

C.E.M.A.

Virrey del Pino 3210  
Belgrano R.  
1426 Buenos Aires

TE. 552-3291/9313/7771.

LA POLITICA CAMBIARIA Y EL IMPACTO FISCAL DEL  
SERVICIO DE LA DEUDA PUBLICA

por

Roque B. Fernández  
Agosto 1987

N° 59

# LA POLITICA CAMBIARIA Y EL IMPACTO FISCAL DEL SERVICIO DE LA DEUDA PUBLICA

Roque B. Fernández  
(C.E.M.A)

## SINTESIS.

El fuerte endeudamiento externo del sector público de numerosos países en desarrollo ha generado una gran sensibilidad de las finanzas públicas a cambios en el servicio de la deuda externa. En este trabajo se discute la relación entre la política cambiaria y las finanzas públicas en un modelo que permite una consideración explícita del rol que juega el déficit operativo y el déficit financiero del sector público. El modelo también permite analizar la dinámica del tipo real de cambio con trayectorias de apreciación y depreciación sin recurrir a supuestos sobre rigideces estructurales de variables nominales.

# LA POLITICA CAMBIARIA Y EL IMPACTO FISCAL DEL SERVICIO DE LA DEUDA PUBLICA

## 1. Introducción

Las discusiones de política cambiaria tradicionalmente se orientan a considerar las ventajas e inconvenientes de regímenes alternativos con respecto a la dinámica de ajuste de variables económicas, sin embargo, rara vez se incorpora en la discusión el impacto de la política cambiaria sobre el presupuesto del sector público. Esta discusión adquiere particular relevancia en aquellos países que cuentan con un sector público fuertemente endeudado con el exterior.

Un fuerte endeudamiento externo - frecuentemente debido al financiamiento de empresas públicas - da lugar a una doble relación con la política cambiaria ya que la situación económica de estas empresas se ve afectada tanto por el nivel del tipo de cambio real como por la tasa de devaluación de la moneda doméstica con respecto a la moneda extranjera. El tipo de cambio real - definido como la relación entre el valor nominal de la moneda extranjera deflactado por un índice de precios doméstico -

afecta a la empresa pública en la medida que es un precio relativo relevante para determinar la rentabilidad y la asignación de recursos propios. La tasa de devaluación de la moneda doméstica con respecto a la moneda extranjera afecta la situación financiera de la empresa pública ya que normalmente estas empresas cuentan con activos y pasivos financieros denominados tanto en moneda doméstica como en moneda extranjera.

El objetivo de este trabajo es incluir dentro de un modelo macroeconómico la relación entre política cambiaria y finanzas del sector público sin determinar a priori una dirección de causalidad . Es decir, al analizar esta relación no se postula una relación causal unidireccional - por ejemplo, la política cambiaria "causa" ciertos efectos en las empresas públicas - sino que por el contrario se postula una relación bidireccional que permite efectos cruzados de política cambiaria a finanzas públicas y viceversa, reproduciendo alguno de los resultados obtenidos en Fernandez y Rodriguez (1982). También se reproducen resultados obtenidos en algunos trabajos mas recientes sobre el tema que se citan en la sección final de referencias. Al discutir a nivel agregado o macroeconómico esta vinculación bidireccional se propone un modelo simple que integra elementos comunes a lo que en la literatura económica se conoce como enfoque monetario del balance de pagos, expectativas racionales, y la teoría del impuesto inflacionario.

## 2. Restricción Presupuestaria del Sector Público Consolidado

Para fines analíticos, frecuentemente se considera al sector público compuesto de dos instituciones principales: una la denominaremos administración central e incluye el gobierno federal mas gobiernos provinciales y municipales, y la otra incluye todas las empresas públicas. Sin embargo, dado el propósito que aqui perseguimos, consideramos conveniente tratar con una sola institución consolidada en base a la siguiente restricción presupuestaria:

$$G - T + i.B + i*.F = \delta B/\delta t + \delta F/\delta t + D \quad (1)$$

donde G representa el total de gastos del sector público que excluye intereses sobre deuda externa e interna, mientras que T representa ingresos tributarios por contribuciones y venta de servicios públicos - la diferencia G - T suele denominarse "deficit operativo". La tasa nominal de interés doméstica se simboliza con "i", mientras que "B" es el stock de deuda doméstica, "i\*" es la tasa de interés externa, "F" es el stock de deuda externa,  $\delta B/\delta t$  es endeudamiento interno neto,  $\delta F/\delta t$  es endeudamiento externo neto, y D es el déficit resultante que se financia con el Banco Central - que también suele denominarse "déficit a monetizar".

