



FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

OFICINA DE EVALUACIÓN INDEPENDIENTE

**INFORME SOBRE LA  
EVALUACIÓN DEL PAPEL DEL FMI  
EN ARGENTINA, 1991–2001<sup>1</sup>**

30 de junio de 2004

---

<sup>1</sup> Este informe fue preparado por un equipo dirigido por Shinji Takagi e integrado por Benjamin Cohen, Isabelle Mateos y Lago, Misa Takebe y Ricardo Martín, y fue aprobado por Montek S. Ahluwalia, Director de la Oficina de Evaluación Independiente (OEI). El informe se ha beneficiado de los valiosos aportes de Nouriel Roubini y Miguel Broda. Las conclusiones finales son responsabilidad exclusiva de la OEI. Se reconoce y agradece la asistencia en la investigación y el apoyo logístico de Nicolás Arregui.

El informe ha sido traducido por la división de español del Departamento de Idiomas del FMI, cuyo labor se agradece. Aunque se han hecho los mayores esfuerzos para asegurar la exactitud de la traducción, la única versión de referencia es la versión original en inglés.

	Índices	Página
Abreviaturas y siglas.....		5
Resumen ejecutivo .....		6
I. Introducción .....		14
A. Panorama General de la Evolución Económica, 1991–2001 .....		17
B. Factores que Contribuyeron a la Crisis .....		23
II. Supervisión y Diseño del Programa, 1991–2000.....		29
A. Política Cambiaria.....		29
B. Política Fiscal.....		41
C. Reformas Estructurales Fundamentales a Nivel Macro.....		51
D. La Modalidad de la Participación del FMI en Argentina .....		66
III. Gestión de la Crisis, 2000–01 .....		68
A. Segunda Revisión y Aumento de Recursos, enero de 2001.....		69
B. Conclusión de la Tercera Revisión, mayo de 2001.....		81
C. Cuarta Revisión y Aumento de Recursos, septiembre de 2001 .....		89
D. Situación Inconclusa de la Quinta Revisión, diciembre de 2001.....		100
E. Proceso Decisorio .....		105
IV. Lecciones de la Crisis Argentina .....		115
A. Principales Conclusiones .....		113
B. Lecciones Para el FMI .....		123
C. Recomendaciones .....		130
Recuadros		
1.1 El FMI y Argentina, 1991–2001 .....		15
1.2 ¿Era Viable el Régimen de Convertibilidad?.....		27
1.3 El Entorno Político de la Convertibilidad.....		28
2.1 Características Económicas de las Economías con Paridades Rígidas.....		30
2.2 La Medición del Tipo de Cambio de Equilibrio Real.....		40
3.1 Marco y Participación Del Sector Privado.....		76
3.2 Instrumentos Financieros Empleados Durante la Crisis .....		96
3.3 Medidas Anunciadas o Adoptadas Durante 2001 Sin Consulta Previa con el FMI .....		108
4.1 ¿Cómo y Cuándo Podría Haberse Adoptado un Enfoque Alternativo?.....		121
4.2 La Experiencia Acumulada con el Financiamiento Catalítico.....		127

## Gráficos

1.1	Inflación, 1992–2002 .....	20
1.2	Flujos de Capital, 1991–2002 .....	20
1.3	Crecimiento Trimestral del PIB Real, 1988–2002.....	21
1.4	Diferencial de Tasas de Interés Frente a Efectos del Tesoro de Estados Unidos .....	24
2.1	Tipo De Cambio Efectivo Real Mensual, Enero de 1991–Marzo de 2002 .....	31
2.2	Balanza Comercial y Balanza en Cuenta Corriente, 1991–2001 .....	32
2.3	Comparación Entre las Metas y los Resultados Fiscales .....	42
2.4	Proyecciones del Saldo Fiscal Global y sus Resultados, 1991–2001 .....	44
2.5	Metas de la Deuda del Sector Público y sus Resultados.....	48
2.6	Deuda del Sector Público y Saldo Global del Gobierno General, 1991–2001 .....	50
2.7	Crecimiento Del PIB Real y Desempleo, 1992–2000 .....	56
3.1	Pronósticos (Consensuados) del FMI y del Sector Privado de las Variables Clave del Programa, 2001-02.....	79
3.2	Depósitos Bancarios, 3 de Enero de 2000–31 de Diciembre de 2001 .....	82
3.3	Evolución de las Metas y Resultados del Déficit Fiscal, 2000–01 .....	84
3.4	Reservas Internacionales, 3 De Enero de 2000–31 de Diciembre de 2001 .....	90

## Cuadros

1.1	Indicadores Económicos Clave, 1991–2002.....	19
3.1	Proyecciones y Metas Del Programa Para 2001 .....	73
3.2	Resultados Fiscales en el Marco del Acuerdo <i>Stand-By</i> en 2001 .....	89

## Apéndices

I.	Acuerdos de Financiamiento del FMI con Argentina, 1991–2002.....	136
II.	Argentina y el FMI Hasta 1991 .....	137
III.	Una Mirada Retrospectiva a la Política Fiscal de Argentina, 1991–2001 .....	140
IV.	Condicionabilidad de Programas Seleccionados, 1991–2001 .....	144
V.	Características Económicas de las Principales Economías de Mercados Emergentes.....	148
VI.	Análisis de Sustentabilidad de la Deuda.....	150
VII.	Análisis Preliminar del Megacanje de 2001 .....	156
VIII.	Instrumentos Financieros Empleados por Argentina Durante la Crisis.....	161
IX.	Cronología de Hechos Relevantes, 1991–2002 .....	166
X.	Lista de Personas Entrevistadas .....	174

## Gráficos de los Apéndices

A5.1	Saldo Fiscal del Gobierno General en Países en Crisis .....	149
A6.1	Sustentabilidad de la Deuda Externa .....	152
A6.2	Sustentabilidad de la Deuda Pública.....	154
A7.1	Opciones de Canje .....	157

Cuadros de los Apéndices	
A3.1	Saldo del Sector Público, 1961–2000 ..... 140
A3.2	Sector Público Consolidado, 1992–2001 ..... 140
A3.3	Saldo Fiscal Ajustado, 1992–2001 ..... 141
A3.4	Saldo de la Seguridad Social, 1992–2001 ..... 142
A3.5	Cuentas Fiscales Federales Y Provinciales, 1992–2001 ..... 143
A5.1	Indicadores de la Estructura Económica en Algunas Economías de Mercados Emergentes ..... 148
A7.1	Panorama General del Megacanje ..... 159
A7.2	Detalles Sobre los Bonos Nuevos y Viejos..... 160
Bibliografía ..... 177	

## SIGLAS Y ABREVIATURAS

AIN	Activos internos netos
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
CMFI	Comité Monetario y Financiero Internacional (FMI)
DEG	Derecho especial de giro (FMI)
FAD	Departamento de Finanzas Públicas (FMI)
FIN	Departamento Financiero (FMI)
FMI	Fondo Monetario Internacional
G-10	Grupo de los Diez
G-7	Grupo de los Siete
ICM	Departamento de Mercados Internacionales de Capital (FMI)
IFI	Institución financiera internacional
IVA	Impuesto al valor agregado
LIBOR	Tasa interbancaria de oferta de Londres
MAE	Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios (FMI) <sup>2</sup>
MERCOSUR	Mercado Común del Sur
OEI	Oficina de Evaluación Independiente (FMI)
PDR	Departamento de Elaboración y Examen de Políticas (FMI)
RES	Departamento de Estudios (FMI)
RIN	Reservas internacionales netas
SAF	Servicio ampliado del FMI (SAF)
SCR	Servicio de complementación de reservas (FMI)
SPNF	Sector público no financiero
TCER	Tipo de cambio efectivo real
TRE	Departamento de Tesorería (FMI) <sup>3</sup>
VPN	Valor presente neto
WHD	Departamento del Hemisferio Occidental (FMI)

---

<sup>2</sup> El 1 de mayo de 2003 pasó a denominarse Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros.

<sup>3</sup> El 1 de mayo de 2003 pasó a denominarse Departamento Financiero.

## RESUMEN EJECUTIVO

La crisis argentina de 2000–02 fue una de las crisis cambiarias más graves de los últimos tiempos. Tras tres años de recesión económica, en diciembre de 2001, Argentina se declaró en cesación de pagos de su deuda soberana y, poco después, abandonó el régimen de convertibilidad que había mantenido una paridad fija entre el peso y el dólar de Estados Unidos desde 1991. La crisis tuvo devastadoras repercusiones tanto en lo económico como en lo social, e hizo que muchos observadores cuestionaran el papel cumplido por el FMI durante la década precedente, período en el que la institución había trabajado casi sin interrupción en el país por medio de cinco acuerdos de financiamiento sucesivos.

### A. Generalidades

El régimen de convertibilidad fue un mecanismo de estabilización que tenía por objeto controlar la hiperinflación que existía a comienzos de los años noventa, y en este sentido fue sumamente exitoso. También era parte de un Plan de Convertibilidad de mayor alcance, el cual incluía un programa de trabajo más amplio de reformas estructurales pro-mercado encaminadas a incrementar la eficiencia y la productividad de la economía. Con el Plan de Convertibilidad, Argentina experimentó una gran mejora en su desempeño económico, sobre todo durante los primeros años. La inflación, que registraba una altísima tasa mensual de 27% a principios de 1991, descendió a valores de un dígito en 1993 y se mantuvo estable. El crecimiento fue vigoroso hasta principios de 1998, con la excepción de un breve retroceso vinculado con la crisis mexicana, y se ubicó en un promedio de casi 6% anual durante 1991-98. El país recibió, además, grandes flujos de capitales en forma de inversión directa y de cartera, atraídos por un clima más favorable a la inversión privada.

No obstante, estos impresionantes avances ocultaban las vulnerabilidades que iban surgiendo, las cuales se manifestaron cuando Argentina comenzó a sufrir una serie de *shocks* externos que desaceleraron el crecimiento en el segundo semestre de 1998. La política fiscal, aunque había mejorado mucho con respecto a los decenios precedentes, seguía siendo endeble, lo cual llevó a un incremento incesante del stock de deuda pública, gran parte de la cual estaba denominada en moneda extranjera y había sido contraída en el exterior. El régimen de convertibilidad impidió la devaluación nominal cuando se justificaba depreciar el tipo de cambio real debido, entre otras cosas, a la sostenida apreciación del dólar de Estados Unidos y a la devaluación del real brasileño de principios de 1999. En consecuencia, se desencadenaron un proceso deflacionario y una contracción del producto, en tanto Argentina enfrentaba limitaciones de financiamiento cada vez más estrictas producto de la preocupación de los inversores por la solvencia fiscal.

La crisis fue consecuencia de la falta de adopción de las medidas correctivas necesarias con oportuna antelación por parte de las autoridades argentinas, sobre todo en lo que se refiere a la consistencia de la política fiscal con el régimen cambiario elegido. Por su parte, el FMI, en el período previo a la crisis, cometió el error de respaldar durante demasiado tiempo políticas inadecuadas, pese a que ya a fines de los noventa era evidente que no existía la capacidad política para adoptar la disciplina fiscal y las reformas estructurales necesarias. Cuando

estalló la crisis a fines de 2000, ya se advertía una gran inquietud por la sustentabilidad del tipo de cambio y de la deuda, pero no había una solución sencilla. Habida cuenta del grado de dolarización de la economía, los costos que entrañaría abandonar la convertibilidad ya eran muy elevados. El FMI apoyó los esfuerzos de Argentina por preservar el régimen cambiario mediante un compromiso sustancial de recursos, los cuales fueron posteriormente incrementados en dos ocasiones. Este apoyo era inicialmente justificable, pero el FMI continuó prestándolo hasta fines de 2001 pese a que en repetidas ocasiones las políticas demostraron ser inadecuadas. En retrospectiva, los recursos utilizados en el intento de preservar el régimen cambiario durante 2001 podrían haberse aprovechado mejor para paliar al menos algunos de los costos inevitables del cambio de régimen, si el FMI hubiese decidido suspender antes el apoyo a una estrategia que, tal como se había puesto en práctica, ya no era sostenible y en su lugar hubiera insistido en un enfoque alternativo.

### **B. Supervisión y Diseño de Programas, 1991–2000**

**Política cambiaria.** El régimen de convertibilidad tuvo un enorme éxito en estabilizar rápidamente los precios. Si bien en un principio el FMI se mostró escéptico sobre la viabilidad a mediano plazo de ese régimen, sus opiniones internas y sus declaraciones públicas adquirieron un tono más optimista cuando Argentina—con el respaldo financiero del FMI—sobrellevó exitosamente las consecuencias de la crisis mexicana, otorgando así un rol esencial a la convertibilidad en la preservación de la estabilidad de precios y considerándola fundamentalmente viable. Hubo pocas conversaciones concretas con las autoridades en cuanto a si la paridad fija era o no apropiada para Argentina a mediano plazo, y dentro del FMI fue limitado el análisis que se hizo del tema.

Tras la devaluación del real a principios de 1999, el personal técnico del FMI comenzó a considerar más seriamente la viabilidad de la paridad fija y las posibles estrategias de salida. No obstante, conforme a los procedimientos establecidos, pero en contra de las recientes directrices del Directorio Ejecutivo, no se planteó el tema con las autoridades por deferencia a la prerrogativa del país de escoger el régimen cambiario de su preferencia. Tampoco se sometió el tema a la consideración del Directorio Ejecutivo. El personal técnico no solo estaba preocupado de que pudiera provocarse un ataque especulativo contra la moneda si la noticia de que había un debate en torno a la política cambiaria se filtraba al público, sino que también sabía, a partir de su labor analítica, que los riesgos y costos vinculados con el abandono de la convertibilidad ya eran considerables.

**Política fiscal.** La elección del régimen de convertibilidad otorgó especial importancia a la política fiscal. Dadas las restricciones al uso de la política monetaria, era necesario mantener la deuda pública en un nivel suficientemente bajo para preservar la eficacia de la política fiscal como única herramienta de gestión macroeconómica y la capacidad del gobierno para actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero. La disciplina fiscal también era esencial para que fuese creíble la garantía de que los pesos se cambiarían a la par por dólares de Estados Unidos. Por consiguiente y como era de esperar, la política fiscal se ubicó en el centro de las discusiones entre el FMI y las autoridades en todo ese período. Si bien la política fiscal mejoró considerablemente con respecto a las décadas precedentes, los

avances iniciales no se mantuvieron y el aumento del gasto público motivado por las elecciones provocó un pronunciado deterioro de la disciplina fiscal en 1999. Como resultado, siguió aumentando incesantemente el monto de la deuda pública, restando a las autoridades capacidad para aplicar una política fiscal anticíclica cuando la recesión se intensificó.

La labor de supervisión que ejercía el FMI y el diseño de la condicionalidad de los programas fueron obstaculizados por ciertas deficiencias analíticas y limitaciones de datos. El FMI continuó centrándose en el déficit fiscal anual, en tanto que las operaciones extrapresupuestarias, sobre todo el reconocimiento de las deudas antiguas por orden judicial, elevaron el monto de la deuda. Fue insuficiente la atención prestada a las finanzas provinciales, se sobrestimó el nivel sostenible de deuda pública para un país con las características económicas de Argentina, y las cuestiones de sustentabilidad de la deuda recibieron limitada atención. Estas deficiencias son comprensibles, dadas las limitaciones de conocimientos profesionales, herramientas analíticas y datos disponibles, pero el elevado nivel de compromiso del FMI en Argentina debió haber impulsado al personal técnico a explorar con mayor profundidad los riesgos que podrían surgir de una evolución económica menos favorable. El error más crítico del FMI, sin embargo, fue su poco rigor en la aplicación de la condicionalidad fiscal, la cual, según se admitió, fue inadecuada. Las metas de déficit implicaban ajustes moderados, aun cuando el crecimiento resultaba más alto de lo previsto inicialmente, mientras que sí se flexibilizaban durante episodios de crecimiento insuficiente. Y pese a que no se cumplieron las metas anuales de déficit en ningún año a partir de 1994, se mantuvieron los acuerdos financieros con Argentina otorgando repetidas dispensas (*waivers*).

**Reformas estructurales.** El FMI determinó correctamente que era indispensable realizar reformas estructurales en las áreas fiscal y previsional (de la seguridad social), el mercado laboral y el sector financiero para mejorar la viabilidad a mediano plazo del régimen de convertibilidad fomentando la disciplina fiscal, la flexibilidad y la inversión. Estos conceptos eran ampliamente compartidos por las autoridades. De hecho, la mayoría de las iniciativas de reforma en estos ámbitos procedían de las autoridades; el papel del FMI se limitaba en gran medida a suministrar asistencia técnica en materia fiscal, sobre todo en la administración impositiva. Si bien durante los primeros años se lograron algunos avances, los obstáculos políticos de larga data que impedían profundizar las reformas resultaron ser insuperables. En años posteriores hubo poco progreso y, en algunos casos, llegaron a revertirse reformas que se habían realizado previamente.

La característica sobresaliente de los sucesivos programas respaldados por el FMI con Argentina fue la escasa condicionalidad estructural formal. Pese a la retórica sobre la importancia de las reformas estructurales en los documentos de los programas, en los tres primeros acuerdos se establecieron solo dos criterios de ejecución (que se referían a los impuestos y a las reformas previsionales), mientras que en los dos acuerdos subsiguientes no se estableció ni un solo criterio de ejecución, aunque se incluyeron varios referentes estructurales. El personal técnico del FMI expresó constantemente sus reservas ante el débil contenido estructural de los sucesivos acuerdos, pero la gerencia, respaldada por el Directorio Ejecutivo, no aceptó las objeciones del personal técnico en cuanto a la aprobación de

programas con una débil condicionalidad estructural. En definitiva, la falta de una fuerte condicionalidad estructural desafortunadamente obligó al FMI a seguir apoyando a Argentina cuando la evidente falta de un avance significativo en la reforma estructural debió haber exigido que se pusiera fin a la relación que mantenía con dicho país a través del programa.

### C. Gestión de la Crisis, 2000–01

En el cuarto trimestre de 2000, Argentina perdió efectivamente acceso a las fuentes voluntarias de financiamiento. Las autoridades solicitaron al FMI un aumento sustancial del respaldo financiero en el marco del acuerdo *stand-by* (acuerdo de derecho de giro) aprobado en marzo de 2000, el cual hasta ese momento había tenido carácter precautorio. En respuesta, de enero a septiembre de 2001, el FMI tomó tres decisiones para otorgar respaldo financiero excepcional a Argentina, con lo que incrementó sus compromisos totales a US\$22.000 millones. No obstante, en diciembre la quinta revisión del programa no fue concluida, lo que marcó la interrupción efectiva del respaldo financiero del FMI.

**Decisión de aumentar el monto del acuerdo en enero de 2001.** La decisión de aumentar el acuerdo en vigor, aprobada por el Directorio Ejecutivo en enero de 2001, se basó en el diagnóstico de que Argentina enfrentaba básicamente una crisis de liquidez y que cualquier problema de sustentabilidad del tipo de cambio o de la deuda era manejable si se tomaban medidas firmes en los frentes fiscal y estructural.

Se pensaba que la prolongada recesión era el resultado de una combinación de *shocks* adversos pero temporales, y se suponía que mejorarían las condiciones económicas externas en 2001. El FMI estaba, además, muy consciente de que los costos de un cambio fundamental del marco de políticas serían muy elevados y deseaba dar a las autoridades el beneficio de la duda cuando éstas evidentemente se mostraban comprometidas a hacer fuertes correcciones en sus políticas. Se justificaba así el financiamiento excepcional del FMI por su efecto catalítico. Dada la índole probabilística de una decisión de ese tipo, la estrategia escogida bien pudo haber sido exitosa si los supuestos hubiesen resultado válidos (no lo fueron) y si las autoridades hubiesen ejecutado el programa impecablemente (cosa que no hicieron). El error crucial no fue tanto la decisión en sí sino el hecho de no contar con una estrategia de salida, incluyendo un plan de contingencia, a sabiendas de que la estrategia era arriesgada. No se analizaron con seriedad otras estrategias posibles, debido a que las autoridades se rehusaron a hacerlo y el FMI no insistió al respecto.

**Decisiones de concluir la tercera revisión en mayo y de aumentar nuevamente el acuerdo en septiembre de 2001.** Si bien estas decisiones también planteaban incertidumbres, la débil ejecución del programa a principios de 2001 y la adopción por parte de las autoridades—sin consultar al FMI—de una serie de medidas polémicas que sacudieron a los mercados después de marzo de 2001, debieron haber dado amplias razones para llegar a la conclusión de que la estrategia inicial había fracasado. De hecho, incluso dentro del FMI se reconocía cada vez más que Argentina tenía un perfil de deuda insostenible, una paridad cambiaria insostenible, o ambas cosas. Sin embargo, no se presentó a consideración del Directorio ningún otro posible curso de acción, y se decidió seguir desembolsando fondos al

país bajo las políticas en curso, basándose en consideraciones de índole no económica con la esperanza de que repuntase la confianza de los mercados, intentando de esta forma ganar tiempo hasta que mejorase la situación económica externa.

**Decisión de no concluir la revisión en diciembre de 2001.** Tras el aumento de fondos de septiembre, siguieron derrumbándose la actividad económica y la confianza de los mercados, lo que hizo prácticamente imposible cumplir las metas del programa y salvar la convertibilidad. Si bien el FMI estaba consciente de esta situación, no presionó a las autoridades para que efectuasen un cambio fundamental en el régimen de políticas, y a principios de diciembre anunció que bajo aquellas circunstancias no podría completarse el acuerdo *Stand-By*. En menos de un mes a partir de este anuncio, se produjeron disturbios simultáneos de orden económico, social y político, que culminaron en la renuncia del Presidente, la cesación de pagos de la deuda soberana argentina y el abandono de la convertibilidad, a lo que siguieron casi inmediatamente decisiones del nuevo gobierno que incrementaron aún más los costos del colapso de la convertibilidad. En esa coyuntura, el FMI fue incapaz de prestar gran ayuda y en gran medida solo fue un observador del desarrollo de la crisis.

**Proceso decisorio.** La manera en que el FMI manejó la crisis argentina revela varias deficiencias en su proceso de toma de decisiones. En primer lugar, los esfuerzos del personal técnico para formular planes de contingencia fueron insuficientes. Se prestó demasiada atención a determinar—sin llegar a ninguna conclusión—qué marco alternativo de políticas debería recomendarse a las autoridades, pero poco se hizo para determinar qué pasos concretos debería haber dado el FMI en caso de fracasar la estrategia escogida. Segundo, a partir de marzo de 2001 disminuyó el grado de cooperación entre el FMI y las autoridades, con estas últimas tomando múltiples iniciativas de política que el FMI consideraba mal encaminadas pero que se vio obligado a respaldar. Tercero, se prestó poca atención al riesgo que supone dar a las autoridades el beneficio de la duda después de haber llegado a un punto en que se cuestionaba seriamente la sustentabilidad de las políticas seguidas. Cuarto, el Directorio Ejecutivo no cumplió cabalmente con su responsabilidad en materia de seguimiento y no analizó las posibles ventajas y desventajas de distintas opciones. En cierta medida, todo esto parece reflejar el hecho de que algunas decisiones clave fueron tomadas al margen del Directorio y que la gerencia consideró que algunos temas críticos eran demasiado delicados para debatir abiertamente sobre ellos en sesiones plenarias del Directorio.

#### **D. Lecciones de la Crisis Argentina**

La crisis argentina ofrece varias lecciones para el FMI, algunas de las cuales ya se incorporaron en nuevas políticas y procedimientos. En esta evaluación se sugieren diez lecciones en los ámbitos de supervisión y diseño de programas, gestión de crisis y proceso decisorio.

## **Supervisión y diseño de programas**

- **Lección 1.** Si bien la elección del régimen cambiario corresponde a las autoridades del país, el FMI debe ejercer una firme supervisión para que el régimen escogido sea consistente con las demás políticas y restricciones. El debate franco en torno a la política cambiaria, sobre todo cuando existe una paridad fija, debe convertirse en un ejercicio de rutina durante la supervisión que ejerce el FMI.
- **Lección 2.** El nivel de deuda sustentable para las economías de mercados emergentes puede ser más bajo de lo que se había pensado, dependiendo de las características económicas del país. Por lo tanto, en la conducción de la política fiscal deberán tenerse en cuenta no solo los desequilibrios fiscales anuales sino también el monto global de la deuda pública.
- **Lección 3.** La decisión de las autoridades de darle carácter precautorio a un acuerdo no debería implicar el riesgo de que se debilitasen las normas para obtener respaldo del FMI, aunque en la práctica este riesgo podría existir. Un diseño deficiente del programa y una ejecución poco firme en el contexto de acuerdos de carácter precautorio no ayudan al país a atender sus vulnerabilidades potenciales. Cuando no existe un problema de balanza de pagos, puede ser mejor no celebrar ningún acuerdo y someter al país a la disciplina del mercado y no a las revisiones del programa que realiza el FMI.

**Lección 4.** Un énfasis excesivo en la noción de que un país sea el dueño de los programas apoyados por el Fondo puede conducir a resultados no deseados si es que tales programas son débiles o comprenden políticas equivocadas. El FMI deberá estar preparado a no dar su apoyo a políticas decididas por el país si las juzga inadecuadas para generar el resultado esperado, pero deberá explicar y fundamentar su decisión.

- **Lección 5.** El desempeño macroeconómico favorable, incluso si se mantiene durante cierto tiempo, puede ocultar deficiencias institucionales subyacentes que pueden convertirse en obstáculos insuperables para restablecer rápidamente la confianza si el crecimiento se ve interrumpido por acontecimientos externos desfavorables. Es posible que el FMI solo pueda desempeñar un papel limitado cuando existen deficiencias institucionales muy arraigadas en el sistema político, y la condicionalidad estructural no puede sustituir la determinación del país para emprender las reformas necesarias.

## **Gestión de la crisis**

- **Lección 6.** Las decisiones de respaldar un determinado marco de políticas entrañan necesariamente una evaluación probabilística, pero es importante que la evaluación sea lo más rigurosa posible y que se cuente, desde un inicio, con una estrategia de respaldo en caso de que no se materialicen algunos supuestos críticos.
- **Lección 7.** El enfoque catalítico para resolver una crisis de la cuenta de capital funciona únicamente en condiciones muy estrictas. Cuando hay preocupaciones válidas en

torno a la sustentabilidad de la deuda y del tipo de cambio, no es razonable prever que los flujos de capital cambien voluntariamente de sentido.

- **Lección 8.** La ingeniería financiera en forma de una reestructuración de deuda voluntaria y basada en el mercado es costosa, y es poco probable que mejore la sustentabilidad de la deuda si se emprende bajo condiciones de crisis sin contar con una estrategia económica creíble e integral. Solo una modalidad de reestructuración de deuda que lleva a una reducción del valor presente neto de los pagos de la deuda o, si se cree que la deuda es sostenible, un paquete de financiamiento en gran escala del sector oficial, podrían revertir una dinámica adversa de la deuda.
- **Lección 9.** Retrasar la adopción de medidas necesarias para resolver una crisis puede elevar significativamente su costo final, porque inevitablemente se producirán nuevas caídas del producto, fugas adicionales de capital y erosión de la calidad de los activos en el sistema bancario. Para reducir al mínimo los costos de cualquier crisis, el FMI debe asumir un papel activo para su resolución, incluido ofreciendo respaldo financiero para la modificación de las políticas, a sabiendas de que hacerlo será costoso independientemente del momento en que se lleve a cabo.

### **Proceso decisorio**

- **Lección 10.** Para reducir al mínimo los errores y aumentar la eficacia, debe mejorarse el proceso de toma de decisiones en el FMI en cuanto al análisis de riesgos, rendición de cuentas y predictibilidad. Un procedimiento decisorio más basado en reglas, con una mayor especificación a priori de las circunstancias en las que se dispondrá de respaldo financiero, puede acelerar la resolución de una crisis, aunque el resultado no siempre será óptimo. Las modificaciones recientes a la política de acceso excepcional a los recursos del FMI ya han avanzado un poco en esa dirección.

## **E. Recomendaciones**

Sobre la base de estas lecciones, en la evaluación se ofrecen seis conjuntos de recomendaciones para mejorar la eficacia de las políticas y los procedimientos del FMI en los ámbitos de gestión de crisis, supervisión, relación a través de los programas y proceso decisorio.

### **Gestión de crisis**

- **Recomendación 1.** El FMI deberá tener una estrategia de contingencia desde el momento en que comience una crisis, la cual incluya normas para “limitar el daño”; es decir, un conjunto de criterios que permitan determinar si la estrategia inicial funciona y que sirvan de guía para tomar una decisión acerca del momento en que resulte necesario cambiar de enfoque.
- **Recomendación 2.** Cuando la sustentabilidad de la deuda o del tipo de cambio esté en duda, el FMI debería indicar que su apoyo está condicionado a un cambio significativo de

las políticas del país mientras permanece trabajando activamente con ese país para propiciar dicho cambio. Debería asignarse una alta prioridad a definir la función que ha de cumplir el FMI cuando un país que pide acceso excepcional a sus recursos tiene un problema de solvencia.

### **Supervisión**

- **Recomendación 3.** La supervisión que ejerce el FMI debería centrarse en la sustentabilidad del tipo de cambio y de la deuda a mediano plazo. Para alcanzar estos objetivos (que son ya parte de las políticas en vigor), el FMI necesita mejorar los instrumentos de evaluación del tipo de cambio real de equilibrio, a fin de que den una mejor visión a futuro y se basen en varios criterios, examinar el perfil de la deuda desde el punto de vista de la “intolerancia de deuda” y adoptar una perspectiva a más largo plazo en cuanto a las vulnerabilidades que podrían aparecer a mediano plazo.

### **Relación de programa**

- **Recomendación 4.** El FMI no debería iniciar ni mantener una relación a través de los programa con un país miembro cuando no haya una dificultad inmediata de balanza de pagos y existan graves obstáculos de índole política para que se realice el ajuste o la reforma estructural necesarios.
- **Recomendación 5.** El acceso excepcional debería entrañar la presunción de que hay una estrecha colaboración entre las autoridades y el FMI y debería haber incentivos especiales para forjar ese tipo de colaboración, incluida la comunicación obligatoria al Directorio de todo tema crítico u otra información que las autoridades se rehúsen a revelar o tratar con el personal técnico o la gerencia del FMI.

### **Proceso decisorio**

- **Recomendación 6.** Para fortalecer el papel que le compete al Directorio Ejecutivo, deberían adoptarse los procedimientos necesarios para alentar: (i) un seguimiento efectivo por el Directorio de las decisiones que incumban a la gerencia; (ii) el suministro de información franca y completa al Directorio acerca de todos los temas pertinentes para la toma de decisiones, y (iii) un intercambio abierto de opiniones entre la gerencia y el Directorio sobre todos los temas, incluso los más delicados. Estas iniciativas tendrán éxito solo en la medida en que los accionistas del FMI—sobre todo los principales—respalden colectivamente la función del Directorio como centro principal para la toma de decisiones del organismo. Si bien existen varios enfoques posibles para modificar los procedimientos del Directorio tendientes a mejorar su manera de operar, y el tema escapa al alcance de esta evaluación, se plantean algunas medidas posibles en la última sección del capítulo IV.

## I. INTRODUCCIÓN

1. La crisis argentina de 2000–02 fue una de las crisis cambiarias más graves de los últimos tiempos. El régimen de tipo caja de conversión, mediante el cual se había fijado la paridad del peso al valor del dólar de Estados Unidos desde 1991, se desplomó en enero de 2002 y, para finales de ese año, el tipo de cambio era de 3,4 pesos por dólar. La crisis, que había sobrevenido después de tres años de recesión, tuvo un impacto devastador. La economía se contrajo 11% en 2002, con lo que la reducción acumulada del producto desde 1998 alcanzó casi el 20%. El desempleo trepó a más del 20%, y la incidencia de la pobreza aumentó drásticamente.
2. El papel que desempeñó el Fondo Monetario Internacional (FMI) merece especial atención por, al menos, tres razones. En primer lugar, a diferencia de lo ocurrido en Corea e Indonesia, países en los que el FMI no había tenido programas durante varios años previos a las crisis, en Argentina existían programas con el FMI desde 1991 (véase el Recuadro 1.1). Segundo, siendo también en este sentido la situación diferente a la de los otros casos, la crisis argentina no hizo eclosión súbitamente. Se observaban señales de posibles problemas por lo menos desde 1999, lo que indujo al gobierno a celebrar un nuevo acuerdo *stand-by* con el FMI a principios de 2000. Tercero, los recursos del FMI se destinaban a apoyar el régimen de tipo de cambio fijo del país, al cual desde hacía mucho tiempo el organismo consideraba esencial para la estabilidad de los precios y fundamentalmente viable. De hecho, en los debates sobre la conveniencia de adoptar tipos de cambio fijos o flexibles que siguió a la crisis de Asia oriental, el régimen de caja de conversión argentino se presentaba a menudo como ejemplo de un régimen de tipo de cambio fijo fundamentalmente viable.
3. En esta evaluación se examina la función del FMI en Argentina en 1991–2001, centrándose especialmente en el período de gestión de la crisis transcurrido entre 2000 y los primeros días de 2002.<sup>4</sup> Si bien el foco principal de la evaluación es el período de crisis, es necesario examinar lo sucedido en el decenio precedente para entender por qué y cómo, pese a su amplia intervención en el país, el FMI no pudo ayudar a que Argentina evitase y gestionase mejor la crisis.
4. Conforme a los términos de referencia de la Oficina de Evaluación Independiente (OEI), el principal objetivo de la evaluación es extraer enseñanzas que pueda aprovechar el FMI para su labor operativa futura, señalándose lo siguiente:
  - (a) Toda evaluación se beneficia necesariamente de una visión retrospectiva. Si bien ésta puede ser útil a la hora de extraer enseñanzas para el futuro, al evaluar el pasado, y especialmente al asignar responsabilidades, debe tenerse presente que gran parte de lo

---

<sup>4</sup> Al seleccionarse este período se dejan fuera de consideración los temas relacionados con el papel que desempeñó el FMI en Argentina en la posterior reconstrucción y recuperación de la economía. Los términos de referencia de la OEI no le permiten evaluar hechos que tengan injerencia directa en las operaciones en curso del FMI.

que ahora sabemos pudo no haber sido del conocimiento de quienes tuvieron que tomar las decisiones pertinentes.

- (b) El comportamiento de toda economía siempre está sujeta a incertidumbres, y éstas se exageran en el marco de una crisis. No puede llegarse a la conclusión de que las decisiones que se tomaron en un entorno de incertidumbre constituyen errores de juicio *ex ante* por el hecho de que no se hayan logrado los resultados previstos. Es necesario adoptar un enfoque probabilístico: ¿eran las probabilidades de éxito *ex ante* suficientemente altas como para justificar la decisión, dado el beneficio esperado del éxito y los costos potenciales de que se agravase aún más la crisis si la estrategia fracasaba?

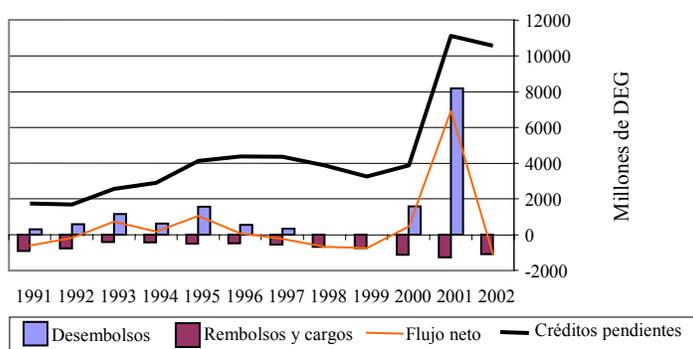
### Recuadro 1.1. El FMI y Argentina, 1991–2001

Entre 1991 y 2001 inclusive, el FMI mantuvo cinco acuerdos de financiamiento sucesivos con Argentina, entre ellos dos en virtud del servicio ampliado del FMI (conocido localmente como acuerdos de facilidades ampliadas) aprobados en 1992 y 1998,

y tres acuerdos *stand-by* aprobados en 1991, 1996 y 2000 (véanse los detalles en el apéndice I). De ellos, el acuerdo ampliado de 1998 se trató como precautorio, y no se efectuaron giros. Como resultado, el volumen del crédito pendiente de reembolso al FMI disminuyó en 1997–99. Solo fue a fines de 2000 que el FMI elevó acusadamente su exposición crediticia frente a

Argentina (véase el gráfico). Además, el FMI prestó una considerable asistencia técnica al país, enviando unas 50 misiones durante ese periodo (principalmente en las áreas fiscal y bancaria) para apoyar los objetivos de los programas respaldados por la institución.

Transacciones financieras entre Argentina y el FMI, 1991–2002



Fuente: Base de datos del FMI.

Desde principios de 2000, los programas respaldados por el FMI trataban de remediar una recesión cada vez peor y, desde finales de 2000, la falta de acceso de Argentina a los mercados internacionales de capital. En marzo de 2000 se convino un acuerdo *stand-by* a tres años por valor de DEG 5.400 (US\$7.200) millones y, en enero de 2001, un aumento por valor de DEG 5.200 millones, lo que hizo un total de DEG 10.600 (US\$13.700) millones. Al mismo tiempo, se obtuvo financiamiento adicional de fuentes oficiales y privadas. El monto total del financiamiento anunciado ascendió a US\$39.000 millones, lo que llevó al gobierno a calificarlo de “blindaje”. En septiembre de 2001, el acuerdo se aumentó nuevamente en DEG 6.400 (US\$8.000) millones hasta un total de DEG 17.000 (US\$22.000) millones, afectándose un máximo de US\$3.000 millones para una posible operación de reestructuración de la deuda. En diciembre de 2001, al no cristalizarse el esperado retorno de la confianza y desviarse el programa fiscal seriamente con respecto a sus metas, la revisión prevista del programa quedó inconclusa, y el FMI interrumpió su respaldo a Argentina.

- (c) Para ser significativa, la evaluación de una determinada estrategia debe suponer su comparación con una estrategia alternativa que podría haber producido mejores resultados de ser implementada. Sin embargo, en la práctica es sumamente difícil establecer esa situación alternativa hipotética.
- (d) El FMI es solo uno de los actores involucrados. En la práctica, es el país el que, en definitiva, es responsable de sus decisiones en materia de política económica, sobre todo cuando el país asume con tanta firmeza la autoría de la opción escogida, como ocurrió en Argentina.

5. En la evaluación se hace amplio uso de los documentos del FMI que se pusieron a disposición de la OEI.<sup>5</sup> Esta Oficina, sin embargo, no tiene acceso automático a documentos de índole estrictamente interna de la gerencia ni a las comunicaciones entre la gerencia y las autoridades nacionales, excepto cuando esos documentos se distribuyen también al personal técnico.<sup>6</sup> Dado que a menudo se realizan consultas directas entre la gerencia y los principales gobiernos accionistas del FMI, y los materiales que se nos proporcionaron no cubren estas consultas, nuestras opiniones sobre ciertas cuestiones de política se basan en información limitada, hecho que se destaca toda vez que pertinente.

6. El equipo que llevó a cabo la evaluación realizó amplias y numerosas entrevistas a varias de las personas del FMI que participaron en la toma de decisiones y a ex funcionarios y actuales funcionarios de Argentina y de otros países miembros. El equipo también consultó la extensa bibliografía académica sobre la crisis argentina y conversó con diferentes personas que expresaron sus opiniones sobre el papel que en ella desempeñó el FMI.

7. El informe está organizado de la siguiente manera. En el resto de este capítulo se presenta un breve panorama de la evolución económica desde 1991 hasta principios de 2002 y se explican los factores que contribuyeron a la crisis. En el capítulo II se evalúan el contenido y la eficacia de la supervisión y del diseño de los programas en el período que precedió a la crisis, desde 1991 hasta principios de 2000. Se hace hincapié en tres ámbitos de importancia crucial para el FMI: (i) la política cambiaria, (ii) la política fiscal y (iii) las reformas estructurales de importancia crítica para la macroeconomía. En el capítulo III se examinan las principales cuestiones y procedimientos vinculados con las decisiones clave

---

<sup>5</sup> Informes del personal técnico sobre las consultas del Artículo IV y uso de los recursos del FMI, informes de asistencia técnica, documentos de instrucciones a las misiones e informes presentados al regreso de las misiones y visitas, memorandos internos y notas técnicas intercambiadas entre los funcionarios o entre éstos y la gerencia, actas o resúmenes de reuniones formales o informales del Directorio Ejecutivo, comentarios de la gerencia y el personal técnico sobre los documentos de instrucciones a las misiones y documentos de política preparados por el personal técnico para el Directorio. Algunos de estos últimos documentos fueron publicados y pueden consultarse en el sitio del FMI en Internet. La referencia completa a esos documentos se incluye en las notas al pie de página, pero no en la bibliografía, a menos que se hayan publicado.

<sup>6</sup> La gerencia está integrada por los funcionarios de mayor jerarquía del FMI: el Director Gerente, la Primera Subdirectora Gerente y los dos Subdirectores Gerentes.

que adoptó el FMI durante el período de la crisis, desde los últimos meses de 2000 hasta el fin de 2001. Entre estas decisiones cabe mencionar las siguientes: (i) la conclusión de la segunda revisión y el aumento del acuerdo *Stand-By* (enero de 2001); (ii) la conclusión de la tercera revisión (mayo de 2001); (iii) la conclusión de la cuarta revisión y el aumento del acuerdo (septiembre de 2001), y (iv) ausencia de conclusión de la quinta revisión (diciembre de 2001), que representó la interrupción del respaldo financiero del FMI. En el capítulo IV se resumen las principales conclusiones de la evaluación, se extraen lecciones para el FMI de la experiencia argentina y se presentan seis conjuntos de recomendaciones. Se añaden por último 10 apéndices que contienen información y análisis más detallados de algunos de los temas planteados en el informe, una cronología de los principales acontecimientos y una lista de las personas entrevistadas.

### **A. Panorama General de la Evolución Económica, 1991–2001**

8. La Ley de Convertibilidad, que estableció una paridad fija de la moneda argentina frente al dólar de Estados Unidos en abril de 1991, fue una respuesta a la difícil situación por la que atravesaba la economía del país a principios de los años noventa. Después de más de una década de elevada inflación y estancamiento económico, y tras varios intentos fallidos por estabilizar la economía, a fines de 1989 Argentina había caído en la hiperinflación y en un virtual colapso económico (véase el Apéndice II). El nuevo régimen cambiario, que funcionaba como una caja de conversión, tuvo por finalidad estabilizar la economía mediante una paridad nominal rígida con garantías creíbles de que no se revertiría. El nuevo peso (cuyo valor se estableció en 10.000 australes) se fijó a la par con el dólar de los Estados Unidos y la creación autónoma de dinero por parte del Banco Central fue severamente restringida, aunque en forma menos rígida que en una caja de conversión clásica.<sup>7</sup> El régimen de cambio formaba parte de un Plan de Convertibilidad de más amplio alcance, el cual incluía un programa más extenso de reformas estructurales pro-mercado, destinado a promover la eficiencia y la productividad en la economía. Se desregularon diversos sectores de servicios, se liberalizó el comercio y se eliminaron esquemas anticompetitivos de fijación de precios; se procedió vigorosamente con la privatización, especialmente en los sectores del petróleo, la energía y las telecomunicaciones, lo que produjo voluminosos ingresos de capital.

