dramática del tipo de interés aplicable a los países emergentes. Sin embargo, esto no permitió superar algunas limitaciones. Así, se confiscaron las cuentas personales de capitalización de los trabajadores activos; 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 el hecho de que no se han podido revertir los indicadores de la desigualdad, ni los niveles de pobreza, en relación a la década del 90, pese a haberse incrementado la presión tributaria en doce puntos del PIB.

Una reestructuración más amistosa, como la uruguaya, que modificó plazos de vencimientos con diferenciales históricos, hace mucho menos daño, porque pesa mucho la percepción de la naturaleza confiscadora y oportunista del gobierno del Estado y si éste garantiza las instituciones contractuales de la sociedad.

La experiencia uruguaya muestra que con apoyo adecuado al sector financiero y facilitando la aplicación, por ejemplo, de moratorias de im-

puestos o concursos de la deuda privada de empresas con los organismos estatales, se puede complementar un programa de consolidación fiscal que resulte razonable incluso en condiciones de máxima tensión. Este caso es destacable por cuanto la tasa de crecimiento de largo plazo del Uruguay, 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, quizás hubiese sido muy difícil evitar su extensión a otros países en similar situación. La hipótesis más plausible de por qué no se procedió de este modo en el caso de Grecia es el riesgo de su extensión a otros países y el colapso inevitable del sistema financiero europeo. Esto también contribuye a entender el papel del Banco Central Europeo comprando esta deuda pública como una forma de evitar el sobrecoste de la dominancia financiera causada por la crisis bancaria, que sería la consecuencia de un *default* (impago) en cadena.

Esta estrategia implica menores costes 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 manos de 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. Un régimen que, debido a los *shocks* externos recibidos y a la indisciplina fiscal –que era de orden menor que la de los gobiernos 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 domés-

tica 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 los tipos de interés 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 necesitaba una ley del Congreso para modificarlo. Nótese que el Gobierno de aquel entonces estaba en minoría en las Cámaras, lo que obligaba a una dificultísima 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 (el dólar), con los problemas que ello aseguraba en términos de solvencia, tanto del sector privado como público.

La verdad histórica es que la ruptura legal sólo fue posible después de muchos días de cierre del sistema financiero y en un 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 procedió al impago de la deuda pública. Después de nueve años no ha sido posible aún, y cada vez es más dificultoso, normalizar esa circunstancia.

El desequilibrio ha sido de tal magnitud que hoy los precios públicos de gas y electricidad, transporte de autobús y ferroviario o los peajes de autopistas están entre 1/4 y 1/5 de los precios internacionales. Algo similar ocurrió con el sistema de pensiones, donde los que percibían pensiones por encima de las mínimas han sido confiscados en un monto que se estima en 3.000 millones de dólares anuales. Casi un punto del PIB, y la confiscación es dinámica y sigue ocurriendo cada año (caso Badaro).

Complementariamente, como ya se señaló, se confiscaron las cuentas personales de los fondos de pensiones de capitalización y se incautaron las reservas del Banco Central.

Volver de esa ruptura es difícil y es por ello que la Argentina no ha podido retornar al mercado internacional de capitales, recibe cuantías muy bajas de inversión extranjera directa y sufre una aguda descapitalización en las reservas energéticas, en defensa, en infraestructuras y en la seguridad social, que han sido estimadas en alrededor de 150 puntos del PIB. 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 y de impuestos al uso de mano de obra, una transformación que maximiza la movilidad y adaptabilidad del sector laboral es hacer la indemnización por despido un elemento 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 en 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 eleva la eficiencia global. Ello evita el principal coste 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, aumen-

tar la ocupación en una magnitud de un 10% con una productividad marginal ligeramente inferior a la media –lo que no debería ser muy complejo cuando hay desocupación simultánea de otros factores productivos–, debería permitir eliminar una gran parte de los desequilibrios fiscales.

Probablemente, si el empleo generado es en el sector privado esa recuperación será aún mayor en términos de valor añadido, por lo que se podría esperar una contribución decisiva al cierre del desequilibrio fiscal por este factor. Con tasas impositivas marginales de más del 70%, entre el IVA y los impuestos a la ocupación, y computando en términos negativos la caída de subsidio de desempleo, se corregiría mediante la creación de empleo gran parte de la brecha fiscal.

PALABRAS CLAVE

Economía española • Economía internacional • Pensamiento económico liberal

RESUMEN

Ricardo López Murphy analiza en este ensayo los efectos de la crisis financiera y de la deuda en el sur de Europa. El texto presenta la experiencia de correcciones de graves desequilibrios financieros bajo un patrón monetario exógeno analizando los distintos aspectos de la financiación de una economía en estas condiciones, así como la experiencia de la Argentina como variable de referencia histórica. En particular, enfatiza las políticas públicas posibles para minimizar los costes de corrección y, sobre todo, poner en uso los recursos disponibles minimizando el coste social de su desaprovechamiento.

ABSTRACT

Ricardo López Murphy analyses in this essay the impact of the financial and debt crisis on the South of Europe. This article describes the experience of correcting serious financial imbalances under an exogenous monetary standard analysing the different aspects of financing an economy in these conditions, as well as the experience of Argentina as a historical reference. Specifically, it emphasizes possible public policies which could be implemented to minimise correction costs and, above all, the use of available resources minimising the social cost of their misuse.

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 American Experience*. International Monetary Fund. March.

López Murphy, Ricardo; Artana, Daniel; Navajas, Fernando (2003)

The Argentine Economics Crisis. *The Cato Journal*. Vol. 23. N° 1. Spring-Summer.

López Murphy, Ricardo; Artana, Daniel; Navajas, Fernando (2003)

A Fiscal Policy Agenda. In P.P. Kuczynski 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.