La tasa de interés real, tanto doméstica como externa se la supone constante, exógena, e igual a cero para simplificar el análisis. Niveles distintos de cero para la tasa real de interés - mientras se mantenga el supuesto de exogeneidad - no cambian las principales conclusiones cualitativas de este trabajo; aunque más adelante modificaremos parcialmente este supuesto. Entonces, el supuesto de tasa real de interés significa que:

$$i = \pi \quad \text{y} \quad i^* = \epsilon \quad (2)$$

donde  $\pi$  es la tasa de inflación esperada (que se supone igual a la tasa de inflación actual), y donde  $\epsilon$  es la tasa de devaluación esperada (que se supone igual a la tasa de devaluación actual). Substituyendo (2) en (1), y dividiendo ambos miembros por  $E$ , se tiene:

$$g - t + \pi \cdot b + \epsilon \cdot f = (\delta B / \delta t) / E + (\delta F / \delta t) / E + D / E \quad (3)$$

donde con minúscula se representan en moneda extranjera las mismas magnitudes anteriormente expresadas con mayúsculas en moneda doméstica.

Ahora, teniendo en cuenta que:

$$(\delta B / \delta t) / E = \delta b / \delta t + b \cdot \epsilon$$

$$(\delta F / \delta t) / E = \delta f / \delta t + f \cdot \epsilon$$

la expresión (3) puede describirse como

$$g - t + (\pi - \epsilon).b = \delta b / \delta t + \delta f / \delta t + D/E \quad (5)$$

En (5) los términos del segundo miembro representan el endeudamiento neto, tanto doméstico como externo, que resulta necesario para financiar el déficit operativo más el déficit financiero del sector público. Aquí al déficit financiero se lo define por el término  $(\pi - \epsilon).b$ , que representa los intereses devengados por la deuda doméstica " $\pi.b$ " menos la refinanciación doméstica de estos intereses " $\epsilon.b$ ". Para evitar confusiones conviene advertir que nuestra definición de déficit financiero difiere de otra definición comúnmente usada que se refiere a la diferencia entre intereses percibidos e intereses pagados.

Para modelar adecuadamente el financiamiento del sector público de un país en desarrollo es importante distinguir si el país en cuestión se encuentra en una situación normal de servicio de la deuda o si se encuentra en un proceso de reestructuración de pagos externos. En el primer caso - con normal servicio de la deuda - los términos  $\delta b / \delta t$  y  $\delta f / \delta t$  pueden ser positivos indicando de que es posible que tanto los acreedores domésticos como los extranjeros estén dispuestos a aumentar sus tenencias de instrumentos de deuda del país. Sin embargo, si el país en cuestión se encuentra en proceso de reestructuración de la deuda, no es oportuno suponer que habrá acreedores dispuestos a aumentar

sus préstamos. En este caso la disponibilidad de fondos frescos depende de las negociaciones con acreedores y organismos multilaterales, y en el mejor de los casos las negociaciones conducen a arreglos que permiten mantener el status-quo, pero de manera alguna puede pensarse que estos arreglos consiguen solucionar en forma definitiva lo que en forma genérica se denomina el "problema de la deuda". El proceso de negociación de la deuda y el análisis de propuestas alternativas se presenta con mayor detalle en Fernandez(1987) donde también se analizan brevemente los casos de Argentina, Brasil, Chile y Mexico.

Entonces, bajo la hipótesis de que el país que analizamos se encuentra en proceso de restructuración del servicio de su deuda externa, suponemos que las negociaciones conducen a una situación donde se mantiene el stock de endeudamiento total medido en moneda extranjera, es decir, se supone que  $\delta b / \delta t = 0$  y que  $\delta f / \delta t = 0$ . Luego, utilizando estos supuestos, (5) puede escribirse como:

$$g - t + (\pi - \epsilon) \cdot b = D/E \quad (6)$$

Esta particular forma de agregar el sector público pretende enfatizar aspectos que hacen al impacto de la política cambiaria, fundamentalmente determinada por  $\epsilon$ , de otros aspectos que, si bien son importantes, no se analizan en el presente trabajo. Un elemento importante que se deja de lado es el impacto del nivel del tipo real de cambio sobre "g" y "t" - aunque no



sería sumamente complicado introducir este efecto redefiniendo la restricción presupuestaria del sector público.

### 3. Política Cambiaria y Balance de Pagos

La hipótesis de política cambiaria consiste en suponer que el Banco Central determina la trayectoria del tipo nominal de cambio de manera coherente con el resto de su política económica, especialmente su política de financiamiento del gasto público. Este concepto, que se precisará mas adelante, para fines prácticos no difiere de los mecanismos de intervención cambiaria ampliamente utilizado en países que no tienen un auténtico sistema de libre flotación. Entonces, al tipo de cambio determinado por la política cambiaria, el Banco Central compra o vende moneda extranjera dando lugar a la siguiente relación:

$$(\delta R/\delta t).E + D = \delta M/\delta t \quad (7)$$

donde  $\delta R/\delta t$  es el cambio en reservas en moneda extranjera del Banco Central, y  $\delta M/\delta t$  es el cambio en la base monetaria. Entonces la ecuación (7) establece que la base monetaria cambia debido a cambios en la posición de reservas en moneda extranjera o por créditos otorgados al sector público por el Banco Central.