---

<sup>7</sup> La Ley de Convertibilidad fue aprobada por el Congreso el 27 de marzo de 1991, estableciendo la plena convertibilidad del austral a 10.000 australes por dólar de Estados Unidos (o del nuevo peso creado en enero de 1992 a 1 peso argentino por dólar de Estados Unidos), requiriendo que en principio el Banco Central respaldara plenamente la base monetaria con reservas en moneda extranjera, y prohibiendo la indexación de los contratos denominados en moneda nacional. A diferencia de una caja de conversión “clásica”, sin embargo, se permitía que el Banco Central mantuviera títulos de deuda interna denominados en dólares de Estados Unidos para cubrir parte de la base monetaria, y tampoco se requería que interviniera para respaldar al dólar (es decir, que técnicamente el peso podía apreciarse por encima de la paridad). Véanse, por ejemplo, Baliño *et al.* (1997) y Hanke y Schuler (2002).

9. En el marco del Plan de Convertibilidad, en particular durante los primeros años, se produjo una pronunciada mejora en el desempeño económico de Argentina (Cuadro 1.1). La inflación, que en febrero de 1991 alcanzaba una tasa mensual del 27%, decreció al 2,8% en mayo de 1991; en una base anualizada, la inflación se redujo a niveles de un solo dígito en el tercer trimestre de 1993 y permaneció en un nivel bajo (o incluso negativo) desde 1994 hasta el fin del régimen de convertibilidad a principios de 2002 (Gráfico 1.1). El saldo fiscal global del gobierno federal mejoró significativamente en comparación con los años anteriores, con un déficit promedio presupuestado de menos del 1% del PIB durante el período 1991–98.

10. El crecimiento fue espectacular hasta principios de 1998, excepto por un breve revés experimentado en 1995, cuando Argentina sufrió el impacto negativo de la crisis mexicana. Para 1991–98, el crecimiento del PIB alcanzó un promedio de cerca del 6% anual, reivindicando las reformas pro-mercado que se habían aplicado a principios de los años noventa. Atraída por un clima más favorable a la inversión, se produjo una gran afluencia de capitales en forma de inversiones directas y de cartera. Durante el período 1992–99, Argentina recibió una afluencia *neto* de capitales de más de US\$100.000 millones, que incluía más de US\$60.000 millones en inversión extranjera directa *bruta* (Gráfico 1.2).

11. La resistencia del régimen de convertibilidad fue puesta seriamente a prueba con la crisis mexicana de 1995. En respuesta, Argentina inició un riguroso programa de ajuste con el apoyo financiero del FMI, que consistió en la aplicación de enérgicas medidas fiscales y reformas estructurales. La supervivencia de la paridad cambiaria y la recuperación en forma de V fueron interpretadas en general como una evidencia de la robustez y la credibilidad del régimen de convertibilidad. Las circunstancias externas favorables también contribuyeron a este resultado. Este fue un período de relativa debilidad del dólar de Estados Unidos, de manera que la paridad no involucraba una pérdida de competitividad, sobre todo en vista de las mejoras en materia de productividad. Las reducciones arancelarias logradas en el marco del MERCOSUR también contribuyeron a promover las exportaciones, especialmente a Brasil, el principal socio comercial de Argentina. La mitad de los años noventa fue un período de fuertes flujos de capital a los mercados emergentes, y Argentina fue un importante beneficiario de dichos flujos. El país se vio relativamente poco afectado por el estallido de la crisis asiática de 1997; en diciembre de ese año retornó rápidamente a los mercados internacionales de capital.

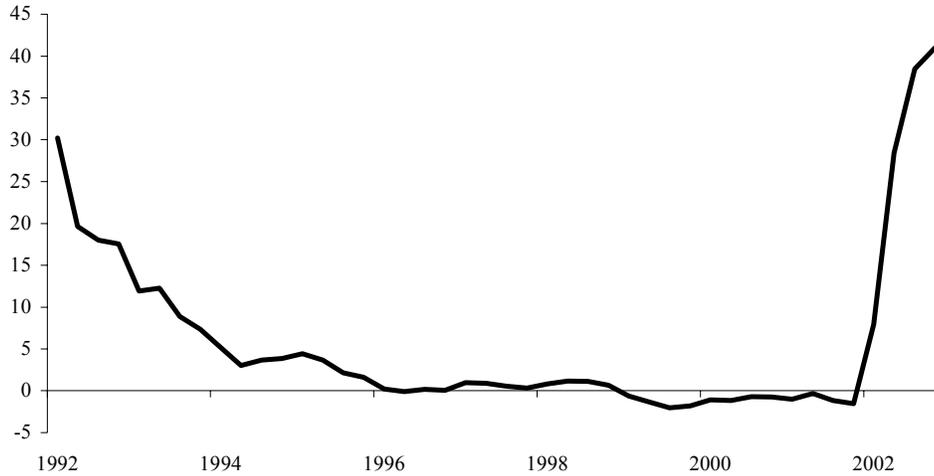
Cuadro 1.1. Indicadores Económicos Clave, 1991-2002

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	10,5	10,3	6,3	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,8	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9
Crecimiento real del consumo privado (porcentaje)	15,0	12,1	7,1	5,4	-4,0	7,3	8,7	2,5	-4,0	0,3	-4,9	-13,3
Crecimiento real del consumo público (porcentaje)	-13,1	22,7	12,1	2,7	-1,6	-0,9	3,8	7,1	5,6	-0,1	-1,9	-13,5
Crecimiento real de la inversión fija (porcentaje)	31,5	33,5	16,0	13,7	-13,0	8,8	17,7	6,5	-12,6	-6,8	-15,7	-36,4
Inflación (IPC, Dic./Dic., porcentaje)	84,0	17,5	7,4	3,9	1,6	0,1	0,3	0,7	-1,8	-0,7	-1,5	41,0
Dinero (M1, Dic./Dic., porcentaje, en pesos)	148,6	49,0	33,0	8,2	1,6	14,6	12,8	0,0	1,6	-9,1	-20,1	78,4
Dinero en sentido amplio (Dic./Dic., porcentaje, en pesos)	167,9	63,0	55,9	14,9	-4,3	20,0	26,9	10,3	2,3	4,4	-19,7	18,3
Balanza en cuenta corriente (miles de millones de dólares de EE.UU.)	-0,4	-6,5	-8,0	-11,1	-5,2	-6,8	-12,2	-14,5	-11,9	-8,8	-4,5	9,6
(Porcentaje del PIB)	-0,2	-2,9	-3,4	-4,3	-2,0	-2,5	-4,2	-4,9	-4,2	-3,1	-1,7	3,1
Exportación de bienes y servicios (dólares de EE.UU., crecimiento %)	-2,1	3,4	8,5	17,8	28,9	13,6	9,0	0,7	-10,5	11,6	-0,5	-7,4
Importación de bienes y servicios (dólares de EE.UU., crecimiento %)	68,3	58,8	30,3	11,3	-4,6	15,8	24,1	3,4	-15,3	0,5	-16,6	-52,6
Deuda del sector público (porcentaje del PIB)	34,8	28,3	30,6	33,7	36,7	39,1	37,7	40,9	47,6	50,9	62,2	...
Deuda externa (porcentaje del PIB)	34,5	27,7	30,5	33,3	38,4	40,6	42,7	47,5	51,2	51,6	52,2	42,9
Coefficiente de servicio de la deuda (porcentaje)	33,6	27,5	30,9	25,2	30,2	39,4	50,0	57,6	75,4	70,8	66,3	...
Reservas internacionales sin oro (miles de millones de dólares de EE.UU.)	6,2	10,2	14,0	14,6	14,5	18,3	22,3	24,8	26,3	25,1	14,6	10,5
Tipo de cambio (peso/dólar de EE.UU., cierre del ejercicio)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	3,4
Tipo de cambio efectivo real (cierre del ejercicio) <sup>1</sup>	140,5	165,4	177,8	169,3	162,9	163,3	175,8	170,6	177,6	184,8	184,7	71,6
Términos de intercambio (bienes y servicios, variación porcentual)	7,6	6,1	-7,7	14,4	-4,5	9,9	0,2	-5,1	-8,4	7,2	-5,7	-10,8
Saldo primario del gobierno central (porcentaje del PIB)	...	1,3	2,1	0,8	0,1	-0,5	0,4	0,9	0,4	1,0	0,1	0,7
Saldo primario del gobierno general (porcentaje del PIB)	...	1,3	1,5	0,1	-1,3	-0,7	0,3	0,5	-0,8	0,5	-1,4	0,3
Saldo global del gobierno central (porcentaje del PIB)	...	-0,2	0,9	-0,5	-1,5	-2,2	-1,6	-1,3	-2,5	-2,4	-3,8	-11,9
Saldo global del gobierno general (porcentaje del PIB)	...	-0,4	0,1	-1,4	-3,2	-2,9	-2,1	-2,1	-4,2	-3,6	-6,2	-12,8

Fuentes: Base de datos del FMI y *Global Development Finance*.

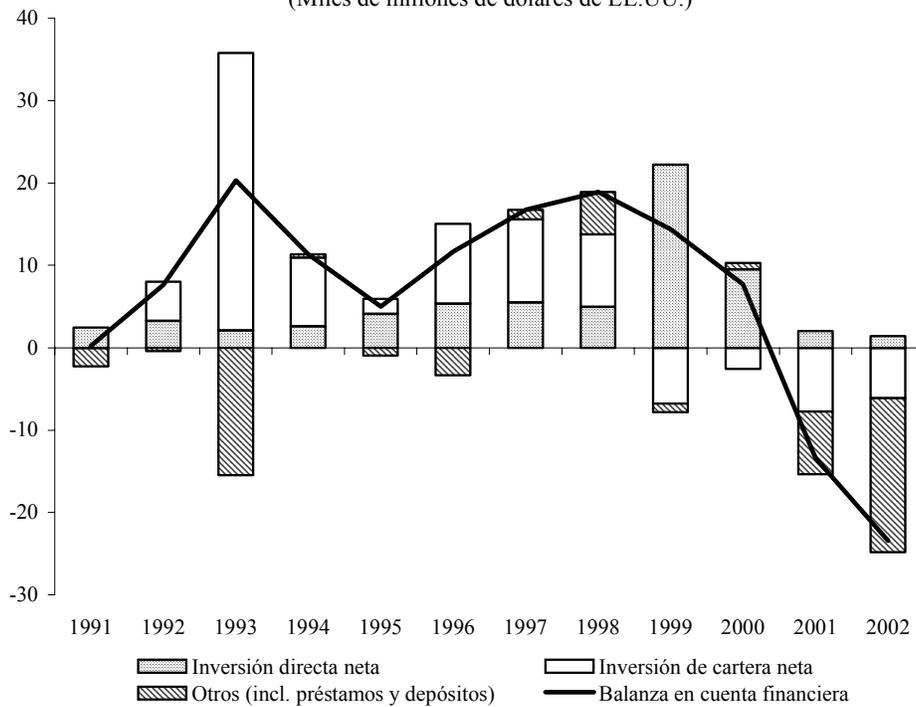
<sup>1</sup> Promedio de 1990=100.

Gráfico 1.1. Inflación, 1992–2002 1/  
(Porcentaje)



Fuente: FMI, International Financial Statistics.  
1/ Variación del IPC de un año a otro.

Gráfico 1.2. Flujos de Capital, 1991–2002  
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

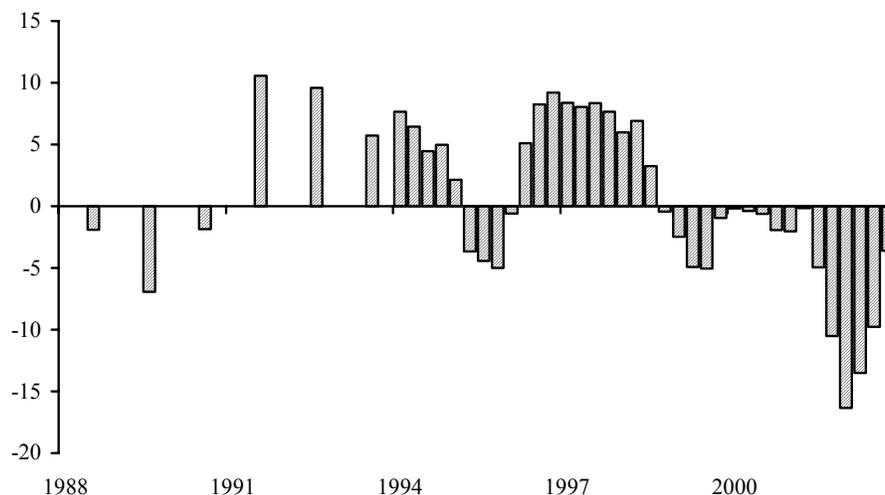


Fuente: FMI, International Financial Statistics.

12. En octubre de 1998, los resultados registrados por la economía argentina merecieron atención mundial cuando el Presidente Carlos Menem compartió el podio de las Reuniones Anuales con el Director Gerente del FMI, que caracterizó la “experiencia argentina de los últimos años” como “ejemplar.” El Director Gerente señaló además que “Argentina tiene una historia que contar al mundo: una historia sobre la importancia de la disciplina fiscal, el cambio estructural y el riguroso mantenimiento de la política monetaria.”<sup>8</sup>

13. La situación del país se deterioró a partir del segundo semestre de 1998 como consecuencia de *shocks* externos adversos, entre ellos una reversión de los flujos de capital a los mercados emergentes después de la cesación de pagos declarada por Rusia en agosto de 1998; el debilitamiento de la demanda en los principales socios comerciales, principalmente Brasil; la caída de los precios del petróleo y otros productos básicos; el fortalecimiento general del dólar de Estados Unidos frente al euro, y la devaluación en un 70% del real frente al dólar de Estados Unidos a principios de 1999. El PIB real se contrajo más de un 3% en la segunda mitad de 1998. Hubo una leve recuperación de la actividad económica en la segunda mitad de 1999, impulsada por el mayor gasto público en el período previo a las elecciones presidenciales de octubre, pero la situación no perduró y para todo el año 1999 el PIB se contrajo un 3½%. La economía nunca se recuperó hasta el fin de la convertibilidad (Gráfico 1.3).

Figure 1.3. Real Quarterly GDP Growth 1/  
(Porcentaje)



Fuente: FMI, International Finance Statistics.  
1/ De un año a otro.

<sup>8</sup> Transcripción de la conferencia de prensa del 1 de octubre de 1998. Varios funcionarios entrevistados manifestaron al equipo de evaluación que en el cuarto trimestre de 1998 no se justificaba una evaluación tan optimista de la situación argentina.

14. En 1999, la desaceleración económica, combinada con el aumento del gasto público relacionado con las elecciones, tuvieron importantes repercusiones sobre la solvencia fiscal. El saldo fiscal consolidado de Argentina había sido deficitario a lo largo de los años noventa- excepto en 1993-, aunque la magnitud del déficit fiscal no había sido demasiado importante. Sin embargo, la deuda del sector público consolidado se incrementó rápidamente como consecuencia del periódico reconocimiento de pasivos extrapresupuestarios, incluidos los pagos de prestaciones jubilatorias pasadas ordenados por los tribunales, que alcanzaron un promedio anual de más del 2% del PIB en el período 1993–99. Aun así, el incremento de la relación deuda/PIB fue moderado mientras el crecimiento continuó siendo alto, e incluso dicha relación disminuyó ligeramente entre 1996 y 1997. La situación cambió en 1999, cuando el crecimiento se desaceleró y las finanzas públicas experimentaron un marcado deterioro. La relación deuda/PIB pasó del 37,7% del PIB a fines de 1997 a un 47,6% a fines de 1999, un incremento de 10 puntos porcentuales en apenas dos años. La relación deuda/PIB alcanzaría el 62% a fines de 2001.

15. Los problemas del país se intensificaron en 2000, cuando la creciente preocupación por la solvencia generada como consecuencia del incremento acumulado de la deuda pública se vio exacerbada por la constante apreciación del dólar de Estados Unidos y la nueva contracción de los flujos de capitales a las economías de mercado emergentes. Normalmente, estos acontecimientos requerirían un menor déficit en cuenta corriente y una depreciación del tipo de cambio real, pero el régimen de convertibilidad limitaba seriamente la capacidad del gobierno para lograr este ajuste de manera tal de evitar una recesión. Inicialmente, el país procuró restablecer la confianza del mercado negociando un acuerdo *stand-by* con el FMI, e indicó que se daría a este acuerdo carácter precautorio.<sup>9</sup>

16. La confianza del mercado no se recuperó en la forma esperada y en el transcurso del año se perdió efectivamente el acceso a los mercados, lo que llevó a Argentina a solicitar al FMI un incremento de la asistencia. Entre diciembre de 2000 y septiembre de 2001, el FMI tomó una serie de decisiones para proporcionar apoyo financiero excepcional a Argentina, el cual en última instancia ascendió a DEG 17.000 millones, incluido el saldo no girado en el marco del acuerdo en vigor (véanse los detalles en el Recuadro 1.1). Sin embargo, la estabilización buscada no fue alcanzada. El aumento anunciado en diciembre de 2000 y aprobado formalmente en enero de 2001 tuvo un efecto favorable, pero de corta duración. Volvieron a generarse presiones cuando se hizo evidente que las medidas acordadas no contaban con el apoyo político necesario y era improbable que se cumplieran las metas del programa.

17. Desde el segundo trimestre de 2001, las autoridades argentinas adoptaron en rápida sucesión una serie de medidas, incluyendo el anuncio de un plan para reemplazar el ancla

---

<sup>9</sup> En la terminología del FMI, un acuerdo de financiamiento se considera “precautorio” si las autoridades indican la intención de no girar contra los recursos provistos. Sin embargo, no existe una distinción legal entre acuerdos precautorios y regulares, ya que en virtud del acuerdo, las autoridades tienen el derecho de utilizar los recursos puestos a su disposición si las circunstancias cambian.

original del régimen de convertibilidad, el dólar de Estados Unidos, por una canasta integrada por el dólar y el euro en ponderaciones iguales (modificación que se haría efectiva únicamente cuando ambas monedas alcanzasen la paridad); una serie de políticas industriales o proteccionistas heterodoxas (denominadas “planes de competitividad”), que involucraban diversas medidas de exención tributaria a los sectores más afectados por la recesión; y un canje de bonos públicos en circulación con un valor nominal total de US\$30.000 millones por instrumentos con vencimientos más largos (el llamado megacanje).<sup>10</sup> Los mercados percibieron que muchas de estas medidas, adoptadas sin consultar al FMI, eran desesperadas o impracticables, lo que contribuyó a deteriorar la confianza.

18. A pesar de estas iniciativas y del apoyo financiero del FMI, no pudo restablecerse el acceso a los mercados, y los diferenciales de los bonos argentinos (el llamado “riesgo país”) se incrementaron marcadamente en el tercer trimestre de 2001 (Gráfico 1.4). En diciembre de 2001 se introdujeron controles de capitales y se congelaron parcialmente los depósitos, al producirse una mayor fuga de capitales y retiros masivos de depósitos bancarios. Ante la imposibilidad de cumplir con las metas fiscales, el FMI indicó que no aprobaría los desembolsos programados para diciembre. A finales de ese mes, después de la renuncia del Presidente Fernando De la Rúa, el país dejó parcialmente de cumplir con sus compromisos internacionales. A principios de enero de 2002, Argentina abandonó formalmente la convertibilidad y la reemplazó por un sistema de tipos de cambio doble.

## **B. Factores que Contribuyeron a la Crisis**

19. Las causas de la crisis argentina han sido ampliamente estudiadas, generándose una considerable literatura sobre el tema (véanse, por ejemplo, Mussa, 2002; Hausmann y Velasco, 2002; De la Torre *et al.*, 2002; Perry y Servén, 2002). El FMI también realizó su propio examen interno y extrajo varias enseñanzas de la crisis.<sup>11</sup> Existe acuerdo general en que una combinación de factores internos y externos contribuyó a la crisis, aunque los distintos autores han destacado diferentes factores como los relativamente más relevantes. La mayoría ha enfatizado la importancia crítica de uno o más de los siguientes tres factores: (i) la debilidad de la política fiscal (Mussa, 2002); (ii) la rigidez del régimen cambiario (Gonzales Fraga, 2002), y (iii) los *shocks* externos adversos (Calvo *et al.*, 2002). Algunos

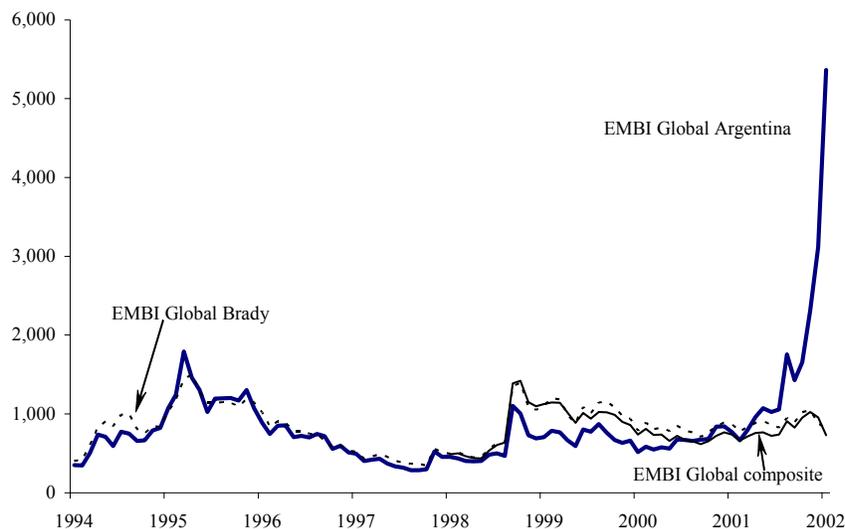
---

<sup>10</sup> Otras medidas incluyeron: (i) un mecanismo transitorio de compensación (denominado factor de convergencia) destinado a lograr la misma paridad de la canasta a través de medidas fiscales, pagando un subsidio a los exportadores y cobrando a los importadores un derecho equivalente a la diferencia entre el tipo de cambio prevaleciente y el tipo de cambio calculado por la canasta, y (ii) el plan de déficit cero (que posteriormente se convirtió en ley) que contemplaba que el gobierno, en el caso de un posible déficit, introdujera cortes proporcionales generales en el gasto primario, lo cual revelaba la difícil posición del gobierno en materia de liquidez y que en general se consideró impracticable. Véase en el Recuadro 3.3 una cronología de éstas y otras medidas adicionales.

<sup>11</sup> Departamento de Elaboración y Examen de Políticas (PDR, por sus siglas en inglés), “Lessons from the Crisis in Argentina”, documento SM/03/345, octubre de 2003, estudio en adelante denominado PDR (2003). Véanse también en Collyns y Kincaid (2003) las enseñanzas aplicables a América Latina.

han subrayado que lo crucial fue la combinación de estos factores (Feldstein, 2002; Krueger, 2002).<sup>12</sup>

Gráfico 1.4. Diferencial de Rasas de Interés Frente a Efectos del Tesoro de Estados Unidos (Puntos básicos)



Fuente: Datastream.

1/ JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI)—Global Stripped Spreads.

20. Entre los numerosos factores intervinientes, resulta difícil aislar a aquellos que fueron fundamentalmente más importantes. Sin embargo, es posible distinguir entre los factores *subyacentes* que generaron vulnerabilidad y los factores *inmediatos* que hicieron estallar la crisis. En ausencia de factores causales, la crisis podría no haber ocurrido en el momento en que lo hizo, pero la vulnerabilidad subyacente habría continuado y la crisis habría estallado más tarde como consecuencia de otros *shocks* adversos. De no existir una vulnerabilidad subyacente, sin embargo, los mismos acontecimientos adversos no habrían producido los efectos catastróficos asociados con la crisis, aunque podrían haber producido algunos efectos negativos.

<sup>12</sup> Algunos estudios han asignado importancia a los factores “estructurales”, como la liberalización económica y la volatilidad y el carácter procíclico de los flujos internacionales de capitales (Frenkel, 2003; Damill y Frenkel, 2003) y a los factores políticos (Corrales, 2002). Incluso a principios de 1997, los perspicaces análisis políticos de Gibson (1997) y Starr (1997) predijeron el posible colapso de la convertibilidad en base a los factores políticos que existían en ese momento. Véase en la bibliografía una lista más completa de los estudios sobre la crisis argentina.

21. Resulta obvio que la vulnerabilidad argentina surgió de la inconsistencia entre la debilidad de la política fiscal y la adopción del régimen de convertibilidad. La primera generó graves problemas de liquidez para el gobierno cuando el empeoramiento de las condiciones de mercado condujo a la erupción de una crisis de financiamiento a principios de 2001. Si el sector público argentino hubiera generado superávit en las cuentas fiscales durante los años anteriores a la crisis, podría haber evitado las restricciones más severas de liquidez en 2000 y la grave crisis de financiamiento del sector público en 2001. Argentina también podría haber gozado de una mayor flexibilidad en la utilización de la política fiscal para hacer frente al impacto de los *shocks* externos, y se habría ahorrado la necesidad de adoptar una política fiscal más restrictiva cuando el producto ya se estaba contrayendo.

22. Estos deficientes resultados fiscales se deben a la debilidad de las instituciones políticas argentinas, que impulsaron persistentemente al sistema político a comprometer un volumen de recursos fiscales superiores al que podía movilizar. El gasto público no podía controlarse porque con frecuencia se utilizaba como instrumento de favoritismo político. La administración tributaria también era ineficiente, lo que condujo a una difundida elusión y evasión de impuestos, y los esfuerzos por mejorar el cumplimiento de las obligaciones tributarias no tuvieron éxito. Ciertas características de la estructura federal argentina contribuyeron a complicar la gestión fiscal. El sistema de representación confería poderes a las provincias, que a su vez dependían del gobierno federal para cubrir gran parte de sus ingresos tributarios. Los políticos provinciales disfrutaban simultáneamente de una gran parte del beneficio político del gasto y de una parte muy reducida del costo de la tributación, creando pocos incentivos para la responsabilidad fiscal. A nivel federal, los acuerdos de coparticipación, en virtud de los cuales los recursos provenientes de algunos impuestos (aunque no de todos) se comparten con las provincias, condujo a la aplicación de políticas tributarias muy distorsivas (al crear incentivos para utilizar impuestos no compartidos, como los impuestos a las remuneraciones y a las transacciones financieras).<sup>13</sup> En estas circunstancias, los incentivos para recaudar impuestos siguieron siendo débiles, tanto en las provincias como a nivel federal (Tommasi, 2002; Spiller y Tommasi, 2003).

23. Si bien en un primer momento la convertibilidad resultó sumamente eficaz como herramienta de estabilización, a mediano plazo fue una opción riesgosa para Argentina (véase el Recuadro 1.2). Al eliminar la creación de dinero como fuente de ingresos, incrementó el nivel requerido de disciplina fiscal. Mientras que esto resultó sumamente positivo en términos del impacto que tuvo sobre el nivel de inflación, también incrementó el posible efecto perturbador a largo plazo en caso de no aplicarse plenamente una estricta

---

<sup>13</sup> En cuanto a la coparticipación de ingresos con las provincias, había una tendencia a realizar recortes excesivos del gasto a nivel federal cuando se requería un ajuste fiscal, ya que cualquier esfuerzo por incrementar los impuestos compartidos haría perder una gran proporción de ingresos que deberían compartirse con las provincias. Por esta razón, en 1999 el Ministro de Economía José Luis Machinea negoció un acuerdo transitorio con las provincias, en virtud del cual el gobierno federal les transferiría un monto fijo, independientemente del volumen de impuestos recaudados. Véase Cuevas (2003). En momentos en que se profundizaba la recesión, sin embargo, este mecanismo de transferencias fijas no ayudó al gobierno federal a mejorar sus finanzas.

disciplina fiscal. También dificultó el ajuste frente a *shocks* externos al eliminar la depreciación nominal como instrumento de política económica. Si los salarios y los precios hubieran sido lo suficientemente flexibles a la baja, podría haberse logrado la depreciación requerida del tipo de cambio real a través de la deflación de los precios. Ante la falta de flexibilidad para reducir los salarios, el mejoramiento de la cuenta corriente que requirió la serie de *shocks* externos que afectaron a Argentina a partir de fines de 1998 solo podía lograrse mediante una prolongada contracción de la demanda.

Complicaban estas vulnerabilidades el reducido tamaño del mercado de la deuda en el país y su limitada capacidad para emitir instrumentos de deuda a largo plazo denominados en moneda nacional. Como resultado, el gobierno debió recurrir al endeudamiento externo en moneda extranjera. La combinación de la debilidad de la política fiscal y la fuerte dependencia con respecto al endeudamiento externo dentro de las restricciones del régimen de convertibilidad se convirtieron en la fórmula segura del fracaso cuando el país se vio afectado por prolongados *shocks* adversos. En particular, la marcada reducción, o “súbita interrupción”, a la que se refieren Calvo *et al.* (2002), de los flujos internacionales de capital a las economías de mercados emergentes elevó cada vez más el costo del financiamiento externo y deterioró aún más la situación fiscal. Gracias a la cuidadosa gestión de la estructura de vencimientos, el impacto de la súbita interrupción sobre las necesidades inmediatas de financiamiento del sector público no fue tan grande como lo habría sido si una mayor proporción de la deuda hubiera tenido vencimientos más cortos, aunque ello solo significó que la crisis tardó algunos años en gestarse.

24. Los factores políticos también desempeñaron un importante papel en Argentina (véase el Recuadro 1.3). El nuevo gobierno de Fernando De la Rúa, que asumió el poder en diciembre de 1999 en medio de crecientes señales de dificultades económicas, era una coalición (la Alianza) del partido Radical, centrista, y el FREPASO, de centroizquierda, los cuales representaban puntos de vista divergentes acerca de las prioridades en materia de política económica. La Alianza contaba con mayoría en la Cámara de Diputados, pero el Senado y la mayor parte de las provincias, entre ellas las tres más grandes, permanecían bajo el control del Partido Justicialista (Peronista), el principal partido de oposición. Las diferencias internas dentro del gobierno y su incapacidad de recibir un amplio apoyo del *establishment* político socavaron la credibilidad de muchas de sus iniciativas. La fragilidad de la coalición, así como la falta de un respaldo político más amplio, provocaron la renuncia del Vicepresidente Carlos Álvarez en octubre de 2000 y las sucesivas renuncias de dos ministros de economía (José Luis Machinea y Ricardo López Murphy) en el plazo de 20 días en marzo de 2001, lo que tuvo un devastador impacto sobre la confianza del mercado en un momento crítico. En los meses posteriores de 2001, los acontecimientos políticos, incluso la derrota de la coalición gubernamental en las elecciones legislativas, también contribuyeron a la percepción de que el gobierno no estaría en condiciones de adoptar las difíciles medidas necesarias para resolver la crisis.

### Recuadro 1.2. ¿Era Viable el Régimen de Convertibilidad?

Algunos autores han afirmado que el régimen de convertibilidad (una paridad rígida con el dólar de Estados Unidos) era fundamentalmente inviable y estaba condenado al fracaso desde su concepción (Curia, 1999; Gonzales Fraga, 2002). La elección de un régimen cambiario plantea problemas complejos. Vamos a considerar tan solo un aspecto de la elección, a saber, la capacidad de un régimen cambiario para absorber los *shocks* que exigen una modificación del tipo de cambio real.

Al evaluar la viabilidad del régimen de convertibilidad de Argentina, cabe formular tres interrogantes:

- ¿Cuán elevadas y frecuentes son las modificaciones que requiere el tipo de cambio real?
- ¿Con qué eficacia puede absorberse la modificación que requiere el tipo de cambio real cuando no existe flexibilidad del tipo de cambio nominal?
- Suponiendo que el impacto del *shock* sea desfavorable y prolongado, ¿qué capacidad de recuperación tiene la economía ante una deflación sostenida (cuando la flexibilidad nominal de los precios es suficiente) o frente a una contracción sostenida del producto (cuando es insuficiente)?

Varias de las características de la realidad argentina no eran las ideales para sostener la paridad con el dólar de Estados Unidos: (i) las exportaciones se componían principalmente de bienes homogéneos sujetos a frecuentes *shocks* globales; (ii) la reducida proporción del comercio total de Argentina frente al PIB (aproximadamente 16%) exigía una fuerte modificación del tipo de cambio real para generar un determinado grado de ajuste externo; (iii) la participación del comercio con Estados Unidos era relativamente pequeña (aproximadamente 15%), y iv) los ciclos económicos de Argentina y Estados Unidos no estaban fuertemente correlacionados. Estos eran los factores que podrían requerir frecuentes, y quizá considerables, modificaciones del tipo de cambio real, sobre todo con una paridad fija frente al dólar de Estados Unidos, pero no se presupone que esas modificaciones serían necesariamente elevadas en relación con la capacidad del país.

La capacidad de reacción de un país ante las modificaciones que requiere el tipo de cambio real depende de la flexibilidad de sus mercados e instituciones. En Argentina, las rigideces institucionales de los mercados de productos y trabajo al momento de instaurarse la convertibilidad limitaban esta capacidad. No obstante, ellas eran resultado de la política económica, y por ello se llevó a cabo una serie de reformas estructurales en estas áreas a principios del decenio de 1990. La rigidez se mantuvo en muchos ámbitos, sobre todo en el mercado laboral, pero ante la magnitud y el número de *shocks* adversos que aquejaron a Argentina a finales del decenio, tal vez no habría sido realista creer que con la sola flexibilidad nominal y real el país hubiera logrado rápidamente el ajuste necesario.

Asimismo, muchos de los elementos que hacen más resistente a una economía—como la solidez del sector financiero y la disciplina fiscal—también dependen de las políticas que se adopten. En cuanto a la solidez del sector financiero, el sector bancario de Argentina era sólido según los criterios convencionales de prudencia, y el sistema bancario logró soportar durante cierto tiempo los efectos negativos de la crisis. Lo que debilitó la resistencia de la economía argentina fue la falta de disciplina fiscal, en un entorno en que el sector público se apoyaba en el endeudamiento externo. Si Argentina hubiese generado un persistente superávit fiscal a lo largo del decenio, el gobierno habría mantenido la capacidad de financiar a la economía para salir de la recesión; si hubiese recibido menos crédito externo, el impacto de los *shocks* negativos habría sido menos inmediato. Ante un fuerte *shock* del tipo de cambio real, la contracción prolongada de la producción tal vez hubiera sido inevitable, pero el país podría haber utilizado su capacidad de endeudamiento para mantenerse a flote hasta que muchos de los *shocks* se revirtieran, inevitablemente, por sí mismos.

Un factor más fundamental es que la viabilidad a largo plazo de todo régimen de tipo de cambio fijo depende del grado de respaldo político; en este caso, la comprensión de las duras políticas necesarias para mantener viable el régimen de convertibilidad y la disposición a aceptarlas.

### **Recuadro 1.3. El Entorno Político de la Convertibilidad**

Como sucede con la mayoría de las principales medidas de política económica, el régimen de convertibilidad tenía importantes dimensiones políticas, entre ellas:

- Con los primeros éxitos del Plan de Convertibilidad, el Presidente Carlos Menem, elegido para un período de seis años, decidió buscar la reelección reformando la Constitución. En enero de 1994, los dos principales partidos políticos acordaron una reforma constitucional que permitiría al Presidente Menem gobernar durante un segundo período de cuatro años, fijándose las elecciones para mediados de 1995. Esto dio lugar a negociaciones políticas con los líderes provinciales, sindicales y de la oposición, lo que debilitó el compromiso de mantener la disciplina fiscal y frenó el ritmo de las reformas estructurales, generándose incluso retrocesos en algunos casos. No obstante, pese a la inminencia de las elecciones, las autoridades actuaron con decisión en materia fiscal y estructural para hacer frente a los efectos de la crisis mexicana a principios de 1995.
- Desde comienzos de 1997, el Presidente Menem empezó a procurar un tercer mandato, pese a la prohibición constitucional. Si bien no lo consiguió, se creó un prolongado período de competencia política en el que los líderes peronistas a nivel federal y provincial trataron de ganar la postulación a través del gasto público.
- Asediado por acusaciones de sobornos, el partido peronista perdió su mayoría en el Congreso tras las elecciones de octubre de 1997, por lo que le resultó difícil al Poder Ejecutivo obtener la aprobación legislativa de sus programas de política fiscal y estructural.
- En las elecciones presidenciales de 1999, la convertibilidad era tan aceptada por el público que incluso el principal partido de oposición, el partido Radical, incluyó en su plataforma el mantenimiento de la paridad fija. Con la ayuda del FREPASO, el partido Radical ganó las elecciones y, el 10 de diciembre de 1999, asumió sus funciones el nuevo gobierno de coalición (la Alianza) de Fernando De la Rúa, con José Luis Machinea como Ministro de Economía.
- Hubo cierta oposición—si bien marginal—al régimen de convertibilidad, porque se percibía como símbolo de los trastornos económicos y el desempleo que acompañaron a las radicales iniciativas de desregulación, liberalización y privatización de principios del decenio de 1990. Una vez que salieron a la luz las vulnerabilidades de la convertibilidad a fines de 1998, la oposición se hizo sentir. En las elecciones presidenciales de 1999, algunos de los candidatos principales plantearon la necesidad de reformar el régimen de convertibilidad, pero no recibieron mucho apoyo del público.
- La Alianza resultó frágil. En octubre de 2000, el Vicepresidente Carlos Álvarez renunció en protesta por la inacción del gabinete ante las acusaciones de corrupción. La falta de apoyo al interior de la coalición para llevar a cabo un decidido ajuste fiscal llevó a la renuncia del Ministro Machinea el 2 de marzo de 2001 y a la de su sucesor, Ricardo López Murphy, en la noche del 19 de marzo, el mismo día en que recibió el respaldo público del Presidente De la Rúa y presentó su programa económico en las Reuniones Anuales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) en Santiago de Chile

## II. SUPERVISIÓN Y DISEÑO DEL PROGRAMA, 1991–2000

26. En este capítulo se examina la prolongada actuación del FMI en Argentina desde la adopción del régimen de convertibilidad en 1991 hasta el comienzo de la crisis a fines de 2000. El objetivo es determinar en qué medida la supervisión realizada por el FMI contribuyó a detectar las vulnerabilidades que condujeron a la crisis y hasta qué punto el FMI supo aprovechar la relación que tenía con Argentina a través del programa durante gran parte de ese período para solucionar esas vulnerabilidades. Nos concentraremos en tres ámbitos de gran importancia para el FMI: (a) la política cambiaria; (b) la política fiscal, y (c) las reformas estructurales fundamentales, a nivel macro, del sistema fiscal, el mercado laboral, el sistema previsional y el sistema financiero. Frente a cada uno de estos ámbitos surgen dos temas: primero, si el diagnóstico realizado por el FMI de lo que debía hacerse en las distintas etapas fue correcto y si podría haber sido mejor; y segundo, el impacto del FMI en las políticas efectivamente adoptadas y los factores que determinaron la fuerza o la debilidad de ese impacto.

### A. Política Cambiaria

27. Argentina fue uno de los pocos países que mantuvieron una “paridad rígida” en el decenio de 1990 y principios del decenio de 2000 (véase el Recuadro 2.1). Es bien sabido que la sustentabilidad de un régimen cambiario de esa naturaleza depende fundamentalmente de que se cumplan ciertas rigurosas condiciones. Uno de los temas esenciales que se debe tener en cuenta al evaluar la supervisión y el diseño de los programas en este ámbito durante la etapa previa a la crisis es qué impresión tenía el FMI de la viabilidad a mediano plazo del régimen de convertibilidad; con qué eficacia propugnó las políticas de apoyo necesarias; y si brindó oportunamente asesoramiento sobre una estrategia para abandonar el tipo de cambio fijo habiendo decidido que las políticas de apoyo eran insuficientes.

### Éxito inicial del régimen de convertibilidad

28. Como se señaló en el capítulo I, el régimen de convertibilidad, que vinculaba el peso al dólar de Estados Unidos mediante una paridad rígida, fue adoptado inicial y exitosamente como instrumento de estabilización de precios. En un principio, el FMI fue renuente a respaldar el sistema (véase Cavallo y Cottani, 1997), y durante algún tiempo temió que no estabilizara los precios de manera permanente como se necesitaba. En el informe que acompañó la solicitud de Argentina de un nuevo acuerdo *Stand-By* en julio de 1991, el personal técnico del FMI señaló que el plan de convertibilidad podría facilitar la rápida desaceleración de la inflación que procuraban conseguir las autoridades, pero que estaba claro que la inflación debía disminuir rápidamente y mantenerse a un nivel muy bajo para que la economía pudiera seguir siendo competitiva. A la vez, añadieron, eso exigía el pleno cumplimiento con los objetivos fiscales del programa.

### Recuadro 2.1. Características Económicas de las Economías con Paridades Rígidas

Argentina fue uno de los pocos países que mantuvieron una “paridad rígida” en la década de 1990 y principios de la década de 2000. Otras economías que tuvieron paridades rígidas durante la totalidad o parte de ese período fueron Bulgaria, la RAE de Hong Kong, Estonia, Lituania, Ecuador y Panamá; las cuatro primeras tenían regímenes de tipo caja de conversión y las otras dos eran economías dolarizadas, en las cuales el dólar de Estados Unidos funcionaba como moneda de curso legal.

Si se comparan algunas características económicas pertinentes de Argentina con las demás economías, surgen tres factores importantes (véase el cuadro que figura abajo):

- La deuda externa de Argentina era particularmente grande en relación con el valor de las exportaciones; la relación deuda/exportaciones fue del 438% en 1992–2001.
- Argentina tenía un sector externo particularmente pequeño. El comercio internacional total equivalió apenas al 16% del PIB en 1992–2001, muy por debajo del promedio del 96% correspondiente al grupo.
- Al igual que en el caso de la RAE de Hong Kong, en Argentina solamente una pequeña fracción del comercio internacional total (alrededor del 15%) se realizaba en la moneda del país que proporcionaba el ancla (es decir, Estados Unidos), mientras que ese porcentaje en los demás países era del 33% como mínimo.

#### Características económicas de determinadas economías con paridad rígida (Porcentaje; promedios del respectivo período)

País	Argentina	Bulgaria	RAE de Hong Kong	Ecuador <sup>3</sup>	Estonia	Lituania	Panamá	Prom.
Período	92-01	98-03	90-03	00-03	93-03	95-03	90-03	
Total deuda externa/exportación de bienes y servicios	438,4	150,6	...	240,7	52,2	77,1	80,9	173,3
Saldo en cuenta corriente/PIB	-3,3	-5,0	3,0	-1,1	-7,6	-7,8	-3,6	-3,6
Reservas internacionales/fondos de reserva del Banco Central	120,1	195,7	472,4	136,6	127,8	136,2	...	198,1
Comercio internacional total/PIB	16,4	84,3	239,2	53,4	144,5	90,4	45,6	96,3
Porcentaje de comercio internacional con el país que brinda el ancla monetaria <sup>1</sup>	15,2	51,4	14,6	33,0	57,6	43,3	34,2	35,6
Saldo del gobierno general/PIB	-2,5	-0,4	0,2	0,8	-0,3	-3,6	-0,9	-1,0
Deuda neta del gobierno general/PIB <sup>2</sup>	42,3	74,2	...	68,8	2,4	23,0	64,6	45,9

Fuentes: Base de datos del FMI y Bankscope.

