

Ministerio de Economía y Producción de la República Argentina

(Julio de 2004)

ARGENTINA, EL FMI Y LA CRISIS DE LA DEUDA (*)

1. Introducción

El staff del Fondo Monetario Internacional (FMI) ya ha realizado una primera evaluación de las lecciones que puede dejarnos la crisis argentina (1). En esa evaluación se analizaron los errores en que incurrieron las autoridades nacionales y que condujeron a la crisis, y, hasta cierto punto, el papel que jugó el FMI al respaldar esas políticas fallidas. El FMI también ha encomendado a su propia Oficina de Evaluación Independiente (OEI) la elaboración de otro informe (2). La publicación de este documento ha sufrido retrasos y, finalmente, el mismo ha sido puesto en la página del Fondo a fines de julio del comente año. Idealmente, sería provechoso que de la discusión de ese documento por el Directorio del Fondo se extrajeran enseñanzas que permitieran mejorar la calidad de las políticas implementadas, de modo de evitar repetir los errores del pasado. Esto, por supuesto, no sólo involucra a las autoridades nacionales sino también al mismo FMI, que con frecuencia impulsó y recomendó políticas inadecuadas que generaron elevados costos para la economía argentina.

Sin embargo, estas evaluaciones omiten el tratamiento de un tema de gran importancia: la experiencia de Argentina tras la crisis, durante la cual se manifestó con especial crudeza la carencia por parte del FMI de un marco de análisis adecuado para la formulación de propuestas de política económica en la Argentina.

En efecto, ambos trabajos, el oportunamente hecho por el propio staff y el de la OEI, se centran en los errores cometidos en la década de los noventa, en los años 2000 y 2001. Pero resulta imprescindible, agregar a ese análisis lo acontecido en los años inmediatamente posteriores a la crisis.

Por ello el objetivo de este Análisis es evaluar críticamente la experiencia de Argentina en sus relaciones con el FMI tras el derrumbe de la Convertibilidad. Si bien resulta imprescindible una acabada comprensión del conjunto de factores que

determinaron el derrumbe del esquema de los noventa, el presente documento pone énfasis en los aspectos vinculados con los pronósticos, recomendaciones de política y los diagnósticos de la institución multilateral, particularmente en el marco de una reestructuración integralmente sustentable de la deuda (3).

Entre las cuestiones de mayor interés se encuentran las siguientes:

- El papel del FMI en las crisis de deuda: ¿Por qué el tratamiento ha sido radicalmente diferente en el período posterior al "default" de Argentina? ¿En qué medida es la sostenibilidad de la deuda el criterio que guía la posición del FMI en las negociaciones por la reestructuración de las obligaciones externas de Argentina?
- El llamado nuevo paradigma, consistente en no usar fondos públicos para rescatar inversiones de riesgo del sector privado, ¿Es la aplicación de este criterio en el caso argentino internamente consistente?
- El asesoramiento posterior a la devaluación y "default": ¿Cuáles fueron el diagnóstico y las recomendaciones que el equipo técnico del FMI hizo?
- Respecto a la condicionalidad en materia de reformas estructurales: ¿Se ha ceñido el FMI a lo estrictamente indispensable para asegurar el cumplimiento de los objetivos macroeconómicos?
- En cuanto al nivel adecuado del superávit primario: ¿Hay una fórmula universal o en cada acuerdo con el FMI deberían fijarse criterios específicos adaptados a la situación particular de cada país?

A la luz de la experiencia argentina, en este Análisis se extraen ciertas conclusiones y se proponen cambios en la manera en que el FMI enfoca el caso argentino, particularmente frente a la crisis de la deuda, con el fin de alcanzar una reestructuración integralmente sostenible.

2. Las crisis de deuda y el FMI.

Desde su creación en 1945, como consecuencia de la conferencia de Naciones Unidas celebrada en Bretton Woods, el FMI ha atravesado diversas etapas en cuanto a su rol en el sistema financiero internacional. En los años setenta, con el abandono de los tipos de cambio fijos para las principales monedas (patrón oro-dólar), el FMI tuvo que adaptarse a un papel "teóricamente" más pasivo en un nuevo mundo con tipos de cambio flotantes e inflación. Sin embargo, a partir de los años ochenta, con las sucesivas crisis de la deuda de los países en desarrollo, el FMI retomó el centro de la escena en el sistema financiero internacional con la

responsabilidad de decisión sobre préstamos y rescates de países en dificultades, además de su tradicional misión como fuente de información, asesoramiento, prevención y advertencia sobre el conjunto de las políticas adoptadas por los países miembros.

En efecto, una vez agotado el reciclado de los excedentes de los países petroleros hacia las economías en desarrollo y, como resultado de la suba de las tasas de interés internacionales registrada a partir de fines de los años 70, se desató una extendida crisis de la deuda, particularmente en Latinoamérica. Desde agosto de 1982, mes en el que Méjico dejó de servir regularmente sus compromisos con la banca comercial, varios países siguieron su camino, entre ellos la Argentina. A partir de ese momento se podría decir que se sucedieron varios enfoques para el tratamiento de la deuda.

- En una primera etapa, entre 1982 y 1985, se consideraba, equivocadamente, que el problema era temporario y circunscrito a determinados deudores. El mero transcurso del tiempo ("mudling through") sumado al ajuste de las economías deudoras y la reprogramación de la deuda alcanzarían para superar la crisis. Lamentablemente, el problema no fue para nada transitorio como presuponía este enfoque y lo único que se logró fue prolongar la agonía de las economías endeudadas.

- Hacia fines de 1985 se lanzó el denominado Plan Baker para el tratamiento de la deuda, con el objetivo de reforzar la estrategia seguida hasta entonces. La iniciativa destacaba la necesidad del ajuste estructural orientado al crecimiento, principalmente en los llamados sectores productores de bienes transables internacionalmente, la importancia de revertir el financiamiento neto negativo de los bancos comerciales y la jerarquización de las funciones de las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs), particularmente el Banco Mundial, con el objeto de financiar proyectos para el desarrollo que permitieran recuperar el crecimiento y la capacidad de pago de los países endeudados. La estrategia Baker no logró sus objetivos, que eran la reanudación de los pagos totales de los servicios de la deuda y la recuperación del acceso a los mercados internacionales de crédito en condiciones "normales". Por el contrario, los bancos comerciales dejaron de hacer aportes netos positivos y las IFIs se convirtieron en la única fuente de recursos, por supuesto insuficientes, destinados a proyectos de inversión.

- En marzo de 1989, el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Nicholas Brady, lanzó una nueva propuesta para el tratamiento de la deuda. La misma propició, a diferencia de las anteriores, la necesidad de reducir la deuda contractual. El FMI, el resto de la IFIs, y los gobiernos de los principales países respaldarían la operación actuando como garantes. Efectivamente, los menús de opciones en el marco de la estrategia Brady incluyeron canjes de la vieja deuda a cambio de nueva deuda reducida en su principal o intereses, parcialmente garantizada con los fondos adicionales otorgados por las IFIs (4).