La expresión (7) puede expresarse también en moneda extranjera como sigue:

$$\delta R/\delta t + D/E = (\delta M/\delta t)/E \quad (8)$$

Ahora, definiendo  $m \equiv M/E$  se tiene que

$$(\delta M/\delta t)/E = \delta m/\delta t + m.\epsilon \quad (9)$$

Combinando (8), (9) y (6) se obtiene la siguiente expresión:

$$\delta R/\delta t + d + (\pi - \epsilon).b = \delta m/\delta t + m.\epsilon \quad (10)$$

donde se utiliza la definición  $d \equiv g - t$ . La expresión (10) tiene una interpretación económica simple pues el segundo miembro de la igualdad es la emisión de base monetaria - medida en moneda extranjera - que se utiliza para financiar los elementos del primer miembro de la igualdad. Medidos en moneda extranjera, estos elementos son: la adquisición de reservas,  $\delta R/\delta t$ , la financiación

del déficit operativo,  $d$ , y la financiación de lo que aquí denominamos déficit financiero,  $(\pi - \epsilon).b$ .

El cambio de reservas en el Banco Central responde a las operaciones de la cuenta comercial y al influjo neto de capitales desde el exterior, pero, dado que suponemos que no hay influjo neto de capitales debido al problema de restructuración de deuda (para un modelo similar que incluye movimiento imperfecto de capitales vease Fernández(1985)), el cambio en reserva se hace depender de una función de exportaciones netas

$$\delta R / \delta t = n(e) \tag{11}$$

donde  $n(e)$  representa la balanza comercial que depende positivamente del tipo real de cambio  $e \equiv E/P$ , siendo  $P$  el nivel de precios domésticos. Mas adelante se introducirá una modificación a la ecuación de la balanza comercial para incluir un efecto de precios relativos y de variación de los términos de intercambio.

Combinando (10) y (11) se obtiene la siguiente relación

$$n(e) + d + (\pi - \epsilon).b = \delta m / \delta t + m\epsilon \tag{12}$$

que para completarse necesita de la especificación de una demanda

de dinero que suponemos de la siguiente forma

$$M/P = l(\pi) \quad ; \quad \delta l / \delta \pi < 0 \quad (13)$$

multiplicando y dividiendo por E se tiene que

$$(M/E) \cdot (E/P) = l(\pi) \quad (14)$$

que suponiendo la existencia de una función inversa podemos escribir como

$$\pi = h(m.e) \quad ; \quad \delta h / \delta (.) < 0 \quad (15)$$

Utilizando la definición

$$(\delta e / \delta t) / e \equiv \epsilon - \pi \quad (16)$$

conjuntamente con (12) y (16) se puede especificar la siguiente forma reducida del modelo:

$$\delta m / \delta t = n(e) + b.[h(m.e) - \epsilon] + d - m.e \quad (17)$$

$$(\delta e / \delta t) / e = \epsilon - h(m.e) \quad (18)$$

El análisis de estado estacionario de este sistema (las condiciones de estabilidad se discuten mas adelante) nos permite ilustrar la relación bidireccional entre política cambiaria y

finanzas del sector público, tema que discutimos a continuación.

#### 4. Política Cambiaria y Finanzas del Sector Público.

Consideremos las propiedades de una solución de estado estacionario en el sistema descrito anteriormente cuyas características sean valores estables para: el nivel de reservas internacionales, el stock de moneda doméstica medida en términos de moneda extranjera, y el tipo real de cambio. Usando las relaciones anteriores esto significa que

$$n(e) = 0, \implies e = e^* \quad (19)$$

donde  $e^*$  es la solución de estado estacionario para el tipo real de cambio. Utilizando  $e^*$  en (18),

$$0 = \epsilon - h(m.e^*), \implies m = m^* \quad (20)$$

luego, utilizando (19) y (20) en la correspondiente ecuación de estado estacionario para (17) se obtiene:

$$d = m^*.\epsilon \quad (21)$$

Esta condición de estado estacionario indica un aspecto muy importante de la relación bidireccional de la política

cambiaría y las finanzas del sector público. Específicamente (21) establece que las finanzas del sector público - o política fiscal, que en este modelo se representa con "d" - no puede especificarse independientemente de la política cambiaria, ni viceversa. Obsérvese que, por ejemplo, una vez determinada la política cambiaria mediante la elección de un valor para  $\epsilon$ ; la ecuación (20) determina  $m^*$ , y por lo tanto hay un solo nivel para el déficit operativo que no puede ser diferente de  $m^* \cdot \epsilon$ . Normalmente, la proposición contraria no se cumple; es decir dado un déficit operativo puede haber más de una política cambiaria consistente con el déficit operativo. Este tópico está estrechamente relacionado con lo que se suele denominar la teoría del impuesto inflacionario que expondremos brevemente a continuación.