<sup>1</sup> Los países que brindan el ancla monetaria son la UE para Estonia y Lituania y Estados Unidos para todos los demás.

<sup>2</sup> En el caso de Ecuador, deuda bruta.

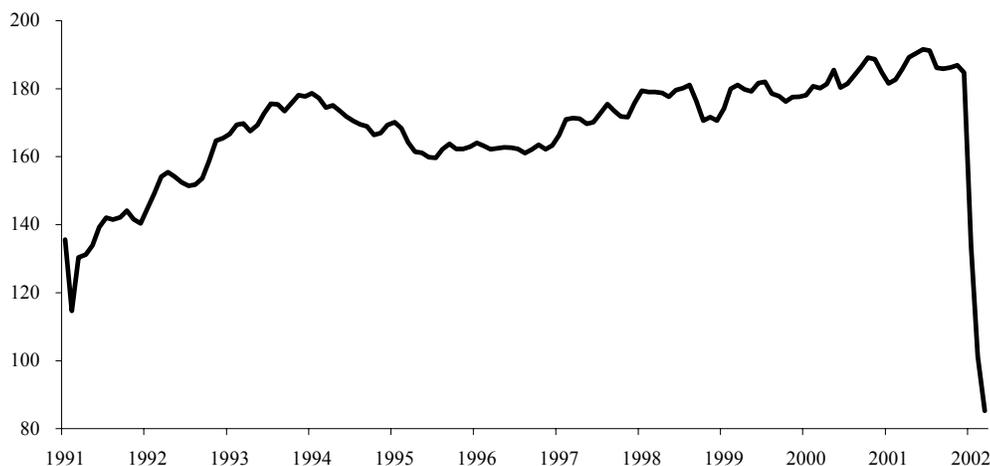
<sup>3</sup> La partida “total deuda externa/exportación de bienes y servicios” corresponde al promedio entre 2000 y 2002.

Desde el punto de vista de otras características macroeconómicas, Argentina no era muy diferente de los demás países de la comparación, ni tuvo un desempeño mucho peor. La deuda pública argentina no parecía especialmente elevada en comparación con la de otros países, lo que indica que la deuda se volvió problemática en gran medida porque estaba denominada mayormente en moneda extranjera y porque el país tenía una base exportadora pequeña. Medida según la relación saldo del gobierno general/PIB, la política fiscal argentina era peor que la de la mayoría, pero mejor que la de Lituania.

29. Como en un comienzo la convertibilidad se consideraba un instrumento de estabilización, se prestó poca atención a la conveniencia del sistema para el crecimiento a largo plazo. Asimismo, no se analizó de manera exhaustiva si el régimen cambiario sería o no viable a mediano plazo, incluso en el sentido de que Estados Unidos y Argentina formaran una zona monetaria óptima en cuanto a la sincronización de los ciclos económicos, la estructura geográfica del comercio exterior o la exposición común a *shocks* externos. Por el contrario, la atención se centró en decidir si el tipo de cambio fijo estaba sobrevaluado en el momento en que se fijó la paridad y si el tipo de cambio fijo podía conducir a una apreciación real en el futuro cercano.

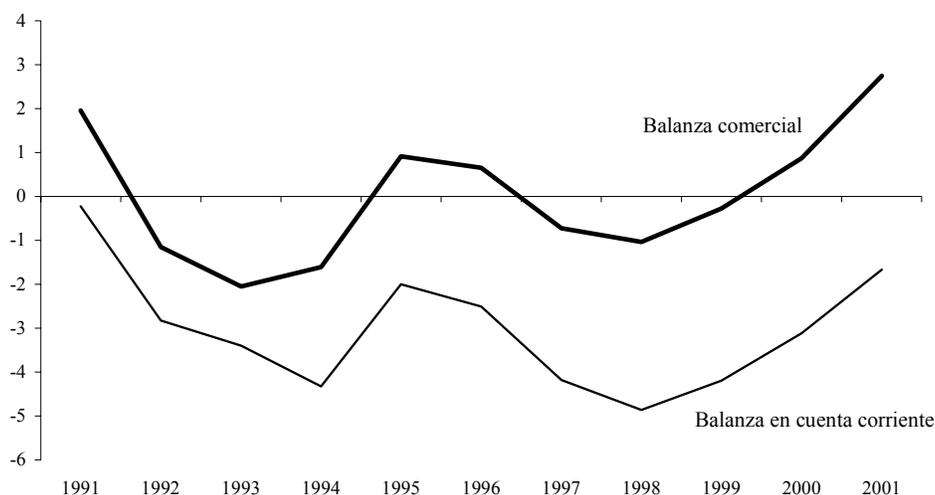
30. Una vez que la economía se hubo estabilizado y empezó a crecer, el FMI dirigió su atención al riesgo de recalentamiento. Debido en parte a que la tasa de inflación inicialmente se mantuvo por encima de la de los Estados Unidos, la moneda argentina experimentó una apreciación efectiva real de más del 50% entre marzo de 1991 y fines de 1993 (Gráfico 2.1). El déficit en cuenta corriente, que se incrementó al 3% del PIB en 1992 (Gráfico 2.2), se convirtió en un motivo de preocupación. En documentos internos, el personal técnico del FMI expresaba de vez en cuando la inquietud de que el deterioro de la cuenta corriente pudiera socavar la sustentabilidad del régimen cambiario y sugería reorientar la política fiscal hacia la generación de un superávit y que se incrementara el encaje legal de los bancos. En general, las autoridades discrepaban con esta evaluación, aunque mejoraron el saldo fiscal en 1992–93 e incrementaron el encaje legal en agosto de 1993.

Gráfico 2.1. Tipo de Cambio Efectivo Real Mensual,  
enero de 1991–marzo de 2002 1/



Fuente: Base de datos del FMI.  
1/ 1990=100

Gráfico 2.2. Balanza Comercial y Balanza en Cuenta Corriente, 1991–2001  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Base de datos del FMI.

31. La preocupación por el déficit en cuenta corriente disminuyó a principios de 1994, ya que la inflación seguía disminuyendo y el tipo de cambio efectivo real (TCER) comenzó a depreciarse, como resultado de la depreciación del dólar de Estados Unidos respecto de los principales socios comerciales de Argentina. Los técnicos del FMI continuaban propugnando el ajuste fiscal, pero ya no expresaban una grave preocupación por la sustentabilidad del régimen cambiario. En retrospectiva, este podría haber sido un momento oportuno para abandonar la paridad, aunque los recuerdos de la hiperinflación seguían vivos y obraban en contra de esa posibilidad en ese momento. Algunos miembros del Directorio sí plantearon el tema, pero los técnicos del FMI apenas lo debatieron con las autoridades y parecen haber aceptado la opinión de éstas de que una parte significativa de la apreciación real había quedado neutralizada por la mejora de la competitividad lograda gracias a la desregulación y la privatización.

### La crisis mexicana y la consiguiente recuperación

32. La crisis mexicana de 1994–95 representó un punto de inflexión en la opinión que el personal técnico del FMI tenía en cuanto a la paridad fija. En informes anteriores se había hecho mención de la eficacia de ésta como instrumento de control de la inflación y se habían esbozado políticas que los técnicos del FMI consideraban necesarias para preservarla. Recién en 1995 hubo un informe oficial en el cual el personal técnico del FMI daba su opinión sobre si se *debía* mantener la paridad fija. En su informe de marzo de 1995, la postura era claramente favorable:

La paridad entre el peso argentino y el dólar de Estados Unidos fijada en abril de 1991 ha sido crítica para el buen desempeño de la economía en los últimos años y ha instaurado la disciplina necesaria para mantener la inflación bajo

control. La historia económica de Argentina durante la década de 1980 sugiere que sería muy difícil mantener controladas las expectativas inflacionarias si se perdiera esa disciplina cambiaria. Por esta razón, y en vista del fortalecimiento de las políticas que han llevado a cabo las autoridades argentinas, el personal técnico del FMI respalda el mantenimiento del tipo de cambio fijo.

Estas opiniones se repitieron en declaraciones públicas. El comunicado de prensa emitido después de que el Directorio aprobara la solicitud de prórroga, fechado el 6 de abril de 1995, señalaba que las medidas decisivas adoptadas por las autoridades poco antes de las elecciones nacionales demostraban su pleno compromiso con el objetivo básico de mantener el plan de convertibilidad, el cual el Directorio consideraba había sido positivo para el país.

33. El personal técnico del FMI quedó impresionado por la capacidad de Argentina para soportar las presiones creadas por la crisis mexicana, y particularmente por la voluntad de las autoridades para tomar medidas duras a fin de mantener la paridad.<sup>14</sup> Entre éstas cabe mencionar un ajuste fiscal de alrededor del 2% del PIB (fundamentalmente a través de un aumento de la alícuota del IVA del 18% al 21% y la reducción de los sueldos estatales) y un conjunto de reformas estructurales, entre las que se destacan medidas encaminadas a aumentar la flexibilidad del mercado laboral para las pequeñas y medianas empresas. El hecho de que estas decisiones de alto costo político se tomaran en vísperas de las elecciones presidenciales resultaba particularmente llamativo.

34. En informes posteriores preparados por sus funcionarios y en declaraciones públicas, el FMI reiteró el respaldo al tipo de cambio fijo. En un discurso pronunciado en Buenos Aires en mayo de 1996, el Director Gerente comentó:

La recuperación del producto, que está comenzando a afianzarse, depende de que continúe consolidándose la confianza del sector privado, para lo cual es esencial mantener la disciplina de la política macroeconómica. Al respecto, en los últimos cinco años la Ley de Convertibilidad ha sido fundamental en la consolidación del compromiso de Argentina con respecto a la disciplina fiscal y la estabilidad de precios; en consecuencia, dicha ley continua desempeñando un rol esencial en el restablecimiento de la confianza.

35. Sin embargo, existían algunas diferencias de opinión internas. Mientras la Gerencia del FMI y los funcionarios del Departamento del Hemisferio Occidental (WHD) adoptaban una postura más explícita a favor de la paridad del tipo de cambio, otros departamentos y algunos directores ejecutivos comenzaban a preguntarse si no era necesario reexaminar la paridad. Dado que las perspectivas de Argentina eran de muy débil crecimiento, un memorando del PDR de enero de 1996 cuestionó la conveniencia del régimen cambiario en vista de la necesidad de estimular la demanda interna. Aunque algunos directores ejecutivos

---

<sup>14</sup> Ganapolsky y Schmukler (1998) analizan la reacción de los mercados a algunas de las medidas adoptadas por las autoridades a principios de 1995.

habían planteado el tema de vez en cuando, éste se debatió más frecuentemente tras la crisis mexicana. Sin embargo, la gerencia del FMI siempre se manifestaba de acuerdo con WHD en cuanto a la paridad, y cada vez que surgía el tema en las reuniones del Directorio, la mayoría de los directores ejecutivos también manifestaban que no existían razones para alentar al país a abandonar el régimen cambiario.

36. Desde mediados de 1996 hasta fines de 1998, prácticamente no hubo discusiones a fondo acerca de la paridad entre el personal técnico del FMI ni entre éstos y las autoridades argentinas, aunque el tema se planteó ocasionalmente en las reuniones del Directorio. No parecía un asunto especialmente apremiante, en gran medida porque el TCER basado en los precios al por mayor o al consumidor se apreció muy poco, si algo, durante la mayor parte de este período. Si bien existía cierta inquietud en cuanto a la competitividad, los informes preparados por los técnicos del FMI le restaban importancia y citaban el rápido crecimiento de las exportaciones (las cuales registraron incrementos anuales de más del 30% en volúmenes y 11% en valores desde 1995 hasta fines de 1999). Como prueba del impacto positivo de las reformas estructurales en los costos laborales, los técnicos del FMI hicieron una estimación del tipo de cambio real peso-dólar basado en los costos unitarios de la mano de obra que mostraba una “depreciación” acumulativa sostenida de casi el 50% desde 1991 hasta el tercer trimestre de 1998 inclusive.

37. En retrospectiva, el período 1996–97 quizás hubiera sido la última oportunidad para abandonar la paridad sin tener que pagar un precio demasiado elevado. Los diferenciales que eventualmente se producían entre las tasas de interés en pesos y en dólares eran pequeños, indicando que el mercado no esperaba que una ruptura de la paridad produjera una fuerte depreciación<sup>15</sup>. Además, la fortaleza de los flujos de capital hacia los mercados emergentes durante ese período y el optimismo generalizado sobre las perspectivas de crecimiento de Argentina habrían tenido un efecto estabilizador sobre la moneda. La determinación con que las autoridades respondieron a la crisis mexicana había despertado mucha confianza en la capacidad del sistema político argentino para mantener bajo control la deuda nacional y adoptar una nueva ola de reformas estructurales, todo lo cual creaba circunstancias propicias para abandonar el tipo de cambio fijo.

38. Sin embargo, cabe señalar que la opción de abandonar el tipo de cambio fijo nunca fue sencilla, tanto desde el punto de vista político como económico. En primer lugar, a fin de que el plan de convertibilidad resultara creíble cuando fue inicialmente presentado, había sido estratégicamente diseñado de tal manera que la alternativa de abandonar la paridad fuera costosa, y esos costos fueron aumentando con el correr del tiempo a medida que la paridad fija determinó comportamientos que se reflejaron en los balances de las empresas y otros aspectos de la vida económica. Más aún, el prestigio del Presidente Menem estaba

---

<sup>15</sup> Los diferenciales en las tasas de interés entre instrumentos nacionales similares en pesos y en dólares comenzaron a reducirse sustancialmente a fines de 1995 y se mantuvieron a niveles relativamente bajos desde principios de 1996 hasta el tercer trimestre de 1997, con rangos desde casi cero (o incluso registros negativos en algunos casos) hasta menos de 200 puntos básicos.

estrechamente vinculado al régimen de convertibilidad, el cual era respaldado por la mayoría de la población. Las consecuencias jurídicas de abandonar la paridad habrían sido igualmente importantes, teniendo en cuenta la extendida dolarización de los contratos y el hecho de que habría significado la violación de un contrato social entre el Estado y la ciudadanía. A pesar de esto, el FMI podría haber desempeñado una función valiosa y fomentar un serio debate sobre la opción de abandonar el tipo de cambio fijo a través de su asesoramiento en materia de políticas y de un ofrecimiento de ayuda financiera en caso de que las autoridades estuvieran interesadas.

39. Obviamente, el personal técnico del FMI consideraba que un programa sólido basado en la consolidación fiscal y la reforma estructural facilitaría una posible transición a un tipo de cambio flotante. De acuerdo con un documento de instrucciones para una misión preparado en abril de 1997, las conversaciones sobre un programa respaldado por un acuerdo ampliado se basarían en el supuesto de que la convertibilidad se mantendría y en la expectativa de que la implementación satisfactoria del programa podría crear las condiciones necesarias para abandonar esa estrategia de manera ordenada, en caso de que se deseara hacerlo. Lamentablemente, esta idea no se concretó y no se realizó ningún esfuerzo adicional para determinar más precisamente cuáles podrían ser las condiciones necesarias para abandonar la estrategia de manera ordenada. Entre 1995 y 1999, los técnicos del FMI dedicaron escasos recursos analíticos a este tema y apenas se lo mencionaron a las autoridades.

### **Respuestas a *shocks* adversos**

40. Entre 1998 y 2000, Argentina sufrió una serie de *shocks* adversos, con consecuencias económicas desfavorables: (i) una marcada reducción de los flujos de capital hacia los mercados emergentes después de las crisis de Asia oriental y Rusia de 1997–98; (ii) un correspondiente aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores internacionales; (iii) un *shock* en los términos de intercambio a causa de la caída de los precios relativos de los productos básicos que exportaba Argentina; (iv) la devaluación brasileña de principios de 1999 y la consiguiente pérdida de cuota de mercado en Brasil; (v) una apreciación secular del dólar de Estados Unidos frente al euro que socavó la competitividad de Argentina en terceros mercados; (vi) un marcado aumento—175 puntos básicos—de la tasa de los fondos federales de Estados Unidos entre mediados de 1999 y mediados de 2000; (vii) una prolongada recesión en Argentina; y (viii) el déficit de cuenta corriente estructural y en vías de empeorar. Como lo señalan Calvo *et al.* (2002), en estas circunstancias el tamaño relativamente pequeño del sector de los bienes transables en Argentina habría exigido un fuerte ajuste del tipo de cambio real para restablecer el saldo con el exterior.

41. La evolución de la crisis brasileña hacia fines de 1998 debería haber constituido una ocasión para que el personal técnico del FMI reanudara el debate interno sobre el régimen de convertibilidad, lo cual no aconteció. En su informe de septiembre de 1998, los técnicos del FMI no mencionaron los riesgos que representaría para Argentina una posible devaluación

del real brasileño.<sup>16</sup> Un documento de instrucciones para una misión preparado en noviembre contenía una nota a pie de página que sugería que el deterioro de la situación en Brasil podría reducir el acceso a los mercados de capital y generar un crecimiento ligeramente negativo en 1999, pero ni siquiera analizaba las consecuencias que tendría para la convertibilidad. Cuando Brasil abandonó la paridad móvil en enero de 1999, provocando una drástica apreciación del TCER del peso argentino, la reacción del personal técnico del FMI fue reafirmar su respaldo a la convertibilidad. En el informe de la consulta del Artículo IV de 1999, redactado poco después de la devaluación brasileña, los técnicos del FMI señalaron que:

Las autoridades y el personal técnico del FMI están de acuerdo en que la respuesta más apropiada a los hechos acaecidos recientemente en Brasil consiste en reafirmar—y de hecho afianzar—el firme compromiso con las políticas que han beneficiado a Argentina y que incluyen el mecanismo de ajuste automático implícito en la caja de conversión, la prudencia en las políticas fiscales y de endeudamiento a mediano plazo, y una profunda reforma estructural para aumentar la solidez bancaria y la flexibilidad de la economía.

42. La evaluación positiva del mecanismo de ajuste automático que hiciera el personal técnico del FMI era una novedad.<sup>17</sup> A fines de 1997, las autoridades habían esgrimido este argumento para justificar la postura de que no era necesario tomar medidas firmes para solucionar el déficit en cuenta corriente. Aun sin descartar explícitamente este enfoque, los técnicos del FMI se habían asegurado de no utilizar el mismo argumento en la evaluación que ellos mismos hicieron de la situación. En vez de recurrir a un mecanismo de ajuste automático, el personal técnico del FMI había insistido en la reducción de la brecha en la cuenta corriente mediante un ajuste fiscal combinado con reformas estructurales para aumentar la competitividad. Sin embargo, a principios de 1999 aparentemente cambió de postura y se mostró más favorable a la tesis del ajuste automático, pero sin dejar de hacer hincapié en la necesidad de políticas fiscales prudentes y reformas estructurales. Sin embargo, para agosto de 1999, los técnicos del FMI enfatizaron nuevamente la necesidad de tomar medidas contundentes sin mencionar el mecanismo de “ajuste automático,” lo que indica que nuevamente había escepticismo en cuanto a la eficacia del mismo.

---

<sup>16</sup> Sin embargo, el tema se planteó durante la evaluación que hizo el Directorio. En respuesta a las preguntas de algunos directores ejecutivos, el representante del personal técnico le restó importancia a los riesgos que significaba para Argentina una crisis en Brasil, mencionando la diversificación de las exportaciones de Argentina en 1998; su capacidad para resistir una salida de depósitos, como quedó demostrado durante la crisis mexicana; la solidez del sistema bancario; y las operaciones de recompra contingentes con los bancos comerciales.

<sup>17</sup> De acuerdo con este enfoque, bajo un régimen de convertibilidad las dificultades de la balanza de pagos producirían una contracción de la base monetaria que se traduciría en un alza de las tasas de interés y una caída de los precios internos. Esta dinámica, a su vez, provocaría el ajuste necesario de la balanza de pagos a través de la caída de la demanda interna, la depreciación del tipo de cambio real y el aumento de los flujos de capital.

43. La primera reacción de las autoridades argentinas a la devaluación brasileña fue anunciar la intención de dolarizar totalmente la economía; es decir, adoptar una paridad fija aún más sólida. Las conversaciones técnicas al respecto con las autoridades estadounidenses habían comenzado en 1998. El tema tomó estado público en 1999, pero las conversaciones se diluyeron debido al hecho de que en octubre de ese año habría elecciones. El nuevo gobierno encabezado por De la Rúa, que entró en funciones en diciembre de 1999, no prosiguió con el tema. El mero hecho de que a principios de 1999 se anunciara que las autoridades argentinas estaban planteándose seriamente la posibilidad de una plena dolarización tuvo el efecto positivo de infundir en los inversores la tranquilidad de que las autoridades no estaban considerando quebrar la paridad.

44. Aun conscientes del interés de las autoridades en la plena dolarización y de las conversaciones con Estados Unidos, y pese a la insistencia de la Gerencia y de los demás departamentos del FMI que evaluaron el caso, los funcionarios de WHD no adoptaron una postura firme en cuanto a la dolarización. El informe preparado para la evaluación de mayo de 1999 señalaba que el personal técnico del FMI coincidía con las autoridades en que una dolarización total mejoraría las perspectivas de crecimiento, ya que reduciría las elevadas tasas de interés que pagaban los prestatarios argentinos. Sin embargo, el informe no presentaba argumentos que justificaran esta opinión y se limitaba a señalar que una dolarización total necesitaría como respaldo nuevas reformas para dar más flexibilidad a la economía y su capacidad de resistencia ante *shocks* asimétricos dentro de la zona del dólar<sup>18</sup>. Ni el personal técnico del FMI ni la generalidad de los expertos en la formulación de políticas económicas lograban llegar a un consenso sobre los beneficios de una dolarización completa, lo cual era comprensible sobre todo en el caso de una economía como la argentina, la cual poseía una estructura geográfica de comercio relativamente diversificada.

45. Cuando la recesión se agudizó en 1999 y las perspectivas de una rápida recuperación en 2000 se desvanecieron, los funcionarios del WHD empezaron a analizar de manera exhaustiva las estrategias que permitirían abandonar el tipo de cambio fijo. Un memorando preparado para la gerencia en agosto de 1999 esbozaba dos escenarios para 2000. En uno se suponía que las políticas en curso continuarían a pesar de la caída de los ingresos tributarios, lo que causaría un drástico aumento del déficit fiscal, una pérdida de la confianza y un empeoramiento de las condiciones de financiamiento externo lo que, a su vez, elevaría el desempleo y pondría en duda la sustentabilidad del régimen de convertibilidad. El segundo escenario enumeraba una serie de medidas que podrían ayudar a restablecer la confianza y garantizar la sustentabilidad del régimen de convertibilidad, incluyendo un fuerte ajuste fiscal de hasta el 1,5% del PIB y reformas estructurales diseñadas para afianzar la competitividad, posiblemente con un mayor respaldo oficial. La dolarización se mencionó como un elemento que podría fortalecer más la confianza, siempre que estuviera acompañada de políticas firmes como las descritas.

---

<sup>18</sup> Sin embargo, la propuesta argentina dio lugar a nuevos estudios internos del FMI sobre aspectos vinculados a una dolarización total en un plano general. Véase Berg y Borensztein (2000).

46. El personal técnico del FMI señaló que, en caso de que un programa del tipo descrito en el segundo escenario no fuera viable, resultaría necesario plantear una estrategia para abandonar la paridad. Pero el personal técnico consideraba que la salida del tipo de cambio fijo sería extremadamente difícil, e incluso caótica, por distintas razones, incluyendo los recuerdos de la hiperinflación, la probabilidad de una fuga de capitales y el impacto en el sistema bancario. El memorando llegaba a la conclusión de que si bien la adopción de un régimen de flotación podía conducir a un desempeño económico más sólido a mediano plazo al permitir un ajuste más rápido de los precios relativos, los riesgos de volver a la inestabilidad anterior a 1991 y los costos de la transición eran demasiado elevados como para pensar que esa posibilidad se concretaría voluntariamente. Los técnicos del FMI, por lo tanto, recomendaron el ajuste fiscal y las reformas estructurales necesarias para restaurar la viabilidad de la convertibilidad.

47. El memorando de agosto de 1999 resultó ser solo el principio de un largo proceso de análisis, a cargo del personal técnico del FMI, de los costos, beneficios y modalidades de una estrategia para abandonar la paridad. Todos los análisis llegaron a la misma conclusión: abandonar la paridad sería extremadamente costoso y crearía un elevado riesgo de producir hiperinflación, un *shock* bancario grave y una cesación de pagos de la deuda soberana. Las decisiones posteriores del FMI pueden entenderse a la luz de esta evaluación: en vista de la magnitud de los costos iniciales, no correspondía forzar el abandono de la paridad. Pero esta evaluación tenía validez únicamente suponiendo que se adoptarían medidas correctivas adecuadas para proteger la paridad.

48. Después de 2000, el ambiente político no era especialmente favorable para considerar el abandono de la paridad. El gobierno de De la Rúa había sido elegido con la promesa de mantener la convertibilidad, y necesitaba demostrar que no repetiría la hiperinflación de fines de los años ochenta que había derribado al gobierno Radical. Si bien las autoridades se mostraban muy renuentes a hablar del tema ante el riesgo de que la noticia o el rumor de que barajaba esa posibilidad causara pánico en los mercados, prestaron atención a la recomendación del FMI de que era necesario apuntalar el régimen cambiario. El acuerdo *stand-by* aprobado en marzo de 2000 contenía medidas en ese sentido, aunque éstas no fueron eficaces.

### **El FMI y la política cambiaria: una evaluación**

49. Al evaluar los resultados del asesoramiento del FMI en este ámbito, es importante reconocer que cada país tiene la prerrogativa de elegir su régimen cambiario. Sin embargo, el FMI tiene la obligación de ejercer una firme supervisión de las políticas cambiarias de los países miembros, y la interpretación que se le da normalmente a esa obligación es que el FMI debe examinar si el régimen cambiario adoptado por las autoridades es compatible con otras políticas, en vista de las limitaciones institucionales. El Directorio Ejecutivo reiteró claramente esa interpretación general durante el debate sobre “Regímenes cambiarios en una

economía mundial crecientemente integrada,” el 31 de septiembre de 1999.<sup>19</sup> Aun así, el personal técnico del FMI dedicó muy pocos recursos a determinar si el régimen cambiario argentino era compatible con otras políticas y con las limitaciones institucionales y, en caso contrario, qué estrategias debían considerar las autoridades para abandonar la paridad. No fue sino hasta último momento que la gerencia y los técnicos del FMI debatieron en el directorio ejecutivo otras opciones de política cambiaria para Argentina, pese a que algunos directores ejecutivos ya habían planteado el tema en algunas ocasiones.

50. La renuencia a analizar y debatir aspectos fundamentales del régimen de convertibilidad se puede explicar en función de cuatro factores:

- Primero, y quizá más importante, se temía que el mero hecho de debatir el régimen de convertibilidad, especialmente en un momento de nerviosismo de los mercados, hiciera tambalear su viabilidad, produciéndose una profecía autocumplida. Pero aun siendo esa una razón válida para restringir las deliberaciones dentro del Directorio, no explica por qué no se trató el tema con las autoridades.
- Segundo, el FMI carecía de herramientas objetivas para evaluar la idoneidad o sustentabilidad del régimen cambiario de un país. En gran medida, esta situación reflejaba la falta de consenso dentro de la profesión económica (véase el Recuadro 2.2), aunque tampoco se usaron de manera suficiente las herramientas analíticas disponibles. Por lo general, el tipo de cambio se analizó desde el punto de vista de las fluctuaciones históricas del TCER, pero ese análisis no estaba basado en una visión con miras al futuro del concepto de sustentabilidad.
- Tercero, había una mentalidad institucional que desalentaba el diálogo franco sobre estos temas, basada en una interpretación especial (y, en nuestra opinión, incorrecta) del Convenio Constitutivo. Es verdad que el personal técnico del FMI no tardó en darse cuenta de que las autoridades no estaban interesadas en examinar otras opciones, lo cual es comprensible dado el lugar central que ocupaba la paridad dentro de su estrategia económica global. Sin embargo, la prerrogativa de un país miembro de elegir el régimen cambiario que prefiera, e incluso su deseo de evitar el tema, no exonera al FMI de su obligación de ejercer una firme supervisión de las políticas cambiarias de los países miembros.

---

<sup>19</sup> En su exposición sumaria, el Presidente del Directorio señaló que “el FMI ... debe dar su propia opinión para ayudar a las autoridades del país cuando deliberan acerca de las políticas [cambiarías]. El FMI debe sobre todo tratar de asegurar que la política y las circunstancias de los países son compatibles con el régimen cambiario que eligen. En algunos casos en que se presenta este problema, el FMI tendrá que asesorar acerca de alguna estrategia que sea apropiada para abandonar un régimen de tipo de cambio fijo”, y agregó que los directores “coincidieron en que el FMI no debe proporcionar asistencia en gran escala a los países que intervienen mucho en apoyo de una paridad fija, si este vínculo no concuerda con las políticas subyacentes”.

- Cuarto, las repetidas declaraciones públicas que había hecho el FMI a favor del régimen de convertibilidad de Argentina hicieron difícil para la Gerencia y el personal técnico del FMI proponer posteriormente alternativas verosímiles al Directorio Ejecutivo y a las autoridades argentinas.

### **Recuadro 2.2. La Medición del Tipo de Cambio de Equilibrio Real**

Existe consenso de que el peso argentino estuvo cada vez más sobrevaluado durante el período inmediatamente previo a la crisis, pero no es fácil determinar en qué medida.

Aun hoy hay opiniones muy diversas sobre la sobrevaluación antes de la serie de *shocks* externos que sacudieron a Argentina durante 1998–2000. Algunos opinan que el aumento de la productividad que se registró en la década de 1990 fue suficiente para neutralizar (en gran medida) cualquier apreciación efectiva nominal del peso (p. ej., PDR, 2003). Otros no están de acuerdo con esta visión y señalan que la mejora de la productividad se fue desvaneciendo durante el segundo quinquenio de la década de 1990 (p. ej., Perry y Servèn, 2002). Es difícil interpretar el crecimiento de las exportaciones argentinas durante los años noventa, teniendo en cuenta el bajo nivel de la base inicial, la eliminación de los impuestos a la exportación y otras medidas de liberalización del comercio, y el impacto de la reorientación de las corrientes de comercio internacional vinculada al MERCOSUR. El hecho de que las importaciones crecieran con mucha más rapidez (25% por año) que las exportaciones (8%) durante 1990–98 puede haber indicado una pérdida de competitividad.

En el segundo trimestre de 2000, antes de que las condiciones económicas y financieras volvieran a empeorar en Argentina y de que el euro cayera nuevamente frente al dólar de Estados Unidos, las opiniones en cuanto a la sobrevaluación del peso estaban divididas por igual. Por ejemplo, la sobrevaluación era del 7% según las estimaciones de Goldman Sachs, del 13% según las de JP Morgan y del 17% según las del Deutsche Bank. Según otras estimaciones, la sobrevaluación iba desde un solo dígito hasta más del 20%. Sin embargo, aparte de la dificultad de cuantificar la magnitud exacta de la sobrevaluación, la serie de *shocks* externos, dadas las características económicas de Argentina, tendría que haber dado lugar a una opinión cualitativa inequívoca de que el peso estaba significativamente sobrevaluado cuando el país entró en el segundo año de recesión.

51. Sea cual fuere la razón, el hecho de que el FMI no se haya planteado la viabilidad del régimen cambiario al inicio del proceso debe interpretarse como una deficiencia en su labor de supervisión de los regímenes cambiarios, que se explicita en el Convenio Constitutivo y ha sido reafirmada por el Directorio Ejecutivo en declaraciones y directrices. En el caso de Argentina, el tema se analizó muy poco y ni siquiera se debatió con las autoridades. Para cuando los funcionarios y la Gerencia del FMI comenzaron a examinar los aspectos sustanciales de la convertibilidad, el costo de abandonar la paridad ya era tan elevado que esa opción podía ponerse en práctica únicamente con un liderazgo político firme, algo que no existía en Argentina.

## B. Política Fiscal

52. La política fiscal fue el tema más debatido entre el FMI y las autoridades argentinas durante casi todo el período en que estuvo vigente el régimen de convertibilidad. Aunque es una cuestión que suele primar en el diálogo del FMI con los países miembros, asumió una importancia especial en el caso de Argentina. Por un lado, había una tradición de irresponsabilidad fiscal que había contribuido a repetidos ciclos de cesación de pagos e hiperinflación.<sup>20</sup> Además, la adopción del régimen de convertibilidad otorgó a la política fiscal especial importancia.

53. Hay tres razones por las cuales la convertibilidad imprimió especial importancia a la política fiscal. Primero, la política fiscal era en la práctica la única herramienta de gestión macroeconómica porque la regla sobre el respaldo de reservas del régimen de tipo caja de conversión imponía restricciones al uso de la política monetaria. Para que la política fiscal fuera eficaz, era necesario mantener la deuda a un nivel suficientemente bajo a fin de poder financiar el déficit durante una desaceleración de la economía sin dar lugar a temores de insolvencia. Segundo, esas mismas restricciones a la política monetaria impedían al Banco Central actuar como prestamista de última instancia en caso de una crisis bancaria. Eso hizo aún más necesario mantener la deuda pública a un nivel suficientemente bajo para que el gobierno tuviera una capacidad de obtención de préstamos que le permitiera respaldar al sistema bancario en caso de necesidad.<sup>21</sup> Tercero, la viabilidad a largo plazo del régimen de convertibilidad dependía de la credibilidad de la garantía estatal de que la moneda nacional sería convertible a dólares de Estados Unidos a la par. Esa credibilidad exigía que los mercados no dudaran de la capacidad del gobierno para obtener crédito en moneda extranjera, lo cual dependía a su vez de la solvencia fiscal.

54. Lo que se pretendía lograr mediante el régimen de convertibilidad, combinado con la independencia del Banco Central, era contribuir a la disciplina fiscal eliminando la creación de dinero como fuente de financiamiento del déficit. Esta estrategia aparentemente dio resultado durante los primeros años, cuando las autoridades consiguieron reducir sustancialmente el déficit fiscal e incluso registrar un pequeño superávit en 1993. Para el FMI (y otros), los primeros avances en la consolidación fiscal reivindicaron la capacidad de un régimen de tipo caja de conversión de imponer disciplina.<sup>22</sup> Aun así, Argentina no

---

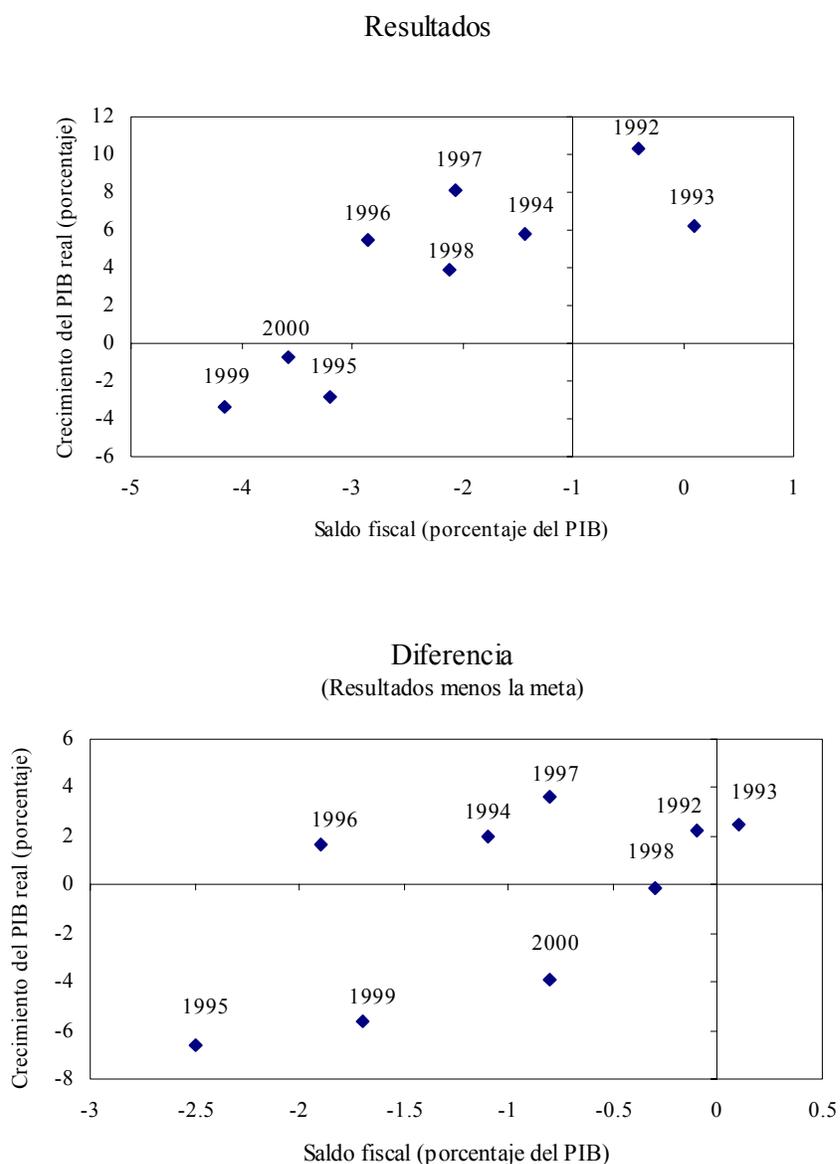
<sup>20</sup> En julio de 1991, el representante argentino ante el Directorio Ejecutivo declaró que el desequilibrio fiscal crónico era reconocido como el principal factor que había contribuido al estancamiento y la inestabilidad de los precios.

<sup>21</sup> Sin embargo, en una economía muy dolarizada el sector público tiene una capacidad limitada para desempeñar esta función, independientemente del régimen cambiario.

<sup>22</sup> Por ejemplo, un estudio preparado por el personal técnico del FMI y publicado en 1997 concluía que en Argentina la caja de conversión fue un factor importante que contribuyó a mantener la disciplina fiscal (a nivel federal). Véase Baliño *et al.* (1997), pág. 7.

cumplía con las metas determinadas en los programas respaldados por el FMI. El saldo fiscal siguió siendo deficitario (excepto en 1993) aun cuando el crecimiento fue elevado (Gráfico 2.3). En ningún año entre 1994 y 2001 se alcanzaron las metas anuales de los programas fijadas a principios de año. Los márgenes a veces fueron considerables; incluso llegaron al 2% del PIB. Esto es particularmente llamativo debido a que el crecimiento del PIB superó las previsiones varios de esos años. Pese a este desempeño deficiente, el FMI mantuvo los acuerdos de financiamiento con Argentina, ya sea instituyendo metas menos rigurosas o suscribiendo nuevos acuerdos en reemplazo de los vigentes.

Gráfico 2.3. Comparación Entre las Metas y los Resultados Fiscales



## **El análisis de la política fiscal dentro del FMI**

55. El análisis de la política fiscal que llevó a cabo el FMI, sobre todo durante el segundo quinquenio de los años noventa, tuvo tres defectos. Se concentró excesivamente en las variables de flujo reflejadas en el déficit fiscal, y no lo suficiente en las variables de stock reflejadas en el tamaño de la deuda pública, factor que se podría considerar crucial para la confianza de los mercados. También subestimó el papel de las finanzas provinciales, que constituían una importante fuente de precariedad fiscal. Por último, sobrestimó el nivel de endeudamiento que sería sostenible para un país con las características económicas de Argentina.

### ***Concentración en la variable de flujo***

56. En sus análisis y conversaciones con las autoridades, el personal técnico del FMI se concentró principalmente en el déficit fiscal como variable de flujo. Aunque la deuda total del sector público fue incluida como uno de los criterios de ejecución desde un comienzo, constantemente se permitió la presunción del vencimiento de obligaciones. Los técnicos del FMI no prepararon un cuadro que presentara de manera convincente la conexión entre las variables de flujo fiscales y la variación interanual del saldo de la deuda hasta julio de 1997. El saldo de la deuda como tal pasó a ser el tema central de los documentos de instrucciones para las misiones y los debates sobre las políticas recién a fines de 1999 o principios de 2000, cuando la relación deuda/PIB comenzó a acercarse al 50%. Para entonces, la economía se encontraba en recesión y era difícil, y quizá también contraproducente, tratar de reducir la deuda mediante el logro de un superávit fiscal.

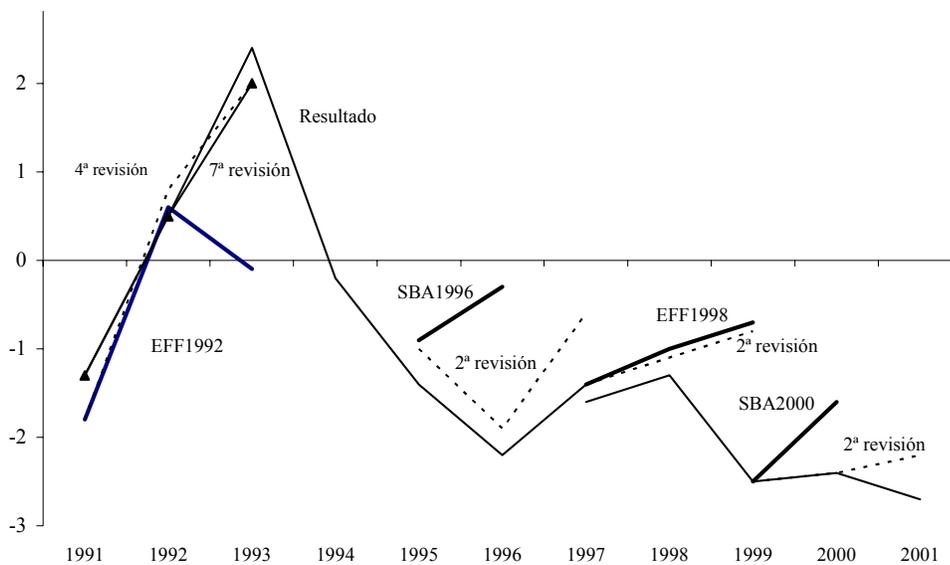
57. Esta concentración en el déficit tuvo dos consecuencias. Primero, cada vez que no se lograba alcanzar una meta fiscal en un año determinado, lo único que se hacía era volver a insistir en que las autoridades cumplieran con las metas de flujo el año siguiente; nunca se recalibraron las metas para tener en cuenta la desviación del saldo de la deuda respecto de la trayectoria deseada como consecuencia del desempeño deficiente anterior (Gráfico 2.4). Posiblemente no se hubiera podido compensar íntegramente la deficiencia del año anterior, pero los déficit fiscales tendrían que haber sido explícitamente vinculados al objetivo de ir reduciendo el coeficiente de endeudamiento. Segundo, la concentración en las variables de flujo fue socavando la situación fiscal debido a que la respuesta a los *shocks* que incidían en el crecimiento era asimétrica. Se tendía a adoptar metas fiscales menos estrictas y a conceder exenciones en caso de incumplimiento de los criterios de ejecución cuando la economía crecía por debajo de las tasas previstas (por ejemplo en 1995, 1999 ó 2000), pero no a instituir metas más rigurosas cuando el crecimiento superaba las previsiones (como sucedió en 1993 ó 1997).<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> La OEI detectó esta tendencia al evaluar el ajuste fiscal en el marco de los programas respaldados por el FMI (OEI, 2003b). En épocas de crecimiento sólido, el personal técnico del FMI intentó—ocasionalmente y en

(continued)

Gráfico 2.4. Proyecciones del Saldo Fiscal Global y sus Resultados, 1991–2001  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Base de datos del FMI.