Varios países firmaron acuerdos de reestructuración de deuda bajo la iniciativa Brady, entre ellos la Argentina. En abril de 1992 se firmó un acuerdo de principios. A mediados del mismo año una buena parte de los acreedores habían revelado su selección de cartera entre los bonos par, con una reducción de tasas respecto a las prevaletientes en aquellos años, y los bonos con descuento, con una quita del 35 % del valor nominal. Finalmente, en abril de 1993 se produjo el canje definitivo de los viejos bonos (producto de refinanciaciones previas) por los nuevos bonos Brady.

Si bien las perspectivas de recuperación de los países deudores mejoraron respecto a las estrategias anteriores, el acuerdo lejos estuvo de significar una solución permanente para la Argentina. Entrados los años noventa se fueron sucediendo nuevas crisis en varias economías, incluyendo algunas que habían concertado reestructuraciones de deuda en el marco de la estrategia Brady. Es que las reducciones de deuda no resultaban en absoluto gratuitas, sino que se concedían a cambio de garantías ("enhancements") de la nueva deuda, otorgadas por las IFIs. El esquema significó un intercambio de deudas con distinto "seniority" que "justificaban" la quita. Se redujo la deuda no garantizada con los bancos privados, que se intercambió por una deuda parcialmente garantizada por las IFIs y los tesoros de algunos países avanzados. La magnitud de la reducción neta de la deuda se podía determinar a partir del valor de mercado de la deuda privada y en función de las garantías ofrecidas que formaban parte inextricable de los acuerdos (5).

De este modo, luego del hiato provocado por la crisis de la deuda en la década del ochenta las economías de la región ingresaron a la nueva fase de globalización financiera de los noventa con la pesada herencia de un abultado endeudamiento, cuyo servicio seguía representando una onerosa carga. Sin

embargo, en el transcurso de esa década se produjo una notoria reducción de las tasas de interés en el mercado financiero internacional que, en el marco de un creciente proceso de globalización financiera, generó una abundancia de capitales en el mundo desarrollado, la cual fue reciclada hacia las llamadas economías emergentes (6). Durante algunos años, varios países emergentes que habían liberalizado sus cuentas de capital experimentaron fuertes ingresos de fondos que permitieron contar con los recursos necesarios para hacer frente a sus necesidades de financiamiento al costo de un veloz incremento neto del endeudamiento. En algunos casos, esos ingresos de capitales alimentaron un proceso de fuerte valorización de activos locales, tanto reales como financieros, y un auge del crédito bancario. Tal como ya había ocurrido a fines de los años setenta y a inicios de los ochenta en las denominadas experiencias de liberalización del Cono Sur (Chile, Uruguay, Argentina) una de las manifestaciones de las "burbujas" provocadas por los flujos de capitales fue la generación de tendencias de endeudamiento no sostenibles que culminaron en episodios de crisis. Se sucedieron así las crisis del "Tequila", de las economías del sudeste de Asia, de Rusia, de Brasil y finalmente el derrumbe de la convertibilidad. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en periodos anteriores, en el actual contexto de globalización las crisis se transmiten o "contagian" entre países con una fuerza y velocidad sin precedentes (7).

Ante las crisis que se produjeron en diversos países, el FMI y el Tesoro estadounidense impulsaron un rol bastante activo para la institución multilateral como prestamista de última instancia, como estrategia para minimizar los daños (que se transmitían entre países a través del efecto "contagio"). Por su naturaleza, dicha estrategia plantea un problema, ya que disminuye los incentivos de los inversores a evaluar cuidadosamente los riesgos a que se exponen, porque pueden contar con que serán "rescatados", en caso de dificultades, por la asistencia del FMI al país deudor. Este efecto sobre los incentivos es conocido en la literatura académica como el problema del "riesgo moral" ("moral hazard") y la preocupación por sus posibles efectos perversos creció a medida que el FMI enfrentó necesidades crecientes de fondos, como resultado de la frecuencia de las crisis y la magnitud de las reversiones abruptas de los movimientos de capitales. Desde esta perspectiva, no era aceptable que la huida súbita en "manada" de los inversores en un determinado mercado emergente contara con la garantía implícita de un rescate por parte de los organismos internacionales, porque ello implicaba la utilización de

fondos públicos para impedir que los inversores privados sufrieran las consecuencias de una mala evaluación del riesgo, que, a su vez, acarreaba una "incorrecta" asignación de los recursos en el ámbito internacional. El alto nivel de las tasas de interés a la cual se invertían los fondos era un indicador inobjetable del riesgo asumido y los inversores debían ser forzados a asumir las pérdidas.

Esta es la posición que adoptó el gobierno de los Estados Unidos a partir del año 2000. Desde tal perspectiva, el esquema de salvatajes puesto en práctica hasta entonces por el FMI, el resto de los organismos multilaterales y los gobiernos de los países avanzados, habían generado incentivos "perversos" y había que volver a imponer las "leyes del mercado". La retórica con que se presentó este cambio de posición incluyó el argumento de que las pérdidas resultantes de los salvatajes son afrontadas por los contribuyentes de los principales países que aportan fondos a las IFIs. Sin embargo, no es menos cierto que, más allá de estos reales o supuestos costos para los contribuyentes de los países desarrollados, los salvatajes han operado demorando los cambios necesarios de políticas en los países deudores. De hecho, los costos "estructurales" de la refinanciación permanente de los préstamos de las IFIs pueden apreciarse en muchos casos y muy particularmente en el argentino.

Al mismo tiempo, Argentina, una economía de desarrollo y tamaño intermedio, pero con una deuda pública de magnitud y elevada ponderación en los llamados mercados emergentes, entró en cesación de pagos en medio de una crisis sin precedentes, muy probablemente la más profunda y prolongada de su historia económica. El fenomenal desequilibrio acumulado en los precios relativos durante los años noventa, hizo que, con el abandono formal del tipo de cambio fijo, la ya abultada deuda pública adquiriera dimensiones exorbitantes en términos del PIB, pasando de 53 % del PIB en 2001 (8) hasta casi 150 % luego del abandono formal de la Convertibilidad.

A diferencia de otros episodios devaluatorios recientes en economías emergentes, en el caso argentino se había acumulado un creciente retraso cambiario. Comparativamente con otras experiencias, la depreciación nominal argentina estuvo entre las mayores. Sin embargo, el traslado de la depreciación a los precios domésticos ("pass through") fue relativamente muy reducido y, en consecuencia, el tipo de cambio real se mantuvo relativamente más depreciado que en el resto de las experiencias aún después de transcurridos casi tres años.