Para ilustrar, supóngase que la demanda por dinero es de la forma propuesta por Phillip Cagan, y por lo tanto la condición (21) se reduce a:

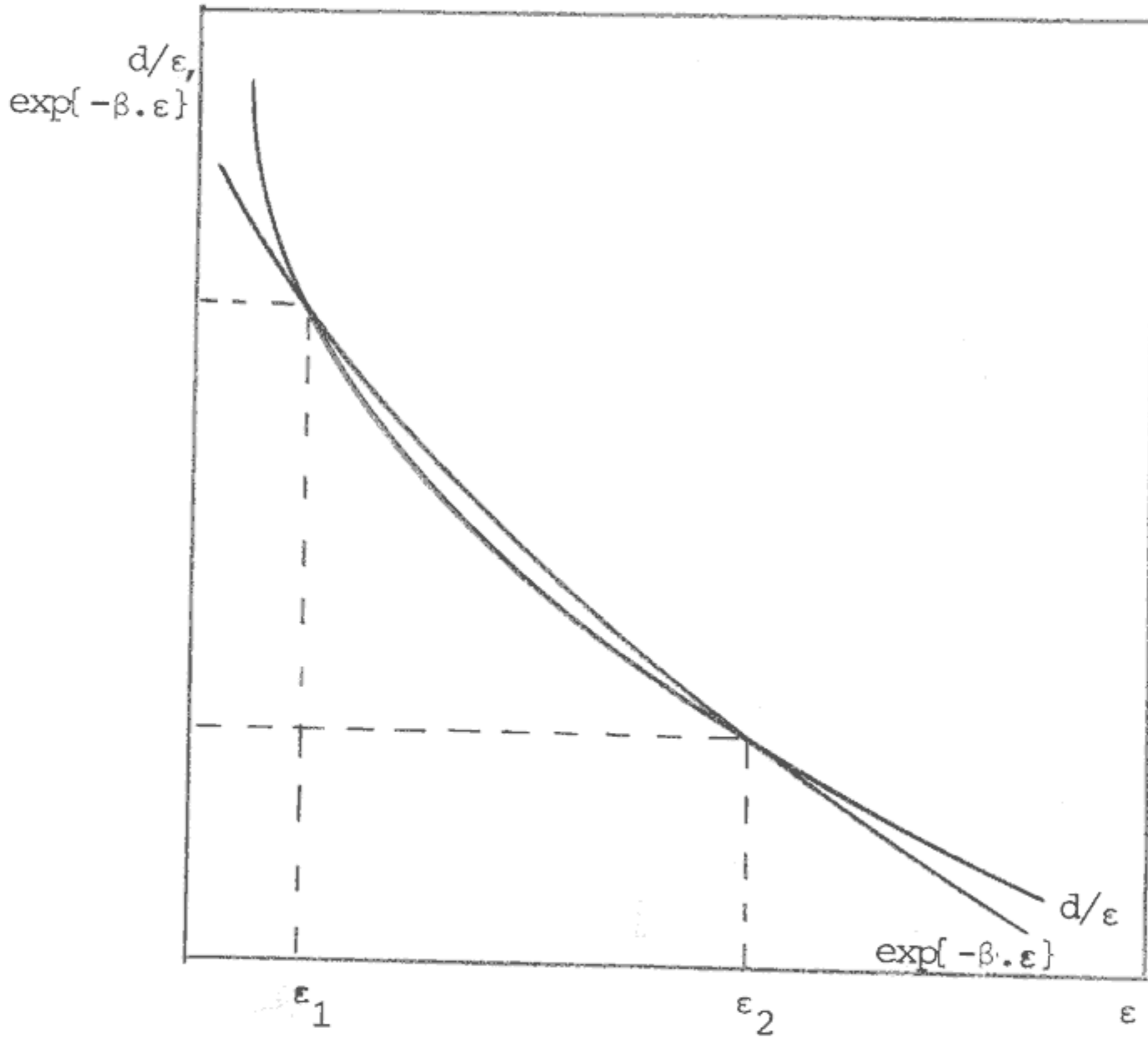
$$d = \exp\{-\beta \cdot \epsilon\} \cdot \epsilon, \text{ o alternativamente,}$$

$$d/\epsilon = \exp\{-\beta \cdot \epsilon\} \tag{22}$$

En la Figura 1 se grafica la solución a (22) donde se muestra que para cada valor de "d" existen dos valores de  $\epsilon$ , es decir hay dos políticas cambiarias  $\epsilon_1$  y  $\epsilon_2$  consistentes con un nivel único de déficit operativo. Es importante destacar aquí que ambas

FIGURA 1.