58. Durante gran parte del período anterior a la crisis, el FMI no tomó plena conciencia de que era necesario aplicar una política fiscal más estricta en Argentina. Pese a que se tendía a fijar metas menos estrictas en los años de bajo crecimiento, tanto los departamentos encargados de revisar los programas como algunos directores ejecutivos a veces criticaron la postura de WHD respecto de la política fiscal por considerarla demasiado contractiva. Por ejemplo, PDR señaló en agosto de 1996 que, dados el elevado nivel de desempleo, la falta de recuperación, la ausencia de presión inflacionaria, la pérdida de respaldo político a favor del gobierno y el hecho de que la política fiscal seguía siendo dura desde el punto de vista del ajuste cíclico, no había certeza de que fuera prudente insistir demasiado en la adopción de medidas fiscales significativamente más estrictas.<sup>24</sup> Aun en febrero de 1999, RES advirtió

---

vano—propugnar metas fiscales más rigurosas. En marzo de 1993, por ejemplo, comunicó a las autoridades que el fortalecimiento de las finanzas públicas, yendo quizás incluso más allá del nivel programado, limitaría la absorción y reduciría los riesgos para el programa. Las autoridades respondieron que, en su opinión, la presión de la demanda se estaba reduciendo y que no se necesitaban nuevas limitaciones. Finalmente, las metas fijadas a principios de año no se ajustaron, y se las alcanzó por un pequeño margen. Lo mismo sucedió en abril de 1998, cuando en una carta dirigida a las autoridades, altos funcionarios del FMI hicieron hincapié en la necesidad de aplicar una política fiscal más restrictiva en vista de la magnitud del déficit en cuenta corriente. Sin embargo, cabe señalar que la actitud del personal técnico del FMI frente a la política fiscal en estos casos estuvo motivada por factores cíclicos de gestión de la demanda, y no por inquietudes respecto de la sustentabilidad de la deuda.

<sup>24</sup> El comentario de un reconocido investigador publicado en esta época en el *Wall Street Journal* defendía una postura aun menos estricta que la del FMI respecto de la política fiscal y recomendaba un nuevo programa respaldado por el FMI que estuviera concentrado en las reformas estructurales, y no en metas fiscales a corto plazo. Véase Edwards (1996).

que se necesitaba actuar con precaución para evitar agravar la desaceleración económica mediante un nuevo endurecimiento de la política fiscal, añadiendo que en vista del reducido déficit fiscal, la sólida trayectoria de responsabilidad fiscal trazada en los años anteriores y la experiencia adquirida tras la crisis mexicana, era probable que el endurecimiento de la política fiscal tuviera poco efecto en la confianza del mercado.

59. El énfasis que se puso en el déficit como variable de flujo contribuyó a subestimar la gravedad de la situación fiscal argentina, debido a que la deuda soberana estaba creciendo con mucha más rapidez de lo que cabría esperar en base a las cifras de déficit interanuales (véanse los detalles en el Apéndice III). Uno de los factores que provocó esta situación fue el reconocimiento (a menudo por orden judicial) de viejas deudas, incluyendo obligaciones vencidas frente a jubilados y pensionados, proveedores del Estado y gobiernos provinciales. Las autoridades también se inclinaban a emitir deuda extrapresupuestaria para liquidar obligaciones estatales, a través de mecanismos tales como la capitalización de los pagos por concepto de intereses.<sup>25</sup> Aunque esa nueva deuda no se contabilizaba adecuadamente, en el programa respaldado por el acuerdo ampliado de 1992–94 los criterios de ejecución vinculados al déficit sí incluían los ingresos por privatizaciones.<sup>26</sup> En otras palabras, se aceptaba que los criterios de ejecución se alcanzarían por efecto de operaciones extraordinarias que redujeran la deuda, pero los mismos no se verían afectados por aquellas operaciones extraordinarias que la incrementarían.

60. El énfasis en los flujos reflejaba en parte el hecho de que la programación financiera del FMI estaba basada en relaciones de flujos. Las autoridades habían adoptado un enfoque parecido al intentar legislar la disciplina fiscal a través de la sanción de una “ley de responsabilidad fiscal” en septiembre de 1999. Esta ley contenía un cronograma para la reducción paulatina del déficit federal y su eliminación total para 2003, y limitaba la tasa de crecimiento del gasto real a la tasa del PIB real. Contemplaba la formación de un pequeño “fondo de estabilización fiscal,” que reduciría las fluctuaciones cíclicas de las cuentas fiscales, pero la reducción de la deuda no era en sí misma uno de los principales objetivos de la ley. En las deliberaciones internas y en el diálogo con las autoridades, el personal técnico del FMI sostuvo que la consolidación fiscal exigida por la ley no era suficientemente rápida y manifestaron decepción ante el hecho de que la ley abarcara solamente al gobierno federal (en 2000 se intentó sancionar leyes parecidas en las provincias). Sin embargo, el FMI respaldó públicamente la ley, argumentando que era una señal importante de que las autoridades estaban comprometidas a mantener políticas fiscales adecuadas, e instó a los candidatos presidenciales a respaldarla públicamente. De todas maneras, las prescripciones de la ley—aun siendo relativamente débiles—no pudieron cumplirse en medio del ambiente recesivo del año 2000.

---

<sup>25</sup> Según una estimación informal de Teijeiro (2001), la cifra ascendió a US\$31.000 millones durante la década de 1990.

<sup>26</sup> Sin embargo, más adelante los ingresos por privatización se contabilizaron como financiamiento.

### *Insuficiente atención a las finanzas de las provincias*

61. Los gobiernos provinciales son un componente significativo del sector público argentino, y en conjunto registran un gasto comparable al del gobierno federal una vez excluidas del gasto federal las transferencias a las provincias (véase el Apéndice III, Cuadro A3.5). Desde el comienzo, el FMI fue muy consciente de que una mala administración tributaria y un control fiscal débil en las provincias habían contribuido al desempeño fiscal deficiente que el país había registrado durante mucho tiempo, y esto dificultaba el fortalecimiento de la disciplina fiscal global del sector público. Por lo tanto, se decidió acertadamente que las finanzas provinciales, incluido el sistema de coparticipación, serían una de las áreas de reforma estructural en los sucesivos acuerdos de financiamiento con Argentina (véase “Reformas fiscales estructurales” en la sección C). Aun así, durante los primeros años, la condicionalidad fiscal oficial se volcó exclusivamente al presupuesto del gobierno federal, y fue recién en 1998 que se combinó el déficit federal con los déficit provinciales para incluirlos explícitamente como meta indicativa en el SAF (Apéndice IV).

62. En respuesta a la crisis mexicana se intentó corregir las deficiencias de las finanzas provinciales. Las fuentes extraordinarias de ingresos que habían financiado los déficit provinciales, como los ingresos por privatizaciones y la liquidación de las obligaciones previas del gobierno federal con las provincias, habían disminuido marcadamente en comparación con los niveles de principios de la década de 1990, y existía el peligro de que los déficit provinciales aumentaran rápidamente. Se decidió que el Tesoro nacional y el Banco Central pusieran límites al endeudamiento de las provincias para alentarlas a retomar la disciplina fiscal. Sin embargo, la capacidad y la voluntad de las autoridades federales para controlar el endeudamiento provincial resultaron ser limitadas y algunas provincias emitieron bonos en cantidades considerables (que exigen al menos una aprobación tácita a nivel federal) en los mercados internacionales de capital.

63. Obviamente, los intentos para lograr que las autoridades se concentraran en la necesidad de mayor disciplina fiscal en las provincias fracasaron. Las autoridades federales, por su parte, señalaban que la Constitución les impedía asumir compromisos en nombre de las provincias. Para peor, incluso la capacidad de supervisar las finanzas de las provincias estaba limitada inicialmente por la falta de datos fiables y actualizados, aunque a la larga el trabajo del personal técnico del FMI en ese sentido tuvo un efecto positivo. Sin embargo, los repetidos intentos del gobierno federal por rescatar a los gobiernos o programas de las provincias dieron como resultado que gran parte de los déficit provinciales terminaron contabilizándose explícitamente como déficit federales.<sup>27</sup> Además, el déficit provincial era en

---

<sup>27</sup> Por ejemplo, un documento de instrucciones para una misión advertía el problema del pacto fiscal negociado entre el gobierno federal y los gobiernos provinciales en agosto de 1993, en virtud del cual el gobierno federal asumió varios sistemas jubilatorios provinciales sumamente endeudados e incrementó las transferencias de recursos tributarios a cambio de que las provincias convinieran en respaldar la reforma del sistema de seguridad social e implementar la desreglamentación y la reforma tributaria a nivel provincial.

cierta medida resultado del hecho de que en la década de 1990 el gobierno federal había transferido a las provincias parte de la responsabilidad de los programas de gasto.

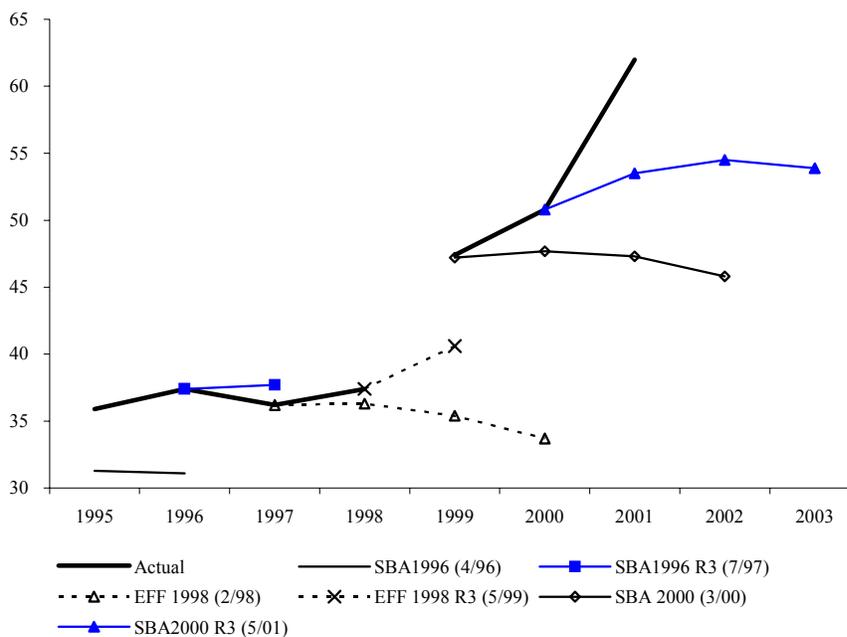
### ***Sobrestimación del nivel sostenible de la deuda***

64. Una razón por la cual la deuda no recibió la atención necesaria durante mucho tiempo fue que la relación deuda pública/PIB (del orden del 30% durante gran parte de la década de 1990) no parecía excesiva, y Argentina no tenía problemas para financiar los déficit endeudándose en el exterior. Retrospectivamente, está claro que los análisis del personal técnico del FMI no tuvieron en cuenta una serie de características importantes de la economía argentina que la hicieron especialmente vulnerable (véase el Apéndice V). Primero, la deuda pública argentina estaba casi totalmente denominada en moneda extranjera, debido a que el país tenía una capacidad limitada para emitir deuda a largo plazo en moneda nacional, lo cual a su vez se debía a que el régimen de convertibilidad tendía a favorecer la emisión de deuda denominada en dólares. Por lo tanto, la aparente relación deuda pública/PIB bien podía estar subestimada, porque una depreciación del peso—posibilidad que no se contemplaba por presumirse que el régimen cambiario era estable—se traduciría inmediatamente en un aumento de la relación de endeudamiento. Segundo, gran parte de la deuda estaba en manos de acreedores externos (generalmente mucho más susceptibles a los cambios de clima en los mercados que los acreedores internos), con lo cual el servicio de la deuda dependía de los ingresos por concepto de exportaciones, y Argentina tenía un relación exportaciones/PIB relativamente baja. Esto implicaba un elevado coeficiente de servicio de la deuda externa, lo cual podía desencadenar una corrida contra la moneda. Tercero, Argentina adolecía de una administración tributaria deficiente y la recaudación tributaria no aceleraba al ritmo del crecimiento económico (véase “Reformas fiscales estructurales” en la sección C). Cuarto, al igual que en el caso de otras economías emergentes, Argentina solo podía obtener préstamos pagando considerables diferenciales por encima de los títulos del Tesoro estadounidense, y cualquier cambio en el clima de los mercados podía dar lugar a tasas de interés muy elevadas, generando una dinámica explosiva en relación con la deuda.

65. Estos problemas no se manifestaron mientras el crecimiento fue sólido y las condiciones en los mercados internacionales de capital se mantuvieron relativamente favorables, como sucedió en los años noventa. El coeficiente de la deuda aumentó muy poco durante gran parte de esa década, y en 1992 y 1997 incluso disminuyó gracias al fuerte aumento del PIB. En sus proyecciones, el personal técnico del FMI suponía que este rendimiento sería la norma en los años siguientes, pero después de 1997 la acumulación de deuda fue siempre mayor al crecimiento del PIB, situación que empeoró en 1999, cuando el saldo de la deuda dio un salto debido aumento del gasto público vinculado a las elecciones (Gráfico 2.5). Como lo señaló el personal técnico del FMI en un análisis reciente de la crisis argentina (PDR, 2003), el exceso de optimismo en las proyecciones de crecimiento llevó a sobrestimar la capacidad de Argentina para acumular un saldo de deuda mayor. El personal técnico del FMI tampoco evaluó las implicancias de proyecciones menos optimistas. Aunque en sus informes siempre mencionaban los riesgos que enfrentaba el país, y especialmente el riesgo de que una pérdida de confianza llevara a una pérdida pasajera de acceso a los

mercados, no se hizo mucho para analizar rigurosamente las implicancias de estos riesgos desde el punto de vista de la solvencia fiscal.<sup>28</sup>

Figure 2.5. Public Sector Debt Targets and Actuals  
(In percent of GDP)



Fuente: Documentos del FMI.

Nota: Hubo una interrupción en la serie de datos de 1999 debido al cambio de la definición del PIB.

66. Cabe preguntarse si las herramientas de diagnóstico con que ahora cuenta el FMI habrían producido señales de alerta más claras si hubieran existido entonces. Según nuestros estudios, el análisis de sustentabilidad de la deuda habría sin dudas proyectado una relación deuda externa/PIB superior al referente que se indicó en ese entonces, del 40% para el período 1998–2000, aun en el escenario base (véase el Apéndice VI).<sup>29</sup> En este sentido, la

<sup>28</sup> En sus análisis, el personal del FMI por lo general suponía que los *shocks* serían relativamente suaves, como por ejemplo un crecimiento más lento de las exportaciones o un aumento de las tasas de interés mundiales. Por ejemplo, en un informe de enero de 1998 proyectó un crecimiento del 4%, que paulatinamente volvería a un nivel potencial del 5% para 2000. Según las proyecciones, el déficit del sector público consolidado se reduciría del 1,4% del PIB en 1998 al 0,4% en 2000 y al 0,1% para 2004, mientras que la relación deuda/PIB del sector público disminuiría 1 ó 2 puntos porcentuales por año, partiendo de 36,3% a fines de 1997.

<sup>29</sup> Para PDR, a un nivel de referencia del 40% le corresponde una probabilidad condicional de crisis del orden del 15%–20% (“Sustainability Assessments—Review of Applications and Methodological Refinements”, documento SM/03/206, junio de 2003). Sin embargo, Reinhart, Rogoff y Savastano (2003) proponen un umbral mucho más bajo (de hasta quizás el 15%–20%) para algunas economías de mercado emergentes con muy baja tolerancia al endeudamiento. Según análisis recientes de RES, el nivel sostenible de deuda pública de una economía de mercado emergente típica es de alrededor del 25% del PIB. Véase FMI (2003), pág. 142.

sustentabilidad de la deuda externa se hubiera cuestionado ya hacia 1998. Sin embargo, aun en el escenario más extremo, la proyección de la relación deuda pública/PIB habría superado el 50% únicamente en 2001. No está claro si el personal técnico del FMI habría interpretado esas cifras como una alarma. Como señaló Krueger (2002), aun con la mejor metodología disponible, existe una “inevitable diversidad de opiniones” en cuanto al análisis de sustentabilidad de la deuda. Para trazar la trayectoria que el país experimentó efectivamente, el análisis de sustentabilidad de la deuda tendría que haber partido de hipótesis extraordinariamente negativas en cuanto al tipo de cambio.<sup>30</sup>

### **El FMI y la política fiscal: una evaluación**

67. Nuestra evaluación de la política fiscal argentina es que ésta fue demasiado débil teniendo en cuenta las exigencias que imponía la convertibilidad.<sup>31</sup> Aunque el FMI siempre fue consciente de las deficiencias fiscales e instó a que se adoptaran medidas correctivas, no previó la extraordinaria vulnerabilidad que podían producir esas deficiencias. Argentina logró mejorar la disciplina fiscal en los años noventa, en comparación con las décadas anteriores, pero el saldo fiscal se mantuvo por debajo de los niveles adecuados y las estadísticas no permitieron ver la situación real. Como resultado de los ocasionales rescates financieros de las provincias para que pudieran hacer frente a sus obligaciones, del reconocimiento en el presupuesto de obligaciones extrapresupuestarias y de las consecuencias fiscales imprevistas de la reforma del sistema de seguridad social, la deuda se acumuló constantemente durante el período (véase el Gráfico 2.6). Aunque se entiende que haya habido deficiencias en el análisis de la política fiscal que realizó el FMI, teniendo en cuenta el conocimiento de los expertos en ese momento, las herramientas analíticas de las que disponían y las limitaciones que presentaban los datos, la gran importancia que revestía Argentina para la institución debería haber llevado a explorar más a fondo los riesgos que podrían producirse si la economía evolucionaba por rumbos considerablemente menos favorables.

68. A la continua debilidad de la política fiscal se sumaron los obstáculos estructurales que seguían impidiendo la rápida mejora del saldo fiscal (como las reglas de coparticipación entre el gobierno federal y los gobiernos provinciales). Como consecuencia, cuando el crecimiento se desaceleró en 1999–2001, las autoridades no pudieron responder con un estímulo fiscal; por el contrario, el gobierno había perdido solvencia y sus necesidades de

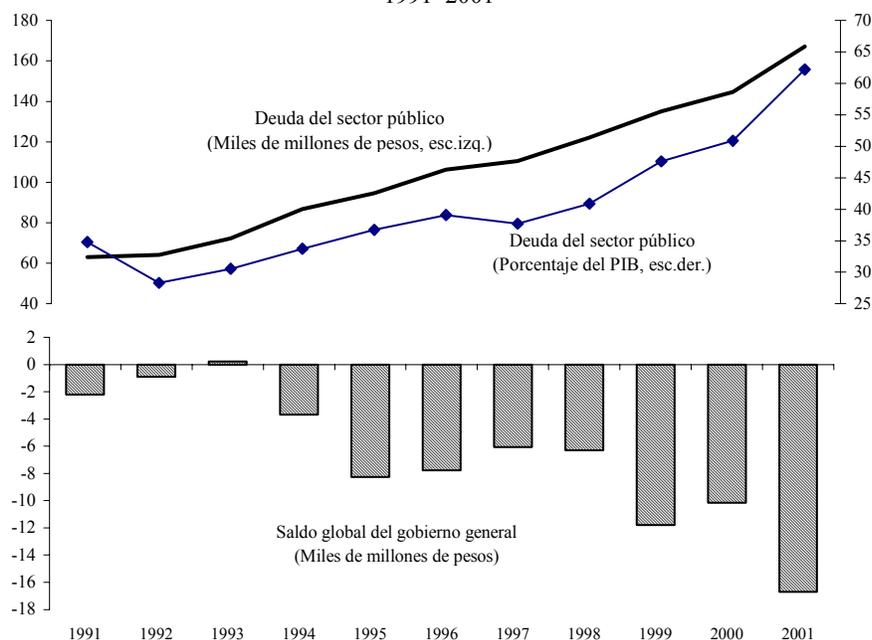
---

<sup>30</sup> La experiencia demuestra que, cuando ocurre una crisis cambiaria, la depreciación real a corto plazo es generalmente muy superior a cualquier sobrevaluación real fundamental inicial, y en la mayoría de los casos dura dos años (Cavallo *et al.*, 2003).

<sup>31</sup> Este no es un juicio sobre el tamaño relativo del sector público comparado con el de otros países, sino sobre la voluntad del país para mantener la recaudación tributaria a un nivel sostenible que permita financiar el gasto público al nivel deseado. Sin embargo, Krueger (2002) señala que el empleado público argentino promedio recibía un sueldo mucho mayor que el empleado promedio del sector privado argentino (la diferencia llegó al 45% en 1998) y que, comparada con los niveles internacionales, Argentina tenía un sector público de gran tamaño, con un nivel de empleo parecido al de algunos países industriales.

crédito habían aumentado a tal punto que se consideró necesaria una contracción fiscal para restablecer la confianza de los mercados. Esto creó una dinámica negativa en relación con la deuda, o sea un proceso en el cual una contracción fiscal excesiva hizo que se agudizara la recesión, que se ampliase el diferencial de la deuda soberana y que aumentase aún más el volumen de la deuda. Esto no quiere decir que las autoridades tuvieran otra alternativa en ese momento. Las restricciones impuestas por el régimen de convertibilidad les impidieron recurrir a una política fiscal expansiva una vez que se hubo cortado el acceso a los mercados. Este tipo de políticas fiscales procíclicas y la vulnerabilidad a desarrollar una dinámica de deuda que se retroalimenta son típicas de los países muy endeudados, sobre todo en América Latina, pero en el caso de Argentina el régimen de convertibilidad agravó estos problemas.

Gráfico 2.6. Deuda del Sector Público y Saldo Global del Gobierno General, 1991–2001



Fuente: Base de datos del FMI.

69. Aun siendo consciente del aumento constante de la deuda, el FMI no incorporó de manera adecuada la dinámica de la deuda a la condicionalidad. Su postura era que si el déficit era pequeño y tendía a disminuir, el mercado estaría dispuesto a financiar tanto el déficit como la inversión necesarios para reactivar el crecimiento. Sin embargo, esta postura soslayaba la posibilidad muy factible de que en algún momento pudieran empeorar las condiciones -que el crecimiento perdiera impulso, los términos de intercambio variaran o los flujos de capital se revirtieran-. Las desviaciones respecto del programa que fueron ocurriendo pueden haber parecido pequeñas o muy justificadas, y en cada caso hubo que tomar la decisión de aceptarlas o no. Pero combinadas y acumuladas, estas decisiones aparentemente inocuas terminaron siendo fatales para Argentina durante la crisis de 2000–01, cuando la combinación de elevadas tasas de interés, bajo crecimiento y empeoramiento de la

calidad del crédito creó una “dinámica de la deuda” que hizo que los coeficientes de deuda del país se salieran de control.

70. En suma, el análisis fiscal del FMI subestimó las vulnerabilidades creadas por las decisiones en materia de política económica que tomó Argentina en tres campos. Primero, en un ambiente de limitada flexibilidad salarial, el régimen de convertibilidad hacía que cualquier ajuste necesario del tipo de cambio real en respuesta a un *shock* negativo probablemente generara prolongados períodos de recesión, lo cual obstaculizaba la disciplina fiscal. Segundo, la fuerte dependencia del crédito externo en monedas extranjeras dejó al país más expuesto a las fluctuaciones de los mercados y por lo tanto intensificó la presión en la balanza de pagos y el tipo de cambio real. Aunque con un tipo de cambio fijo todos los activos financieros internos en principio podrían causar presiones parecidas si los agentes nacionales intentaran desprenderse de ellos durante una crisis, en la práctica los acreedores externos son mucho más susceptibles a estas fluctuaciones. Tercero, la política fiscal fue débil, teniendo en cuenta el régimen cambiario y la dependencia del crédito externo, y la capacidad política para imponer la disciplina fiscal necesaria se debilitó aún más a fines de la década de 1990 debido a la dinámica de las elecciones. Como consecuencia, se generó una vulnerabilidad frente a la dinámica de la deuda y hubo poco margen para una política fiscal anticíclica. Estos tres elementos resultaron ser sumamente adversos cuando el país se enfrentó a una serie de *shocks* externos negativos.

### **C. Reformas Estructurales Fundamentales a Nivel Macro**

71. En 1990 las autoridades argentinas emprendieron un programa intensivo de reformas pro-mercado, abandonando una tradición de fuerte intervención estatal que había prevalecido durante décadas. Se privatizaron empresas estatales, se desreglamentaron los mercados laboral y de bienes y servicios, y se liberalizó el comercio exterior. De las numerosas reformas que se implementaron, esta sección no aborda las de la economía real orientadas a la eficiencia, sino las que se centran en las reformas estructurales a nivel macro que tenían especial importancia para el FMI; a saber, reformas fiscales estructurales, reforma del mercado laboral, reforma de la seguridad social, y medidas para fortalecer el sistema financiero. Se consideró que las reformas en estos campos eran fundamentales para el éxito del régimen de convertibilidad, ya que promoverían la disciplina fiscal, la flexibilidad de la economía y el ahorro nacional. En muchos de estos ámbitos, el FMI colaboró estrechamente con el Banco Mundial y el BID.<sup>32</sup> (En el Apéndice IV se detallan las reformas estructurales de cada programa, ya sea en forma de criterios de ejecución o de parámetros de referencia estructurales.)

---

<sup>32</sup> El Banco Mundial suscribió compromisos financieros con Argentina por un total de US\$12.600 millones durante los ejercicios 1991–99 y proporcionó asistencia técnica en campos como la reforma del sector público (focalizándola cada vez más en las provincias), la privatización, las reformas del sector laboral y financiero, y los sectores sociales. Véase OED (1996, 2000).

## **Reformas fiscales estructurales**

72. Las reformas fiscales estructurales se consideraban con justa razón centrales para mejorar la disciplina fiscal, y abarcaban las relaciones fiscales entre el gobierno federal y los gobiernos provinciales y la política y administración tributarias. A continuación evaluamos las reformas en cada uno de esos ámbitos y el papel que desempeñó el FMI.

### ***Relaciones fiscales entre el gobierno federal y las provincias***

73. Desde el comienzo, el personal técnico del FMI reconoció la importancia de reformar las finanzas de las provincias, incluido el sistema de coparticipación entre el gobierno federal y los gobiernos provinciales.<sup>33</sup> Argentina tenía un complejo régimen de coparticipación que producía incentivos perversos. Por ejemplo, si se aumentaban los impuestos federales coparticipados para efectuar ajustes fiscales a nivel federal, las provincias adquirirían derechos a nuevos ingresos, lo cual conducía a un aumento permanente del gasto provincial. Las provincias tenían un incentivo para presionar a favor de nuevas transferencias, en lugar de generar sus propios ingresos o reasignar el gasto existente (Cuevas, 2003).<sup>34</sup>

74. Después de la crisis mexicana, los sucesivos acuerdos con el FMI buscaron promover la reforma de las finanzas provinciales, en tanto que el Banco Mundial y el BID proporcionaron financiamiento y asistencia técnica para facilitar la reforma de las administraciones provinciales y la privatización de los bancos provinciales. Se lograron ciertos avances, pero a pesar de extensas deliberaciones, nunca se logró una reforma permanente del sistema de coparticipación, ya que en gran medida cualquier reforma era un juego de suma cero debido al conflicto de intereses entre el gobierno federal y los gobiernos provinciales. En el pasado, las reglas de coparticipación a menudo habían cambiado a través de negociaciones equitativas entre las partes, pero el gobierno federal fue perdiendo esa capacidad de negociación debido a las limitaciones cada vez más estrictas de los recursos fiscales y a la parálisis política de fines de los años noventa.<sup>35</sup>

75. Posteriormente, las obligaciones fiscales del gobierno federal exigieron cambios provisionales en el sistema de coparticipación. La reforma tributaria de 1998 (descrita más adelante), que aumentó los impuestos coparticipados, compensó al gobierno federal por el

---

<sup>33</sup> Véase en Schwartz y Liuksila (1997) y en Cuevas (2003) un análisis completo del federalismo fiscal en Argentina.

<sup>34</sup> La extraordinaria complejidad de las diferentes reglas de coparticipación aplicadas a diferentes impuestos eran resultado de negociaciones políticas. De igual manera, la rigidez reflejaba la preferencia de los gobiernos provinciales por un conjunto de reglas acordadas a modo de protección contra posibles actos de oportunismo federal (como un recorte unilateral de las transferencias). Véase Tommasi (2002).

<sup>35</sup> La Constitución estipulaba que el Congreso debía sancionar un nuevo acuerdo de coparticipación para fines de 1996. Sin embargo, la disposición de que toda nueva ley de coparticipación fuera autorizada también por la legislatura de cada provincia garantizaba que una ley de esa naturaleza nunca sería sancionada (Tommasi, 2002).

ingreso cedido asignándole una deducción fija (de hasta 2.154 millones de pesos argentinos por año) de la recaudación hasta fines de 2000. El pacto fiscal de diciembre de 2000 prorrogó la validez de esa deducción a favor del gobierno federal hasta 2005. Paralelamente, reemplazó las transferencias basadas en la recaudación por un transferencia fija de 1.364 millones pesos argentinos por mes para 2001–02 y, para 2003–05, por un monto creciente pero predeterminado de transferencias. Se instituyeron nuevos cambios durante la crisis de principios de 2002, pero no se realizó una reforma permanente del régimen de coparticipación.<sup>36</sup>

### ***Reforma tributaria***

76. La reforma tributaria de la década de 1990 tuvo como propósito reducir las distorsiones que producía el sistema tributario en el empleo y la inversión, mejorar la flexibilidad y eficacia de ese sistema como herramienta de política fiscal, y lograr un cumplimiento tributario más riguroso (como se explica más adelante). La reforma tributaria a nivel federal se realizó en dos etapas. A principios de los años noventa, se eliminaron alrededor de 21 impuestos federales distorsivos; se amplió la base del IVA y del impuesto a las ganancias de las personas físicas y jurídicas; y en ciertas provincias y sectores se redujeron las contribuciones y aportes patronales sobre la nómina salarial destinados a la seguridad social. La reforma tributaria sancionada en 1992 fue uno de los criterios de ejecución estructural cumplidos en el programa respaldado por el SAF de 1992; de hecho, ese fue uno de los dos únicos criterios de ejecución estructural incluidos en los programas respaldados por el FMI durante el período previo a la crisis.

77. En el programa respaldado por el SAF de 1998 se incluyeron varias medidas de reforma tributaria como referentes estructurales (véase el apéndice IV). En 1997, a pedido de las autoridades, el FMI envió una misión para preparar un proyecto de reforma tributaria que se presentaría al Congreso después de las elecciones de octubre. Muchas recomendaciones de la misión formaron parte de la reforma de 1998. Se redujeron aún más las contribuciones patronales a la seguridad social a cambio de un aumento de los impuestos vigentes y la aprobación de impuestos nuevos. Se ampliaron más las bases del IVA y de los impuestos a las ganancias, se crearon impuestos sobre los pagos de intereses y los activos brutos de las empresas, se aumentaron algunos impuestos selectivos, y se estableció un “monotributo” que cubría las obligaciones tributarias por la actividad comercial de pequeñas empresas y trabajadores autónomos. Una de las inquietudes apremiantes del FMI en este período era que las reformas tributarias como mínimo mantuvieran la recaudación y, de preferencia, la mejoraran. En 1998, las misiones del FMI hicieron hincapié en la necesidad de vincular la

---

<sup>36</sup> Como el gobierno federal no podía hacer efectivas las transferencias a las provincias al nivel garantizado, el pacto de febrero de 2002 eliminó la deducción de 2.154 millones de pesos argentinos y dejó sujeto a la coparticipación un 30% de la recaudación del impuesto a las transacciones financieras.

reducción de las contribuciones y aportes sobre la nómina salarial y el aumento de la recaudación de otros impuestos.<sup>37</sup>

### ***Cumplimiento tributario***

78. La evasión y la falta de cumplimiento generalizados, sumadas a la ineficacia de un sistema judicial que fomenta tal comportamiento, son la raíz de los problemas fiscales crónicos de Argentina. El FMI era muy consciente de esta situación, y durante la década de 1990 se concentró en mejorar la administración tributaria. Algunos de sus mejores expertos participaron en varias misiones de asistencia técnica sobre administración tributaria, complementando la labor realizada simultáneamente por otras instituciones financieras internacionales. El Departamento de Finanzas Públicas (FAD) envió tres misiones completas de asistencia técnica dedicadas a todos los aspectos de la administración tributaria, y numerosas visitas breves y complementarias se ocuparon de temas concretos como la administración aduanera.

79. Para fomentar el cumplimiento tributario, se computarizaron las operaciones del organismo recaudador, se sistematizó el proceso de auditoria, se hicieron evaluaciones especiales de las declaraciones de los grandes contribuyentes y se exigió a los comerciantes minoristas el uso de cajas registradoras para asegurar el cumplimiento del IVA. A partir de 1992, el FMI brindó asistencia técnica para ayudar a formular planes de trabajo y verificar el avance logrado en ámbitos como la supervisión de los grandes contribuyentes y la mejora de las auditorias. En 1995, una misión hizo hincapié en la necesidad de intensificar la auditoria del IVA y mejorar el control de las obligaciones básicas de declaración y pago del IVA. Una misión de asistencia técnica sobre administración tributaria incluso viajó a la provincia de Buenos Aires en 1996, en lo que el personal técnico del FMI describió en su momento como una de las primeras veces en que el FMI ha brindado asistencia técnica a un nivel subnacional de gobierno.<sup>38</sup> Estas medidas tendrían que haber estado respaldadas por la reforma del sistema judicial, pero ese aspecto recibió mucho menos atención de la que merecía.

80. A pesar de estos intentos, el cumplimiento tributario no mejoró mucho. Misiones sucesivas organizadas por FAD señalaron que la precariedad de la administración tributaria estaba vinculada a la frecuencia con que cambiaban las leyes impositivas y con que rotaba el personal directivo de los organismos responsables, a la politización de la administración tributaria, a la falta de un sistema contable computarizado que unificara en una sola cuenta los pagos y obligaciones de cada contribuyente, al alcance insuficiente de las auditorias, a numerosos planes de facilidades de pago, a la frecuencia de las amnistías tributarias y a la

---

<sup>37</sup> La reforma estaba ideada de manera tal que los aspectos favorables a la recaudación surtieran efecto antes de que se redujeran las contribuciones y aportes sobre la nómina salarial, a fin de incrementar (provisionalmente) la recaudación en 1999.

<sup>38</sup> Otra misión viajó a la provincia de Córdoba a fines de 1999 para brindar asesoramiento sobre administración tributaria.

larga duración e ineficiencia de las apelaciones. Estas deficiencias se manifestaron concretamente, desde 1993–96 hasta 1997–2000, en una recaudación neta total constante del 21% del PIB. Fundamentalmente, no hubo ningún cambio en la recaudación neta del IVA (6,8% del PIB), pese a que la alícuota del IVA aumentó al 21%, respecto del 18% en 1995.<sup>39</sup>

### ***El papel del FMI***

81. El FMI comprendió desde el comienzo que las reformas fiscales estructurales eran fundamentales para garantizar la disciplina fiscal y contribuir así a la viabilidad a mediano plazo del régimen de convertibilidad. Así se lo planteó repetidas veces a las autoridades e incluyó algunas medidas concretas en programas posteriores. Asimismo, con frecuencia prestó asistencia técnica para asesorar sobre la reforma tributaria y mejorar el cumplimiento tributario. Sin embargo, en general el efecto de esta asistencia fue decepcionante.

82. Teniendo en cuenta la realidad política, resulta comprensible que el FMI no haya logrado influir significativamente para modificar las relaciones fiscales entre el gobierno federal y las provincias argentinas. De igual modo, en vista de la arraigada mentalidad de evasión impositiva, fue difícil para el FMI forzar una mejora drástica del cumplimiento, por más competente y acertado que haya sido el asesoramiento técnico.<sup>40</sup> Sin embargo, se podría argumentar que el FMI no empleó todas las herramientas que tenía a su disposición para generar reformas en algunos ámbitos fundamentales. Pese a todo lo que se decía sobre la importancia de las reformas fiscales estructurales, el FMI incluyó solamente un criterio de ejecución estructural (el de reforma tributaria) en los sucesivos programas que respaldó en este campo. Es posible que una condicionalidad más estricta tampoco hubiera producido el resultado deseado, pero por lo menos habría dado lugar a un debate más profundo y quizá le habría permitido al FMI retirarse más fácilmente al ver que no se adoptaban las reformas necesarias. La amenaza de retirarse podría haber sido la herramienta negociadora más eficaz que tenía el FMI.

### **Reforma del mercado laboral**

83. A comienzos de la década de 1990, el FMI, las autoridades argentinas y la mayoría de los observadores externos estaban de acuerdo en términos generales de que, para que la convertibilidad siguiera siendo viable, era necesario corregir las restricciones que había ido imponiendo el mercado laboral durante los 50 años previos. Para empezar, la rigidez del tipo de cambio nominal significaba que, en caso de un *shock* fuerte, el TCER podría ajustarse

---

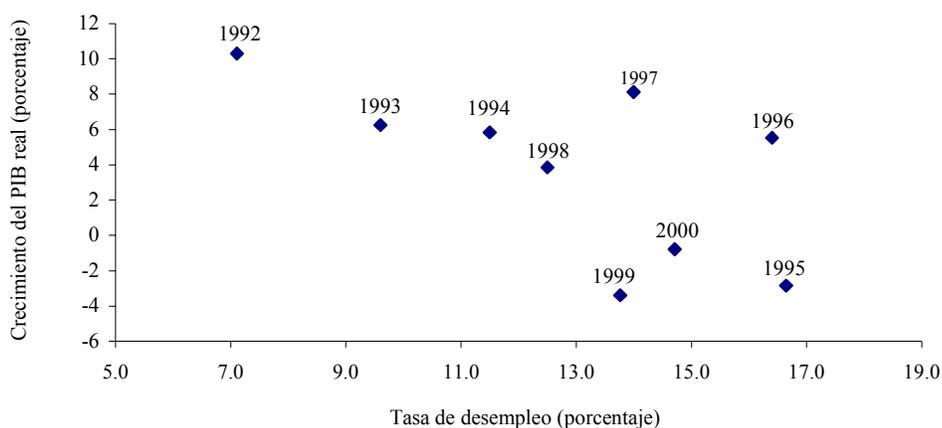
<sup>39</sup> Estas cifras están tomadas del documento “Fijación de prioridades para una reforma tributaria integral”, agosto de 2003, cuadro 2, pág. 25, preparado por FAD. La eficiencia del IVA, definida como la suma de la recaudación bruta y el consumo nominal dividida por la alícuota del IVA, muestra que el cumplimiento tributario empeoró sustancialmente entre principios y fines de la década de 1990.

<sup>40</sup> La experiencia en este ámbito es otro ejemplo de la dificultad de corregir distorsiones fundamentales a través de una serie de programas a corto plazo, como lo señaló la OEI en su evaluación del ajuste fiscal en los programas respaldados por el FMI (OEI, 2003b).

rápida a un nuevo nivel de equilibrio sólo si los precios y salarios eran suficientemente flexibles. Gracias a los programas de privatización y desregulación de principios de los años noventa, y especialmente a las medidas de desregulación aprobadas en noviembre de 1991, los precios de la mayoría de los bienes y servicios eran razonablemente flexibles, pero para poder reducirlos debía ser posible reducir los salarios. La reforma del mercado laboral hubiese contribuido en este proceso. También se esperaba que la flexibilización del mercado laboral ayudara a aumentar la productividad y reducir el desempleo en un momento de rápido cambio estructural para la economía argentina.

84. El personal técnico del FMI explicó el vínculo entre la reforma del mercado laboral y el régimen cambiario en un informe de principios de 1998: “Las autoridades coincidieron con los técnicos del FMI en que la flexibilización del mercado laboral es crucial para lograr una mejora continua de la competitividad y, a la vez, seguir reduciendo el desempleo de manera sostenida”. Sin embargo, prácticamente no se avanzó en este ámbito crítico. El hecho de que el rápido crecimiento no se tradujera en una disminución del desempleo en la década de 1990 hacía pensar que el mercado laboral seguía siendo ineficiente (Gráfico 2.7).

Gráfico 2.7. Crecimiento del PIB Real y Desempleo, 1992–2000



85. La principal razón del limitado avance, pese a que las autoridades se comprometieron repetidas veces a promover la reforma del mercado laboral tanto en sus declaraciones públicas como en las cartas de intención, fue la falta de respaldo político, dado que los sindicatos integraban la base del partido peronista. Se suponía que la reforma laboral sería un elemento central del programa respaldado por el acuerdo ampliado de 1992, pero ninguna medida al respecto se tomó ese año. En el memorando sobre política económica que enumeraba los compromisos asumidos dentro del programa para 1993, las autoridades indicaron que su intención era adoptar medidas durante el primer semestre del año para descentralizar los convenios colectivos de trabajo, liberalizar las condiciones de empleo transitorio y permitir un horario de trabajo más flexible. Ese plan coincidía en términos generales con lo que consideraban necesario los técnicos del FMI. En noviembre, se presentó al Congreso un proyecto de ley sobre reforma laboral, pero la oposición política que enfrentó fue firme.

86. Bajo la presión de la crisis mexicana a principios de 1995, se elevó al Congreso un proyecto de ley relativamente limitado sobre reforma laboral, el cual fue aprobado. La medida exceptuaba a las pequeñas y medianas empresas de muchas restricciones al uso de contratos de empleo temporario y horarios de trabajo flexibles. A pesar de sus limitaciones, esta ley, sumada al ajuste fiscal, contribuyó significativamente a apuntalar la confianza de los mercados, que vieron en ella una señal de que el sistema político argentino era capaz de respaldar medidas políticamente dolorosas si eran necesarias para mantener la viabilidad de la convertibilidad ante *shocks* negativos. Sin embargo, al igual que en el caso de las disposiciones fiscales, su importancia radicaba en el hecho de que se la podía interpretar como una señal creíble de la inminencia de decisiones más contundentes. En última instancia, pasaron años sin que la reforma laboral se concretara.