En esta particular combinación de circunstancias, que conjuga la decisión de abandonar la práctica de los "salvatajes" y la singular situación de la Argentina, el FMI y el resto de la IFIs no sólo no están prestando fondos frescos sino que reclaman la reducción de su exposición crediticia. Esto reduce significativamente el margen de maniobra disponible para llegar a un acuerdo que minimice los costos para el país y sus acreedores y hace que la reestructuración de la deuda tenga características mucho más restrictivas que las verificadas en otros episodios, incluyendo la propia reestructuración de la deuda argentina de principios de los años noventa. En cierto sentido, la situación se asemeja la de una gran empresa privada que tuviera que reestructurar la deuda sin ayuda del estado y sin el "ordenamiento" brindado por la ley de quiebras (dado que no existe tal instrumento jurídico a nivel internacional). Como resultado de este conjunto de condicionantes, una reestructuración de la deuda, que sea integralmente sustentable, necesariamente, conlleva una reducción de una magnitud sin precedentes. El carácter inevitablemente desordenado y conflictivo del proceso claramente justificaría una asistencia "constructiva" de parte de alguna institución que representara los intereses de todos los involucrados, lo cual permitiría "coordinar" una reestructuración con el menor costo posible para las partes. Sin embargo, ello sólo tendría sentido si se hace en el contexto de cambio de políticas económicas que atiendan —como no se ha hecho en el pasado— a los costos estructurales de la refinanciación permanente.

3. ¿Es apropiado el nuevo paradigma para la actual coyuntura argentina?

El debate en el ámbito académico y entre los hacedores de políticas sobre la relevancia del "riesgo moral" como factor que distorsiona los flujos de capitales hacia los países emergentes no está cerrado, aunque la relevancia de dicho factor ha sido debilitada, tanto desde la perspectiva analítica como de la empírica. Incluso los más fervientes impulsores de la idea reconocen que la importancia del mencionado efecto ha sido probablemente sobreestimada.

No debería sorprender, entonces, que la aplicación del nuevo paradigma no sea tan generalizada como la retórica "oficial" proclama. Cuando se trata de países de importancia "estratégica", las IFIs y el tesoro estadounidense no han vacilado en utilizar criterios "ad-hoc". Este ha sido el caso frente a los problemas de países como

Turquía y Brasil, para citar los ejemplos más recientes, dos naciones cuya utilización de sus respectivas cuotas en el FMI es superior a la de Argentina.

Es intención de las autoridades argentinas continuar con la política de reducir la exposición que actualmente mantiene con el FMI en la medida en que las posibilidades fiscales y financieras así lo permitan. Esta decisión coincide con el propósito manifestado por el propio FMI aunque por motivos distintos. Los pobres resultados económicos observados durante los períodos en los cuales se mantuvieron acuerdos con el organismo y, como se explicará seguidamente, el mal uso que hace el Fondo de la condicionalidad, abonan nuestra decisión.

Dejando de lado la relevancia del riesgo moral como factor de peso en el comportamiento de los inversores, cabe preguntarse si la posición del FMI es consistente con la reducción de dicho efecto y, asimismo, si la actitud del organismo frente a las negociaciones por la reestructuración de la deuda es constructiva, en el sentido de que contribuye a minimizar los costos para ambas partes.

Es verdad que a un deudor soberano en problemas le conviene lograr un amplio grado de aceptación de la oferta de reestructuración de la deuda por parte de sus acreedores privados. Pero su capacidad de lograr ese grado de aceptación no debe tomarse como criterio fiable para evaluar la "buena fe" del deudor en sus tratativas con los acreedores privados.

De acuerdo con la política del FMI de "concesión de préstamos a países con atrasos", los deudores soberanos y los acreedores privados deberían intentar llegar a un acuerdo de "buena fe". Algunos acreedores intentan utilizar esa condición del Fondo para presionarnos. Inducir a las IFIs y a los gobiernos de los países avanzados a ejercer presión política sobre el deudor soberano no es un enfoque constructivo y, al final del camino, puede llegar a perjudicar a ambas partes involucradas.

¿Acaso un "acuerdo" entre un deudor soberano en default y los acreedores privados con fuerte respaldo político, producirá una situación de endeudamiento sostenible, tal como lo pretende la política de "concesión de préstamos a países con atrasos"? Una propuesta de reestructuración producto de negociaciones entre partes que tienen un respaldo desigual será más un reflejo del poder relativo de negociación de cada una, que de la sostenibilidad a mediano y largo plazo.

En síntesis, es contradictorio declarar que no deben utilizarse fondos públicos para rescatar a acreedores privados, pero en paralelo, utilizar presiones políticas

para apoyar intereses privados y así lograr que el deudor en problemas presente una oferta de reestructuración de una generosidad incompatible con sus recursos. En este sentido, que haya un amplio grado de aceptación de la oferta de reestructuración de la deuda es, en principio, conveniente para el deudor, pero sólo si la oferta presentada es consistente con la capacidad de pago del país.

Otro aspecto importante es que, justamente debido a que el servicio de la deuda reestructurada exige un esfuerzo fiscal considerable por parte del deudor en default, las políticas a implementar para viabilizar la transferencia de recursos a los acreedores deben tener suficiente consenso interno, lo cual implica que la reestructuración tiene que ser compatible con el crecimiento económico del deudor como para que la sociedad respalde el proceso. En otras palabras, deben tenerse debidamente en cuenta tanto los intereses de los acreedores (el consenso externo) como de los residentes y los inversores directos en el país (el consenso interno).

En otro plano, hay quienes sostienen que de lograr un alto grado de aceptación para su propuesta de reestructuración, Argentina recobraría rápidamente el acceso a los mercados de capitales. Este argumento parece presumir que cuanto más generosa sea la propuesta de reestructuración, menor será la renuencia de los potenciales inversores y acreedores a asumir nuevos riesgos en Argentina.

Esta hipótesis es, como mínimo, dudosa. La misma no toma en cuenta la tensión que existe entre el "atractivo" de una propuesta de reestructuración y la capacidad del deudor para cumplirla. Cuanto más atractiva es una propuesta para los acreedores, más probabilidades hay de que el deudor enfrente en el futuro problemas de financiamiento que comprometan su capacidad de pago. Por ello existe, en teoría, una quita óptima que minimiza los costos del default para ambas partes. No hay, en cambio, argumentos analíticos ni empíricos que fundamenten la presencia de algún grado de "proporcionalidad" entre la generosidad del deudor y un comportamiento recíproco por parte de los acreedores, presuntamente entusiasmados con la manifestación de "buena fe" del primero.

Por otro lado, no es evidente que el acceso al mercado internacional de capitales sea conveniente a cualquier costo, es decir a las tasas de interés a las cuales, presumiblemente, podría acceder Argentina en los primeros años tras la reestructuración. Si, debido a una reestructuración "generosa", la carga de la deuda en el futuro resultara elevada, es poco probable que los mercados opten por premiar la "buena fe" a través una reducción del costo de financiamiento de un mayor

volumen de crédito. Además, más que el acceso del sector público, sería deseable que el retorno al mercado internacional estuviera liderado por el sector privado, en un contexto donde pudiera tomar fondos sin que la carga de la deuda soberana le estableciera un piso exageradamente alto a la tasa de interés.