Política Cambiaria y Finanzas del Sector Público.



soluciones pueden ser viables ya que, a diferencia de la literatura convencional sobre el impuesto inflacionario (vease por ejemplo, Fernández y Mantel(1985), Dornbusch y Fisher(1985) o Dornbusch (1986)) la condición (21) es una condición necesaria para la existencia de un estado estacionario y no es precisamente una condición de estabilidad. Normalmente se suele argumentar que una de estas soluciones debe descartarse - en modelos de economías cerradas y bajo hipótesis de expectativas adaptativas - porque se encuentran en una region donde el modelo es inestable. Esto no es así en el presente modelo ya que como mostraremos en la proxima sección, la dinámica y estabilidad del mismo no dependen de la condición (21).

Otro aspecto importante que se ilustra con la condición (21) es lo que dió origen al titulo de este trabajo y se refiere al "impacto fiscal del servicio de la deuda pública"; aunque para lograr una mejor interpretación conviene revisar algunos de los supuestos previos.

Si en lugar de suponer que la tasa real de interés - tanto doméstica como internacional - en lugar de ser cero es una constante positiva deberíamos escribir (2) y (3) de forma tal que se incluyan los intereses reales. Alternativamente, podemos decir que los intereses reales de la deuda interna y externa se incluyen en "g" como gastos de naturaleza "operativa", y de esta manera nuestro déficit operativo incluiría los intereses reales de la deuda. Procediendo de esta manera es posible ilustrar



algunos de los aspectos mas dramáticos del "problema de la deuda" segun se ventilan en las continuas negociaciones entre deudores y acreedores en paises como Argentina, Brasil, y México.

Incluir in "d" los intereses reales significa que el déficit operativo deja de ser una variable exògena en el sentido que esta bajo el control de las autoridades econòmicas y pasa a convertirse en una variable exògena que depende de factores que estan fuera de control de tales autoridades. De esta manera, un aumento en la tasa de interès real externa puede dara lugar a que "d" aumente lo suficiente para que:

$$d > m^* . \epsilon \quad (23)$$

de ser este el caso significa que no existe politica cambiaria alguna que permita resolver el "problema de la deuda". Esto se ilustraria en la Figura 1 con las curvas separada una de otra de manera tal que la intersección no es posible.

En el análisis anterior es preciso aclarar que siempre esta a disposición del gobierno la politica de aumentar suficientemente los impuestos y de esta manera reducir "d" para encontrar una solución viable.

##### 5. Dinàmica del Tipo Real de Cambio y Déficit Financiero.

Para discutir aspectos dinámicos del modelo utilizamos la forma reducida presentada en las ecuaciones (17) y (18) y computamos la traza y el determinante:

$$\text{tr}(A) = [\delta h/\delta(\cdot)].(b.e - \epsilon - m) \quad (24)$$

$$|A| = [\delta h/\delta(\cdot)].[\epsilon.m + (\delta n/\delta e).e] \quad (25)$$