87. El FMI insistió en que el equipo económico que asumió sus funciones en julio de 1996 presentara un proyecto de ley para reformar los convenios colectivos de trabajo como una acción previa a la aprobación del acuerdo *stand-by* revisado. Esto dio lugar a lo que el personal técnico del FMI caracterizó como un “debate nacional” sobre la reforma laboral. En mayo de 1997, el gobierno llegó a un acuerdo con los sindicatos sobre un programa legislativo que, en opinión del personal técnico del FMI, representaba únicamente un progreso limitado con respecto a la legislación vigente, e inclusive revocaba algunas de las reformas previas. Aunque el programa incluía recortes de las indemnizaciones por despido y la eliminación paulatina de la prórroga automática de los convenios colectivos de trabajo (que concentraba un poder de negociación excesivo en manos de los sindicatos), también desalentaba los contratos de empleo temporario al eliminar su exención con respecto al pago de cargas sociales. Estos últimos pasos parecían ir en contra del objetivo oficial de reducir el desempleo, sobre todo teniendo en cuenta que el empleo temporario había sido un componente importante del reciente crecimiento del empleo. La ley tampoco eliminaba las restricciones en este mercado, como la preeminencia de los convenios colectivos de trabajo a nivel de industria sobre aquellos alcanzados a nivel de empresa; la condición privilegiada que tenían algunos trabajadores en virtud de “estatutos laborales especiales;” y la protección de la competencia para los planes de salud administrados por los sindicatos.

88. La misión del FMI que viajó a Buenos Aires poco después del acuerdo de mayo de 1997 señaló a las autoridades que, en su opinión, las reformas propuestas estaban muy lejos de lo que se necesitaba para lograr la flexibilidad adecuada en el mercado laboral, y no parecían merecer respaldo en el marco del acuerdo ampliado que se encontraba en vías de negociación. Los departamentos encargados de evaluar el caso coincidieron plenamente con la postura de WHD. Sin embargo, en septiembre de 1997, el personal técnico del FMI acordó una fórmula con las autoridades: la primera revisión del acuerdo ampliado, programada para mediados de 1998, incluiría como referente estructural una reforma laboral que fuera como mínimo comparable a la acordada en mayo de 1997. Este compromiso quedó incorporado en la carta de intención firmada en diciembre, pero ni siquiera ese modesto programa recibió la aprobación del Congreso.

89. En febrero de 1998, el gobierno propuso un plan de reforma laboral que, en opinión del personal técnico del FMI, era aún más débil que el acordado con los sindicatos en mayo

del año anterior. Ya no se preveía eliminar gradualmente la prórroga automática de los convenios colectivos de trabajo, y de hecho se centralizaba aún más la negociación colectiva. En julio, durante una misión encargada de preparar la primera revisión del programa, el personal técnico del FMI propuso tres enmiendas concretas al proyecto de ley laboral (un período de prueba más largo para los nuevos empleados, más recortes a la indemnización por despido y una descentralización limitada de la negociación colectiva) y dejó en claro que recomendaría la conclusión de la revisión únicamente si esas enmiendas quedaban incorporadas en el proyecto de ley y recibían la aprobación del Congreso. El gobierno modificó el proyecto de ley pero no consiguió que el Congreso lo aprobara.

90. El personal técnico del FMI siguió planteando el tema de la reforma laboral en 1999, pero las autoridades optaron por no actuar antes de las elecciones. La adopción de la reforma laboral era un referente estructural para la primera revisión del acuerdo *Stand-By* negociado a principios de 2000 con el gobierno de la Alianza, y las nuevas autoridades obtuvieron la aprobación parlamentaria de la ley de reforma laboral en mayo de 2000. Esta ley finalmente contenía algunas de las medidas en las cuales el FMI venía insistiendo desde mediados de los años noventa: prolongar el período de prueba de los nuevos empleados, limitar la prórroga automática de los convenios colectivos de trabajo y descentralizar las negociaciones colectivas. Sin embargo, la polémica que desató la ley reveló la existencia de profundas divisiones en la coalición gobernante y puso en duda las posibilidades de llevar a la práctica los aspectos de fondo de la ley.<sup>41</sup>

### ***El papel del FMI***

91. De acuerdo con nuestra evaluación, el FMI acertó al hacer hincapié en la reforma del mercado laboral, sobre todo en los primeros años del régimen de convertibilidad, pero cuando surgieron obstáculos políticos no estuvo dispuesto a poner en peligro su relación con Argentina a raíz de este tema. Los memorandos internos hacen pensar que la postura más suave que adoptó WHD entre mayo y septiembre de 1997 fue en respuesta a las opiniones de la gerencia. En el cuarto trimestre de 1998, después de que el Congreso rechazara la ley de reforma laboral, el personal técnico del FMI recomendó que el Directorio pospusiera el debate sobre la revisión hasta que las autoridades tomaran medidas adecuadas, como adoptar la ley por decreto. Sin embargo, la gerencia rechazó esta recomendación, y en su informe al Directorio el personal técnico del FMI se limitó apenas a señalar que lamentaba tal desenlace. Cabe señalar que en la reunión del 23 de septiembre de 1998, la mayoría de los directores ejecutivos no compartieron las inquietudes del personal técnico del FMI; algunos aceptaron los argumentos de las autoridades en el sentido de que la nueva ley no constituía una significativa vuelta atrás como se sostenía, mientras que otros simplemente alentaron a las autoridades a cumplir con las promesas de redactar legislación complementaria.

---

<sup>41</sup> Posteriormente surgieron denuncias de soborno a políticos de la oposición para conseguir la aprobación en el Congreso.

92. La turbulencia en los mercados financieros mundiales en 1997 y 1998 sin duda pesaba mucho en las opiniones de la gerencia y de los directores ejecutivos: no era momento de perturbar la relación del FMI con Argentina, una de las pocas economías de mercado emergentes importantes que parecía relativamente indemne a la fuga de los inversores mundiales hacia activos más seguros. Es comprensible que el FMI no haya hecho pública la inquietud que puede haber tenido. Un breve comunicado de prensa emitido tras la reunión de septiembre de 1998 decía simplemente que se había logrado un avance considerable en la adopción de las reformas estructurales indicadas en el programa. Sin embargo, esa excesiva tolerancia frente a un tema que en última instancia sería decisivo para la viabilidad del régimen de convertibilidad tuvo su costo: las políticas que unos meses antes supuestamente constituían el núcleo del programa se retrasaron hasta tal punto que tuvieron un efecto mínimo en la capacidad de la economía a resistir los *shocks* de 1999–2000.

### **Reforma de la seguridad social**

93. El régimen de reparto de la seguridad social argentina fue reformado en 1994 con una “privatización” parcial que creó un pilar íntegramente financiado dentro del sistema. A los trabajadores más jóvenes se les dio la opción de elegir entre el sistema estatal y fondos de jubilación privados autorizados. El personal técnico del FMI había reconocido mucho tiempo antes que el sistema de reparto estaba destinado a la quiebra y que era necesario realizar una reforma de fondo. En el programa respaldado por el acuerdo ampliado que se aprobó en marzo de 1992, la reforma de la seguridad social figuraba como criterio de ejecución estructural. El memorando sobre política económica especificaba que la reforma implicaría el equilibrio financiero del sistema de reparto tanto sobre base costo como sobre base devengada, así como la creación de un nuevo sistema obligatorio, capitalizado y de administración privada, y de un sistema complementario, privado y voluntario. La reforma, prevista para fines de 1992, se demoró hasta fines de 1993 a causa de un dilatado debate político, del cual surgió una solución conciliatoria: la participación en el sistema de capitalización de administración privada sería voluntaria.

94. En principio, pasar de un sistema de reparto a un sistema plenamente financiado puede mejorar el nivel de ahorro e inversión internos, impulsar la acumulación de capital e incrementar el ingreso per cápita a largo plazo, dado que en lugar de que los aportes de los afiliados vayan directamente a los beneficiarios, los afiliados invierten en activos públicos y privados (generalmente a través de fondos de jubilación bajo administración privada pero reglamentados por el Estado), mientras que los jubilados perciben ingresos generados por los activos que acumularon durante sus años de actividad para costear su jubilación. Si la población está en crecimiento y los fondos de jubilación están bien administrados, se crea un fondo de ahorros a cargo de administradores privados que compiten en búsqueda de los mejores rendimientos, lo cual debería mejorar la eficiencia de la asignación del capital.

95. Pero para que estos beneficios a largo plazo se hagan efectivos, el Estado debe financiar los costos de transición de un régimen a otro a través de impuestos y no de

endeudamiento.<sup>42</sup> Parecería injusto gravar a la “vieja” generación (los actuales beneficiarios y quienes han acumulado derechos sustanciales bajo el viejo sistema), ya sea a través de un impuesto explícito, un aumento de los aportes o un recorte de las prestaciones, porque sus aportes al viejo sistema fue lo que mantuvo a la generación anterior de jubilados. Pero si la transición se financia con un impuesto a la actual generación “joven” (los trabajadores cuyas pensiones estarán basadas en los derechos adquiridos bajo el nuevo sistema), los jóvenes tributarán dos veces: una vez por sus aportes al nuevo régimen y una vez por los pagos de transición a los actuales beneficiarios. Como tributar a la generación vieja o a la joven es una decisión costosa desde el punto de vista político, algunos países han tratado de reducir los costos de transición endeudándose. Pero financiar una privatización con deuda es lo mismo que gravar a los jóvenes.<sup>43</sup>

96. La estrategia que adoptó Argentina se parece al segundo modelo, el de financiación a través de endeudamiento. Ante la resistencia política a la reforma, se llegó a un compromiso y se permitió que el sistema público coexistiera con un sistema privado financiado. No solo se retiraron del sistema público los aportes de quienes decidieron pasarse al sistema privado, sino que también se redujeron progresivamente las contribuciones y aportes patronales a la seguridad social a fin de recortar los costos laborales y aumentar la competitividad. Al mismo tiempo, se crearon nuevos pasivos cuando el sistema federal asumió las obligaciones de algunos de los sistemas provinciales en quiebra. Tanto la pérdida anual de ingresos causada por la disminución de los aportes al sistema de reparto como la acumulación de pasivos provocada por la toma de los sistemas provinciales se financiaron con deuda, lo que contribuyó a exacerbar el creciente desequilibrio fiscal.<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> El personal técnico del FMI era consciente de que, al calcular el efecto en el ahorro, es importante tener en cuenta cómo se financia la transición de un régimen de reparto a un sistema financiado. Un estudio que publicó en 1997 señala que, para obtener un máximo de ahorros, el déficit que se crea en el sector público cuando los trabajadores dejan de hacer contribuciones y aportes sobre la nómina salarial y comienzan a aportar al nuevo sistema debe estar financiado en la medida de lo posible a través de una consolidación fiscal (Mackenzie *et al.*, 1997).

<sup>43</sup> Si la deuda se emite en el momento de la reforma para cubrir el patrimonio jubilatorio implícito de los actuales beneficiarios, habría que aumentar los impuestos en una proporción equivalente al costo de los intereses para atender el servicio de la deuda. Si la deuda se emite todos los años para cubrir la pérdida anual de ingresos—ya que los aportes van ahora a las cuentas privatizadas—la deuda pública también irá acumulándose y habrá que financiarla. Es por eso que Kotlikoff (2001) ha comparado la privatización financiada con deuda a un truco de magia.

<sup>44</sup> Algunos autores (p. ej., Hausmann y Velasco, 2002) han restado importancia al papel que jugó la reforma del sistema de seguridad social en la agudización de los problemas fiscales de Argentina durante la década de 1990. De acuerdo con su interpretación, la reforma solo hizo explícitas las obligaciones jubilatorias implícitas del sistema de reparto y, al eliminar paulatinamente a este último, redujo el patrimonio a largo plazo de la seguridad social. Pero la reforma y las correspondientes modificaciones a nivel de política tuvieron otro efecto, además de hacer explícitas las obligaciones implícitas: agravaron drásticamente el desequilibrio del sistema en términos de flujos y saldos.

97. El desequilibrio fiscal creado por la reforma de la seguridad social fue significativo. A partir de 1994, fue disminuyendo la recaudación por concepto de contribuciones y aportes sobre la nómina salarial; en 2001, el déficit de recaudación estimado fue del 2,9% del PIB. De ese porcentaje, 1,5% se debió a que los afiliados transfirieron sus aportes del sistema de seguridad social a cuentas individuales en los nuevos fondos privados—un efecto directo de la reforma—y el 1,4% restante se debió a la reducción de las tasas de contribución y aporte sobre la nómina salarial. Además, para el año 2001 el hecho de que el gobierno federal hubiera asumido los pasivos de los sistemas provinciales había sumado otro 0,9% del PIB al gasto anual. Por otra parte, la reforma generó reducciones compensatorias del gasto por concepto de seguridad social; según una estimación, quizás optimista, de Rofman (2002), el gasto anual disminuyó un 1,1% del PIB en 2001. Considerados como un todo, la reforma y los correspondientes cambios a nivel de política empeoraron el saldo fiscal global anual del gobierno federal en, al menos, un 2,7% del PIB.<sup>45</sup>

### *El papel del FMI*

98. Fueron las autoridades argentinas quienes pusieron en marcha y en gran medida diseñaron la reforma de la seguridad social, con cierta asistencia técnica del Banco Mundial. En retrospectiva, la mayoría de los observadores (el FMI, el Banco Mundial, los comentaristas locales y los administradores de los nuevos fondos privados) exageraron los posibles beneficios del nuevo sistema y no previeron sus graves consecuencias fiscales.<sup>46</sup> Parte del problema fue que se sobrestimó el componente de autofinanciamiento de la reforma, sin reconocer las imperfecciones de los mercados de capital que crearían una carga inmediata desde el punto de vista de las necesidades de endeudamiento del gobierno.<sup>47</sup> El aumento del déficit fiscal ocasionado por la reforma se consideró simplemente un reconocimiento explícito de la deuda implícita que ya existía, y que los mercados seguramente estarían dispuestos a financiar.<sup>48</sup> Esto era indudablemente cierto, pero en el caso de un país sujeto a estrictas limitaciones de financiamiento, se debería haber tenido más en cuenta el efecto que la reforma tendría en la tesorería del país, y se debería haber propugnado

---

<sup>45</sup> Todas las cifras de este párrafo provienen de Rofman (2002), cuadro 1, pág. 1. Véase también el Cuadro A3.4 del Apéndice III, que contiene las estimaciones de los saldos de la seguridad social hechas por Cetrángolo y Jiménez (2003). La comparación de los dos grupos de cifras lleva a pensar que casi todos los déficits de la seguridad social durante 1994–2001 fueron producto de la reforma y los correspondientes cambios.

<sup>46</sup> En el informe sobre la consulta del Artículo IV de 1994, por ejemplo, el personal técnico del FMI comentó que las reformas estructurales, como la del sistema de seguridad social, habían ayudado a reducir los costos internos y fomentar el ahorro y la inversión.

<sup>47</sup> Basándose en la experiencia de América Latina, Artana *et al.* (2003) sostienen que el financiamiento de los costos de transición no está garantizado en una economía de mercado emergente simplemente porque el balance en los libros haya mejorado con la reforma.

<sup>48</sup> Según un documento de antecedentes de octubre de 1996, los costos de transición, entonces estimados en alrededor del 1% del PIB anualmente, representaban una inversión en el mejoramiento del sistema jubilatorio.

una transición financiada con impuestos o con un recorte del gasto. Además, para lograr el impacto deseado en el ahorro, gran parte de esa carga tenía que recaer en la vieja generación.

99. En un principio, el personal técnico del FMI trató de insistir en una transición financiada con impuestos o con recortes del gasto. En mayo de 1993, cuando el Congreso aprobó la reforma que permitía, como solución de compromiso, que la participación en el sistema privatizado fuera voluntaria, el personal técnico del FMI logró que las autoridades se comprometieran a que los aportes de los trabajadores que optaran por seguir dentro del sistema estatal se contabilizaran como si pertenecieran a un sistema totalmente privatizado, y estuvieran excluidos de los criterios de ejecución fiscal. Lamentablemente, ese compromiso se diluyó rápidamente, y luego desapareció por completo.<sup>49</sup> Después de 1994, la documentación sobre los programas ya no especificaba qué proporción del superávit primario correspondía a las contribuciones al sistema público. La constante reducción de las tasas de contribución y aporte patronal bien podría haber sido una buena medida desde el punto de vista de la política pública, ya que tenía por objeto aliviar el desempleo y mejorar la competitividad al reducir los costos laborales. El problema es que no se realizó ningún esfuerzo compensatorio para asegurar que la situación fiscal global fuera *reforzada* para financiar la transición.<sup>50</sup> El FMI, entre otros, no comprendió del todo al principio las fallas conceptuales en la manera en que se financiaría la transición al nuevo sistema, lo cual, junto con otras modificaciones afines a nivel de política, produjo una reforma deficiente con graves consecuencias a largo plazo.

### **Solidez del sistema financiero**

100. El régimen de convertibilidad exigía un sistema financiero especialmente sólido, ya que las restricciones a la política monetaria impedían que el Banco Central actuara como prestamista de última instancia mediante la creación de dinero. Las autoridades argentinas, conscientes de ese imperativo, tomaron varias medidas—sobre todo después de la crisis mexicana—para estimular el desarrollo de un sistema financiero liberalizado con una extensa participación de instituciones extranjeras y fuertes salvaguardas prudenciales. Para fines de la década de 1990, Argentina estaba considerada como un modelo para otras economías de

---

<sup>49</sup> En agosto de 1993, el personal técnico del FMI insistió en fijar como meta un superávit primario del 2,7% del PIB en 1994, suponiendo que el sistema público recibiría contribuciones a la seguridad social equivalentes al 1% del PIB. Tras negociaciones con las autoridades, se fijó una meta del 2% del PIB, o del 1% si se excluían las contribuciones a la seguridad social. En el informe del personal técnico del FMI que esbozaba el programa de 1994, ese 2% se describía como una *mejora* respecto del 1,7% registrado en 1993, lo que implica que el personal técnico del FMI ya no se inclinaba por excluir de las metas fiscales las contribuciones de los trabajadores al sistema estatal. El superávit primario registrado en 1994 fue del 0,8% del PIB.

<sup>50</sup> En agosto de 1997, un equipo de asistencia técnica de FAD señaló a las autoridades que la eliminación de las contribuciones y aportes patronales al componente jubilatorio de la tributación para la seguridad social debería llevar aparejada la creación de otro mecanismo de financiamiento del sistema jubilatorio, dada la existencia de un contrato social. Pero esta recomendación no se incluyó en los informes del personal técnico del FMI.

mercados emergentes en el ámbito de la supervisión bancaria y la política prudencial.<sup>51</sup> Los activos bancarios aumentaron del 20% del PIB en 1991, después de la hiperinflación, al 40% del PIB en 1999. El nivel de capitalización de los bancos, medido según las normas del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, era del 21% en 1999.

101. El sistema bancario fue lo suficientemente sólido como para soportar durante muchos meses los efectos del empeoramiento de la crisis durante 2000–01, pero ésta reveló que el sistema adolecía de vulnerabilidades que no se habían reconocido completamente. Para empezar, las tenencias de deuda pública se convirtieron en un grave factor de riesgo cuando el gobierno comenzó a tener problemas de solvencia, los cuales ocasionaron corridas bancarias y fugas de capital en 2001.<sup>52</sup> Esta vulnerabilidad fue resultado directo de una política deliberada del Estado de apoderarse de la liquidez del sistema bancario en un intento desesperado por financiar sus déficit cuando ya no tenía fuentes alternativas.<sup>53</sup>

102. El sistema bancario también estaba muy expuesto a una devaluación del peso frente al dólar de Estados Unidos. Aunque la mayoría de los activos y pasivos bancarios tenían respaldo en la moneda de denominación, muchos préstamos bancarios denominados en dólares estaban en manos de empresas y hogares argentinos que tenían ingresos en pesos, y una devaluación pondría estos préstamos en riesgo. Las autoridades eran reacias a medir este riesgo, y se mantenían firmes en su creencia de que la política que aplicaban era incompatible con una devaluación.<sup>54</sup>

103. Los grandes bancos estatales eran especialmente vulnerables a una crisis de confianza en el gobierno. En particular, el Banco de la Nación (propiedad del gobierno federal), el Banco de la Provincia de Buenos Aires y varios bancos provinciales seguían en manos del Estado, pese a los esfuerzos por privatizarlos. En 2001, la impresión de que estas instituciones tenían balances precarios por haber concedido préstamos basándose en motivaciones políticas (sobre todo considerables tenencias de deuda pública) hizo tambalear la confianza del público en la totalidad del sistema bancario y contribuyó al estallido de la crisis bancaria.

---

<sup>51</sup> El Banco Mundial (1998) clasificó a Argentina en segundo lugar, después de Singapur y a la par de la RAE de Hong Kong, en cuanto a la calidad de la regulación bancaria.

<sup>52</sup> Las estimaciones varían. Según Lagos (2002), la exposición del sector bancario al sector público aumentó del 17,9% del total de activos a fines de 2000 al 27,2% a fines de 2001. A fines de 1994, era menor al 10%.

<sup>53</sup> Della Paolera y Taylor (2003) ofrecen un análisis histórico de la manera en que el sistema bancario sucumbió a la presión del Estado en 2001.

<sup>54</sup> El sistema bancario se encontraba igualmente expuesto a la caída del tipo de cambio *real* de equilibrio, ya que el probable ajuste deflacionario habría obligado a algunos prestatarios con ingresos en bienes y servicios no transables a declararse en quiebra a través de un mecanismo que Irving Fisher (1933) denominó “deflación de deuda”.

### *El papel del FMI*

104. Las propias autoridades argentinas fueron las que propusieron la reforma del sector financiero, con cierto respaldo financiero y técnico del Banco Mundial y del BID. El papel del FMI en el sector financiero fue limitado, aunque el Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios (MAE) prestó asistencia técnica en algunas ocasiones, en ámbitos tales como el sistema contable del Banco Central, la reforma del sistema de pagos y la supervisión basada en el riesgo. Fue recién en marzo de 2001 (cuando la crisis ya había comenzado) que, a pedido de las autoridades argentinas, el FMI participó de lleno en una evaluación del sistema bancario argentino como parte de las misiones del programa de evaluación del sector financiero que llevan en conjunto el FMI y el Banco Mundial. En ese momento, las misiones determinaron que el riesgo más grave a corto plazo no lo planteaban las deficiencias institucionales o regulatorias, sino las condiciones macroeconómicas, caracterizadas por tres años de recesión y elevadas tasas de interés.<sup>55</sup>

105. El personal técnico del FMI era perfectamente consciente de la dolarización generalizada de las obligaciones del sistema financiero y, por lo tanto, de su exposición a una devaluación. Sin embargo, fue recién cuando las condiciones económicas empezaron a empeorar hacia fines de 1999 que se analizaron en detalle esas vulnerabilidades. Hasta entonces, los técnicos del FMI habían cedido ante la insistencia de las autoridades de que no tenía sentido plantearse la posibilidad de una devaluación, ni siquiera a nivel puramente analítico. Para cuando se empezaron a evaluar las vulnerabilidades y quedó claro que una devaluación causaría un daño significativo al sistema financiero, no era mucho lo que se podía hacer para evitar o minimizar el daño.

106. Las deficiencias de las partes del sistema financiero que estaban en manos del Estado nunca fueron un tema importante en los documentos preparados por el personal técnico del FMI ni en las deliberaciones del Directorio. El FMI respaldaba la privatización de las instituciones financieras estatales aún en manos del Estado, de la misma manera que respaldaba la privatización en otros sectores, y los técnicos del FMI plantearon el tema ocasionalmente en las consultas con las autoridades. El personal técnico del FMI estaba al tanto de las limitaciones políticas del caso y optaron por no insistir mucho al respecto. La conversión del Banco de la Nación de ente público a sociedad con capital estatal, que terminaría facilitando su privatización, fue un referente estructural del programa respaldado por el acuerdo ampliado de 1998–99 y, como no se cumplió en ese programa, volvió a incluirse en el acuerdo *Stand-By* de 2000. El Congreso rechazó la conversión oficial en 2000, pero aprobó medidas para aumentar la autonomía y transparencia del banco que, según el personal técnico del FMI, cumplían con la intención de la propuesta original.

---

<sup>55</sup> Las misiones concluyeron que la exposición del sector bancario al sector público era sólo una vulnerabilidad a mediano plazo. El FMI mantuvo una estrecha supervisión del sector bancario durante 2001, pero el programa de evaluación del sector financiero argentino no se completó oficialmente.

### **El FMI y la reforma estructural: una evaluación**

107. Hasta 1998, el FMI acertó en concentrarse en apenas unas cuantas reformas estructurales. Recién en el SAF de 1992 se incluyeron criterios de ejecución (vinculados a la reforma tributaria y de la seguridad social). El FMI insistió ante las autoridades en la reforma del mercado laboral y de las finanzas provinciales (incluidas las relaciones fiscales intergubernamentales), pero sin una condicionalidad estructural oficial en el contexto de un programa. En cuanto a la reforma del sector financiero, las decisiones críticas las tomaron las autoridades mismas, prácticamente sin insistencia del FMI.

108. Esta forma de proceder cambió un poco a partir de 1998. Comenzaron a fijarse una serie de parámetros de referencia en ámbitos como la reforma laboral, la reforma tributaria, la reforma de la administración tributaria, la reforma de la seguridad social y del sistema de atención de la salud, la conversión del Banco de la Nación de ente público a sociedad con capital estatal, e incluso el arrendamiento de aeropuertos y de frecuencias de telecomunicaciones. Sin embargo, en todos estos casos la condicionalidad tomó la forma de parámetros de referencia (que no rigen el desembolso), y en ninguno se incluyeron criterios de ejecución. Las conversaciones del personal técnico del FMI con las autoridades y las deliberaciones del Directorio Ejecutivo siguieron centradas en algunos temas, sobre todo la reforma laboral. Muchas otras reformas se pospusieron repetidas veces o fueron discretamente olvidadas, quizás al reconocer implícitamente los obstáculos que impedían una actuación eficaz por parte de las autoridades federales.

109. Como lo señaló Allen (2003), la característica notable de los programas concertados con Argentina fue la escasa condicionalidad estructural oficial, sobre todo en la forma de criterios de ejecución. Los documentos internos indican que el personal técnico de los departamentos del FMI encargados de la revisión de los programas a menudo criticó la debilidad de su contenido estructural, sobre todo si los programas estaban respaldados por acuerdos ampliados, pero la gerencia siempre desestimaba sus objeciones. Esto puede haber reflejado—especialmente después de 1998—la reacción de la institución ante las críticas cada vez más fuertes en contra de la condicionalidad estructural excesiva que supuestamente había impuesto a los países de Asia oriental golpeados por la crisis.

110. Tampoco se exigió de manera firme el cumplimiento de la escasa condicionalidad que contenían los programas. Se permitieron demoras respecto de los criterios de ejecución y los incumplimientos de los parámetros de referencia fueron la norma. Incluso en el ámbito de la reforma laboral, en el cual el FMI tuvo una participación directa y persistente, las medidas que se terminaron adoptando fueron limitadas, revirtieron reformas anteriores o llegaron demasiado tarde para suavizar los efectos de la recesión de 1998–2001 en el nivel de desempleo. No cabe duda de que las reformas que era necesario adoptar se topaban con tremendos obstáculos políticos y, en el caso de las medidas encaminadas a mejorar el cumplimiento tributario, iban en contra de una mentalidad evasora profundamente arraigada. Es poco probable que una condicionalidad más rigurosa hubiera garantizado cambios más profundos si el país no se sentía identificado con el cambio, pero el FMI no definió

debidamente las medidas estructurales fundamentales para el éxito a largo plazo ni fijó como requisito un avance adecuado en esos ámbitos para continuar con el programa.

#### **D. La Modalidad de la Participación del FMI en Argentina**

111. El FMI acertó al respaldar en general el programa argentino de estabilización y reforma estructural a principios de los años noventa, pero para fines de 1993 habían surgido diferencias con las autoridades en varios ámbitos, sobre todo la política fiscal y la lentitud de la reforma estructural. Para fines de 1994, Argentina había dejado de tomar recursos en el marco del acuerdo ampliado, y parecía poco probable que éste fuera renovado. Sin embargo, la relación del FMI con Argentina experimentó un cambio fundamental tras la crisis mexicana de 1995, cuando se añadió un año al acuerdo ampliado, el cual se había desviado de sus metas. Este punto marcó el comienzo de una participación prolongada del FMI en Argentina que tuvo características especiales.

112. Dos aspectos de la participación del FMI en Argentina después de la crisis mexicana merecen especial atención:

- Primero, en sus declaraciones públicas e informes internos, el FMI pasó de la postura de evaluar las políticas de las autoridades *teniendo en cuenta* el régimen cambiario que habían elegido a la postura de *aval* ese régimen. Las entrevistas con el personal técnico del FMI revelan que a veces las autoridades presionaban al FMI a hacer público ese aval, con el respaldo de grandes accionistas. La credibilidad del FMI quedó íntimamente vinculada con la supervivencia del régimen cambiario, al menos en la opinión pública internacional.
- Segundo, el FMI siguió brindando acceso a sus recursos—aunque desde el punto de vista de la balanza de pagos la necesidad ya no resultaba tan apremiante—incluso cuando ya había quedado claro que se estaba desmoronando la capacidad política para implementar las medidas necesarias a fin de sustentar el régimen cambiario. Desde mediados de 1996, el FMI aceptó una y otra vez el incumplimiento de Argentina con los criterios de ejecución en el ámbito fiscal, ya fuera para dar credibilidad a las autoridades o en vista de la buena fe que demostraban frente a las limitaciones políticas.

113. En última instancia, Argentina siguió teniendo acceso a los mercados internacionales de capital a un costo razonablemente bajo después de la crisis mexicana, lo cual tuvo dos efectos en la capacidad del FMI para influir en la política en la dirección deseada. Primero, la disponibilidad de financiamiento del sector privado podía verse como un factor que debilitaba la capacidad de negociación del FMI con las autoridades, sobre todo cuando el acuerdo recibía el tratamiento de precautorio.<sup>56</sup> Segundo, la facilidad del acceso al mercado

---

<sup>56</sup> Sin embargo, un análisis más profundo habría planteado lo contrario. Primero, durante este período estaba aumentando drásticamente la exposición crediticia del Banco Mundial a Argentina, de modo que la exposición cada vez menor del FMI reflejaba simplemente el hecho de que la distribución de la carga entre las dos

(continued)

daba la sensación de que el ajuste necesario de las políticas era menos apremiante, lo que era una forma equivocada de ver la persistencia con que afluía el capital. La fuerza con que afluía la inversión de cartera en las economías de mercados emergentes a mediados de los años noventa resultó ser un fenómeno reversible, pero mientras duró creó mucha autocomplacencia.

114. Había diferencias de opinión entre la gerencia y el personal técnico del FMI sobre la política respecto de Argentina, sobre todo en el caso del acuerdo ampliado aprobado en febrero de 1998. Ya en el cuarto trimestre de 1996, el personal técnico del FMI se sorprendió al enterarse de que la gerencia había aceptado un pedido de las autoridades argentinas para que un SAF sucediera al acuerdo *stand-by*. Ya se ha hecho referencia a las dudas que tenía WHD en cuanto al acuerdo, en vista de que las autoridades se habían echado atrás con la reforma del mercado laboral. Desde mediados hasta fines de 1997, los memorandos internos del personal técnico del FMI expresaban una oposición casi unánime al SAF propuesto, al menos con las condiciones que se estaban definiendo. En octubre, por ejemplo, el Departamento de Tesorería (TRE) cuestionó la capacidad de las autoridades para lograr las reformas estructurales necesarias a juzgar por el desempeño que habían tenido en el pasado y por la coyuntura política del momento. De igual manera, en noviembre, tras evaluar el borrador de la carta de intención, el Departamento de Estudios (RES) comentó que, en su opinión, el programa no era lo suficientemente ambicioso como para recibir respaldo del FMI en forma de un acuerdo ampliado de gran acceso. Sin embargo, en el informe del personal técnico del FMI sobre el programa respaldado por el SAF de 1998 que recibió el Directorio Ejecutivo, esas inquietudes estuvieron diluidas o ausentes.

115. La falta de franqueza de los informes preparados por el personal técnico del FMI quizás haya influido en la evaluación realizada por el Directorio Ejecutivo, pero los hechos hacen pensar que la mayoría del Directorio compartía el optimismo general de las evaluaciones públicas hechas por los técnicos del FMI. Por ejemplo, la decisión de no celebrar deliberaciones oficiales sobre Argentina entre octubre de 1996 y febrero de 1998 (en 1997, dos revisiones del programa se aprobaron a título de decisión tácita por vencimiento del plazo) indica que, en términos generales, los directores ejecutivos estaban satisfechos con la evolución de la situación durante ese período y que ningún director consideraba que era necesario un debate oficial. Aunque cuando optaron por debatir el caso de Argentina los directores expresaron una diversidad de opiniones en cuanto a si la actuación de las autoridades era motivo de preocupación, manifestaron de manera casi universal confianza en la capacidad y voluntad de las autoridades para poner en práctica las políticas más apropiadas. A medida que transcurrió la década, se fueron acallando las voces que expresaban serias dudas sobre la lógica general de las acciones del FMI o de las autoridades.

---

instituciones estaba cambiando, y no que Argentina necesitara menos crédito. Segundo, para Argentina era fundamental contar con la aprobación del FMI para recibir préstamos del Banco Mundial y gozar de un acceso amplio a los mercados internacionales de capital, de modo que el FMI seguía teniendo una influencia considerable, si hubiera estado dispuesto a ejercerla.

116. En retrospectiva, las razones que justificaban mantener una relación con Argentina a través de un programa parecen dudosas. Desde por lo menos 1994 hasta principios de 2000, excepto durante el período inmediatamente posterior a la crisis mexicana, Argentina pudo movilizar grandes cantidades de financiamiento a un costo relativamente bajo. Durante ese período, y sobre todo después de 1999, el consenso político a favor del ajuste fiscal y de la reforma estructural se debilitó considerablemente, y las autoridades no pudieron cumplir con los compromisos asumidos en el marco de los programas respaldados por el FMI. Sin embargo, el FMI siguió con la relación que mantenía con Argentina incluso después de que el país se hubiera recuperado del impacto de la crisis mexicana. La información existente en ese momento—la falta de cumplimiento de las autoridades con los programas anteriores, el desmoronamiento del consenso político que había sustentado el programa de reforma a principios de la década de 1990, la ausencia de información clara sobre la necesidad de financiamiento de la balanza de pagos—habría bastado para poner fin a la relación que tenía el FMI con Argentina a través de un programa. La decisión de aprobar un SAF a comienzos de 1998—pese a los profundos recelos del personal técnico del FMI—de hecho socavó la disciplina del mercado sobre las políticas económicas argentinas. Ahora bien, es necesario reconocer que aun en ese momento la presión del mercado para que Argentina modificara sus políticas quizá no haya sido muy fuerte, ya que en un principio el mercado tenía una impresión favorable de la viabilidad de las políticas y reaccionó lentamente a los hechos. No es posible determinar si una señal más decisiva del FMI, como la decisión de no aprobar el SAF, hubiese constituido una diferencia fundamental.

### III. GESTIÓN DE LA CRISIS, 2000–01

117. En este capítulo se realiza una evaluación de la estrategia que siguió el FMI para gestionar la crisis desde fines de 2000 hasta el colapso de la convertibilidad durante los primeros días de 2002, centrándose en los hechos y acontecimientos pertinentes en los puntos clave de decisión: (a) la segunda revisión y el aumento de recursos, en enero de 2001, del acuerdo *stand-by* de marzo de 2000; (b) la tercera revisión en mayo de 2001; (c) la cuarta revisión y el aumento de recursos en septiembre de 2001, y (d) la situación inconclusa de la quinta revisión en diciembre de 2001, cuando el FMI dejó de otorgar respaldo financiero. A continuación se examina por separado el proceso decisorio, sobre todo los esfuerzos de planificación para contingencias del FMI. En cada uno de los puntos de decisión analizamos sucesivamente: el diseño del programa y la argumentación que presentó el personal técnico al Directorio; elementos adicionales que hayan considerado el personal técnico y la gerencia, pero que no fueron transmitidos formalmente al Directorio; y los fundamentos de la decisión del Directorio. Después presentamos una evaluación de la decisión adoptada, señalando si el diagnóstico fue o no razonable, dado lo que se sabía en ese momento, y si las decisiones fueron o no congruentes con el diagnóstico.

## A. Segunda Revisión y Aumento de Recursos, enero de 2001

### Antecedentes

118. A principios de 2000, el nuevo gobierno argentino negoció un acuerdo *Stand-By* a tres años para sustituir el acuerdo ampliado, el cual se había desviado de sus metas. En el nuevo acuerdo, aprobado en marzo, se desembolsarían DEG 5.400 millones (US\$7.200 millones) con el objeto de fortalecer la confianza de los inversores y facilitar una recuperación sostenible de la economía. En el diseño del programa se hacía énfasis en medidas relacionadas con los impuestos y el gasto para contener un nuevo deterioro del saldo fiscal y se renovaban los esfuerzos de reforma estructural, sobre cuya base se reafirmaría la confianza, contribuyendo de esta forma a reducir los costos de financiamiento para los prestatarios argentinos. Se creía que la recesión ya había tocado fondo y, con un entorno externo previsiblemente más favorable, se esperaba que el crecimiento del PIB en 2000 repuntara al 3,4%. Se preveía que las necesidades de financiamiento externo, aunque cuantiosas, seguirían siendo manejables si se ejecutaba plenamente el programa. Por estas razones, las autoridades anunciaron su intención de darle carácter precautorio al acuerdo.

119. En todo caso, no se materializó la esperada recuperación, la ejecución del programa no fue rigurosa, y el gobierno de coalición se debilitó visiblemente con la renuncia del Vicepresidente Carlos Álvarez a principios de octubre. En medio de esta coyuntura económica y política adversa, Argentina perdió acceso a los mercados internacionales de capital. Si bien hasta ese momento el acuerdo había sido precautorio, las autoridades reconocieron la gravedad de la situación y solicitaron apoyo excepcional al FMI. A diferencia de otras importantes economías de la región, las cuales se habían desacelerado tras las crisis de los mercados emergentes de 1997–99 pero que ya habían comenzado a recuperarse, Argentina había permanecido sumida en recesión durante dos años; se proyectaba que el déficit fiscal global ascendería a 3,6% del PIB en 2000 y que la relación deuda pública/PIB se elevaría a casi 50%.

120. En ese momento había dos diagnósticos posibles de la prolongada recesión argentina y su pérdida de acceso a los mercados. Una posibilidad era considerar esas situaciones como una crisis de liquidez resultante de *shocks* adversos pero temporarios. Según esta interpretación, el crecimiento podría reanudarse lentamente si se realizaban algunos ajustes de política que fortalecieran la confianza, sobre todo el ajuste fiscal y la adopción de medidas adecuadas para mejorar la competitividad, pero no se requerían modificaciones fundamentales del régimen cambiario ni de la estructura de la deuda. En apoyo a esta forma de ver las cosas parecía surgir una recuperación tentativa de la competitividad. Por otra parte, y como reflejo de un vigoroso aumento de los precios mundiales de los productos básicos o *commodities*, los términos de intercambio de Argentina habían registrado un fuerte repunte en 2000, tras haber disminuido ininterrumpidamente en el período 1997–99, produciéndose un cambio favorable en la balanza comercial, que pasó de un déficit a un modesto superávit en 2000. El sistema bancario seguía estando bien capitalizado, con altos niveles de liquidez.

121. El otro diagnóstico posible hubiese sido considerar que la desaceleración de la actividad económica era resultado de un tipo de cambio que se había sobrevaluado excesivamente debido a una serie de circunstancias adversas. Con esta interpretación, el ajuste habría exigido una devaluación nominal o una considerable deflación de precios, ambas con implicaciones perjudiciales para la sustentabilidad de la deuda (pública y externa). Es más, se proyectaba en ese momento que la deuda externa argentina equivaldría al 488% de las exportaciones al final de 2000, con el servicio total de la deuda externa (sin incluir la renegociación de la deuda a corto plazo) representando el 94% de los ingresos por exportaciones. Aunque la relación deuda pública/PIB, que se mantenía apenas por debajo del 50% a fines de 2000, no parecía ser particularmente elevada, la mayor parte de la deuda estaba denominada en dólares, lo que implicaba que si se devaluaba el peso para reflejar su verdadero nivel de equilibrio, dicha relación se dispararía a niveles que comprometerían su sustentabilidad, si es que ésto ya no estaba aconteciendo.

122. La respuesta apropiada a la solicitud argentina de respaldo del FMI dependía en forma crucial de cuál fuese el diagnóstico correcto. Si el país estaba realmente confrontando una crisis de liquidez, y tenía buenas perspectivas de recuperar el acceso a los mercados en condiciones adecuadas en el futuro inmediato, se justificaba, por su efecto catalítico, un financiamiento cuantioso del FMI combinado con ciertos ajustes. Por otra parte, si existía un fuerte desajuste del tipo de cambio real o si la deuda era insostenible, el FMI no debía proporcionar un acceso elevado sin exigir un cambio fundamental en la política económica, lo que posiblemente hubiese supuesto una devaluación, la reestructuración de la deuda o, más probablemente, ambas cosas.<sup>57</sup>

123. El FMI decidió explicar la pérdida de acceso a los mercados que sufrió Argentina mediante el enfoque de la crisis de liquidez.<sup>58</sup> Por lo tanto, la respuesta contenía los siguientes elementos: (i) acordar con las autoridades un programa reforzado que hiciese hincapié en el crecimiento, la competitividad y la disciplina fiscal a mediano plazo; (ii) permitirles que compraran de inmediato el monto no girado en el marco del acuerdo *Stand-By*, y (iii) aumentar a más del doble el acceso a los recursos del FMI en el marco del

---

<sup>57</sup> Las decisiones del Directorio sobre el uso de los recursos del FMI estipulan que no podrá suministrarse financiamiento en respaldo de políticas insostenibles. Las decisiones relacionadas con el servicio de complementación de reservas (que tiene por objeto ser el principal instrumento de acceso elevado a los recursos del FMI en una crisis de la cuenta de capital) señalan que: “El FMI deberá estar preparado para proporcionar asistencia a un país miembro que esté experimentando dificultades excepcionales de balanza de pagos debido a una fuerte necesidad de financiamiento a corto plazo como resultado de una pérdida abrupta y desestabilizadora de confianza del mercado... *si hubiera una expectativa razonable de que la puesta en práctica de políticas de ajuste vigorosas y el financiamiento adecuado resultarán, dentro de un breve periodo, en una corrección oportuna de esas dificultades*” (el énfasis es nuestro). Estipulan asimismo que “este servicio probablemente se utilice en aquellos casos en que la magnitud de los flujos de salida pudiesen crear un riesgo de contagio tal que serían una amenaza potencial para el sistema monetario internacional”. Véase *Selected Decisions of the IMF*, 2002, págs. 325–26.