Esto no significa que en el corto plazo una reestructuración incompatible con la capacidad de pago de largo plazo de Argentina no pueda generar reacciones positivas en los mercados (hay consenso entre los analistas de los bancos de inversión acerca de que existen vanas reestructuraciones de deuda que no parecen garantizar una trayectoria sostenible, a pesar de lo cual esto aún no se ha manifestado en una crisis inmediata de financiamiento en los países involucrados y en ciertos casos, ha desatado, por el contrario, cierta "euforia"). Algunos potenciales nuevos prestamistas —sobre todo inversores profesionales— quizás estén dispuestos a aprovechar la bonanza de corto plazo a que podría dar lugar una propuesta de reestructuración de la deuda que complaciera especialmente a los tenedores de bonos. Pero seguramente también estarán preparados para deshacer rápidamente sus posiciones ante los primeros síntomas de dificultades, las que probablemente se presentarían a la primera señal de que el país tiene problemas para captar fondos necesarios para cumplir con sus obligaciones reestructuradas.

Resulta evidente que no da resultado jugar a apaciguar a los acreedores. Cuando un deudor en problemas cede ante presiones políticas inducidas por los acreedores privados está, en realidad, haciéndolo al precio de comprometer su acceso a los mercados de capital en el mediano y largo plazo. La única situación sostenible y coherente con el "nuevo paradigma" es llegar a un acuerdo de reestructuración que le permita al sector público del país deudor vivir con sus propios recursos durante un plazo considerable.

4. Errores del FMI en el diagnóstico de la crisis, en el pronóstico macroeconómico y en las políticas recomendadas.

La recesión que derivó en el colapso del régimen de Convertibilidad comenzó a mediados de 1998. La misma se profundizó desde mediados de 2001 cuando los agentes económicos se fueron convenciendo de la imposibilidad de sostener la relación cambiaria. Desde el máximo de la serie histórica, a mediados de 1998, hasta fines de 2001, cuando se produjo el abandono formal de la Convertibilidad, el producto acumuló una caída aproximada de 15 %. Durante el primer trimestre de

2002, luego de la devaluación inicial y la declaración del "default" de buena parte de la deuda pública, la actividad económica continuó derrumbándose. Sin embargo, y en contra de gran parte de los pronósticos que presagiaban un desplome aún mayor, a partir del segundo trimestre de 2002 la actividad tocó piso y comenzó una incipiente recuperación.

La evolución de la economía sorprendió al FMI. El asesoramiento brindado por dicha institución, particularmente durante el transcurso del crítico año 2002, no respaldó (ya sea por oponerse formalmente o por aceptar con muchas reservas) la mayoría de las medidas clave en materia de política fiscal y monetaria y de política económica en general, adoptadas por el gobierno argentino. Pero además falló rotundamente en sus pronósticos sobre la evolución de la economía y, en definitiva, en sus hipótesis sobre el comportamiento probable de los agentes económicos en la particular coyuntura que atravesaba el país.

a) Errores de pronóstico.

- Los técnicos del FMI ignoraron en un principio, y se resistieron luego a aceptar la evidencia que les fuera presentada en junio de 2002, de la existencia de fuertes indicios de que la actividad económica había llegado a un piso en el segundo trimestre de ese año y que había signos de recuperación. Como se recordará, estos signos de recuperación se hicieron evidentes en diversos sectores transables a partir del mes de abril de 2002. Con estos elementos se justificaba proyectar una caída de "sólo" 11 % para el mismo año (dado que el producto desestacionalizado estaba creciendo desde el segundo trimestre de 2002). Sin embargo, aún en septiembre de ese año, las autoridades del FMI pronosticaban una caída entre el 16 % y el 20 % del PIB (9), sin que para ellos tal escenario mereciera calificarse como una catástrofe (10). Por el contrario, la misión lo consideraba un escenario de "salida" razonable de la crisis, alcanzable solo bajo el cumplimiento de las siguientes cuatro condiciones: acuerdo con el FMI, resolución de la situación de los depósitos retenidos en el sistema financiero, acuerdo fiscal con las provincias y la continuidad de un bajo traslado de la depreciación a los precios.

- El argumento de los técnicos era que si bien se había logrado un cambio de precios relativos, producto de un bajo traslado de la depreciación a los precios internos, que favorecía a los sectores productores de bienes transables, el resto de los sectores, que producían no transables y generaban el grueso del PIB, todavía

seguirían contrayéndose, entre otras cosas por la destrucción del sistema financiero y la falta de crédito asociada. Curiosamente, a pesar de la continuidad de la caída del PIB, los técnicos del FMI proyectaban una apreciación cambiaria real. La explicación debía buscarse en la llamada sobre-reacción ("overshooting") del tipo de cambio nominal y real. La misión consideraba que la misma era de gran magnitud, explicada por la desordenada salida de la Convertibilidad, y que una corrección —apreciación cambiaria— debería darse de manera inminente e independientemente de la recuperación de la actividad real. En otras palabras, sostenían que no se justificaba que los precios relativos (tipo de cambio real) estuvieran demasiado alejados de los prevalecientes en los años noventa (11).

- En cambio, la posición argentina era que, luego de una depresión económica tan profunda y prolongada, y del corte abrupto en los flujos de capitales hacia el conjunto de economías emergentes (un fenómeno con visos de permanencia), el tipo de cambio real de "equilibrio" debía estar mucho más depreciado que el proyectado por el FMI.

- En definitiva, la caída del PIB en el año 2002 fue de 10,9 %, muy por debajo de lo pronosticado hasta el mes de septiembre por el FMI (entre 16 % y 20 %) y el tipo de cambio real, incluso luego de una moderada apreciación, se mantiene en niveles que virtualmente duplicaron al vigente en los años noventa bajo el régimen de convertibilidad. Si bien es cierto que el caso argentino fue singular en cuanto a que la recuperación de los sectores transables de la economía se anticipó a la estabilización de las variables monetarias y financieras (producto del cambio en la política económica y de su influencia en las expectativas), ello no justifica la magnitud del error de pronóstico del FMI, máxime teniendo en cuenta que hacia septiembre de 2002 había ya evidencia concluyente de que la economía había detenido su caída.

b) Recomendaciones de política inadecuadas

Las notables fallas de pronóstico por parte del staff del FMI estuvieron en sintonía con la falta de apoyo, o la oposición abierta, a la gran mayoría de las medidas de política económica decididas por las autoridades. A continuación se presentan ejemplos en los que el asesoramiento del cuerpo de técnicos del FMI difirió diametralmente respecto de la orientación de las medidas adoptadas.