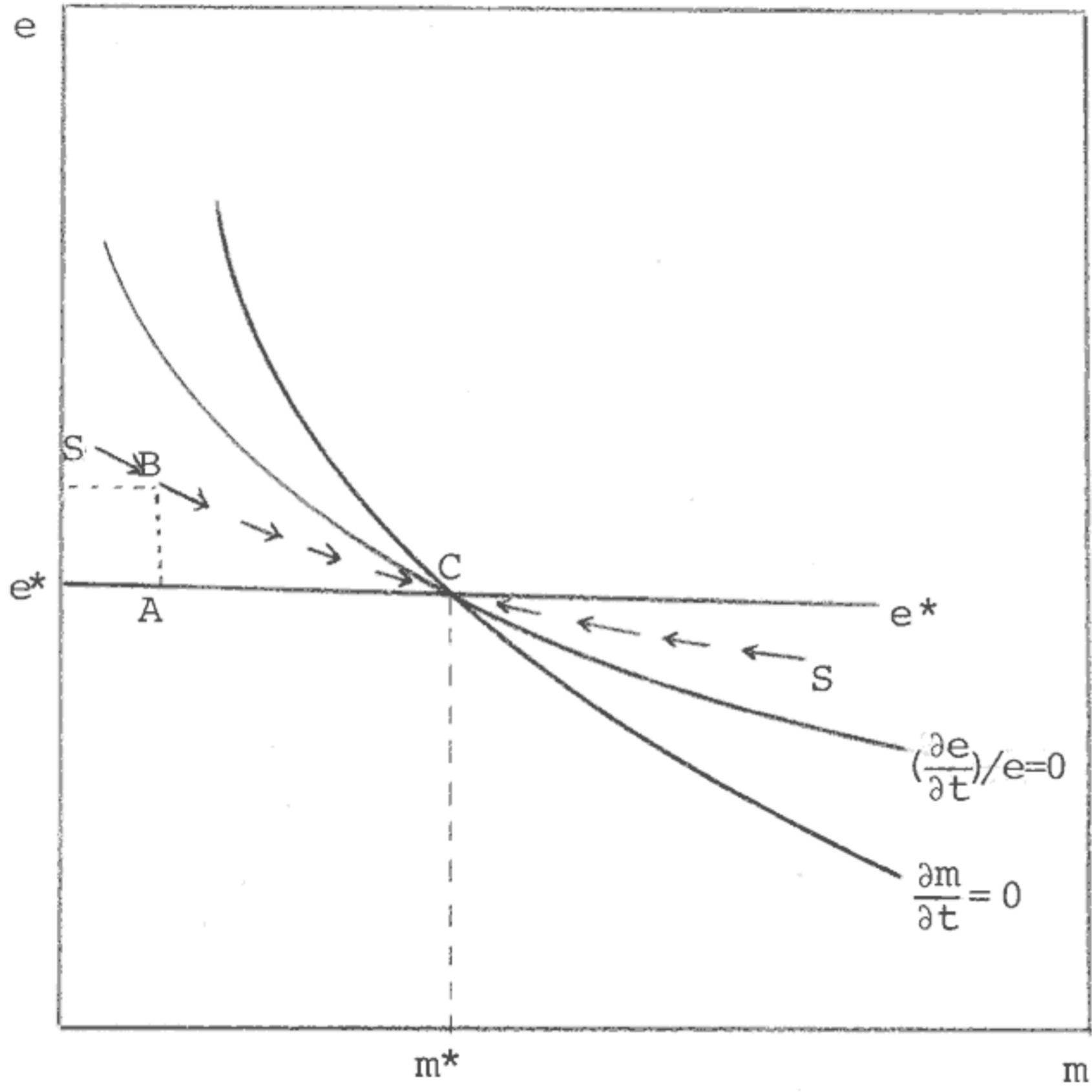
dado que  $\delta h/\delta(\cdot) < 0$ , el signo de la traza es ambiguo, mientras que el determinante es negativo. Esto significa que la solución es un punto de silla, y que existe una única trayectoria que conduce al equilibrio. Suponemos que con un modelo mas completo es posible especificar condiciones que aseguren que esta trayectoria será la que se elija, aunque suponemos que este puede ser un supuesto muy tentativo que requiere mayor investigación.

La dinámica del modelo se ilustra con el siguiente diagrama de fases - contruido bajo el supuesto que  $\delta n/\delta e + b.(\delta h/\delta(\cdot)).m < 0$  - donde la curva  $\delta m/\delta t = 0$  representa la ecuación (17); la curva  $(\delta e/\delta t)/e = 0$  representa la ecuación (18); y donde SS representa la trayectoria al equilibrio.

Si, por ejemplo, se establece un plan de estabilización que requiere reducir la tasa de devaluación de la moneda doméstica con respecto a la moneda extranjera se pasará a un nuevo equilibrio con saldos monetarios menores y la dinámica del tipo real de cambio será la siguiente: primero, de la posición

FIGURA 2.

Trayectoria del Tipo Real de Cambio.



inicial de equilibrio, simbolizada por A en la Figura 2, se pasa a B con una depreciación instantánea del tipo real de cambio; segundo, desde B se da lugar a una trayectoria hacia el punto de equilibrio C donde el tipo real de cambio se aprecia; tercero, la apreciación del tipo real de cambio ocurre con una tasa de inflación mayor que la tasa de devaluación. Esto último da lugar a las siguientes observaciones.

En primer lugar es perfectamente posible que por algún tiempo la tasa de inflación supere a la tasa de devaluación sin que esto signifique que exista algo "mal" con la política cambiaria; en segundo lugar, y observando la restricción presupuestaria del gobierno - en particular el término  $(\pi - \epsilon)$ .b - es perfectamente posible observar un deterioro en el "déficit financiero" sin que esto signifique una política financiera errónea por parte del gobierno. Estas consideraciones, que son fundamentalmente de naturaleza teórica, no pretenden dejar establecido que la continua apreciación del tipo de cambio o déficit financieros persistentes son aspectos por los cuales el gobierno no debe preocuparse. Mas bien el mensaje del modelo debe interpretarse en el sentido de que si la política fiscal es consistente con la política cambiaria - condición dada por (21) - el déficit financiero y la apreciación del tipo real de cambio pueden estar contribuyendo al ajuste mas que ser indicadores de un desequilibrio fundamental.