<sup>58</sup> La gerencia utilizó las expresiones “necesidad de liquidez” y “problema de renegociación” al describir en noviembre ante el Directorio Ejecutivo las dificultades de Argentina.

acuerdo *Stand-By* vigente, con lo que se elevaría a DEG 10.600 millones (500% de la cuota), equivalente a unos US\$13.700 millones. En combinación con los compromisos contraídos con las instituciones financieras internacionales y con el Gobierno de España, y con las seguridades de financiamiento del sector privado, la cifra total que se anunció para el “blindaje” fue de casi US\$40.000 millones.<sup>59</sup>

124. Los elementos clave de esta respuesta fueron negociados entre el personal técnico del FMI y las autoridades argentinas desde el mes de septiembre hasta la primera quincena de diciembre de 2000, con la intervención periódica del Directorio.<sup>60</sup> El paquete fue anunciado al público con considerable grado de detalle el 18 de diciembre de 2000, seguido poco después por el desembolso del monto aún no girado de US\$2.000 millones acumulados durante los primeros nueve meses del acuerdo. Esto allanó el camino para aliviar sensiblemente las condiciones de mercado para la fecha en que el Directorio aprobó formalmente el aumento del monto del acuerdo (12 de enero de 2001).

### **Diseño del programa y estrategia**

125. El programa estaba basado en el diagnóstico que consideraba posible lograr la sustentabilidad de la deuda pública y de la cuenta corriente mediante adecuados ajustes de las políticas dentro del régimen en vigor. En el informe preparado por el personal técnico del FMI se señalaba, en especial, un rápido aumento de la competitividad argentina en los meses precedentes, y se esperaba que esta tendencia continuase. También se indicaba que el abandono de la convertibilidad y una cesación de pagos de la deuda tendrían enormes consecuencias adversas para Argentina y para el conjunto de los mercados emergentes. La paridad fija del tipo de cambio parecía gozar de un respaldo amplio y vigoroso en Argentina, lo que hacía políticamente impensable cualquier medida que fuese en su contra. Se consideraba que el riesgo principal para el programa procedía de la precariedad de su ejecución.

126. Las principales características del diseño del programa eran: (i) un pequeño relajamiento de las metas de déficit fiscal y deuda a fin de limitar el impulso contractivo de la política fiscal, preservando simultáneamente el objetivo de estabilizar la dinámica de la deuda pública en el corto plazo (Cuadro 3.1),<sup>61</sup> y (ii) la aceleración de las reformas

---

<sup>59</sup> Esta suma incluía los compromisos de préstamos del Banco Mundial y del BID por un monto de US\$2.400 millones en cada uno de los dos años siguientes. Los US\$2.400 millones del Banco Mundial, sin embargo, no constituían nuevos fondos sino los préstamos que ya se habían comprometido.

<sup>60</sup> El Directorio celebró reuniones informales el 30 de octubre, el 11 de noviembre y el 18 de diciembre de 2000. La gerencia del FMI se mantuvo en contacto directo y frecuente con las tesorías y ministerios de Hacienda del Grupo de los Siete durante este período.

<sup>61</sup> El programa endosaba las medidas que ya habían adoptado las autoridades en noviembre, y que incluían la relajación de la meta del déficit federal para 2001 de US\$4.100 millones a US\$6.500 millones y la prórroga del año fijado como meta, de 2003 a 2005, para eliminar el déficit en el marco de la Ley de Responsabilidad Fiscal.

estructurales consideradas críticas para asegurar la sustentabilidad fiscal a largo plazo y fortalecer la competitividad, sobre todo las reformas fiscal, previsional y del seguro médico y otras medidas destinadas a fomentar la inversión. En el programa se suponía que estas medidas, si se implantaban de manera vigorosa, generarían un círculo virtuoso de mayor confianza, reanudación del crecimiento y mejores perspectivas para la sustentabilidad de la deuda pública y externa. El crecimiento del PIB había sido de -0,8% en 2000; las proyecciones iniciales lo colocaban en 3,7% en 2001, pero luego se redujeron a 2,5%. Se preveía que la inversión real creciera 5,8%, tras una disminución de 6,8% en 2000. El programa contemplaba un crecimiento de las exportaciones de 11% a mediano plazo y se preveía que continuara mejorando el entorno externo, con una nueva reducción de las tasas de interés en Estados Unidos, una nueva depreciación de la moneda estadounidense y más mejoras en los términos de intercambio del país.

127. El tema crucial tenía que ver con la recuperación de la confianza. El financiamiento oficial no cubría todas las necesidades del año siguiente, por lo que la estrategia confiaba en el papel catalítico del financiamiento del FMI, una rápida recuperación de la confianza de los mercados y la reanudación de la afluencia de capitales privados.<sup>62</sup> Esto imponía una “prueba del mercado” a la eficacia del programa: si no podía restablecerse pronto el acceso a los mercados (efectivamente para finales del primer trimestre), eso sería una señal de que el programa no estaba funcionando.<sup>63</sup> El financiamiento obtenido se concentró al principio del período, y se desembolsó el 106% de la cuota inmediatamente, con tres desembolsos más de 46% de la cuota en los trimestres restantes de 2001. Uno de los aspectos controversiales fue la propuesta de aportar únicamente un quinto del acceso total a los recursos en el marco del servicio de complementación de reservas (SCR), que impone una tasa de cargos más alta y un período de reembolso más corto que el acuerdo *Stand-By*, y se deben invocar circunstancias excepcionales para proporcionar el resto bajo las condiciones convencionales del acuerdo *Stand-By*.<sup>64</sup>

---

<sup>62</sup> El financiamiento oficial se considera catalítico si es suficiente para generar confianza, pero no alcanza a cubrir todas las erogaciones proyectadas. Véase un estudio reciente de la eficacia del financiamiento oficial catalítico en Cottarelli y Giannini (2002).

<sup>63</sup> Los requisitos de financiamiento programado para los dos primeros trimestres excedían las fuentes (oficiales y nacionales) identificadas en US\$703 millones y US\$1.726 millones respectivamente. El saldo acumulado de US\$2.000 millones en el marco del acuerdo *stand-by* significaba que Argentina podría permitirse retrasar nuevas colocaciones en los mercados internacionales de capital hasta después de concluido el primer trimestre. En efecto, el programa contemplaba nuevas colocaciones de US\$500 millones en el primer trimestre y de US\$2.000 millones en el segundo.

<sup>64</sup> El acceso en el marco de un acuerdo *stand-by* normalmente se limita al 300% de la cuota. Se decía que Argentina tenía tanto una necesidad de financiamiento de la balanza de pagos a corto plazo (que iba a resolver el SCR) como otra a mediano plazo, lo que era evidente a partir de los grandes y bruscos incrementos de la amortización de la deuda en 2002 y 2003 que no se habrían producido si se hubiese hecho un mayor uso del SCR.

Cuadro 3.1. Proyecciones y Metas del Programa Para 2001

	2000 Resultados	Proyecciones para 2001					2001 Resultados
		Mar-00	Sep-00	Ene-01	May-01	Sep-01	
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	-0,8	3,7	3,7	2,5	2,0	-1,4	-4,4
Crecimiento de la inversión real (porcentaje)	-6,8	...	...	5,8	-0,3	-7,7	-15,7
Variación de los términos de intercambio (% año a año)	...	-0,2	1,0	0,5	-0,6	-0,6	-0,6
Apreciación del TCER (+) (en 12 meses, porcentaje) <sup>1</sup>	1,6	...	...	...	1,4	8,6 <sup>2</sup>	2,9
Crecimiento de la exportación (En dólares de EE.UU., porcentaje)	13,3	10,6	11,2	9,1	7,6	3,7	0,8
(Volumen, porcentaje)	2,7	10,0	9,0	7,2	7,4	4,8	4,6
Balanza externa (miles de millones de dólares de EE.UU.)							
Balanza en cuenta corriente	-8,8	-14,5	-11,0	-9,8	-10,0	-8,2	-4,3
Balanza en cuenta de capital	7,7	...	13,3	6,0	3,5	-5,7	-15,1
Sector público no financiero	...	...	3,9	0,0	-1,4	-2,6	...
Sector privado no financiero	...	...	9,0	5,2	3,9	-4,0	...
Sistema financiero	...	...	0,8	0,4	0,7	1,4	...
Saldo fiscal del sector público consolidado <sup>3</sup>							
Ingresos (porcentaje del PIB)	24,6	...	...	24,7	25,0	24,7	23,7
(Miles de millones de pesos argentinos)	70	...	...	73	73	69	64
Gasto que no corresponde a intereses (Porcentaje del PIB)	24,2	...	...	23,1	23,4	23,2	25,0
(Miles de millones de pesos argentinos)	69	...	...	68	68	65	67
Balanza primaria (porcentaje del PIB)	0,5	...	2,4	1,5	1,6	1,5	-1,4
Balanza global (porcentaje del PIB)	-3,6	...	-2,0	-3,1	-3,2	-3,7	-6,2
Deuda del sector público (Porcentaje del PIB)	50,9	47,3	49,6	52,5	53,5	56,9	62,2
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)	145	...	...	154	157	160	167
Partida informativa: <sup>4</sup>							
Crecimiento nominal de la inversión privada (porcentaje)	-8,1	6,6	9,1	...	2,4	-9,8	-18,1

Fuentes: Informes del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Sobre la base de las ponderaciones del comercio de 1996.

<sup>2</sup> Efectivo hasta septiembre de 2001, inclusive.

<sup>3</sup> Incluida la indexación de bonos del Estado y la capitalización de intereses relacionados con el canje de deuda de 2001, sin incluir los bonos emitidos a los bancos en relación con la crisis bancaria, y el restablecimiento de los recortes de salarios y pensiones puestos en práctica en julio de 2001.

<sup>4</sup> Proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* efectuadas en mayo de 2000, octubre de 2000, mayo de 2001 y octubre de 2001.

128. En el programa seguía haciéndose hincapié en el ajuste fiscal: en cinco de los seis criterios de ejecución se fijaban metas para las variables fiscales (véanse los detalles en el apéndice IV). Se incluyeron específicamente uno de los criterios de ejecución y una meta indicativa para monitorear las finanzas de las provincias. Además, en dos acciones previas se exigía que las autoridades revocaran por decreto las decisiones del Congreso que habían añadido partidas no aprobadas en el presupuesto de 2001 y que habían trabado la promulgación de leyes de reforma de los sistemas de jubilación y seguro médico (obras sociales).<sup>65</sup> Las reformas estructurales, aunque eran presentadas como cruciales para el éxito del programa, solo se señalaban como parámetros de referencia.

129. En el informe que se adjuntaba a la solicitud, el personal técnico del FMI calificó de “significativos” los riesgos que confrontaba el programa, subrayando acontecimientos en el entorno externo y el grado de apoyo que otorgaba la clase política a la estrategia del gobierno. No obstante, en una nota suplementaria redactada inmediatamente antes de la reunión del Directorio se presentaba un escenario alternativo, basado en las proyecciones revisadas del estudio *Perspectivas de la economía mundial*, que era más optimista que las

<sup>65</sup> Estas acciones previas no figuraban explícitamente en los documentos del programa, aunque existía un claro entendimiento respecto a ellas entre los técnicos del FMI y las autoridades argentinas.

proyecciones de referencia que figuraban en el informe. Esto indicaba que, en opinión de los técnicos del FMI, las proyecciones de referencia eran esencialmente conservadoras y los riesgos reales eran probablemente menores.

### **Consideraciones adicionales**

130. El personal técnico centró su labor analítica en la forma de reactivar el crecimiento, el cual era considerado esencial para la sustentabilidad de la deuda. Sin embargo, también reconoció que era poco lo que las reformas estructurales podían aportar para mejorar la economía por el lado de la oferta en el corto plazo. Fue principalmente en este contexto en que examinó otras posibles estrategias. Según los análisis que el personal técnico había completado en octubre de 2000 era probable que (a) la adopción de un régimen de tipo de cambio flotante provocase serios problemas, por lo menos en un principio, en vista del alto grado de dolarización de la economía, a no ser que se pudiera contener sustancialmente el excesivo reajuste inicial de la moneda, (b) tanto las ventajas como los costos de una dolarización que preservase la paridad cambiaria fuesen relativamente reducidos, y (c) una dolarización a un tipo de cambio más depreciado podría ayudar a mejorar la competitividad y a moderar los efectos iniciales de la devaluación, pero era incierto si resultaría creíble y, por lo tanto, sostenible. Al presentar su análisis sobre estos temas, el personal técnico no señaló como problema fundamental ni la sobrevaluación del tipo de cambio ni la sustentabilidad de la deuda.

131. En general, los comentarios de los departamentos que revisaron los documentos de instrucciones para la misión de negociación que tuvo lugar a mediados de noviembre revelaban inquietudes en torno a varias cuestiones, entre otras: (i) la limitada credibilidad del compromiso del gobierno con la consolidación fiscal en momentos en que se estaba retrasando la adopción de las medidas necesarias; (ii) el desplazamiento de la inversión privada implícito en el plan de financiamiento, que en gran medida dependía de fuentes de financiamiento internas (véase el Recuadro 3.1), y (iii) la posibilidad de que no se recuperase el acceso a los mercados con la velocidad necesaria. Cabe señalar que el Departamento de Estudios (RES), que en esos momentos estaba a cargo del seguimiento de los mercados internacionales de capitales, sugirió incluso que era hora de comenzar a trabajar en una reestructuración de la deuda de gran alcance. Una vez concluido el diseño del programa, los departamentos que lo examinaron manifestaron internamente un grado de inquietud similar.

### **Decisión del Directorio**

132. Se plantearon varias cuestiones en la reunión informal que el Director Gerente convocó a fines de diciembre para presentar su recomendación al Directorio Ejecutivo. Algunos directores instaron al personal técnico a estudiar otras soluciones, como la modificación del régimen cambiario y la reestructuración de la deuda. Los directores ejecutivos indicaron que habrían preferido que la composición de los recursos incluyera un mayor componente del SCR, y algunos directores señalaron también la necesidad de que el FMI tuviese una estrategia de salida. En respuesta, el Director Gerente indicó que (i) al personal técnico se le había pedido preparar dos escenarios, uno con y otro sin la “caja de

conversión,” y había llegado a la conclusión de que los riesgos de modificar el régimen cambiario eran mayores por muy amplio margen y (ii) él estaba pensando en una estrategia de salida para el FMI, pero que en esa ocasión prefería no discutirla.

133. El 12 de enero de 2001, el Directorio Ejecutivo aprobó unánimemente la recomendación del Director Gerente de avalar la solicitud de las autoridades. No obstante, las declaraciones que efectuaron los directores durante la reunión revelaron que, en realidad, existían tres grupos distintos:

- Un pequeño grupo que consideraba que el programa reunía todos los elementos necesarios para el éxito y que en poco tiempo sacaría al país de los problemas en los que estaba sumido.
- En el otro extremo, una pequeña minoría de directores que representaban a países industriales (incluidos los representantes de dos países del G-7) que afirmaba que la dinámica de la deuda era insostenible partiendo de supuestos realistas y, por lo tanto, que era muy improbable que el programa tuviera éxito. Sin embargo, estaban dispuestos a darle el beneficio de la duda en base a tres consideraciones: (i) la posibilidad teórica de que al restablecerse la confianza, como consecuencia de la decidida implementación del programa, se materialice el escenario de referencia del personal técnico; (ii) la percepción (en parte atribuible a las evaluaciones generalmente positivas en las actividades de supervisión del personal técnico) de que Argentina había establecido un historial estelar en los años noventa y que, por consiguiente, merecía que se le diese una oportunidad, y (iii) los elevados costos que resultarían de retirarle el apoyo al país en esa coyuntura.
- En una posición intermedia, un amplio grupo que consideraba que el programa presentaba riesgos sustanciales y que no estaba convencido de que ofrecía una solución duradera. Este grupo consideraba que el programa se sustentaba en supuestos excesivamente optimistas con respecto al PIB y el crecimiento de las exportaciones, y que los dos objetivos del programa (reactivar el crecimiento para estabilizar la dinámica de la deuda pública y garantizar la sustentabilidad de la balanza de pagos) podrían llegar a ser incompatibles. Sin embargo, opinaron que el programa ofrecía la mejor alternativa, siempre que el sistema político argentino lo aprovechara como una oportunidad para emprender el ajuste fiscal y las reformas estructurales que hacían falta. Consideraron muy positivo el grado de participación del sector privado—lo que resultaba importante en vista del comunicado del Comité Monetario y Financiero Internacional de septiembre de 2000—aunque no estaba claro el carácter exacto de los compromisos de recursos que habían podido obtener las autoridades (véase el Recuadro 3.1).

### Recuadro 3.1. Marco y Participación del Sector Privado

Tras una serie de crisis de la cuenta de capital a fines de los años noventa, la comunidad internacional redobló sus esfuerzos para llegar a un marco que facilitase la participación del sector privado en la resolución de una crisis. En la reunión celebrada en Praga en septiembre de 2000, el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI) del FMI delineó las pautas para tener debidamente en cuenta la participación del sector privado cuando se pone a disposición de los países el financiamiento del FMI.

Según el texto del comunicado del CMFI: “En algunos casos, la combinación de financiamiento oficial catalizador y el cambio de políticas deberá permitir que el país recupere rápidamente el pleno acceso al mercado. (...) El uso del enfoque catalizador cuando los niveles de acceso sean altos presupondrá una justificación sustancial, tanto en términos de su probable eficacia como de los riesgos planteados por los enfoques alternativos. En otros casos, y en la medida que haga falta, se deberá hacer hincapié en el fomento de los enfoques voluntarios con objeto de superar los problemas de coordinación con los acreedores. Aún en otros casos, se podrá juzgar que el restablecimiento del pleno acceso al mercado en condiciones compatibles con la sustentabilidad externa a mediano plazo no es factible, y que por consiguiente se justifica una gama más amplia de acciones por parte de los acreedores privados, incluyendo una reestructuración general de la deuda, para conseguir un programa debidamente financiado y un perfil de pagos viable a mediano plazo”.

En los momentos en que se analizaba el “blindaje”, la implementación del “marco de Praga” era una importante consideración y, dada la falta de modalidades que hubiesen demostrado ser exitosas, el anuncio de las autoridades argentinas de que habían conseguido compromisos significativos de recursos del sector privado se consideró como una señal de que el nuevo enfoque—basado en incentivos para alentar a los países a adoptar sólidas medidas en las etapas iniciales de sus dificultades financieras a fin de evitar que se agravara la crisis—estaba funcionando correctamente. Parecía tratarse de una primera aplicación de los mecanismos que los ministros de Hacienda del G-7 establecieron en la reunión cumbre de Colonia y que fueron ampliamente respaldados por el FMI, a saber “vincular la provisión de respaldo oficial a los esfuerzos desplegados por el país para conseguir compromisos de respaldo voluntarios y/o comprometerse a obtener nuevos fondos de los mercados privados” y/o “conseguir compromisos específicos de los acreedores privados de que mantendrían sus niveles de exposición al riesgo”.

Concretamente, el componente del “blindaje” procedente del sector privado—unos US\$20.000 millones en los cinco años siguientes—abarcaba un acuerdo con las 12 instituciones que crean mercados en Argentina para renovar los bonos por vencer y adquirir nuevas emisiones públicas por US\$10.000 millones, convenios con fondos privados de pensiones para adquirir nuevas emisiones públicas por US\$3.000 millones, y operaciones de administración de pasivos por concepto de bonos internacionales por US\$7.000 millones. Ya que estos acuerdos se supeditaban a que las transacciones se realizaran a precios de mercado, solo representaban compromisos frágiles. Como se indica en el siguiente cuadro, las proyecciones de financiamiento para 2001, efectuadas en distintos momentos del año, suponían que los recursos provendrían desmesuradamente de acreedores internos (en gran medida cautivos) y no del sector privado internacional.

Proyecciones del financiamiento del gobierno federal, 2001  
(Miles de millones de dólares de Estados Unidos)

	Enero	Mayo	Agosto	Diciembre
Acreedores oficiales	9,7	9,6	10,2 <sup>1</sup>	10,2
Bonistas residentes	8,2	11,8	9,3	15,8 <sup>2</sup>
Bonistas no residentes	3,9	0,5	0,8	0,8
<b>Total</b>	<b>21,8</b>	<b>21,9</b>	<b>20,3</b>	<b>26,8</b>

Fuente: Informes del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> No incluye compras por US\$4.000 millones al FMI a ser retenidas como reservas del Banco Central.

<sup>2</sup> Incluye fuentes no identificadas que comprenden, en general, el mercado “cautivo”.

134. La preocupación por la viabilidad del programa y la incertidumbre que lo rodeaba se vieron reflejadas en el hecho de que algunos directores solicitaron que el personal técnico formulara medidas de contingencia y soluciones alternativas, incluyendo la modificación del régimen cambiario y la reestructuración de la deuda. No obstante, la mayor parte de los directores solo indicaron que era necesario mantener un seguimiento minucioso, pero sin especificar las medidas que se adoptarían si éste revelara dificultades. Muchos consideraron que el alcance y las características de la participación del sector financiero, así como el precio al que pudiera ser obtenida, serían la prueba de fuego del éxito del programa. Todos los directores subrayaron que la clave era restablecer la confianza y que solo se lograría ateniéndose rigurosamente al programa; a su vez, ello exigiría el pleno respaldo de toda la sociedad argentina, incluido el Congreso, las autoridades provinciales, la burocracia y los sindicatos. Si bien la actitud del *establishment* político con respecto a los elementos clave del programa en los últimos meses de 2000 no fue una buena señal al respecto, los directores consideraron positiva la determinación de las autoridades (demostrada, por ejemplo, en su cumplimiento de las acciones previas) y tuvieron presente la cohesión y la forma decidida en que el país había reaccionado cuando se produjo la crisis de México en 1995.

### **Evaluación general**

135. Puede afirmarse que **entre fines de 2000 y principios de 2001 existían varias razones convincentes para respaldar a Argentina:**

- En los tres años precedentes Argentina no había girado recursos de los que podía disponer en el marco de acuerdos financieros sucesivos con el FMI. Eso significaba que el país estaba solicitando asistencia financiera del FMI por primera vez en mucho tiempo, y que la exposición del FMI en Argentina era relativamente baja.
- La forma decidida en que las autoridades encararon la crisis mexicana daba esperanzas de que también era posible una respuesta enérgica en esta ocasión y ofrecía fundamentos legítimos para darle a Argentina el beneficio de la duda.<sup>66</sup>
- Había una genuina preocupación de que una crisis de gran alcance en Argentina pudiera tener efectos de contagio en momentos en que se observaba cierto nerviosismo en el resto del mundo, en particular en Turquía y Brasil. Más específicamente, también inquietaba que otros países con regímenes de caja de conversión fuesen objeto de presiones si una crisis en Argentina revelaba que tales regímenes cambiarios no son inmunes a una crisis.

---

<sup>66</sup> Tras intercambiar ideas con muchos expertos políticos, el equipo de evaluación considera que a fines de 2000 la situación política generaba muchas más divisiones que en 1995, y pensar que podría nuevamente lograrse una respuesta decidida era desconocer la realidad política argentina.

- Aunque el aumento del riesgo crediticio del FMI frente a Argentina vinculado a esta revisión era considerable (unos US\$2.800 millones) dejaba amplio margen para proporcionar respaldo adicional si fuese necesario.
- El costo de cualquier estrategia alternativa (por ejemplo, abandonar la paridad) sería con toda seguridad elevado.

136. **El diseño del programa era muy optimista.** Si se hubiesen materializado los principales supuestos del programa con respecto a los factores exógenos y si se hubiesen adoptado todas las medidas de política acordadas, la estrategia podría haber dado cierto margen de maniobra a Argentina, e incluso posibilitado una solución permanente.<sup>67</sup> Sin embargo, los supuestos eran excesivamente optimistas en vista de lo que el personal técnico y el Directorio sabían en esa época y con respecto al pronóstico consensuado del mercado (véase el Gráfico 3.1). Además, el programa presentaba las siguientes deficiencias:

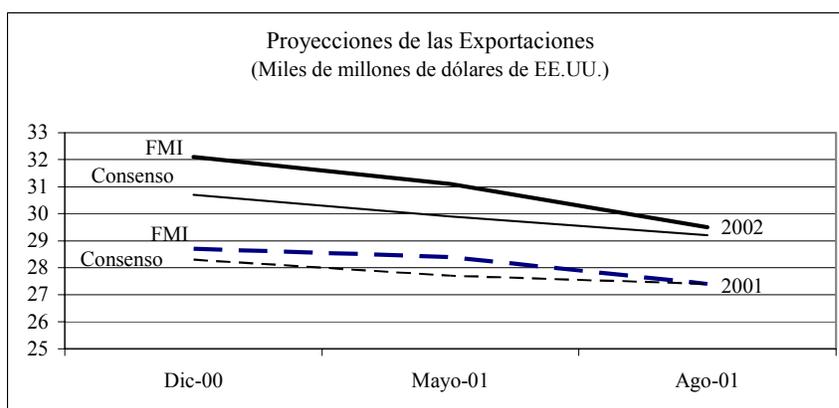
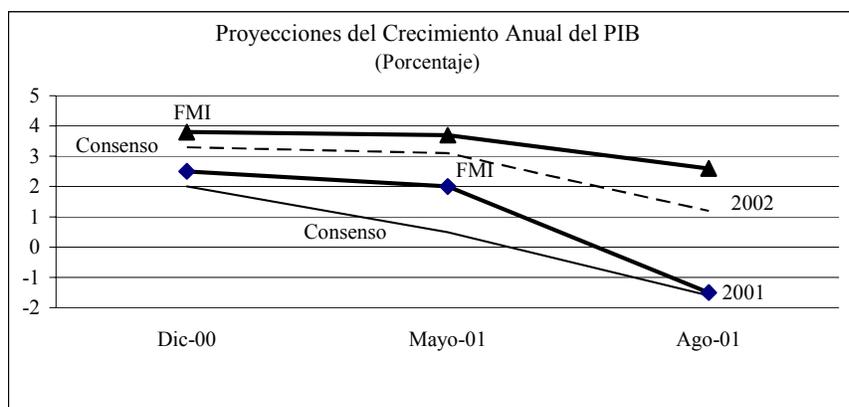
- En el análisis de sensibilidad no se examinaba el impacto que se produciría, sobre todo en la sustentabilidad de la deuda, si las condiciones fuesen mucho menos favorables y hubiese desviaciones de política. Tampoco se analizaba la sustentabilidad del tipo de cambio.<sup>68</sup>
- Como señalaron algunos directores ejecutivos, el programa presentaba una inconsistencia. Incluso de materializarse los supuestos bastante optimistas en que se basaban las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*, la planilla normalizada que emplea el FMI para analizar la viabilidad de la deuda habría indicado, en caso de existir a fines de 2000, que Argentina necesitaba generar un superávit en cuenta corriente, excluidos los intereses, de un 0,5% del PIB en 2001 para poder estabilizar la relación deuda externa/PIB por encima del 50% del PIB. Ello era incompatible con el cuantioso déficit proyectado en cuenta corriente (véase el Apéndice VI).

---

<sup>67</sup> Al menos tres supuestos cruciales resultaron ser erróneos. Primero, el sistema político fue incapaz de poner en marcha el ajuste fiscal necesario. Segundo, los términos de intercambio se redujeron ligeramente en lugar de mantener la tendencia ascendente observada en 2000. Tercero, el peso siguió apreciándose en términos efectivos reales, impulsado por el alza del dólar de Estados Unidos frente al euro, y la disminución del valor del real brasileño. En consecuencia, se registró un aumento de las exportaciones de 0,9%, pero el supuesto de un aumento considerable del 9% no se materializó. Aunque bajaron las tasas de interés en Estados Unidos, el beneficio para Argentina fue solo transitorio porque no se restableció la confianza y ello dio lugar a una nueva disminución del producto y no a la reactivación prevista.

<sup>68</sup> En el análisis de sensibilidad del informe del personal técnico se examinaron la sustentabilidad de la deuda pública y la dinámica de la deuda externa, pero en los escenarios solo se consideró el impacto que tendría un *shock* moderado (por ejemplo, un crecimiento del PIB de un punto porcentual menor, un aumento de la tasa de interés de 100 puntos básicos, o una reducción de medio punto porcentual de la demanda externa). Ninguno de los tres escenarios planteados en el informe (además del de referencia) examinaron el impacto de un *shock* de gran magnitud o de una combinación de *shocks*.

Gráfico 3.1. Pronósticos Consensuados del Sector Privado y del FMI de las Variables Clave del Programa, 2001–02



Fuentes: Informes del personal técnico del FMI y “pronósticos consensuados” de cada período.

- Aunque recuperar la estabilidad fiscal era un objetivo clave, en la práctica el diseño del programa equivalía a aplicar una política fiscal a corto plazo más expansiva y, al mismo tiempo, afirmar el compromiso con la disciplina fiscal en el mediano plazo. De esta manera, se continuaban aplicando las mismas políticas que habían resultado ser ineficaces para restablecer la confianza. Por razones contracíclicas se justificaba aplicar una política fiscal más expansiva a corto plazo, pero los compromisos a mediano plazo carecían de credibilidad. El supuesto implícito de que el diseño fiscal del programa bastaría para restablecer la confianza era sumamente cuestionable.
- La justificación dada para explicar el limitado recurso al SCR (evitar que se amontonaran los pagos de servicio de la deuda en 2002 y 2003) era incompatible con la premisa de que a corto plazo se restablecería un acceso normal a los mercados.
- Las acciones previas acordadas con las autoridades—que incluían un decreto ejecutivo para revocar lo legislado por el Congreso que contradecía al programa—confirmaron el compromiso de las autoridades, pero no lo del resto del sistema

político. Faltaba el amplio consenso político esencial para restablecer la salud fiscal de Argentina.<sup>69</sup>

137. Aunque no todos los indicadores de las perspectivas del acceso a los mercados eran alarmantes,<sup>70</sup> había indicios inquietantes. Las necesidades proyectadas de financiamiento, por ejemplo, superaban los US\$30.000 millones anuales en el futuro previsible. Se proyectaba que los pagos del servicio de la deuda externa ascenderían al 100% de los ingresos de exportación en 2001. Según estimaciones, las reservas internacionales brutas solo eran suficientes para cubrir un 80% de la deuda externa a corto plazo. Aunque el personal técnico no contaba con una estimación del grado de sobrevaluación del TCER, era probable, dada su fuerte apreciación en los tres años anteriores y el impacto de otras perturbaciones recientes sobre el tipo de cambio de equilibrio, que estuviese en realidad significativamente sobrevaluado. Además, el hecho de que el Congreso no estuviese dispuesto a respaldar los elementos clave del paquete de medidas de política también sembraba dudas acerca de la capacidad de las autoridades para atenerse estrictamente al programa.

138. Para evaluar la decisión de enero de 2001, es necesario reconocer que se adoptó en un entorno de considerable incertidumbre, y no puede calificarse a priori como equivocada sólo porque no se obtuvo el resultado deseado. Más bien se debe considerar si la decisión tuvo una probabilidad de éxito razonable a priori, teniendo en cuenta que los costos de toda estrategia alternativa hubiesen sido altos. Con todas estas advertencias, la evaluación señala que una apreciación objetiva de la difícil situación económica y política en que se hallaba Argentina en esos momentos habría revelado que la probabilidad de éxito del enfoque catalítico era efectivamente baja si se hubiesen tenido plenamente en cuenta todos los elementos de riesgo.

139. Sin embargo, también puede sostenerse que, pese a todos los factores en su contra, podía justificarse dar el beneficio de la duda a un país con un historial razonable en otros aspectos. En vista de los considerables riesgos que se planteaban, sin embargo, **la decisión**

---

<sup>69</sup> Al menos algunos en el FMI lo comprendían cabalmente. Según un memorando del personal técnico a la gerencia de principios de diciembre 2000, “el historial de las autoridades en el primer año de gobierno ha sido relativamente deficiente en cuanto a la implementación de las medidas anunciadas”. Además, en un memorando a la gerencia de fecha 29 de diciembre de 2000, el personal técnico manifestó que “las inquietudes con respecto a la identificación de la clase política con el programa han sido confirmadas por la actitud del Congreso, el cual finalmente se rehusó a respaldar al gobierno en algunos de los elementos esenciales, pero políticamente más difíciles, del programa”.

<sup>70</sup> Estos indicadores comprenden: (i) las características de la economía que guardan relación con su capacidad para atender al servicio de deuda externa adicional; (ii) los niveles anteriores de acceso a los mercados y de los indicadores del mercado; (iii) la solidez del marco de política macroeconómico y estructural; (iv) el compromiso de las autoridades de seguir implementando el programa de reformas; (v) el nivel de las reservas y la disponibilidad de financiamiento; (vi) la etapa en que se hallaba la crisis; (vii) los cambios de composición de la demanda de cartera (como los que provocaron las expectativas de devaluación). Véase, por ejemplo, la declaración del Director Gerente en “Status Report on Private Sector Involvement in Resolving Financial Crises” de junio de 2000.

**de apoyar a Argentina en enero de 2001 debería haberse complementado con una mejor previsión de la posibilidad de que se obtuviesen resultados desfavorables y una comprensión más clara de la estrategia de salida en caso de que fracasara la estrategia escogida. El no haberlo hecho—y no la decisión en sí—constituye el error crucial de la segunda revisión.** En consonancia con el espíritu de la política sobre acceso excepcional a los recursos del FMI, el programa incorporó efectivamente una prueba de mercado, pero las condiciones para evaluar el éxito o fracaso no se establecieron explícitamente, así como tampoco se discutieron cuáles serían los pasos a seguir en caso de que fracasara el enfoque catalítico.<sup>71</sup>

## **B. Conclusión de la Tercera Revisión, mayo de 2001**

### **Antecedentes**

140. Inicialmente, el aumento de recursos de enero de 2001 parecía haber tenido éxito, al menos en lo que se refiere a la reducción de los diferenciales (*spreads*) a un nivel inferior a los registrados antes de la crisis y permitiéndole a Argentina recobrar el acceso a los mercados por un corto tiempo.<sup>72</sup> No obstante, las políticas convenidas en el programa no se aplicaron en su totalidad. A fines de febrero de 2001, era evidente que los resultados fiscales se habían desviado considerablemente de las metas y que, de no modificarse las políticas, el déficit federal para el año llegaría a US\$10.000 millones (en lugar de la meta fijada en US\$6.500 millones).<sup>73</sup> Por el lado estructural, los dos decretos de reforma de los sistemas de jubilación y seguro médico, que se habían emitido como acciones previas para el aumento de enero, fueron impugnados ante los tribunales y suspendidos. Los diferenciales aumentaron nuevamente hasta los niveles registrados durante la crisis. Tres de las principales agencias de calificación de crédito rebajaron la calificación de la deuda soberana argentina.

141. El Ministro de Economía, José Luis Machinea, se vio obligado a renunciar a su cargo, y su sucesor, Ricardo López Murphy, propuso un ajuste fiscal que habría reducido el déficit en alrededor del 1% del PIB, principalmente a través de recortes del gasto. El programa suscitó una fuerte oposición política y, tras una muestra de apoyo inicial, el Presidente le

---

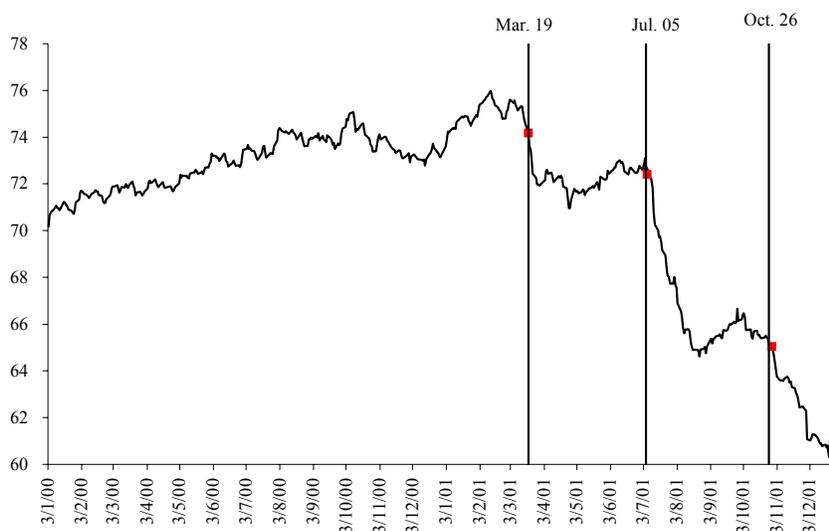
<sup>71</sup> En un memorando de enero de 2001, WHD señaló que “de mantenerse estancada la actividad económica durante los siguientes seis meses e intensificarse las presiones del mercado, debería replantearse toda la estrategia”. No obstante, esa postura nunca llegó a ser explícitamente respaldada por la gerencia ni los departamentos que la evaluaron, y menos aún implementada.

<sup>72</sup> Tras la aprobación del aumento de recursos, el gobierno pudo implementar su plan de financiamiento a tasas de interés sustancialmente más bajas que las que se preveían en el programa. Esto llevó al equipo técnico a comentar en memorandos a la gerencia, a mediados de febrero, que se había producido un “fuerte cambio en las percepciones sobre las perspectivas del país”, y a sugerir que a las autoridades quizás les convendría considerar la posibilidad de volver a darle carácter precautorio al acuerdo en una próxima reunión.

<sup>73</sup> Los resultados para marzo de 2001 mostrarían que la meta del déficit federal no fue alcanzada por una diferencia de 1.000 millones de pesos argentinos (o el 30%) por encima del tope del programa, de los cuales casi un tercio fue causado por excesos de gasto.

solicitó la renuncia al nuevo ministro apenas dos semanas después de su nombramiento. Esto fue un duro golpe para la confianza del mercado, porque daba la impresión de que, incluso en condiciones de extrema crisis económica, el sistema político argentino era incapaz de apoyar ni siquiera un viraje relativamente moderado hacia la aplicación de una política fiscal sólida, y aceleró los retiros de depósitos (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.2. Depósitos Bancarios 3 de enero de 2000–31 de diciembre de 2001  
(Miles de millones de pesos)



Fuente: Bloomberg.

142. El nombramiento, hacia fines de marzo, de Domingo Cavallo como Ministro de Economía logró calmar inicialmente los temores de los ahorristas y de los agentes de mercado, ya que gozaba de un alto grado de apoyo popular y credibilidad internacional. En una inusitada muestra de unidad y reconociendo la urgencia de la situación, el Congreso concedió facultades especiales cuasilegislativas al Poder Ejecutivo al promulgar la Ley de Emergencia Económica y convino en instituir un impuesto a las transacciones financieras, cuya tasa sería decidida libremente por el ejecutivo. Estos hechos temporalmente mejoraron las expectativas de que se podría poner en práctica un ajuste fiscal rápido y vigoroso.

143. En la práctica, el nombramiento del Ministro Cavallo constituyó un rompimiento radical con la orientación más ortodoxa de la política de los dos ministros anteriores y con la relación generalmente cooperativa que había existido entre el FMI y las autoridades argentinas.<sup>74</sup> El nuevo ministro pronto anunció una serie de medidas que modificaron sustancialmente la naturaleza del programa económico que sería respaldado por el FMI, mientras que reafirmaba su compromiso con el régimen de convertibilidad y con las metas

<sup>74</sup> El FMI siguió manteniendo una relación cooperativa a nivel técnico, pero su efecto sobre las decisiones de Argentina fue cada vez más limitado.

fiscales del programa original. Posteriormente, siguieron nuevos anuncios de tajantes cambios de política, todos ellos con poca o ninguna consulta previa con el FMI (véanse detalles en el Recuadro 3.3). Muchas de estas medidas resultaron contraproducentes para restablecer la confianza del mercado, especialmente la propuesta de modificar el régimen de convertibilidad, la destitución del Presidente del Banco Central y la flexibilización de las normas de liquidez de los bancos. Estas medidas socavaron seriamente 10 años de trabajo en políticas encaminadas a dar independencia al Banco Central y fortalecer la situación patrimonial y de liquidez del sector bancario.

144. Sin que se vislumbrasen señales de una pronta recuperación del crecimiento, y con un descenso en el cumplimiento de las obligaciones tributarias y una parálisis a nivel político, todas las metas fiscales correspondientes al primer trimestre se incumplieron por amplios márgenes (Cuadro 3.2). Se cumplieron 7 de los 10 parámetros de referencia estructurales fijados en enero, pero no se tomaron las medidas cruciales contempladas en las áreas de las finanzas provinciales, las reformas de los planes de jubilación y seguro médico, ni las amnistías tributarias. Pese a que era evidente que los resultados eran inferiores a las expectativas en estas importantes dimensiones, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó unánimemente el 21 de mayo la recomendación de la gerencia de concluir la tercera revisión del acuerdo *stand-by* mediante la concesión de dispensas por la considerable desviación en el cumplimiento de los criterios de ejecución correspondientes al 30 de marzo, lo cual permitió desembolsar el tramo de US\$1.200 millones.

Cuadro 3.2. Resultados Fiscales en el Marco del Acuerdo *Stand-By* en 2001  
(Millones de pesos)

	Meta (fijada en la revisión previa)	Meta ajustada	Resultados	Margen <sup>1</sup>	Margen frente a la meta original <sup>1</sup>
<b>1. Enero a marzo, 2001</b>					
Saldo fiscal global del gobierno federal	-2.100	...	-3.122	-1.022	
Gasto primario del gobierno federal	13.313	...	13.684	-371	
Variación del stock de la deuda federal	2.150	1.311	1.791	-480	359
Variación del stock de la deuda del gobierno consolidado	2.750	1.903	2.457	-554	294
<b>2. Enero a junio, 2001</b>					
Saldo fiscal global del gobierno federal	-4.939	-5.469	-5.339	130	-400
Gasto primario del gobierno federal	26.657	...	26.429	228	
Variación del stock de la deuda federal	5.039	7.025	6.973		-1.934
Variación del stock de la deuda del gobierno consolidado	6.639	8.762	8.394	368	-1.755

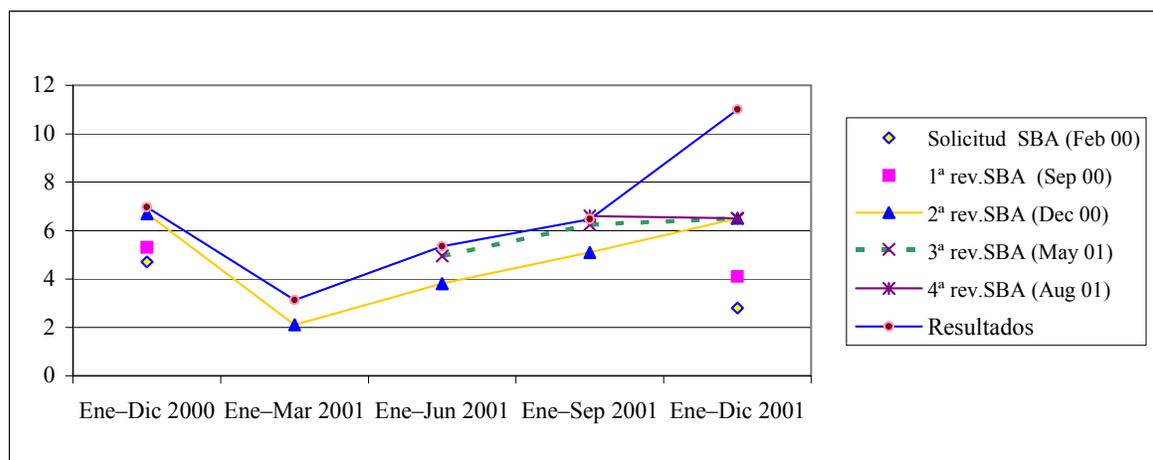
Fuente: Informes del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> El signo negativo indica un déficit.