- El FMI cuestionó la política de intervención cambiaria implementada por las autoridades económicas, solicitando explícitamente, en junio de 2002, la completa liberalización del mercado cambiario. El argumento esgrimido sostenía que el gobierno no podía disponer libremente de las reservas internacionales del Banco Central para intervenir en el mercado de cambios con el objetivo de apaciguar las expectativas de devaluación. El motivo por el cual la Argentina no podía disponer de este instrumento, tan utilizado por la mayoría de los países desarrollados y en desarrollo, era simplemente porque esas reservas no le pertenecían al país. Las reservas internacionales netas (RIN) eran negativas, dada la abultada deuda acumulada con el organismo financiero internacional. De hecho, con anterioridad (en febrero de ese año), el FMI había terminado por forzar una flotación apresurada del peso, buscando en teoría que el desequilibrio en el mercado de cambios se corrigiese "automáticamente" vía precios, a través del aumento del dólar. Tal como era de esperar, el precio del dólar se disparó en una "burbuja" que parecía no tener límite, empujando al alza de los precios y planteando serias dificultades para la estabilización financiera interna. Además de dar lugar a la posibilidad de una trayectoria divergente de los precios y dificultar la estabilización del sistema financiero, la burbuja del precio del dólar amenazaba con tornar insostenible la situación de aquellos agentes que estaban endeudados con el exterior y que no habían sido alcanzados por la "pesificación". La burbuja en el mercado de cambios recién se detuvo cuando a partir de mayo, con el propósito explícito de detener el alza del dólar y encauzar la situación, las autoridades hicieron algo bien diferente de lo que proponía el FMI, combinando intervenciones del BCRA con un reforzamiento de los controles de cambio.

- El FMI se oponía a la decisión del gobierno de ofrecer un canje voluntario de bonos a cambio de los depósitos bancarios. Los funcionarios del FMI opinaban que sólo un canje de carácter compulsivo daría resultados. Las autoridades argentinas, por su parte, consideraban que un canje forzoso exacerbaría las reacciones, ya muy negativas, de los depositantes lo cual podría destruir, definitivamente, la confianza en el sistema bancario y en la política económica. Nuevamente, el organismo descuidó en sus recomendaciones la viabilidad sociopolítica y las restricciones institucionales (por ejemplo los amparos dictaminados por el poder judicial). Esto ilustra los límites de actuar basándose, exclusivamente, en razonamientos

abstractos, sin reparar en los matices de contexto que todo hacedor de política económica debe tener en cuenta.

- Respecto al sistema bancario, los técnicos del FMI repitieron para Argentina la recomendación de una estrategia de shock que ya había mostrado su fracaso en Indonesia. Dicha estrategia consistía en la reducción drástica del número de entidades a partir de su clasificación de acuerdo a criterios de liquidez y solvencia. En la práctica, se fomentaba una depuración acelerada del sistema bancario interno a través del cierre de aquellas entidades cuya viabilidad se consideraba comprometida. En contraposición, el gobierno adoptó un enfoque gradualista, reconociendo que el número de entidades en el sistema financiero ya se había reducido fuertemente luego del Tequila y que los ajustes necesarios en la estructura del sistema financiero debían producirse, en todo caso, a través de la estrategia encarada por las propias entidades (reducción del número de sucursales y empleados). Dicha estrategia, plasmada en la adecuación de la normativa vigente, permitió a los bancos contar con el tiempo necesario para adaptarse a las nuevas condiciones de mercado, absorber paulatinamente las pérdidas ocasionadas por la crisis y recomponer endógenamente su base de capital. Asimismo, ese enfoque permitió que los depositantes recuperaran la confianza en el sistema financiero, fenómeno que comenzó a manifestarse ya a mediados del año 2002 con el retorno de los depósitos.

- Una vez en marcha la política "gradualista" elegida por las autoridades el FMI cuestionó el calendario acelerado elegido por el gobierno argentino para eliminar los obstáculos que impedían al público retirar sus depósitos de los bancos (los llamados "corralito" y "corralón"). En este caso la preocupación de los técnicos del FMI era que el porcentaje de depósitos renovados fuera muy bajo, pero su error de evaluación fue notable, como lo prueba el hecho de que los porcentajes de renovación de los depósitos fueron altos y crecientes en los tres canjes ofrecidos al público.

- La institución multilateral también fue descreída en cuanto a la capacidad del Gobierno para retirar de circulación todas las cuasi monedas (bonos provinciales) que hacían las veces de medios de pago en el territorio argentino, sosteniendo que era imposible en las circunstancias hacerlo. Por el contrario, las autoridades adoptaron un esquema gradual pero rápido del retiro de las cuasi monedas en el marco de un programa de financiamiento ordenado de las finanzas provinciales.

- En materia de política fiscal los técnicos del FMI reclamaban, como es tradicional en su doctrina, un mayor ajuste fiscal. La concepción predominante en el FMI era que la crisis argentina se debía fundamentalmente a desequilibrios fiscales y que con la solución de los mismos la Convertibilidad podría haber sobrevivido. Tras el fin de dicho régimen el organismo continuó reclamando un ajuste del gasto primario. Las autoridades económicas no desconocían la importancia de recuperar la disciplina fiscal, como de hecho se hizo en el marco de un cambio de actitud en las relaciones con el FMI, que, entre otros cambios, dio lugar al retiro del pedido de fondos frescos (20.000/25.000 millones de dólares). Sin embargo, se consideraba que se trataba de una situación de carácter más compleja estructural, y que el principal problema bajo el régimen de convertibilidad era que los precios relativos estaban lejos de sus valores de "equilibrio". Desde esta perspectiva resultaba imposible e inconveniente volver a los precios relativos vigentes en la década del noventa. Además, y en el plano específico de la política fiscal, el cambio de los precios relativos permitía reducir el peso del gasto público en el producto, ya que la composición de este último tiene una baja ponderación de bienes y servicios "transables". En efecto, la depreciación del peso, complementada por el rechazo de muy numerosos pedidos de gasto originados en intereses especiales, sectoriales, regionales o particulares, permitió un notable ajuste del gasto fiscal primario, que se redujo de un promedio de 20 % del PIB durante los últimos años de la Convertibilidad a casi 16 % en 2002 (12). Al mismo tiempo, la recuperación de la actividad, la implementación de retenciones a las exportaciones (13), la no implementación del ajuste por inflación en el impuesto a las ganancias y bienes personales, y las mejoras en la administración tributaria permitieron recuperar paulatinamente los montos de recaudación hasta llegar a niveles récord. Como consecuencia, se generó un superávit fiscal primario creciente.