Otro aspecto que hace a la dinámica del tipo real de

cambio son la variaciones en precios de productos internacionales, o en términos de intercambio. Hasta aquí el modelo presentado no ha permitido analizar cambios en los términos de intercambio pero es perfectamente factible realizar una modificación para incluir este efecto. A tal fin supóngase que la función de exportaciones netas incluye ahora un término en precios relativos de exportaciones e importaciones. O sea, en lugar de (11) utilizamos la siguiente ecuación

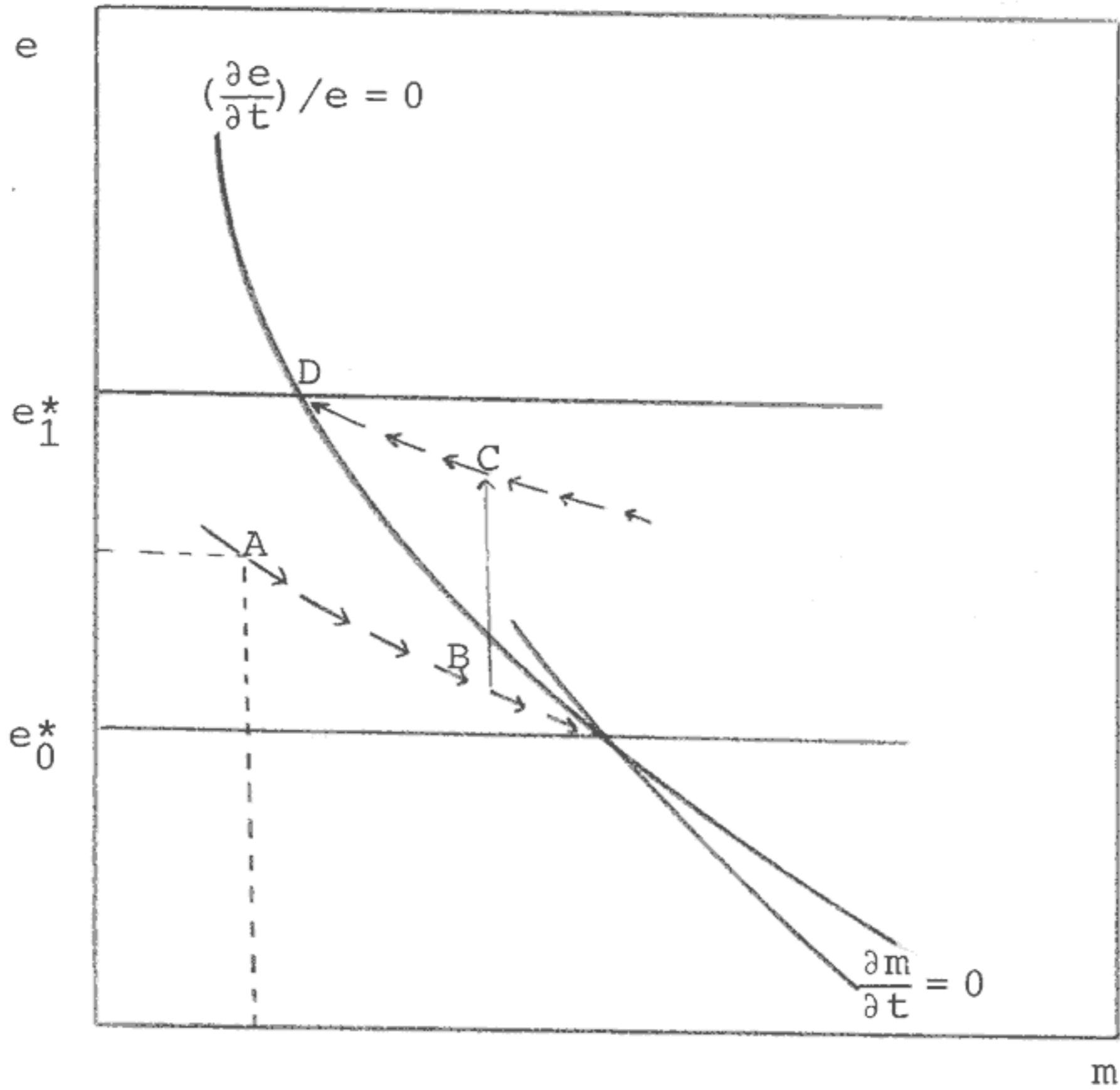
$$\delta R / \delta t = n(P_x / P_m, e) \quad (26)$$

donde ahora la balanza comercial también depende positivamente del precio relativo de las exportaciones con respecto a las importaciones que, para un país pequeño, es una variable exógena. La solución del modelo con esta modificación no se afecta substancialmente ya que los términos de intercambio es simplemente un parámetro dentro del modelo. El efecto de un deterioro de los términos de intercambio se ilustra en la Figura 3, donde también se supone un proceso de estabilización en progreso.

Observese que la ecuación (26) significa que un deterioro de los términos de intercambio requiere un tipo real de cambio mayor si en el estado estacionario las reservas internacionales permanecen constantes. Esto significa que un deterioro de términos de intercambio desplaza el tipo real de cambio de  $e^*_0$  a  $e^*_1$ , como ilustra la Figura 3. El ajuste dinámico del sistema

FIGURA 3.