### Diseño del programa y estrategia

145. El programa económico debió ser revisado para compensar las desviaciones fiscales registradas en el primer trimestre (Gráfico 3.3), y encontrar políticas adicionales o alternativas para reactivar el crecimiento, ya que el repunte previsto no se materializó. El programa revisado constaba de tres pilares: (i) encarrilar el ajuste fiscal, en particular mediante la creación de un impuesto a las transacciones financieras de alto rendimiento (de modo que se pudiesen cumplir las metas originales para el final del año); (ii) impulsar la competitividad (a través de planes de competitividad previamente anunciados por el Ministro Cavallo), y (iii) realizar un “megacanje”, voluntario y en condiciones de mercado, de bonos del Estado para reducir las necesidades de financiamiento a corto plazo del gobierno federal, aunque se disponía de muy poca información sobre su naturaleza, sus costos y su impacto en la dinámica de la deuda. Los principales supuestos eran que el crecimiento del PIB gradualmente subiría hasta el 5% en el último trimestre, lográndose una media anual del 2%, la inversión repuntaría al 7% en el cuarto trimestre y las exportaciones crecerían a un ritmo del 11% para todo el año 2001.<sup>75</sup>

Gráfico 3.3. Evolución de las Metas y Resultados del Déficit Fiscal, 2000–01  
(Miles de millones de pesos)



Fuente: Informes del personal técnico del FMI. Las metas se refieren al déficit global acumulado del gobierno federal.

146. En el informe del personal técnico del FMI se presentaron tres motivos principales para respaldar la conclusión de la revisión: (i) la contundencia de las nuevas medidas anunciadas por Cavallo (aunque el personal técnico de la institución también criticó varias de ellas, especialmente los planes de competitividad y el momento elegido para proponer la

<sup>75</sup> La recaudación del impuesto a las transacciones financieras no estaba sujeto a la coparticipación con las provincias y habría sido muy útil para cerrar la brecha fiscal si esos recursos no se hubiesen utilizado para respaldar los planes de competitividad y el factor de convergencia.

modificación de la ley de convertibilidad); (ii) el compromiso demostrado por las autoridades con el programa (respaldado mediante una muestra de apoyo del Congreso, que había concedido facultades excepcionales al ejecutivo), y (iii) la importancia de la estabilidad de Argentina para la región y las economías de mercado emergentes en general. Un factor igualmente importante fue que el personal técnico inicialmente se sintió obligado a conceder el beneficio de la duda al nuevo ministro de economía, y temía causar un desplome abrupto, y por ende desordenado, del régimen de política económica. En el informe del personal técnico se anotó que “una modificación del régimen [de convertibilidad] probablemente tendría consecuencias muy adversas en los balances del sector privado no financiero, el sistema bancario y el sector público, con perturbaciones y desórdenes generalizados en la economía”.

147. El personal técnico del FMI observó que, con las nuevas medidas esbozadas por las autoridades (junto con las disposiciones de la Ley de Responsabilidad Fiscal que previamente se había promulgado), y basándose en supuestos conservadores sobre el crecimiento y las tasas de interés, la dinámica de la deuda sería sostenible. En cuanto a la escala del crédito otorgado por el FMI, se reconoció que los indicadores del servicio de la deuda de Argentina eran “relativamente altos en comparación con otros países miembros,” pero se creía que el país “podría atender plenamente sus obligaciones frente a la institución, considerando que el país tiene una trayectoria impecable a este respecto.”<sup>76</sup> Si bien el personal técnico observó que “el programa está sujeto a riesgos de gran magnitud”, solo se identificaron unos cuantos sin sugerir que tuviesen una alta probabilidad de acontecer (por ejemplo, “posiblemente la recuperación lleve más tiempo del que se preveía,” “los diferenciales de las tasas de interés posiblemente no bajen con la rapidez necesaria” y “es difícil exigir y mejorar el cumplimiento tributario a corto plazo”). En el informe del personal técnico del FMI se añadió que el proceso de colocar la relación deuda/PIB en la senda descendente, que se suponía era la clave de un círculo virtuoso para salir de la crisis, “[dependía] crucialmente de una firme implementación”, lo que parecía indicar que todo riesgo que pudiera existir podría administrarse mediante medidas firmes.

### **Consideraciones adicionales**

148. Los memorandos internos parecen indicar que el personal técnico del FMI estaba mucho más preocupado por la viabilidad del programa que lo que se indicó en el informe que presentaron<sup>77</sup>. En particular, en una nota a la gerencia de marzo de 2001 se indicaba que la sociedad argentina estaba mostrando señales de “fatiga del ajuste”, lo que podría dificultar la continuidad de los ajustes y la disciplina fiscal necesaria para garantizar la viabilidad externa. Además, se mencionaban indicios de un respaldo vacilante a la convertibilidad, observándose

---

<sup>76</sup> Este enunciado era de hecho incorrecto, ya que Argentina previamente había registrado atrasos frente al FMI, siendo el caso más reciente a finales de la década de 1980.

<sup>77</sup> La gerencia compartía estas preocupaciones, y pidió a los funcionarios que considerasen escenarios alternativos para Argentina. La gerencia también le aconsejó a Cavallo que preparase un plan de contingencia, pero no se realizó ningún debate a fondo con las autoridades sobre las posibles opciones.

que “algunos comentaristas y analistas bien conectados recientemente han empezado a pedir modificaciones al régimen de caja de conversión.” A principios de mayo, los contactos del personal técnico del FMI con los principales bancos de inversión basados en Nueva York revelaron que los participantes del mercado eran escépticos con respecto a los planes de política delineados en la carta de intención que se acababa de emitir, destacándose el hecho de que consideraban que las autoridades carecían de credibilidad para ponerlos en práctica. En una nota, incluso más explícita, de finales de abril (unas dos semanas antes de la publicación del informe del personal técnico al Directorio), el grupo de trabajo sobre Argentina<sup>78</sup> comunicó a la gerencia su opinión de que “ha aumentado la probabilidad de una crisis total en Argentina. Parece improbable que se pueda evitar este resultado, pero no imposible.”

149. El personal técnico del FMI continuó su labor analítica sobre escenarios de contingencia, de la cual surgieron dos mensajes fundamentales. En uno de ellos se consideraban dos posibles trayectorias hacia el estallido de una crisis total si no mejoraba la actitud del mercado: i) un escenario pasivo en que se mantendría la estrategia actual hasta su fin y ii) un escenario activo en el que se adoptaban medidas preventivas drásticas para anticiparse a los problemas de la deuda y los depósitos (por ejemplo, una moratoria de la deuda, una congelación temporal de los depósitos, una suspensión temporal de la convertibilidad). Si bien el enfoque activo era el preferido del personal técnico del FMI, se consideraba que el enfoque pasivo tenía mayores probabilidades de ser adoptado por las autoridades, en vista de la realidad política del país. En ese caso, el personal técnico señaló que “su eventual desencadenamiento, una vez que se hayan agotado las reservas, sería catastrófico para la economía argentina.”<sup>79</sup> El otro mensaje que se desprendía del análisis era que el sector bancario constituía el mayor reto en los escenarios de reestructuración de deuda y de devaluación (incluso bajo supuestos relativamente moderados). Aunque se pudiese evitar una intensificación de la actual corrida de depósitos, lo cual parecía dudoso, se necesitarían enormes inyecciones de fondos públicos para evitar el colapso total del sistema bancario en cualquiera de los dos casos.

### **Decisión del Directorio**

150. El Directorio aprobó la recomendación de la gerencia de concluir la revisión, pero no porque hubiese confianza en la sustentabilidad del programa. En la exposición sumaria se deja claro que la evaluación de las perspectivas económicas y del programa por parte del Directorio era poco optimista. Se señala que la reciente crisis había sido suscitada no por *shocks* exógenos sino por las autoridades mismas al “flexibilizar, de manera imprevista, la orientación fiscal,” que varias medidas tomadas por las autoridades en las semanas

---

<sup>78</sup> Un equipo interdepartamental se reunió a mediados de 1999 para realizar tareas analíticas sobre Argentina, en forma paralela al avance de las negociaciones del programa y las revisiones, con el liderazgo de WHD. Véanse detalles en la sección E.

<sup>79</sup> “Argentina—Possible Crisis Scenarios,” enviado a la gerencia el 14 de abril de 2001.

precedentes eran muy cuestionables en cuanto a su contenido (como el aumento de los aranceles, el impuesto a las transacciones financieras y los sacrificios en materia de independencia del Banco Central y las normas de liquidez del sistema bancario) o en su momento de aplicación (como el anuncio de una modificación del régimen de convertibilidad), e incluso más por el hecho de haber sido tomadas en contra de las recomendaciones del FMI.

151. El único comentario positivo que el Directorio pudo formular acerca del programa propuesto fue el compromiso de las autoridades de observar las metas para el cierre del ejercicio fiscal 2001 y de seguir adelante con el programa de reformas estructurales, sobre todo en el área fiscal, así como su firme intención de preservar la independencia del Banco Central y las elevadas posiciones patrimoniales y de liquidez del sistema bancario pese a las medidas en contrario que ya se habían tomado. Si bien la mayor parte de los directores recibió con satisfacción la declaración del representante argentino en el Directorio que afirmaba que “la clase política entiende lo que está en juego y, una vez más, respalda la adopción de medidas decididas,” varios directores señalaron que declaraciones similares habían sido formuladas al anunciarse el “blindaje”, seguidas por una ejecución deficiente del programa.

152. La evaluación del Directorio con respecto al próximo canje de deuda fue cautelosa. Si bien en principio los directores la recibieron de buen grado, también deploraron la falta de detalles acerca de sus términos y condiciones. Señalaron que éstos podrían hacer que el canje mejorara o empeorara la sustentabilidad de la deuda. De hecho, algunos directores incluso expresaron la opinión de que, con los diferenciales existentes, el canje fijaría tasas de interés que a mediano plazo habrían de resultar insostenibles, pero reconocieron que, habiéndose efectuado el anuncio, la postergación o cancelación del canje probablemente produciría fuertes efectos desfavorables. Unos pocos directores dejaron en claro que esta era la última oportunidad, antes de tener que hacer una reestructuración de la deuda más coercitiva, para reducir el valor presente neto de la deuda. Por último, un hecho no menos importante fue que varios directores cuestionaron la factibilidad del ajuste fiscal prometido, anotando que, una vez más, éste se basaba en supuestos de crecimiento optimistas y que aún quedaban por resolver los mismos problemas estructurales (sobre todo en el ámbito de la recaudación de impuestos) que habían planteado obstáculos en el primer trimestre.

153. **¿Por qué, entonces, el Directorio aceptó la conclusión de la revisión?** En la exposición sumaria de la reunión, el Presidente del Directorio señaló que “en resumen, los directores consideran que las autoridades han respondido con prontitud y eficacia y que las nuevas medidas ameritan el fuerte respaldo de la comunidad internacional”. De conformidad con las declaraciones individuales de algunos directores, muchos temían que el retirar el respaldo en esta coyuntura equivaldría a “alejarse” del cometido del FMI y prácticamente rendirse ante las mismas “influencias procíclicas que están impulsando el comportamiento del mercado”. Muchos justificaron su respaldo, pese a sus serias reservas, por la importancia de la estabilidad de Argentina para la región y los mercados emergentes en general. En palabras de un miembro del Directorio que representa a un importante accionista, la principal justificación del respaldo del Directorio para un programa que los directores consideraban

profundamente deficiente fue que “nadie ha propuesto una estrategia diferente que, ajustada en función del riesgo, prometa una alternativa menos costosa”.

### **Evaluación general**

154. La decisión de concluir la tercera revisión de mayo fue mucho más difícil de justificar que la decisión de enero. Todos los indicadores que miden las perspectivas de acceso a los mercados ya estaban enviando señales negativas, excepto los que correspondían al compromiso de las autoridades. La revisión del diseño del programa no ofrecía perspectivas razonables de hacer sostenible la situación de Argentina. Los supuestos con respecto al crecimiento y las tasas de interés pueden haber sido conservadores en comparación con la recuperación en forma de V que se produjo tras la crisis mexicana, pero de hecho eran bastante optimistas en relación con los pronósticos consensuados de ese momento (véase el Gráfico 3.1), sobre todo en lo que respecta al crecimiento del PIB. Las desviaciones fiscales se corregirían mediante un ajuste fuerte y muy concentrado en el cuarto trimestre (como lo indica la pendiente de las líneas correspondientes a la meta del déficit acumulado que figuran en el Gráfico 3.3), lo cual no era realista ni útil para la credibilidad del programa. El megacanje anunciado tenía todas las características de una “apuesta al rescate” por parte de las autoridades (véase el Apéndice VII). Además, las nuevas medidas de política adoptadas por las autoridades eran desacertadas en muchos aspectos e insuficientes para garantizar el cumplimiento de la trayectoria de ajuste fiscal programado. A estas alturas, resultaba dudoso que ningún programa pudiera haber logrado un viraje suficiente en la confianza para estimular el repunte esperado del crecimiento, pero también es posible que las medidas en que éste se basaba pudieran empeorar la situación.

155. La decisión requirió una difícil consideración de opiniones con respecto a i) la baja probabilidad de que la conclusión de la revisión evitase la crisis y ii) el reconocimiento de que una crisis de esa índole sería muy costosa. Como se señaló antes, es importante tratar de no concluir que la decisión fue equivocada simplemente porque fracasó, pero nuestra evaluación es que tenía muy pocas posibilidades de éxito, teniendo en cuenta lo que se sabía en ese momento:

- El programa se encontraba efectivamente desviado de sus metas y varias de las medidas diseñadas por las autoridades como respuesta—en particular los planes de competitividad—eran contrarias a las recomendaciones del FMI.
- Incluso con supuestos optimistas, el retorno a la sustentabilidad parecía dudoso.
- Los diferenciales del mercado se mantenían a niveles prohibitivos. Según la lógica del enfoque catalítico en el que se basaba el aumento de recursos de enero, este hecho, por sí solo, debía haber dado motivos suficientes para no concluir la revisión en los términos solicitados por las autoridades.
- El deseo de ayudar a un país miembro sometido a presiones era totalmente encomiable, pero la consideración fundamental debió haber sido que la estrategia propuesta fuese sostenible bajo supuestos realistas y, en caso contrario, si los

intereses del país (así como los de la comunidad internacional) no estarían mejor atendidos proponiendo soluciones alternativas a sus problemas.<sup>80</sup> Simplemente se supuso que la mejor estrategia era mantener a Argentina a flote durante el tiempo que se pudiera “comprar” con US\$1.200 millones.

156. En esta coyuntura, se hubiesen podido considerar otras dos opciones, por lo menos: i) ayudar a Argentina a realizar una profunda e inmediata transformación del marco de política macroeconómica (que incluía una modificación del régimen cambiario y una reestructuración de la deuda, como parte de un plan de reforma económica más general y coherente) y ii) utilizar explícitamente el tiempo “comprado” mediante el aumento de recursos para efectuar una transición a otro régimen mientras se daba una última oportunidad al enfoque catalítico, mediante la negociación de un conjunto de medidas de política plenamente creíbles combinado con una reestructuración de la deuda. Pero el FMI no tenía ningún otro plan viable para ofrecer, y las autoridades se negaron a analizar alternativas. Esto ofreció una razón para seguir apoyando una estrategia con pocas probabilidades de éxito.

### **C. Cuarta Revisión y Aumento de Recursos, septiembre de 2001**

#### **Antecedentes**

157. Tras concluir la tercera revisión, la situación económica se deterioró aún más. El megacanje, concluido a principios de junio con diferenciales de poco menos de 1.000 puntos básicos (frente a los aproximadamente 800 empleados como hipótesis de trabajo en el momento de la tercera revisión), acarreó costos sustanciales frente a los ahorros en flujo de caja obtenidos. La operación recibió una evaluación ambigua por parte de los agentes de mercado, pero cualquier efecto positivo que pudiese haber tenido en los diferenciales se borró rápidamente por el impacto negativo sobre la confianza que produjo un nuevo conjunto de medidas anunciadas por el Ministro de Economía a mediados de junio sin consulta previa con el FMI. Estas incluían el denominado factor de convergencia, que equivalía a una devaluación en el sector de los bienes transables no energéticos al copiar mediante medidas fiscales la propuesta anunciada previamente de adoptar una paridad frente a una canasta de monedas<sup>81</sup>. En vez de impulsar la competitividad, la señal que se dio a los mercados fue que admitía que el régimen cambiario ya no era viable.

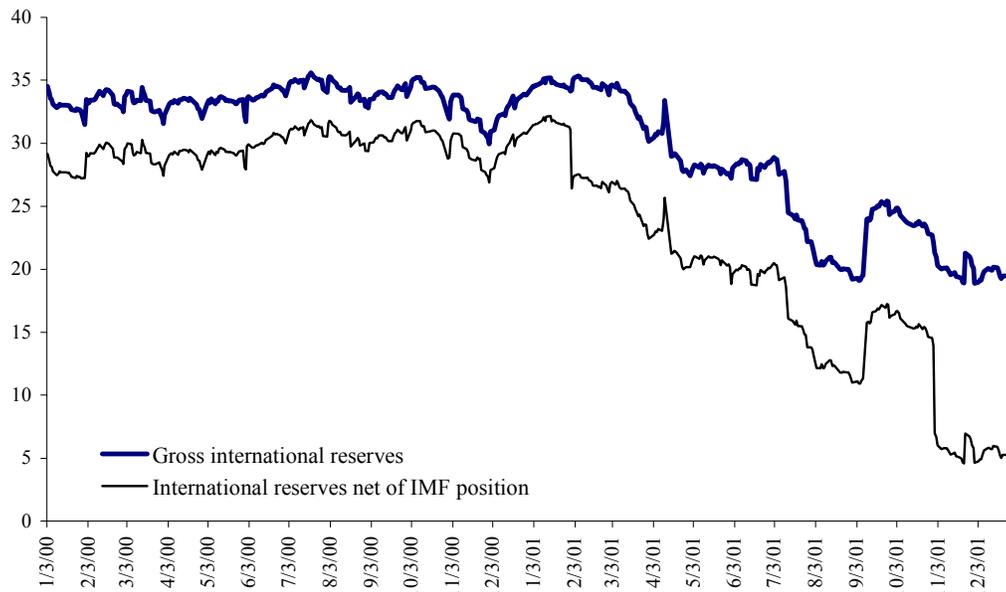
---

<sup>80</sup> Esto no quiere decir que se hubiera podido realizar un análisis plenamente cuantitativo de los costos y beneficios previstos de las diversas opciones. Habría sido una empresa enorme en esas circunstancias. No obstante, el debate del Directorio no se basó en un análisis sistemático de las diversas opciones más allá del muy corto plazo.

<sup>81</sup> Se pagaría un subsidio a los exportadores y se cobrarían derechos a los importadores, siendo el monto equivalente a la diferencia entre el tipo de cambio vigente y el tipo de cambio calculado para la canasta. Si bien esto era, en efecto, un tipo de cambio doble, el personal técnico del FMI determinó que, desde el punto de vista jurídico, no constituía una práctica de tipos de cambio múltiples (cuyo uso está restringido en el Convenio Constitutivo), ya que el sistema operaba a través del presupuesto, y no a través del mercado cambiario.

158. A principios de julio, ante la negativa del sector financiero nacional de suministrar más créditos al gobierno, el Ministro anunció una “política de déficit cero,” que el Congreso convirtió en ley a fines del mes. La ley exigía que el gobierno, ante la perspectiva de un déficit, hiciera un recorte proporcional generalizado en todos los gastos primarios. Había un considerable escepticismo con respecto a la sustentabilidad política de los recortes salariales y de las jubilaciones que exigía la ley, pero por encima de todo confirmó la precaria situación de liquidez del gobierno. Mientras tanto, se intensificó la pérdida de depósitos (Gráfico 3.2), acompañada por una fuerte reducción de las reservas internacionales (Gráfico 3.4). Los diferenciales siguieron aumentando, llegando a 1.600 puntos básicos a fines de julio.

Figure 3.4. International Reserves, January 3, 2000–December 31, 2001  
(In billions of U.S. dollars)



Sources: Bloomberg, and IMF database.

159. A fines de julio, ante la perspectiva de una crisis bancaria de no detenerse las corridas de depósitos, las autoridades solicitaron al FMI el rápido desembolso de una elevada suma de dinero de respaldo. En respuesta, el FMI inicialmente anunció que estudiaría la posibilidad de acelerar los desembolsos en virtud del acuerdo existente, pero transcurrieron un par de semanas sin que se confirmara esa medida, lo que produjo más incertidumbre con respecto a cual sería el siguiente paso. Mientras tanto, las autoridades argentinas aseguraron a los medios de prensa que habían recibido manifestaciones de respaldo internacional, y varios líderes mundiales, entre ellos los de Francia, España, Estados Unidos, el Reino Unido y muchos países latinoamericanos, declararon su apoyo, con diversos matices.

160. Los documentos internos y las entrevistas con funcionarios clave indican que la toma de decisiones durante el tercer trimestre de 2001 fue particularmente difícil. Tan solo en agosto se realizaron no menos de seis reuniones informales del Directorio para tratar el tema de Argentina, sin contar las reuniones diarias de la gerencia y los altos funcionarios y los contactos regulares con los Tesoros y ministerios de Hacienda de los principales gobiernos accionistas. La gerencia consideró varias opciones, pero cuando los directores ejecutivos regresaron de su receso el 20 de agosto, solamente les fueron presentadas tres:

- Opción 1. Aumentar el monto del acuerdo vigente en US\$8.000 millones para apoyar una versión reforzada de la estrategia actual.
- Opción 2. Preparar un programa (con un diseño no especificado) por un monto elevado de dinero (US\$30.000 millones–US\$40.000 millones) del sector oficial.
- Opción 3. “Repensar totalmente la estrategia” (a saber, modificar el régimen cambiario, reestructurar la deuda, o ambas cosas).

Posteriormente, se les comunicó de manera categórica que de no actuar rápidamente se precipitaría un *default* (cesación de pagos) y un desplome del régimen cambiario.

161. Tras ciertos titubeos iniciales, el 21 de agosto, el Director Gerente recomendó una versión de la opción 1 que incluía un “elemento creativo” en forma de un posible uso de US\$3.000 millones como refuerzo para respaldar una operación de reestructuración de la deuda<sup>82</sup>. Según los participantes de la reunión, la reacción del Directorio fue en gran medida positiva, pero varios directores, entre ellos algunos de países del G-7, desearon no manifestar sus opiniones.<sup>83</sup> En un comunicado de prensa emitido ese día, el Director Gerente hizo pública su intención de recomendar al Directorio un aumento de los recursos del acuerdo *stand-by* vigente de US\$8.000 millones para respaldar un programa que prácticamente no había sido modificado, pero con una opción de reestructuración de la deuda.

### **Diseño del programa y estrategia**

162. El principal pilar del programa revisado fue la política de déficit cero, que había sido convertida en Ley de la República por el Congreso a fines de julio. Se esperaba que al restablecerse la viabilidad de la situación fiscal se detendría la salida de depósitos y se aliviaría la situación del financiamiento interno. Se preveía que esto ayudaría a crear las condiciones favorables para una recuperación de la demanda y la producción, a partir del

---

<sup>82</sup> Al parecer, esta idea, que sorprendió a la mayoría de los directores, había sido planteada por altos funcionarios del Tesoro de Estados Unidos en días anteriores en conversaciones directas con el Director Gerente.

<sup>83</sup> Como resultado, el comunicado de prensa únicamente anunció la intención del Director Gerente de recomendar esa decisión al Directorio, en vez de decir que el Directorio la respaldaba (como sucedió en el caso del anuncio del “blindaje” en diciembre de 2000).

cuarto trimestre de 2001, en combinación con medidas comerciales y tributarias encaminadas a eliminar los impedimentos a la inversión, “planes de competitividad” para mejorar la rentabilidad de los sectores más afectados por la recesión y la adopción del factor de convergencia (véanse en el Cuadro 3.1 los detalles del marco macroeconómico). A fin de otorgarle credibilidad al compromiso de las autoridades con el ajuste fiscal, se establecieron dos acciones previas, que incluían anunciar públicamente y con antelación a la reunión del Directorio que podrían efectuarse recortes a las transferencias garantizadas a las provincias, si fuese necesario para cumplir la meta del déficit cero, y que se presentaría al Congreso un proyecto de ley para reformar los acuerdos de coparticipación de los ingresos fiscales antes de fines de año.<sup>84</sup>

163. El informe del personal técnico del FMI fue inusualmente franco en su descripción de los riesgos del programa, que eran “incluso mayores en vista de que el FMI tenía un volumen más alto de créditos pendientes de reembolso concedidos a Argentina”. Se señaló la posibilidad de una fuerte resistencia política a los componentes fundamentales del programa, la vulnerabilidad del sector bancario a nuevas corridas de depósitos, el deterioro de varios indicadores de vulnerabilidad externa y el hecho de que las autoridades solo contaban con unos pocos meses para restablecer la credibilidad que se requería para poder suplir sus enormes necesidades de financiamiento para el año siguiente.

164. En el informe también se utilizaba un lenguaje cauteloso para referirse a la sustentabilidad de la deuda y de la cuenta corriente. Cabe destacar que en el párrafo respectivo del informe no se incluyó la expresión habitual de confianza de los técnicos en la capacidad de las autoridades para reparar lo que se le debía a la institución. Si bien en el informe se concluía que “en general, el personal técnico considera que el programa de Argentina merece el apoyo del FMI,” las razones invocadas para apoyar ese punto de vista en esencia se reducían a la buena voluntad de las autoridades y poco tenían que ver con la posibilidad de restablecer la sustentabilidad. El personal técnico, mitigando un poco esta cautelosa evaluación, afirmó, en los comentarios formulados en la reunión del Directorio, que los riesgos y los costos de las alternativas—una moratoria de la deuda, una devaluación, o ambas cosas—serían mucho mayores.

### **Consideraciones adicionales**

165. Aparte de Argentina, el personal técnico consideró el potencial de contagio dentro y fuera de la región, y esbozó las respuestas de política tentativas para los países con más probabilidades de resultar afectados. Las notas elaboradas por el personal técnico durante el tercer trimestre de 2001 revelan incertidumbre con respecto a la posibilidad de que el contagio fuese mayor en caso de una reestructuración preventiva de la deuda (quizás originando un retiro generalizado de capitales de los mercados emergentes) o si se produjera una devaluación obligada por los mercados. RES llegó a la conclusión de que el potencial de

---

<sup>84</sup> Estas acciones previas se discutieron, pero no se caracterizaron explícitamente como tales en los documentos del programa.

contagio de un *default* de Argentina probablemente sería limitado en vista de que los mercados ya habían previsto ampliamente, y descontado parcialmente, un “acontecimiento de crédito,” mientras que el contagio sería peor si el FMI intentaba detenerlo.<sup>85</sup>

166. A partir de julio, los debates internos del personal técnico, y en la gerencia, se centraron más en torno a la regla para “limitar el daño” que debería adoptar el FMI. A mediados de julio, el personal técnico de la institución le comunicó a la gerencia su opinión de que, a menos que mejorase rápidamente la credibilidad, lo cual se consideraba posible aunque difícil de sostener más de unos cuantos meses,<sup>86</sup> “sería aconsejable adoptar otras medidas antes de que se agoten las reservas y se produzcan grandes daños al sistema bancario (...). De reaparecer los problemas, entonces no sería aconsejable tratar de mantener la situación por mucho tiempo más.” Al mismo tiempo, el personal técnico consideró que las autoridades probablemente se aferrarían a su estrategia hasta que las limitaciones de liquidez se volvieran insostenibles.

167. A fines de julio, las notas a la gerencia expresaban además la opinión del personal de que probablemente se necesitaría una reducción del valor presente neto de la deuda bajo todos los escenarios. Se estimó que, con el actual régimen cambiario, se necesitaría un superávit primario anual del 4,5% del PIB hasta 2006 inclusive para hacer sostenible la deuda, lo cual resultaba improbable dado que el superávit primario nunca había llegado al 2% durante la década anterior.<sup>87</sup> En uno de los memorandos elaborados en esos días por el grupo de trabajo sobre Argentina se llegó a plantear que “si, en algún momento, el programa convenido con las autoridades se desviase irremediabilmente de sus metas, se produciría un rápido desplome del actual régimen de política”. Posteriormente, el grupo predijo, con sorprendente exactitud, la forma en que se desarrollaría la crisis.<sup>88</sup>

---

<sup>85</sup> El director del Departamento de Mercados Internacionales de Capital (ICM) expresó opiniones similares ante el Directorio en una reunión informal que tuvo lugar a fines de agosto.

<sup>86</sup> En una nota informal sobre una reunión interdepartamental sobre vulnerabilidades que el personal técnico mantuvo el 12 de julio de 2001, se señala que: “Se llegó al consenso de que la situación de Argentina no era sostenible [en vista del nivel de los diferenciales internacionales y las tasas de interés nacionales] y la estrategia carecía de credibilidad y respaldo político”.

<sup>87</sup> La simulación de la dinámica de la deuda presentada por el personal técnico en enero de 2001 había partido del supuesto de que se podría lograr un superávit primario de similar magnitud en 2005, pero se advertía que la reducción se haría gradualmente en un entorno de fuerte crecimiento del PIB.

<sup>88</sup> En el memorando se describió la evolución de la crisis en los siguientes términos: “Durante las primeras semanas de un ajuste traumático para pasar a una situación más sostenible, probablemente ocurrirán, en rápida sucesión, una serie de eventos, entre ellos: una cesación de pagos de la deuda pública; abandono de la paridad cambiaria; un profundo descenso de la actividad económica y un aumento del desempleo; un deterioro de los balances de los bancos; disturbios políticos.(...) En ese caso, se podrían tomar medidas para hacer un poco menos caótico el proceso de transición [y] el FMI podría ofrecer una serie de recomendaciones a corto plazo: i) el anuncio de una moratoria de la deuda deberá venir seguido de una combinación de medidas jurídicas defensivas y el gobierno debe organizar una reunión preliminar a la mayor brevedad posible con los acreedores nacionales e internacionales; ii) todo feriado bancario deberá ser corto y utilizarse únicamente para dar tiempo a  
(continued)

168. Pese a estas reservas, a mediados de agosto el personal técnico del FMI llegó a la conclusión de que la opción de completar la revisión sin aumentar los recursos estaba efectivamente descartada a raíz de las expectativas que se habían formado en los mercados; las autoridades habían formulado declaraciones durante las semanas anteriores—sin que lo desmintiera el FMI o funcionarios del G-7—de que habían recibido compromisos concretos de financiamiento por otros US\$9.000 millones. El personal técnico del FMI consideró que, de no cumplirse estas expectativas, casi con seguridad se desataría un ataque especulativo contra el peso que llevaría al agotamiento de las reservas de divisas y a la cesación de pagos de la deuda<sup>89</sup>. Para justificar el aumento de recursos, el personal técnico del FMI trató de obtener el compromiso de las autoridades de adoptar una serie de medidas, principalmente en el frente fiscal, que en su opinión podrían fortalecer la credibilidad y la factibilidad del ajuste fiscal requerido. Pero apenas logró obtener la anuencia de las autoridades en unas pocas medidas<sup>90</sup>. La gerencia, por su parte, obtuvo el compromiso de las autoridades de participar en deliberaciones con el FMI sobre un marco de política alternativo en caso de que las reservas internacionales descendieran a un nivel inferior a cierto umbral crítico (fijado a un nivel ligeramente superior al saldo del crédito pendiente de pago al FMI).

169. En una reunión con selectos altos funcionarios convocada por el Director Gerente, aproximadamente una semana antes de tomarse la decisión final, se estimó que la probabilidad de éxito del programa sería a lo sumo del 20%–30%.<sup>91</sup> El personal técnico se mostró dividido en cuanto a la relevancia que aún podría tener esta cifra para concluir la revisión, dados los enormes costos que acarrearía la suspensión del apoyo. Los que estaban a

---

las autoridades de formular un conjunto de medidas de política creíble; por los mismos motivos, las autoridades no deberán tratar de imponer una congelación de los depósitos; iii) el nuevo régimen cambiario tendrá que ser visto en parte como una combinación sostenible de políticas; iv) el gobierno tendrá que fortalecer al Banco Central; v) tendrá que empezar a trabajar inmediatamente en un conjunto de medidas que permita lograr una situación fiscal creíble y visiblemente congruente con una rápida recuperación de la viabilidad fiscal, incluidos los pagos del servicio de la deuda”.

<sup>89</sup> Es interesante anotar que el ofrecimiento de un respaldo de esa magnitud fue considerado por muchos participantes en el mercado como, en el mejor de los casos, una solución “a medias”, probablemente insuficiente para darle a Argentina un respiro de más de unas cuantas semanas. Las opiniones del mercado con respecto a lo que costaría un “rescate” de Argentina superaban los US\$30.000 millones, una cifra correspondiente a la opción 2 considerada por la gerencia. Véase, por ejemplo, “Argentina’s Final Crisis Resolution,” BNP Paribas Emerging Markets Trade and Sovereign Strategy, 14 de agosto de 2001.

<sup>90</sup> Las medidas rechazadas por las autoridades incluían varias disposiciones para salvaguardar los ingresos tributarios existentes, abolir los planes de competitividad y las exenciones de impuestos conexas, acelerar el avance de las reformas de los planes de jubilación y seguro médico, obtener compromisos por escrito de disciplina fiscal de todos los gobernadores de las provincias en virtud de la ley de déficit cero, y reforzar a los bancos estatales.

<sup>91</sup> En las actas de la reunión se señala que los más optimistas consideraban que la “probabilidad de éxito” era del “20%–30%”, pero al mismo tiempo se reconocía que “una cuantificación precisa realmente no tenía significado alguno”. Tal vez la gerencia haya tenido una opinión algo más optimista, como le manifestó un miembro de la gerencia a la OEI, pero en general se reconoció que la probabilidad de éxito era baja.

favor aducían que el aumento de recursos permitía ganar tiempo (a lo sumo cuatro o cinco meses) y garantizaría que las autoridades, y no el FMI, asumieran la responsabilidad por las cruciales decisiones requeridas (es decir, la modificación del régimen cambiario y la reestructuración de la deuda). También se adujo que los costos para el pueblo argentino, los países vecinos, y el FMI mismo serían inferiores si se ofreciera una última oportunidad a las autoridades para que demostrasen la viabilidad de su estrategia.<sup>92</sup> No obstante, una clara mayoría de los presentes estuvo en desacuerdo, y manifestó que el FMI no se libraría de ser culpado en ningún caso. Los pocos miles de millones de dólares adicionales no alcanzarían a “comprar” suficiente tiempo para modificar la situación, sino que con seguridad desaparecerían en la fuga de capitales, dejando a Argentina más endeudada con el FMI. Según algunos presentes en la reunión, un elemento fundamental de la eventual decisión de la gerencia fue la preocupación por la reacción política en contra del asesoramiento del FMI, especialmente en América Latina, si se daba la impresión de negar el apoyo a un país que había estado aplicando programas respaldados por el FMI en el último decenio y estaba ostensiblemente comprometido con el cumplimiento de sus acuerdos.

170. Poco antes de la reunión oficial del Directorio, se comunicaron a la gerencia las conclusiones de una misión recién concluida de funcionarios del FMI a Buenos Aires. En opinión del personal técnico, y en vista del descenso de la recaudación de impuestos y del cumplimiento de las obligaciones tributarias inducidos por la recesión, las metas fiscales (ya de por sí flexibilizadas) para el 30 de septiembre se podrían cumplir únicamente mediante medidas insostenibles (por ejemplo, atrasos en los pagos) y maniobras contables, y las autoridades probablemente no cumplirían su promesa de recortar las transferencias garantizadas a las provincias, lo cual había sido una condición fundamental para asegurar la sustentabilidad fiscal a corto plazo.

### **Decisión del Directorio**

171. El 7 de septiembre de 2001, el Directorio Ejecutivo aprobó la recomendación de la gerencia de concluir la cuarta revisión del acuerdo *Stand-By* y de aumentar los recursos en un monto de DEG 6.300 millones (US\$8.000 millones), de los cuales DEG 3.970 millones (US\$5.000 millones) se desembolsarían inmediatamente y US\$3.000 millones se afectarían para respaldar una posible operación de reestructuración de la deuda (véase el Recuadro 3.2). Actuando de manera desacostumbrada para el proceso decisorio del FMI, el cual está basado en el consenso, dos directores se abstuvieron de votar. Con la decisión se elevó el monto total de los compromisos en virtud del acuerdo a una cifra de DEG 17.500 millones (US\$22.000 millones). Al contrario del anuncio del “blindaje” de fines de 2000, el anuncio anticipado de la decisión del FMI de apoyar a Argentina solo produjo un corto alivio en las condiciones del mercado, y los diferenciales habían retornado rápidamente a un nivel de 1.400 puntos básicos para la fecha de la aprobación oficial del Directorio.

---

<sup>92</sup> Obviamente, este argumento supone que la estrategia elegida funcionaría bien.

### **Recuadro 3.2. Instrumentos Financieros Empleados Durante la Crisis**

En el período 1999–2001 Argentina utilizó varias herramientas financieras de mercado para manejar sus necesidades de financiamiento. Ellas incluían: (i) operaciones de reestructuración voluntaria de la deuda sin refuerzos oficiales; (ii) garantías públicas y otros refuerzos para estimular el financiamiento privado, y (iii) líneas de crédito contingente privadas.

Primero, mediante el megacanje efectuado en junio de 2001 se realizó una operación de reestructuración voluntaria de la deuda sin refuerzos oficiales, en la cual se canjearon 52 viejos bonos por un valor total de aproximadamente US\$30.000 millones (valor nominal) por cinco nuevos bonos con vencimientos más largos.

Segundo, una garantía pública y un refuerzo oficial fueron provistos, respectivamente, por el préstamo del Banco Mundial con garantía en apoyo de políticas (GAP) y la propuesta de utilizar US\$3.000 millones de fondos del FMI para operaciones de deuda hecha en el aumento de recursos de septiembre de 2001. No obstante, Argentina eventualmente dejó de cumplir con el préstamo GAP cuando optó por no reembolsarle al Banco la garantía que éste último había ejercido. Los US\$3.000 millones facilitados en septiembre de 2001 no se utilizaron para operaciones de reestructuración de la deuda, al quedar en claro muy pronto que no había ninguna forma eficaz de utilizar esta suma relativamente pequeña para reducir la carga de la deuda del país.

Tercero, el Banco Central mantuvo líneas de crédito con un grupo de bancos internacionales a fin de suministrar liquidez de apoyo al sistema bancario local, a través de ventas garantizadas (con promesa de recompra) de bonos internacionales de Argentina que se encontraban en las carteras de esos bancos a cambio de efectivo. El megacanje de junio de 2001, sin embargo, disminuyó el monto de los bonos que podían canjearse, y efectivamente redujo la magnitud de la operación. Argentina efectivamente realizó un giro contra la línea de crédito en septiembre de 2001, pero era demasiado pequeña y no alcanzaba para cubrir las sumas que el país necesitaba.

Véanse más detalles sobre el megacanje en el apéndice VII y sobre las garantías públicas, los refuerzos oficiales y las líneas de crédito contingente privadas en el Apéndice VIII.

172. En la reunión informal del Directorio del 20 de agosto, la gerencia les manifestó a los directores que aumentar los recursos del acuerdo para respaldar políticas reforzadas dentro del mismo marco tenía pocas probabilidades de éxito. Al día siguiente, la misma opción, fortalecida mediante la posibilidad de utilizar recursos del FMI para respaldar una operación no especificada de reestructuración de la deuda en condiciones de mercado, fue presentada por la gerencia como la menos costosa y menos arriesgada de las diversas alternativas bajo las circunstancias vigentes. Al mismo tiempo, la gerencia entregó notas a los miembros del Directorio preparadas por los directores de RES e ICM, cada una expresando escepticismo con respecto a la conveniencia de utilizar recursos del FMI para respaldar una operación de reestructuración voluntaria de la deuda, inclusive ignorando los complicados aspectos jurídicos que ésta entrañaba.<sup>93</sup>

<sup>93</sup> Más concretamente, en la nota del director de RES se concluía que “por regla general, la ingeniería financiera puede disipar nuestros recursos pero no los puede incrementar”, en tanto que la nota del director de ICM explicaba además que “es muy difícil entender cómo un canje voluntario, acompañado de un monto

(continued)

173. Según las actas de la reunión del Directorio del 7 de septiembre de 2001, varios directores consideraron que la situación no era sostenible y que el programa no ofrecía medidas correctivas satisfactorias. No obstante, el Directorio expresó, con la excepción de dos directores, su voluntad de apoyar el programa, principalmente para ganar tiempo y dar a las autoridades (y a la comunidad internacional) un plazo que les permitiera encontrar una solución menos desordenada y menos costosa que un desplome inmediato del régimen. A muchos directores les inquietaba, en particular, el impacto que produciría sobre la economía mundial un *default* en Argentina, en momentos en que las perspectivas mundiales eran preocupantes<sup>94</sup>. Los directores parecían impresionados por la férrea voluntad que observaron en las autoridades, y algunos deseaban darles el beneficio de la duda en cuanto a su capacidad para implementar las medidas que habían anunciado. Un pequeño grupo de directores incluso pensaba que el programa tenía buenas posibilidades de funcionar, siempre que fuera implementado a la perfección y recibiera el apoyo entusiasta del FMI.

### **Evaluación general**

174. El aumento de recursos de septiembre de 2001 adolecía de una serie de deficiencias en el diseño del programa, que salieron a relucir en su momento. Si la deuda era efectivamente insostenible, como bien lo reconocía el personal técnico del FMI,<sup>95</sup> el programa no ofrecía soluciones para ese problema. Si bien se reconocía implícitamente la necesidad de reestructurar la deuda mediante la inclusión de un componente para esos fines, el programa no ofrecía información sobre la naturaleza o la escala de la operación. En todo caso, era seguro que la operación de deuda no podría, por sí sola, ofrecer mucho en términos de lograr la sustentabilidad de la deuda, a menos que se pudiesen movilizar montos mucho más elevados de financiamiento.<sup>96</sup> La forma en que se presentó la operación podría incluso interpretarse como una señal de que era inminente una reestructuración coercitiva de la deuda y, por consiguiente, se corría el riesgo de minar aún más la confianza del mercado.