- Por último, es interesante mencionar la actitud del FMI respecto a la política social y su relación con las necesidades de ajuste fiscal. Prácticamente el único rubro del gasto fiscal primario que creció en el transcurso del año 2002 fue el relacionado con la asistencia social, lo cual permitió amortiguar el impresionante deterioro de los indicadores, evitando una profundización de la crisis social. En la práctica, la exigencia del FMI de reducir el gasto primario conspiraba contra la disponibilidad de recursos para restablecer la paz social (14).

c) Diagnóstico equivocado

Esta enumeración de propuestas desafortunadas por parte de los funcionarios del FMI no pretende sugerir que la posición de esos funcionarios haya sido caprichosa. El problema radica en que las recomendaciones de política del organismo se basaron en una evaluación equivocada de la situación económica, política y social de Argentina y de la mecánica de funcionamiento de su economía. Las autoridades argentinas consideraban que, en lugar de eliminar de inmediato el excedente monetario como reclamaban los técnicos del FMI, había que crear las condiciones para cerrar la importante brecha que había surgido entre el producto potencial y el efectivo, aprovechando que el ajuste de los precios relativos fundamentales facilitaba una recuperación de la economía consistente con el equilibrio macroeconómico de "largo plazo". En otras palabras, mientras se avanzaba en la estabilización cambiaria y financiera había que aprovechar la existencia de una importante demanda reprimida y un excedente de capacidad de producción que, en el contexto de una política fiscal responsable, serviría para absorber un crecimiento sustancial de la oferta monetaria y para impulsar una rápida recuperación de la actividad, sin riesgo de generar un proceso de alta inflación (15).

En retrospectiva, ahora se sabe que los datos han corroborado que la evaluación realizada por el gobierno argentino era la acertada. No se dice esto con el ánimo de criticar al FMI ni tampoco se pretende argumentar que el organismo no comparta el objetivo de reencauzar a Argentina en una senda de desarrollo económico sustentable. Se señala este punto porque se considera que es preocupante que, sin contar con fundamentos sólidos ni con una adecuada comprensión de la realidad nacional, el organismo haya impulsado, sobre la base de un diagnóstico errado, la implementación de medidas que pudieron haber ocasionado costos elevados a la sociedad y ser contraproducentes en relación con los objetivos teóricamente perseguidos y a la propia dinámica macroeconómica.

En opinión de las autoridades argentinas en muchos casos el error de diagnóstico, conceptual, se remonta a la evaluación de las características de la crisis argentina. La persistencia de estos errores se tradujo, durante el año 2003, en diferencias importantes a la hora de evaluar la capacidad de pago del país con miras a la reestructuración de la deuda. En general puede decirse que la posición del FMI tiende a sobre ponderar determinados factores desencadenantes de la crisis, como el fiscal (16), con relación a otros. Por supuesto que el gobierno argentino reconoce

que los desajustes fiscales fueron un factor desencadenante del desmoronamiento de la convertibilidad, sin embargo el Fondo tiende a restar importancia a otro factor de, al menos, relevancia equivalente: la elevada dependencia del esquema de convertibilidad del ingreso de capitales externos para sostener el crecimiento. La extrema volatilidad de los flujos de capitales hacia las economías emergentes combinada con la rigidez del esquema de convertibilidad, forzaba a la economía a realizar ajustes cada vez mayores, dada la elevada dependencia de capitales externos para sostener el crecimiento económico. Por eso es que, hasta hace poco tiempo, en el análisis de sostenibilidad de la deuda, los técnicos del FMI estuvieron reclamando elevar el superávit fiscal primario y adoptar políticas que aprecien la moneda local, de manera tal de aumentar la “capacidad de pago”. Por supuesto que este incremento en la capacidad de pago puede ser tan solo de corto plazo, y revertirse apenas se generaliza la percepción de insostenibilidad del modelo.

En síntesis, hoy se sabe que los datos han corroborado que la evaluación realizada por el gobierno argentino era acertada. Sin la intención de ahondar en errores pasados, el objetivo debe ser mirar hacia adelante, pero aprendiendo del pasado, invitando a la reflexión sobre la forma de evitar que estos errores vuelvan a producirse.

5. La condicionalidad en materia de reformas estructurales: ¿debería ceñirse el FMI a lo estrictamente indispensable?

Imponer reformas estructurales no debe ser el resultado final perseguido por la condicionalidad del Fondo. El consenso general es que el FMI debería concentrarse en objetivos macroeconómicos (desempeño fiscal, tipo de cambio; políticas monetarias y financieras) y que únicamente se justificaría definir e incluir criterios de condicionalidad estructural si ello fuera necesario para asegurar el logro de esos objetivos. Por lo tanto, el FMI debería actuar con moderación al usar la condicionalidad estructural como criterio de evaluación de resultados. Esto implica:

- Inmiscuirse lo menos posible en las decisiones de política económica interna (el sentido de autoría y de identificación con las reformas se debilita cuando la ciudadanía las ve como resultado de presiones externas).
- Limitar la condicionalidad en materia de reformas estructurales a lo estrictamente indispensable (las que verdaderamente ponen en juego los resultados macroeconómicos).

- Dar siempre a los gobiernos flexibilidad para implementar reformas estructurales (arrinconar a un gobierno con plazos perentorios o muy ambiciosos da lugar a una suerte de "fatiga gubernamental" respecto a las reformas y termina haciéndole el juego a los opositores de las reformas, sobre todo si el gobierno necesita el apoyo del Congreso para llevarlas a la práctica).

Se puede ilustrar estos puntos recurriendo a dos casos de condicionalidad vinculados con reformas estructurales que han sido mal manejados por el Fondo:

- En 2002, los funcionarios del FMI insistieron en que el Congreso derogara la Ley de Subversión Económica, sancionada por la última dictadura militar. Dicha ley concedía al Poder Ejecutivo la facultad de perseguir por la vía judicial casi cualquier actividad económica alegando que la misma "subvertía" el orden (para el caso, el "orden" impuesto por la junta militar). Se trataba sin duda de una ley incompatible con un régimen republicano y la práctica democrática, que jamás había sido aplicada por ningún gobierno democrático y que el gobierno en el poder en este momento tampoco tenía intención de aplicar. Sin embargo, durante el caos financiero, económico y social que se desató tras el abandono del régimen de convertibilidad y la declaración de cesación de pagos en enero de 2002, se levantaron voces en Argentina que reclamaban el castigo de aquellos a quienes consideraban culpables de la fuga de capitales previa a la debacle. En esas circunstancias, la Ley de Subversión Económica parecía dar a esos intentos el respaldo jurídico necesario. La ley terminó siendo derogada, pero a un gran costo político para un gobierno que debió enfrentar acusaciones de servir a intereses oscuros y que tenía otras prioridades en las que hubiera sido más provechoso utilizar su muy escaso "capital político". Cabe señalar que esta condicionalidad se presentó como una especie de acción previa requerida por el FMI para entablar negociaciones oficiales con Argentina sobre un programa económico que contara con el respaldo de la institución. La acción previa quedó cumplida, pero resulta claro que, pese a que los indicadores macroeconómicos más importantes ya apuntaban en la dirección correcta, el año 2002 transcurrió sin que Argentina pudiera lograr el respaldo deseado en un momento tan crítico de su historia económica.