Modificación de Términos de Intercambio.



sería como sigue: primero, y como consecuencia de un plan de estabilización, la trayectoria del tipo real de cambio es decreciente donde la tasa de devaluación es inferior a la tasa de inflación. Segundo, y como consecuencia de un cambio permanente y no anticipado en términos de intercambio el nuevo punto de equilibrio de largo plazo es D. Tercero, para llegar a D, el tipo real de cambio salta de B a C para luego avanzar gradualmente de C a D, donde la tasa de inflación es inferior a la tasa de devaluación. Observese que en este último tramo el tipo real de cambio se aprecia y existe superavit financiero en el sector público, sin embargo, esto que, normalmente se considera auspicioso para el país, en realidad refleja un movimiento de ajuste donde el país se empobrece debido al deterioro de sus términos de intercambio.

## 6. Discusión.

El análisis de la política cambiaria y el impacto fiscal del servicio de la deuda pública induce a considerar dos tópicos principales: uno es la interdependencia entre la política cambiaria y la política fiscal y otro es la dinámica del tipo real de cambio.

Con respecto al primer tópico hay tres aspectos que merecen atención especial. En primer lugar la política cambiaria no puede especificarse independientemente de la política fiscal. La razón para ello es que con la política cambiaria indirectamente

se está fijando la recaudación de estado estacionario del impuesto inflacionario, y esta recaudación tiene que ser compatible con las otras variables fiscales a los efectos de respetar la restricción presupuestaria del sector público consolidado. En segundo lugar, para un déficit operativo dado, pueden existir múltiples políticas cambiarias y presumiblemente los gobiernos optan por aquella política que implica una menor tasa de devaluación. En el contexto del modelo aquí discutido esto es perfectamente posible ya que, a diferencia de otros modelos, las condiciones de estabilidad no están vinculadas a la política cambiaria particular que el gobierno elija. En tercer lugar, al incluir los intereses reales de la deuda externa en la definición de déficit operativo se incorpora en el análisis un nuevo elemento exógeno. Esto da lugar a la discusión sobre las condiciones de renegociación de la deuda externa y la factibilidad de algunas soluciones propuestas. En ciertas instancias se suele argumentar que el servicio de la deuda externa significa valores para el déficit operativo que exceden la posibilidades de financiación con instrumentos domésticos - incluido el impuesto inflacionario - y por lo tanto es necesario lograr acuerdos con refinanciación de intereses reales o quita de intereses. Esta situación es ilustrada por el modelo que aquí hemos presentado, pero de ninguna manera pretendemos afirmar que esta sea la situación real de los países que renegocian su deuda externa. Por el contrario, mi evaluación de la situación de varios de estos países indicaría que sus problemas externos son más el resultado de políticas doméstica erróneas que factores



exògenos fuera de su control.

Con respecto al segundo tòpico hemos mostrado la posibilidad de ajustes del tipo real de cambio que muestran trayectorias con apreciaciones y depreciaciones reales en movimientos a situaciones de equilibrio ya sea por cambios en políticas de estabilización o de variaciones de términos de intercambio. Todos estos movimientos que contribuyen a explicar experiencias prácticas se pueden lograr en modelo donde no se recurre a restricciones artificiales ni rigideces estructurales de variables nominales. Es decir, se mantienen las propiedades de neutralidad de largo plazo de variables nominales.

## REFERENCIAS

Dornbusch, Rudiger, Dollars, Debts, and Deficits, MIT Press, 1986.

Edwards, Sebastian, "The Order of Liberalization of the Balance of Payments: Should the Current Account Be Opened First?", World Bank Staff Working Papers, #710, 1984.

Fernández, Roque, "The Expectations Management Approach to Stabilization in Argentina during 1976-1982". World Development, pp. 871-892, 1985.

Fernández, Roque, "Debt Transactions in Secondary Markets", Documentos de Trabajo Cema, a publicar 1987.

Fernandez R. y Mantel R., "Fiscal Lags and the Problem of Stabilization", CEMA, mimeo, 1985.

Fernández R. y Rodríguez C., Inflación y Estabilidad, Ediciones Macchi, Buenos Aires, 1982.

Khan, Mohsin, S., "Macroeconomic Adjustment in Developing Countries: A Policy Perspective", Research Observer, January 1987, pp. 23-42.

Rodriguez, Carlos, "Algunas Consideraciones Teoricas sobre la Estabilidad de Reglas Alternativas de Politica Cambiaria", Cuadernos de Economia, Abril, 1980.

Stanley Fisher y Rudiger Dornbusch, "Frenando Las Hiperinflaciones del Pasado y Presente", XX Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economia Política", 1985.