- Pasando a hechos más recientes, dentro del marco del actual acuerdo stand by con el Fondo, el cuerpo técnico del FMI insistió en incluir como condicionalidad estructural la aprobación de una Ley de Coparticipación. Esta ley debería establecer la distribución de la recaudación fiscal entre el gobierno federal y las provincias

(distribución primaria) y la distribución dentro del universo de provincias (distribución secundaria). En la actualidad, la distribución se hace sobre la base de un enmarañado régimen jurídico en el que rigen numerosas leyes antiguas y leyes especiales, lo cual da lugar a un proceso preciso pero muy intrincado. Idealmente, la distribución de la renta fiscal debería estar basada exclusivamente en criterios objetivos y no en influencias políticas. La propia Constitución Nacional de 1994 exige la promulgación de una ley con ese fin, de modo que, en principio, existe un consenso en la sociedad argentina sobre la importancia y conveniencia de avanzar en el diseño de un marco racional para las relaciones fiscales entre el gobierno central y las provincias. Pero el hecho de que en "abstracto" la reforma del régimen de coparticipación tenga respaldo social y sea percibida como legítima y deseable no significa que, en la práctica, la modificación del status quo sea una tarea sencilla. En efecto, una "redistribución" de los recursos coparticipables diferente a la vigente en la actualidad inevitablemente implica que el porcentaje apropiable por algunas provincias sobre la masa total puede disminuir. En particular, podría alterarse la distribución actual, en favor de las provincias con mayor población. Dado que la recaudación fiscal es escasa en comparación con las necesidades internas y externas que debe atender el país, es difícil compensar a los "perdedores" de una eventual redistribución. Por lo tanto, la "distribución de la escasez" podría dar lugar a la necesidad de que las provincias más pequeñas tengan que ceder parte de la coparticipación que hoy les corresponde o, como alternativa, que el propio Gobierno Federal deba reducir su coparticipación en la recaudación fiscal. Estas dificultades explican por qué las tentativas de gobiernos anteriores de aprobar una nueva ley de coparticipación naufragaron. El actual gobierno ha logrado garantizar la disciplina fiscal en las provincias (las que están generando superávit fiscales por primera vez en más de diez años) y vería como un logro si el Congreso pudiera aprobar una ley de coparticipación. Sin embargo, como la aprobación de la ley era una exigencia del FMI, algunas provincias perciben que este "respaldo" aumenta su poder de negociación interno (si la ley no recibe sanción, el acuerdo con el FMI podría peligrar, lo que pondría en aprietos al gobierno federal). Esto ha creado una especie de "renta política" pasible de ser capitalizada por quienes, precisamente, tienen los medios para bloquear la reforma. En consecuencia, la condicionalidad estructural solicitada por el FMI está resultando contraproducente. En vez de ayudar al gobierno

federal a disciplinar el gasto provincial (como de hecho lo está haciendo), termina haciéndole el juego a quienes tienen interés en oponerse a esta reforma.

Por lo tanto, la enseñanza que se puede extraer de la experiencia argentina es que cuando un programa del FMI impone una condicionalidad estructural que exige medidas que van más allá de las atribuciones del gobierno en un régimen republicano (por ejemplo, actos concretos del Congreso, las provincias o los tribunales) el resultado final puede ser opuesto al efecto que originalmente se esperaba.

6. Superávit fiscal primario: ¿hay una fórmula universal o en cada acuerdo con el FMI deberían fijarse criterios específicos adaptados a la situación particular del país?

Algunos sostienen que un superávit fiscal de 3 % es demasiado exiguo, y respaldan su argumentación comparando el superávit primario de Argentina con el de Brasil (4,25 % del PIB) y el de Turquía (6,5 % del PIB). Las comparaciones con el superávit fiscal de estos países tienen el atractivo de la simplicidad pero, como se explicará a continuación, son engañosas.

- Debido al programa de privatizaciones implementado en Argentina en los años noventa (con la aprobación del FMI y el respaldo de las IFIs), ya no quedan en el gobierno argentino empresas públicas. Por lo tanto no existen fuentes que generen recursos fiscales adicionales. Brasil y Turquía sí tienen empresas públicas, y en ambos casos estas empresas han contribuido significativamente a engrosar el superávit fiscal primario. A modo de ejemplo, en el año 2003 el superávit de las empresas estatales representó un 0,9 % del PIB en Brasil y un 1,2 % del PIB en Turquía.

- Como resultado de la reforma que sufrió el Sistema de Seguridad Social de Argentina en 1994 (reforma que en su momento fue muy elogiada por el FMI), el gobierno ya no cuenta con recursos netos provenientes de aportes y contribuciones provisionales. Si bien esta reforma tuvo por objeto reducir los pasivos del Estado a mediano y largo plazo, lo cierto es que el gobierno se ha visto obligado, al menos en el corto plazo, a seguir proporcionando prestaciones jubilatorias y otros servicios de seguridad social a todos los jubilados y pensionados que ya formaban parte del sistema de reparto y, además, a cubrir una prestación mínima universal. En 2003, las transferencias de recursos fiscales a las AFJP (Administradoras de Fondos de

Jubilaciones y Pensiones) por estos conceptos ascendieron al 0,8 % del PIB. No es esta la situación ni en Brasil ni en Turquía.

- Más importante aún: es necesario recordar que el contexto socioeconómico de Argentina no permite sustentar esta comparación tan simple. En Argentina no fue posible contener la crisis, y la población sufrió un empobrecimiento repentino que afectó a vastos sectores. Esto generó una profunda inestabilidad política y social, que llegó al punto de poner al país al borde de disturbios civiles generalizados. El desempleo afectó a más de un cuarto de la población activa en mayo de 2002. En estos momentos se sitúa en el 14,4 % (y sería más alto aún si se dedujeran a los que se encuentran trabajando gracias al Plan Jefes y Jefas de Hogar). En cambio, Brasil y Turquía pudieron evitar la crisis y la desocupación en ambos países es considerablemente menor.

- El último factor, aunque no por ello menos importante, es que Argentina es el único de los tres principales deudores del FMI que no está recibiendo nuevos recursos de las IFIs ni de acreedores bilaterales. Por el contrario, Argentina ha respetado la condición del FMI como acreedor privilegiado y, en ese contexto, realizó pagos netos a las IFIs (por aproximadamente US\$ 7.700 millones) desde que se inició la crisis en enero de 2002 hasta junio de 2004.

7. Observaciones finales

Aprender del pasado es, por supuesto, un acto de madurez sumamente importante. Teniendo presente la experiencia de Argentina frente a las secuelas de la crisis, son varias las enseñanzas que nos deja esta etapa de dificultades, algunas de las cuales aún perduran.

La crisis de la deuda de la Argentina es, incuestionablemente, de características muy particulares por lo restrictivas. Con el derrumbe de la Convertibilidad, luego de una serie de infructuosos intentos de continuar financiando desequilibrios macroeconómicos crecientes y de carácter estructural, la Argentina cayó en default cuando el peso de la deuda pública se impuso con la obviedad misma de la ley de gravedad. Así el país entró en insolvencia, en medio de lo que fue, muy probablemente, la crisis más profunda de su historia, con niveles de desempleo, pobreza, e indigencia sin precedentes. Prácticamente en simultáneo y con el cambio de administración en los Estados Unidos, se quitó legitimidad al esquema de salvatajes que había prevalecido hasta entonces, como mecanismo de

resolución de las crisis de deuda. En este contexto, el FMI y el resto de las IFIs no sólo no prestan fondos frescos, sino que plantean una reducción de su exposición crediticia hacia el país, que difiere de la política estratégica encarada hacia otras economías emergentes. Como resultado de este conjunto de condicionantes, para que la reestructuración de la deuda sea integralmente sustentable, necesariamente, debe conllevar una reducción de una magnitud que tampoco tiene precedentes.

En medio de esta situación, la Argentina se compromete a un esfuerzo fiscal superior al de los últimos 50 años, más aún cuando se lo pondera adecuadamente, con el objetivo de lograr una solución perdurable que permita encauzar su economía en una senda de crecimiento sostenido. La participación del FMI en todo este proceso debería llevar a la reflexión y a una profunda autocrítica, dados los manifiestos errores en el pronóstico de las variables macroeconómicas, las fallas en el asesoramiento de políticas en general, y en definitiva en un equivocado diagnóstico de la situación económica del país.

Quizás la conclusión central que puede desprenderse de nuestra experiencia más reciente es que el cuerpo técnico del Fondo no parece estar totalmente preparado para hacer frente a una situación en la cual una crisis de gran magnitud ha ya estallado.

El asesoramiento recibido inmediatamente después de la crisis rara vez fue oportuno y acertado. Más aún, en ciertos casos parecía no tener en cuenta la situación económica concreta del país. Por lo tanto, parecería necesario dar mayor margen de acción a las autoridades nacionales para formular e implementar las medidas de política económica necesarias para hacer frente a una crisis de gran magnitud.

(*) En http://www.mecon.gov.ar/analisis_economico/nro2/2_fmi_crisis_deuda.pdf.

(1) Fondo Monetario Internacional, Lessons from the Crisis in Argentina, SM/03/345, Octubre, 2003.

(2) Fondo Monetario Internacional, Independent Evaluation Office - Evaluation of the Role of the Fund in Argentina, 1991-2001, SM/04/237, July 2004.

(3) El concepto de sostenibilidad requiere un enfoque integral que contenga los ámbitos fiscal, externo y socio-político, lo cual necesariamente reduce el grado de libertad para un conjunto consistente de variables tales como crecimiento, precios relativos (de bienes y factores), cuenta corriente del balance de pagos, resultado fiscal y distribución del ingreso.

(4) A partir de los préstamos otorgados por las IFIs, las garantías de principal e intereses de los nuevos bonos se instrumentaron mediante la compra de bonos cupón cero del Tesoro de los Estados Unidos que se depositaban en una cuenta ("escrow account") en un banco del exterior.

- (5) Desde un punto de vista financiero, en el marco del Plan Brady, los análisis se realizaban considerando como equivalentes los valores presentes de la deuda “vieja” y de la deuda “nueva” garantizada. Si bien en la teoría, se desarrollaron tempranamente argumentos a favor de la reducción del endeudamiento de las economías que soportan una pesada carga de la deuda (“debt overhang”), muchos de los países que ingresaron en el Plan Brady lo hicieron no necesariamente habiendo resuelto este problema de fondo, situación que se agravó durante la década de los noventa. Una elevada carga de deuda desincentiva la inversión y el ajuste debido a que gran parte del producto del mismo (vía elevados impuestos) deberá destinarse a repagar la deuda en el futuro y no a incrementar el consumo y el nivel de vida de los habitantes del país [ver Sachs, Jeffrey (1988), *The Debt Overhang of Developing Countries*], en J. B. Macedo y Ronald Finlay, eds. *Debt, Growth and Stabilization: Essays in Memory of Carlos Díaz Alejandro*, Oxford: Blackwell, y Krugman Paul (1988), "Financing vs Forgiving a Debt Overhang: Some Analytical Notes", *Journal of Development Economic*, 29, pags. 253-268, noviembre]. Sin embargo, y como se expresara anteriormente, no fue este argumento teórico sino el aporte de fondos de las IFIs (garantías) lo que en última instancia dio lugar a la firma de los acuerdos Brady.
- (6) A diferencia de lo ocurrido en la segunda mitad de la década del ochenta, el reciclaje no se produjo vía préstamos de bancos comerciales sino a través de emisiones de bonos.
- (7) El efecto "contagio" de la crisis Argentina pudo ser limitado gracias a que, la larga duración del proceso previo a la misma, permitió descontar sus efectos y apuntalar la situación interna de Brasil y Turquía.
- (8) Cálculo hecho sobre la base del tipo de cambio establecido por la convertibilidad, en definitiva ficticio e insostenible.
- (9) Consistente con una continuidad de la caída del PIB bimestral a lo largo de todo el año.
- (10) Cabe recordar que hacia esa fecha la mayoría de los analistas privados veían dicho escenario como el más probable.
- (11) En *Lecciones de la Crisis Argentina*, el FMI reconoce haberse plegado a la equivocación generalizada de analistas y académicos, al estimar, a principios de 1998, un crecimiento del PIB potencial no inferior al 5 % para la Argentina. De asumirse un crecimiento de largo plazo más moderado, el mismo, en principio, tendría asociado un tipo de cambio más depreciado que el prevaleciente durante la convertibilidad.
- (12) Esto no significa desconocer la existencia inicial de un "overshooting" del tipo de cambio nominal y real, producto de la traumática salida de la Convertibilidad, y que la corrección del mismo revertiría parte de la reducción del gasto primario en dólares.
- (13) Bajo el régimen de convertibilidad, con un tipo de cambio apreciado, la imposición de retenciones resultaba demasiado onerosa para el sector agropecuario, dado que sus costos en dólares eran más altos.
- (14) Cuando en la primera parte de 2002 se lo puso al tanto de la gravedad y profundidad sin precedentes de la crisis social, el cuerpo técnico del FMI respondió, ante la atónita sorpresa de los autoridades económicas, que la crisis social y su atención no hacían ni más ni menos que demandar un ajuste fiscal aún superior.
- (15) Por estas mismas razones también hubo oposición a la decisión de las autoridades argentinas de reducir en tres puntos la alícuota del impuesto al valor

agregado sobre las compras realizadas con tarjeta de crédito y otras políticas de impulso al consumo.

(16) Mussa, Michael, (2002), Argentina y el FMI: del triunfo a la tragedia, Planeta, y Krueger, Anne, (2002), "Crisis Prevention and Resolution: Lessons from Argentina", IMF.