---

relativamente pequeño (en comparación con la deuda total) de refuerzo del crédito mediante el financiamiento del FMI para pagar los intereses, puede traducirse en una importante mejoría del perfil del servicio de la deuda de Argentina, independientemente del tipo de ingeniería financiera que se utilice.”

<sup>94</sup> En las actas de las deliberaciones del Directorio sobre las *Perspectivas de la economía mundial*, que por coincidencia concluyeron el mismo día que se aprobó el programa de Argentina, se presentan nuevas señales de esas inquietudes.

<sup>95</sup> En un memorando dirigido a la gerencia de fecha 26 de julio de 2001 se indica que: “Si bien los resultados son muy sensibles a los supuestos, el equipo técnico estima que se requiere una quita (reducción de la deuda) de entre 15% y 40%, según la política que se elija.”

<sup>96</sup> Esta fue la conclusión del trabajo analítico realizado dentro del FMI, así como del trabajo realizado en forma paralela por algunos funcionarios del Tesoro de Estados Unidos. Las autoridades argentinas eran conscientes de ello, y el escenario de reestructuración de la deuda en el que trabajaban suponía, de hecho, un refuerzo del orden de los US\$20.000 millones a US\$30.000 millones. Quienes, fuera del FMI, apoyaban la idea de “afectar” US\$3.000 millones para una operación de reestructuración de deuda al parecer esperaban que esa suma sirviese para generar nuevas contribuciones del sector oficial. No obstante, las autoridades argentinas no lograron obtener financiamiento oficial adicional de fuentes bilaterales en el cuarto trimestre del año.

175. El programa también se basaba en políticas que, o bien se sabía que eran contraproducentes (como el denominado factor de convergencia), o habían demostrado que eran “ineficaces e insostenibles en todo lugar en que se habían ensayado” (como ocurría con la ley de déficit cero).<sup>97</sup> El programa tampoco abordaba la ya evidente sobrevaluación del tipo de cambio, que se había apreciado un 7,7% adicional en septiembre.<sup>98</sup> El componente fiscal del programa seguía siendo débil o poco convincente. Las metas fiscales para el trimestre en curso debieron flexibilizarse preventivamente y, por consiguiente, la totalidad del esfuerzo de ajuste se concentró en el último trimestre.<sup>99</sup>

176. En el mejor de los casos, los fondos proporcionados ofrecieron un respiro a Argentina, quizás hasta el final del año, pero era sencillamente imposible esperar que el país recuperase el acceso a los mercados dentro de un plazo tan corto, en vista de la actitud que reinaba en el mercado.<sup>100</sup> Ello significaba que, a menos que se pudieran reducir a cero las necesidades de financiamiento del sector público, para continuar con la estrategia se requerirían grandes cantidades de financiamiento *adicional* para evitar un *default*, en violación de las condiciones del préstamo del SCR en virtud del cual se suministró la mitad del financiamiento adicional. Más importante aún, se puso en riesgo una considerable cantidad de recursos del FMI.

177. Si bien el equipo técnico y la gerencia del FMI fueron en general francos en sus informes y comunicaciones al Directorio al describir los riesgos para el programa y para el

---

<sup>97</sup> Como lo expresó el Departamento de Finanzas Públicas (FAD) en su momento.

<sup>98</sup> En el mismo memorando del 26 de julio, el equipo técnico del FMI señaló que el peso estaba sobrevaluado hasta en un 15%.

<sup>99</sup> En la revisión que realizó un departamento se señalaba: “La materialización del escenario de deuda a mediano plazo representaría un rompimiento radical con este historial de desviaciones, supuestos macroeconómicos optimistas e incapacidad para frenar el crecimiento de la deuda pública con los programas sucesivos aplicados desde enero.”

<sup>100</sup> Los participantes del mercado con sede en Nueva York que fueron entrevistados por la OEI indicaron que, para agosto de 2001, todos los inversores internacionales, con muy pocas excepciones, habían eliminado o reducido considerablemente su exposición crediticia frente a Argentina ante la expectativa de que era inevitable la crisis. El hecho de que esta percepción de inevitabilidad no haya dado lugar a un fuerte incremento de los diferenciales del mercado sino hasta los últimos meses del año probablemente obedeció a una combinación de factores. Primero, en muchos círculos se consideraba que la comunidad oficial ofrecería nuevo apoyo a Argentina, retrasando de este modo el estallido de la crisis por un plazo que aún era incierto. Segundo, si bien otros países que evitaron la crisis experimentaron diferenciales mucho mayores (por ejemplo, Brasil en 2002), estos episodios generalmente guardan relación con un hecho especial que eleva la incertidumbre, como las elecciones, con fundamentos económicos que en otras circunstancias habrían sido sólidos. En cambio, los diferenciales de Argentina habían permanecido elevados por un período sostenido. Tercero, los diferenciales no pueden traducirse directamente en una probabilidad implícita de *default*, ya que también incluyen las expectativas con respecto a la magnitud del mismo. Por lo tanto, es importante considerar no solo los diferenciales sino también otros indicadores a fin de determinar las opiniones del mercado.

FMI mismo, en el informe del personal técnico del FMI no se examinaron los siguientes aspectos:

- Las consecuencias para el futuro financiamiento por parte del FMI de continuar apoyando la estrategia recomendada. Era necesario indicar, en primer lugar, cuánto más financiamiento “puente” se requeriría del sector oficial si la comunidad internacional iba a asistir a Argentina hasta que retornase la confianza y por fin se reactivase el crecimiento.
- Los riesgos y costos de las diversas alternativas. No se analizó cuál debía ser el siguiente paso, aunque era seguro que la continuación del programa, con los desembolsos programados, era el escenario menos probable. Como resultado, el Directorio no podía determinar si la estrategia recomendada era efectivamente la menos costosa y menos arriesgada, y solo podía elegir entre la opción de apoyar un programa con baja probabilidad de éxito o retirar el apoyo en su totalidad, desencadenando, por ende, un desplome inmediato, con altos costos y pocas ideas acerca de la estrategia a seguir posteriormente. Al igual que en mayo, no se discutieron los costos de suministrar un nuevo respaldo destinado a postergar el *default* y la devaluación.
- Las conclusiones de la visita del personal técnico que se había producido poco antes de la reunión del Directorio, que confirmaba que la estrategia recomendada ya se dirigía hacia el probable fracaso.

178. El Directorio tampoco desempeñó activamente su función de supervisión para salvaguardar los recursos del FMI. El informe del personal técnico dejó en claro que, según varios indicadores, el desembolso del tramo de US\$5.000 millones haría de la exposición crediticia del FMI frente a Argentina una de las más arriesgadas de su historia.<sup>101</sup> El informe no incluía la habitual expresión de confianza del personal técnico en la capacidad de las autoridades para rembolsar los fondos al FMI. No obstante, apenas unos pocos directores expresaron inquietudes con respecto a la salvaguardia de los recursos del FMI en sus declaraciones, pese al hecho de que ninguno de ellos estaba enterado del acuerdo al que había llegado la gerencia y el Ministro Cavallo acerca de la necesidad de que Argentina considerase una estrategia alternativa y la discutiese con el FMI cuando el nivel de las reservas llegara a un nivel inferior al de los créditos otorgados por el FMI. Una pregunta específica formulada por uno de los dos directores que se abstuvieron de votar sobre este punto quedó sin respuesta y el Directorio no la volvió a considerar.

---

<sup>101</sup> En el informe del personal técnico del FMI se señala que el servicio de la deuda proyectada frente a la institución llegaría al 34% del total del servicio de la deuda del sector público en 2002 (20% en 2003), y al 23% de las exportaciones en 2002 (12% en 2003). Las relaciones servicio de la deuda/exportaciones superaban ampliamente las que se registraron en cualquier otro caso anterior de crisis de cuenta de capital. Los porcentajes de servicio de la deuda frente al FMI con respecto al total del servicio de la deuda del sector público fueron superiores únicamente en los casos de Corea y Rusia, donde, sin embargo, nunca excedió del 7% de las exportaciones.

## D. Situación Inconclusa de la Quinta Revisión, diciembre de 2001

### Antecedentes

179. Para fines de octubre de 2001, era obvio que el aumento de recursos del acuerdo *stand-by* y la política de déficit cero no habían logrado producir el esperado círculo virtuoso que vigorizaría las finanzas públicas, reduciría las tasas de interés y lograría la recuperación económica. La economía argentina siguió deteriorándose en casi todos los sentidos, previéndose que en 2001 el PIB se contraería un 4½% y con una situación fiscal que para fines de septiembre era de un 3% del PIB más débil que lo originalmente programado. Los diferenciales de interés se habían ampliado a niveles extraordinariamente elevados, alcanzando 2.000 puntos básicos para fines de octubre. Sin embargo, incluso en esta etapa, el personal técnico del FMI continuó aceptando la renuencia de las autoridades a discutir abiertamente marcos alternativos de política.<sup>102</sup>

180. El 1 de noviembre de 2001, las autoridades argentinas anunciaron—nuevamente sin consulta previa al FMI—un nuevo conjunto de medidas destinado a dar un impulso decisivo a la competitividad por medio de incentivos tributarios<sup>103</sup> y lograr progresos adicionales en la consolidación de la solvencia fiscal, incluyendo un canje de deuda en dos fases, el cual fue caracterizado como “ordenado” en lugar de “voluntario.” La Fase I del canje de deuda estaba dirigida principalmente a los acreedores internos e involucraba el canje de créditos antiguos por préstamos garantizados al gobierno federal a tasas de interés sustancialmente menores y vencimientos más largos, con la garantía de los ingresos generados por el impuesto a las transacciones financieras, mientras que la Fase II estaría dirigida a los acreedores internacionales, de acuerdo con las convenciones internacionales.<sup>104</sup>

---

<sup>102</sup> A fines de octubre, cuando los departamentos que realizaron la revisión eran generalmente “de la opinión de que era improbable que las autoridades pudieran comprometerse a aplicar un conjunto creíble de medidas que fueran suficientes”, WHD temía las consecuencias de que pudiese filtrarse la información y no consideró prudente incluir en las instrucciones al jefe de la misión el mandato explícito de considerar marcos alternativos de política con las autoridades. Contra la recomendación de esos departamentos (especialmente FAD y PDR), la gerencia respaldó la postura circunspecta de WHD.

<sup>103</sup> Para entonces, no cabían dudas de que el TCER se había apreciado desde principios del año, pero desconocemos si el personal técnico del FMI o las autoridades hicieron esfuerzo alguno por calibrar los planes de competitividad con el fin de evaluar en qué medida compensaban la apreciación del tipo de cambio. El personal técnico criticó correctamente estas medidas por su costo fiscal, pero en la medida en que las mismas equivalían a admitir que Argentina tenía un problema de competitividad, es probable que también socavaran la confianza en la paridad cambiaria.

<sup>104</sup> El enfoque en dos fases se adoptó por dos razones. En primer lugar, un canje de deuda de acuerdo con las convenciones internacionales requeriría mucho más tiempo. En segundo lugar, el sistema bancario nacional y los fondos de jubilaciones necesitaban protegerse de una posible pérdida de capital resultante de la reestructuración coercitiva de la deuda. En todo caso, la Fase I se completó el 13 de diciembre, por un monto de alrededor de US\$42.000 millones (o sea el 34%), pero la Fase II, que debía completarse a mediados de enero de 2002, se vio superada por los acontecimientos y nunca se llevó a cabo. El personal técnico del FMI tenía serias

(continued)

181. El mismo día, en respuesta a una solicitud de la gerencia, el personal técnico delineó su propia “estrategia preferida”, la cual comprendía: (i) un nuevo ajuste fiscal para asegurar el cumplimiento de la política de déficit cero; (ii) una reestructuración adecuadamente integral de la deuda que involucraba una reducción del valor presente neto de alrededor del 40%; (iii) la dolarización uno a uno (suponiendo que fuera la preferencia de las autoridades), y (iv) la amortización de los desembolsos del SCR según el calendario obligatorio y el desembolso total de los saldos no girados en el marco del acuerdo *stand-by* (o sea, US\$9.000 millones). En la práctica, este enfoque pasó a ser irrelevante por el inesperado anuncio de las autoridades.

182. El 2 de noviembre, en su comunicación al Directorio, el personal técnico caracterizó al conjunto de medidas anunciado por las autoridades el día anterior como “no congruente con la realidad fiscal”. Consideraba que el canje de deuda propuesto, aunque poco claro en esta etapa, corría un gran riesgo de ser rechazado por los mercados y de ocasionar una corrida bancaria. El personal técnico señalaba además que no se podría asegurar la sustentabilidad a menos que las provincias y el gobierno federal llegaran a un acuerdo sobre un nuevo mecanismo de coparticipación de ingresos fiscales, el cual hasta entonces no se había alcanzado, violando la condicionalidad del programa (además de los requisitos constitucionales). Los directores hicieron preguntas pero no ofrecieron orientación específica en cuanto a la estrategia a seguir, aprobando implícitamente la posición de la gerencia, que se comunicó a las autoridades, de que el siguiente desembolso del FMI dependería de que concluyera satisfactoriamente la quinta revisión y hubiese pleno acuerdo sobre un programa para 2002 y el presupuesto de 2002.

183. A fines de noviembre se produjo una nueva corrida bancaria en la que en tres días se perdieron más de US\$3.600 millones en depósitos, llevando a US\$15.000 millones la disminución acumulada desde el comienzo del año (o el 20% de los depósitos totales). El 1 de diciembre, el gobierno aplicó amplios controles sobre las transacciones bancarias y cambiarias, estableciendo limitaciones a los retiros de depósitos y la compra de moneda extranjera para viajes y transferencias al exterior. Mientras tanto, a fines de noviembre llegó a Buenos Aires una misión con el objeto de llevar a cabo negociaciones para concluir la quinta revisión. Durante esas negociaciones, se hizo evidente que la evaluación del equipo técnico del FMI difería considerablemente de la de las autoridades en cuanto a las perspectivas de alcanzar las metas fiscales.

### **La decisión y el período posterior**

184. El 5 de diciembre, poco después de que el Ministro Cavallo declarara que las negociaciones con el FMI “iban bien”, el FMI emitió un comunicado de prensa en el que se indicaba que la misión que regresaba ese día a Washington había llegado a la conclusión de que en ese momento no podía completarse la quinta revisión del acuerdo *Stand-By*, lo que

---

reservas acerca de esta estructura, por la cuestión de la equidad de trato a los acreedores que planteaba y por la posibilidad de que condujera a una mayor erosión de la confianza de los inversores.

también significaba que no se desembolsaría el tramo programado de US\$1.300 millones. El mismo día, la gerencia informaba al Directorio que no podía recomendar la conclusión de la quinta revisión porque la meta del déficit fiscal de US\$6.500 millones para 2001 probablemente se excedería en un monto de US\$2.600 millones, y las proyecciones para 2002 mostraban una gran brecha de financiamiento, a pesar de la exitosa conclusión de la Fase I del canje de deuda. Según los apuntes informales de la reunión, los directores enfatizaron que el FMI no debería abandonar a Argentina. Respondiendo a las preguntas de los directores sobre los pasos siguientes, la gerencia indicó que el FMI continuaría trabajando con las autoridades en un programa sostenible dentro del marco de política existente.

185. El 8 de diciembre, el personal técnico del FMI se reunió con el equipo económico argentino en Washington “para avanzar en la especificación de la magnitud del esfuerzo fiscal requerido para proporcionar la base” para completar la revisión “en el marco del actual acuerdo *stand-by*” y analizar un conjunto de medidas de estímulo de los ingresos y recorte de gastos que reduciría la brecha financiera a US\$10.000 millones en 2002–04. Los funcionarios de WHD comentaron a la gerencia que “[reunir] el apoyo requerido para aplicar las medidas fiscales necesarias sería una tarea difícil en cualquier circunstancia, y mucho más difícil en las actuales.” En una nota de fecha 10 de diciembre enviada a la gerencia, FAD expresaba, con el amplio respaldo de PDR y RES, serias dudas acerca de la calidad y la credibilidad de ese programa fiscal,<sup>105</sup> y aconsejaba que no se completara la revisión en ese contexto, mientras reconocía al mismo tiempo que probablemente no fuera factible un ajuste fiscal adicional.

186. Mientras tanto, en Argentina se intensificó la “fuga hacia la calidad” dentro del sistema bancario y comenzaron a surgir manifestaciones masivas de protesta contra las políticas económicas del gobierno, en particular contra la congelación de los depósitos (el “corralito”). Esto dio lugar a la declaración del estado de emergencia el 19 de diciembre, y a las renuncias subsiguientes del Ministro Cavallo y del Presidente De la Rúa, a quien lo sucederían cuatro presidentes en un período de apenas unos 10 días (véase la cronología de los hechos en el Apéndice IX). La gerencia solicitó la opinión de directores representantes de los países del G-10. El consenso fue que el FMI tendría que esperar hasta que asumiese el mando un nuevo gobierno con el cual pudiesen iniciarse conversaciones para encontrar una solución integral a mediano plazo, la cual incluyese un plan para recapitalizar al sistema bancario. Aparentemente no se trataron propuestas específicas con respecto a las opciones clave en materia de políticas, aunque hubo un debate general sobre las opciones de régimen cambiario que tenían las autoridades, concretamente, la flotación o la devaluación acompañada de la dolarización.

187. Por su parte, el personal técnico había comenzado a delinear con cierto detalle los principales elementos de un programa que pudiera ser respaldado por un nuevo acuerdo

---

<sup>105</sup> FAD señalaba en particular que el programa que estaba negociándose incluía ambiciosos supuestos sobre el crecimiento del PIB, las ganancias de la administración tributaria, la elasticidad de los ingresos y la sustentabilidad de los drásticos cortes de salarios y jubilaciones a mediano plazo.

*stand-by* a tres años, el cual suponía apoyo financiero adicional de la comunidad oficial. Los principales elementos del programa contemplado incluían: un nuevo régimen cambiario (devaluación y dolarización o flotación); una combinación de ajuste fiscal permanente y alivio de la deuda que a mediano plazo hiciera sostenibles las finanzas públicas; una estrategia acordada para fortalecer al sector bancario, incluida la eliminación gradual de las restricciones sobre los retiros de depósitos; reformas estructurales para respaldar el ajuste fiscal, y asistencia financiera de la comunidad internacional con el fin de aumentar las reservas internacionales, restablecer la confianza y, en caso de que se optara por la dolarización, proporcionar liquidez al sistema bancario. En cada uno de estos aspectos se proponían medidas específicas.

188. El 23 de diciembre, el Presidente Rodríguez Saa, el segundo presidente que siguió a Fernando de la Rúa, declaró el *default* parcial de la deuda externa argentina. A principios de enero de 2002, Eduardo Duhalde, el cuarto presidente, dio por terminado el régimen de convertibilidad y lo reemplazó por un régimen de tipo de cambio doble que consistía en un tipo fijo de 1,40 pesos argentinos por dólar de Estados Unidos para el comercio exterior y un tipo de cambio de mercado libre. Inmediatamente después, el FMI envió a Buenos Aires a un alto funcionario para averiguar las intenciones inmediatas de las autoridades y comunicarles que, a fin de iniciar las discusiones de un nuevo programa respaldado por el FMI, sería preciso continuar trabajando y aclarar las definiciones en cuatro aspectos: el nuevo régimen cambiario (enfaticando que el FMI no podía respaldar un sistema de tipo de cambio doble), el presupuesto, el costo de la reestructuración bancaria, y la modalidad y la situación de la Fase II del canje de deuda. Estos elementos se refinaron luego en una carta de la Primera Subdirectora Gerente, que posteriormente se publicó en la prensa argentina.<sup>106</sup>

189. Estos acontecimientos se analizaron en una reunión informal del Directorio que tuvo lugar el 11 de enero de 2002, en la que los directores aprobaron—a posteriori—las iniciativas de la gerencia y expresaron su decidida disposición a respaldar al país. Varios directores instaron al personal técnico a que iniciara inmediatamente las negociaciones, con el fin de evitar el círculo vicioso de esperar, ver la situación económica deteriorarse aún más, y perseguir una meta movible al diseñar un nuevo programa. Las notas del personal técnico a la gerencia indican que estaban claramente conscientes de ese riesgo, subrayando la falta de preparación de las autoridades para enfrentar la situación, su excesivo optimismo y el hecho de que parecían estar “pensando en una solución a medida que se presentaban los hechos”. En la práctica, sin embargo, la realidad política solo dejó la opción de esperar que las autoridades tomaran sus propias decisiones. Las decisiones de política que se adoptaron en

---

<sup>106</sup> Según los informes de prensa (así como la referencia hecha en una reunión informal del Directorio), la carta parece haber enfatizado cinco requisitos previos para una exitosa negociación del programa: (i) la existencia de un tipo de cambio unificado, o alternativamente, un plan para unificar el régimen cambiario; (ii) un ancla creíble para la política monetaria; (iii) una política fiscal creíble, incluida la reforma de las relaciones entre el gobierno federal y las provincias; (iv) un plan claro con respecto a la reestructuración bancaria y empresarial, y (v) un acuerdo con una mayoría de acreedores sobre la reestructuración de la deuda, teniendo en cuenta la necesidad de igualdad de tratamiento.

las dos semanas siguientes, sin consultar con el FMI, incluyeron especialmente la de convertir a pesos los activos y pasivos bancarios denominados en dólares a tasas asimétricas, infligiendo un daño irreversible al sector bancario y asegurando prácticamente que se materializara el peor escenario posible, ya que no pudo acordarse un nuevo programa hasta un año después.

### **Evaluación general**

190. Para diciembre de 2001, era obvio para la mayoría de los observadores que no podría evitarse una devaluación del peso y una reestructuración integral de la deuda que redujera su valor presente neto, y que ningún programa sería sostenible si las autoridades argentinas no estaban dispuestas a considerar estas opciones. En estas circunstancias, la decisión de no concluir la revisión estaba bien fundada. Sin embargo, cabe preguntarse si el retiro del apoyo del FMI pudo haberse manejado mejor con el fin de contener el impacto final de la crisis.

191. Como se señaló anteriormente, la labor analítica realizada en julio de 2001 por el grupo de trabajo sobre Argentina había previsto con notable exactitud la forma en que se desenvolvería la crisis. El personal técnico sabía que, a menos que pudiera persuadirse a las autoridades argentinas de ese momento de que actuaran en forma preventiva, se produciría una crisis de gran envergadura en un entorno de dislocación política, la cual podría conducir a errores de política, los cuales agravarían aún más el costo de la crisis. Sin embargo, frente a una creciente inestabilidad social y política, el FMI no formuló un enfoque alternativo ni insistió en que se discutieran las opciones con las autoridades. Las conversaciones mantenidas con un integrante de la gerencia revelan que el FMI informó repetidamente a las autoridades argentinas que deberían formular una alternativa, pero ello no produjo un enfoque integral que pudiera respaldarse con financiamiento adicional.

192. El resultado fue que finalmente la crisis estalló en la forma prevista. Las evaluaciones contenidas en los memorandos internos indican claramente que, para fines de octubre, el personal técnico y la gerencia estaban convencidos de que sería muy improbable que se concluyese la quinta revisión en las condiciones imperantes. Sin embargo, ese punto de vista no se comunicó con claridad a las autoridades, permitiéndoseles que realizaran desesperados esfuerzos por salvar lo que para entonces ya era obviamente insostenible, en vez de enfrentar la realidad y trabajar con el FMI en busca de una solución que fuese la menos perjudicial. Después de la decisión de no concluir la revisión, el FMI no tuvo un impacto significativo sobre las decisiones fundamentales que se adoptaron inmediatamente después de abandonar la convertibilidad. Un plan contingente factible que pudiera utilizarse para respaldar al país durante el doloroso cambio de régimen podría haber producido un resultado menos traumático. El costo de la crisis habría sido igualmente elevado, pero las discusiones sobre diversas alternativas de salida podrían haber reducido los riesgos de las opciones de política que agravaron una situación que de por sí ya era difícil.

## **E. Proceso Decisorio**

193. El examen de las decisiones del FMI sobre Argentina en 2001 revela ciertas características del proceso decisorio durante situaciones de incertidumbre que, si bien son específicas de este episodio, también permiten extraer lecciones relativas a la manera en que se toman las decisiones en el FMI. A continuación consideramos cinco aspectos de este proceso: (i) organización interna de los funcionarios para la gestión de una crisis; (ii) planificación para contingencias; (iii) relación con las autoridades; (iv) gestión de riesgos financieros y (v) participación del Directorio Ejecutivo.

### **Organización interna de los funcionarios para la gestión de crisis**

194. En la segunda mitad de 1999, el FMI sentó las bases para la gestión de crisis estableciendo un “grupo de trabajo para Argentina,” integrado por funcionarios de alto nivel de departamentos clave (WHD, PDR, FAD, MAE y RES), al que se le encargó la tarea de supervisar la labor analítica relacionada con Argentina. Entre julio de 1999 y diciembre de 2001, el grupo de trabajo supervisó la producción de más de 40 notas analíticas, las cuales se centraron principalmente en estudiar las repercusiones que tendrían distintos marcos de políticas para Argentina. A fines de 2000 se inició un proceso de informes diarios con el objeto de vigilar los indicadores económicos y financieros fundamentales. Inicialmente, este proceso estuvo a cargo del personal técnico de PDR para fines departamentales internos, pero posteriormente se amplió incorporando comentarios y recomendaciones de funcionarios de WHD y los informes se distribuyeron a funcionarios de alto nivel de otros departamentos. La Primera Subdirectora Gerente también participó activamente en toda la labor relacionada con Argentina.

195. Estos mecanismos aseguraron que (i) pudiera contarse con la experiencia de toda la institución para resolver los aspectos críticos y (ii) se llevara a cabo un activo debate interdepartamental sobre dichos aspectos, mediante el cual pudieran expresarse diferentes opiniones y hacerlas del conocimiento de la gerencia en forma transparente.<sup>107</sup> Si bien la estructura de estos mecanismos fue totalmente apropiada, el proceso no funcionó en dos facetas importantes. En primer lugar, solo se les prestó limitada atención a algunos aspectos críticos, como por ejemplo si el país enfrentaba una crisis de liquidez o de solvencia, si el tipo de cambio era o no sostenible y, lo que es más importante, qué medidas prácticas debían adoptarse si fracasaba la estrategia preferida. En segundo lugar, el FMI nunca llegó a una conclusión definitiva sobre aspectos que eran objeto de un acalorado debate interno, como la evaluación de los méritos del megacanje o, más importante, el tipo de régimen cambiario que debería promoverse para reemplazar un mecanismo tipo caja de conversión.

---

<sup>107</sup> Aunque en algunos casos los diferentes departamentos expresaron puntos de vista opuestos sobre ciertos aspectos (como el megacanje de junio de 2001), en los aspectos más fundamentales de diagnóstico (como la sobrevaluación de la moneda) y las medidas requeridas (concluir o no una revisión), las divisiones solían presentarse entre los técnicos de un *mismo* departamento.

### **Planificación para contingencias**

196. La planificación para contingencias, o sea de un curso de acción alternativo en caso de que fracase la estrategia en curso deberá ser un elemento crítico de la gestión de la crisis. En un contexto de crisis, la planificación debe comprender cuatro componentes: (i) determinar el marco alternativo de política que las autoridades deberán adoptar si fracasa la estrategia vigente; (ii) determinar las medidas prácticas que deberán adoptar el FMI y la comunidad internacional para respaldar esa estrategia con el fin de maximizar sus posibilidades de éxito y minimizar el costo para el país; (iii) determinar la base sobre la cual se determinará el fracaso de la estrategia fracasa y la necesidad de modificar el enfoque antes de que se materialice una crisis en toda su magnitud, y (iv) transmitir eficazmente esta evaluación a las autoridades. El FMI dedicó significativos recursos analíticos para considerar diferentes contingencias (en su mayor parte en el primer componente), pero los otros elementos más prácticos de la planificación contingente recién se abordaron en forma significativa cuando el proceso ya estaba muy avanzado.

197. La tarea analítica que se llevó a cabo con el fin de identificar cursos alternativos de acción para las autoridades produjo resultados cada vez más rigurosos y fundamentados a partir de fines de 2000, pero tuvo escaso valor operativo para la toma de decisiones, por tres razones. En primer lugar, el componente más importante de la planificación para contingencias—la determinación de las medidas prácticas que el FMI y la comunidad internacional deberían adoptar en caso de que fracasara la estrategia—no se abordó hasta diciembre de 2001, cuando ya era prácticamente seguro que estallaría una crisis. En segundo lugar, incluso cuando el personal técnico comenzó a analizar en forma rigurosa la viabilidad de la estrategia que estaba aplicándose y la forma en que podría desarrollarse la crisis, no examinó con la suficiente anticipación las medidas que podrían aplicarse para “limitar el daño”. En tercer lugar, y ello reviste un carácter más crítico, estos análisis no fueron compartidos con las autoridades ni, en general, con el Directorio. En el caso de las autoridades, esto reflejó una natural renuencia a considerar cualquier estrategia alternativa que involucrara reestructurar la deuda o modificar el régimen cambiario. En el caso del Directorio, parece haber reflejado la preocupación de que pudiera filtrarse información sobre la discusión abierta de estrategias alternativas y que esto mismo provocará una crisis.

198. Los esfuerzos analíticos del FMI parecen haberse visto entorpecidos por una excesiva deferencia por la firme autoría del régimen cambiario por parte de las autoridades y por la conclusión, a la que se arribó incluso ya durante los análisis preliminares que se realizaron a principios de 1999, de que el abandono de la convertibilidad involucraría enormes riesgos y costos. Igualmente, hasta finales del segundo trimestre de 2001, la consideración de escenarios creíbles de reestructuración de la deuda se vio obstaculizada en gran medida por el reconocimiento de que una operación “coordinada” podría provocar una corrida bancaria y obligar a modificar el régimen cambiario.<sup>108</sup> A pesar del marco de Praga de septiembre de

---

<sup>108</sup> La experiencia de Uruguay en 2002 habría de demostrar posteriormente que esta premisa no era necesariamente correcta.

2000, de hecho no se había sugerido abiertamente una modalidad práctica para la participación involuntaria del sector privado y el papel que desempeñaría el FMI en el proceso. Existían algunos precedentes—Rusia, Ucrania y Pakistán—pero en ese momento la mayoría de los técnicos del FMI consideraban—quizá con cierta justificación—que la magnitud de la situación argentina impedía que se aplicaran las lecciones extraídas de la experiencia. Más importante fue el hecho de que la falta de una clara modalidad para poner en práctica el marco de Praga impidió que el FMI asumiera un papel activo en el proceso. Si bien cada crisis de deuda es diferente y ninguno de los precedentes constituía una modalidad que se ajustara cabalmente al caso argentino, la magnitud de los intereses en juego en Argentina habría justificado una mayor creatividad y una actitud más activa por parte del FMI, utilizando la experiencia previa como punto de partida (como en efecto se hizo posteriormente en 2002 en el caso de Uruguay).

### **Relación con las autoridades**

199. Si bien en el primer año del acuerdo *stand-by* las autoridades habían formulado políticas económicas en estrecha colaboración con el personal técnico del FMI, dicha cooperación fue menor a partir de mayo de 2001. En primer lugar, el Ministro de Economía comenzó sistemáticamente a adoptar iniciativas de política no contempladas en el programa negociado con el FMI—y con frecuencia incompatibles con el espíritu del programa—sin consultarlas previamente (véase el Recuadro 3.3). En segundo lugar, el personal técnico encontró prácticamente imposible mantener una buena interacción con las autoridades con respecto a planes contingentes hasta fines del tercer trimestre de 2001.<sup>109</sup>

200. Tres factores parecen explicar las razones por las que el FMI aceptó una relación tan ineficaz con las autoridades del país.

- En primer lugar, el FMI, tras haber sido ampliamente criticado después de la crisis de Asia oriental por haber impuesto su voluntad a los países miembros, estaba interesado en promover en la medida de lo posible la identificación del país con el programa. El programa argentino contaba indudablemente con el pleno respaldo de las autoridades<sup>110</sup> y, en el clima imperante en ese momento, eso se percibía como un factor positivo. Cuidadoso de mantener la credibilidad de su propio mensaje en favor

---

<sup>109</sup> Recién después de septiembre comenzó a tener lugar cierto intercambio de puntos de vista, a un nivel de trabajo, sobre estrategias alternativas. El propio Ministro de Economía, sin embargo, no participó en esas discusiones hasta noviembre, cuando se había deteriorado aún más la calidad del diálogo. A estas alturas, se produjo un buen número de comunicaciones a través de cartas formales, en las que el Ministro de Economía instaba al Director Gerente a que enviara una misión, y el Director Gerente se dirigía al Presidente argentino explicándole por qué no lo hacía. El deterioro de la calidad del diálogo entre ambas partes reflejó en cierta medida la creciente brecha en la percepción acerca de las medidas que debían adoptarse.

<sup>110</sup> La decidida identificación del país con el régimen, sin embargo, ocultaba diferencias cada vez más marcadas dentro del equipo económico argentino a medida que se intensificó la crisis.

de la identificación de los países con los programas, el FMI consideró que no podía permitirse criticar un programa con el que las autoridades estaban tan identificadas.

- En segundo lugar, la gerencia y el Directorio temían sobre todo que la falta de respaldo público a las medidas anunciadas por las autoridades pudiera, por sí misma, provocar una crisis de confianza. Ello implicaba considerar que los mercados verían las medidas desde una óptica menos negativa si éstas parecían contar con el respaldo del FMI. Sin embargo, la información obtenida de los agentes de mercado durante las entrevistas llevadas a cabo por el equipo de evaluación no indicó que eso haya ocurrido realmente. Por el contrario, los agentes de mercado quedaron desconcertados por la reacción del FMI.
- Por último, la gerencia y el Directorio parecen haber esperado que las firmes declaraciones en el Directorio o en ocasionales intercambios directos con las autoridades serían suficientes para persuadirlos de que modificaran su actitud. Si bien esta posición es congruente con la práctica habitual del Directorio, obviamente careció de realismo en este caso.

### **Recuadro 3.3. Medidas Anunciadas o Adoptadas Durante 2001 sin Consulta Previa con el FMI**

**28 de marzo:** El Ministro Cavallo anunció un programa económico que comprendía un impuesto a las transacciones financieras, modificaciones en otros impuestos y aranceles, y “planes de competitividad” sectoriales.

**9 de abril:** Se permitió que los bancos incluyeran títulos públicos por hasta 2.000 millones de pesos argentinos con el objeto de satisfacer los requisitos de liquidez.

**16 de abril:** El Ministro Cavallo envió al Congreso una ley que modificaba la ley de convertibilidad cambiando el ancla monetaria por una canasta integrada por el euro y el dólar en igual ponderación.

**2 de mayo:** El Ministro Cavallo propuso un “megacanje”, en virtud del cual los inversores intercambiarían bonos próximos a su vencimiento por bonos nuevos con vencimiento más largo.

**15 de junio:** El Ministro Cavallo anunció un paquete de medidas comerciales y tributarias, entre ellas un mecanismo de compensación comercial para los exportadores e importadores de bienes no energéticos, que en la práctica equivalía a una devaluación del peso por la vía fiscal.

**11 de julio:** El Ministro Cavallo anunció un “plan de déficit cero” destinado a eliminar el déficit del gobierno federal a partir de agosto de 2001.

**1 de noviembre:** Las autoridades anunciaron un nuevo paquete de medidas, que incluía un canje de deuda, un nuevo conjunto de planes de competitividad, un reintegro de los pagos del IVA sobre las transacciones realizadas con tarjetas de débito, y una reducción temporal de las contribuciones de los empleados a la seguridad social.

**23 de noviembre:** El Banco Central anunció un tope efectivo a las tasas de los depósitos, mediante la imposición de un requisito del 100% de liquidez sobre los depósitos que pagaran una tasa de interés superior a un punto porcentual por encima del promedio de todos los bancos locales.

**1 de diciembre:** Las autoridades introdujeron amplios controles sobre las transacciones bancarias y cambiarias, incluida la fijación de un límite semanal de US\$250 a los retiros de las cuentas bancarias individuales, prohibiendo a los bancos otorgar préstamos en pesos, e introduciendo restricciones cambiarias para viajes y transferencias al exterior.

## Gestión del riesgo financiero

201. Para enero de 2001, el FMI había incrementado su exposición a niveles que obviamente ponían en duda la capacidad de pago del país.<sup>111</sup> No obstante, continuó comprometiendo recursos adicionales hasta el punto en que el volumen del crédito otorgado a Argentina se incrementó en forma alarmante, sin tener en cuenta el riesgo financiero que estaba asumiendo. Hasta cierto punto, la concentración del riesgo crediticio es inevitable en el caso de un prestamista como el FMI, el cual otorga crédito durante situaciones de crisis, y parte de ese riesgo está protegido por el carácter preferente del reembolso del crédito del FMI. Aún así, dentro de la institución no se prestó suficiente atención al riesgo financiero,<sup>112</sup> lo que hizo que no se aprovechara la experiencia pertinente en las críticas decisiones que estaban adoptándose. En particular, en el grupo de trabajo sobre Argentina no participó ningún representante del Departamento de Tesorería (TRE, que recientemente cambió su nombre a Departamento Financiero).<sup>113</sup>

202. Si antes del aumento de enero de 2001 se hubiera realizado un análisis de riesgo, se habría puesto de manifiesto que la posición general de liquidez del FMI permanecería expuesta a la Argentina por un largo período de tiempo, tanto en términos de créditos pendientes de reembolso como de cargos proyectados. En caso de que no se reembolsara el capital, los saldos precautorios no serían suficientes para cubrir el monto total de atrasos que podría surgir, poniendo en peligro la capacidad del mecanismo de distribución de carga vigente para compensar la pérdida de ingresos resultante. En el caso de Argentina, el riesgo era excepcional, no solo por los montos de los préstamos, sino también porque la exposición crediticia del FMI probablemente se mantendría elevada por un prolongado período.<sup>114</sup>

---

<sup>111</sup> En comentarios escritos en enero de 2000 sobre el diseño del acuerdo *stand-by* de marzo de 2000, TRE había señalado que “es motivo de primordial preocupación la capacidad de Argentina para reembolsar al FMI, en vista del proyectado incremento de las necesidades de obtención de préstamos externos y el alto nivel del servicio de la deuda externa (como porcentaje de las exportaciones)”. Este comentario se refería al compromiso de solo DEG 5.400 millones (en comparación con DEG 17.500 millones después del segundo aumento).

<sup>112</sup> En el segundo quinquenio de los años ochenta se incrementaron mucho el número y el volumen de los atrasos con el FMI, lo que a principios de los años noventa condujo al fortalecimiento de los procedimientos sobre debida diligencia en la evaluación de la capacidad de los países miembros para reembolsar al FMI. Estos procedimientos contribuyeron a que a fines de los años noventa se redujera sensiblemente el número y el volumen de los atrasos cuando—como se señala en el informe de OEI sobre uso prolongado de recursos del FMI (OEI, 2002)—las evaluaciones sobre la capacidad de amortización se convirtieron en ejercicios pro forma.

<sup>113</sup> TRE no tuvo oportunidad de expresar las reservas que podría haber tenido sobre el riesgo financiero a través del proceso normal de revisión. Sin embargo, hasta muy recientemente su concurrencia no era necesaria en las instrucciones a las misiones, las cartas de intención y otros documentos que se presentan a la gerencia, de manera que las reservas que podría haber expresado habrían tenido limitada repercusión. En cualquier caso, en 2001 TRE no expresó reservas a través del procedimiento establecido.

<sup>114</sup> Este análisis está contenido en un informe al Directorio preparado en septiembre de 2003 por PDR y el Departamento Financiero (FIN). En términos generales, el análisis llegaba a las mismas conclusiones expresadas aquí.

203. El hecho de que el personal técnico no hubiese realizado un análisis de riesgo, y obviamente que no lo hubiese compartido con el Directorio, probablemente contribuyó al hecho de que muchos directores ejecutivos no se mostrasen mayormente preocupados por el riesgo financiero que resultaría de una mayor concesión de préstamos a Argentina. No obstante, llama la atención el reducido número de directores que expresaron inquietud por este aspecto en las deliberaciones del Directorio, especialmente considerando que no había condicionalidad con respecto a las reservas internacionales netas (en función de lo que se consideraba un mecanismo viable de caja de conversión) y dado que el informe del personal técnico de septiembre de 2001 no incluía la indicación estándar acerca de la capacidad del país para cumplir sus obligaciones financieras con el FMI.

### **Participación del Directorio Ejecutivo**

204. El Directorio Ejecutivo participó activamente en la situación argentina. Además de las reuniones formales para aprobar las revisiones del programa, entre diciembre de 2000 y enero de 2002 el Directorio se reunió informalmente 16 veces para analizar el caso argentino. Sin embargo, en la práctica, el Directorio, como institución, desempeñó un limitado papel en el aporte de sugerencias y recomendaciones, no solo en los detalles específicos del diseño del programa (como es habitual) sino también en la estrategia general para el país. Esta evaluación, sin embargo, puede no aplicarse a algunos directores o grupos de directores que pueden haber tenido acceso a información intercambiada entre la gerencia y sus respectivas autoridades fuera de los canales internos establecidos. El análisis se centra en este caso en el papel formal del Directorio dentro del proceso decisorio formal del FMI.

205. Hubo varias razones que explican el limitado papel que el Directorio Ejecutivo desempeñó en la consideración de estrategias alternativas en lo referente a Argentina. En primer lugar, el Directorio contó con una muy limitada anticipación, si es que la tuvo, para tratar los asuntos sometidos a su consideración, en parte por los cambios constantes de la situación, pero también porque en la mayoría de los casos la gerencia convocó a una reunión del Directorio en una etapa avanzada del proceso decisorio, e insistió en que inmediatamente después de la reunión se diera a conocer al público una declaración que indicara en términos generales el sentido de la decisión. Así ocurrió en el caso de las decisiones sobre aumentos de recursos (en diciembre de 2000 y agosto de 2001), y en varias oportunidades en que la gerencia se vio obligada a adoptar una posición sobre un determinado anuncio de política de las autoridades en el segundo y tercer trimestres de 2001. Los directores expresaron reservas sobre el proceso, pero no se opusieron. La decisión crítica de no concluir la quinta revisión en las condiciones existentes, aunque fue tomando forma durante el mes de noviembre, solo fue notificada al Directorio el 5 de diciembre, el mismo día en que se dio a conocer al público, habiendo aquel recibido escasas indicaciones previas de que la decisión estaba gestándose.

206. En segundo lugar, casi todos los directores parecieron estar dispuestos a aceptar un proceso decisorio que no daba lugar a opciones, en virtud del cual la única alternativa posible era aprobar la propuesta de la gerencia o asumir la responsabilidad de desatar una crisis financiera. En un entorno de esta naturaleza, la decisión se inclinaba inevitablemente en

favor de respaldar al país, independientemente de las posibilidades de éxito de la estrategia propuesta. Un proceso en el cual se hubiera permitido al Directorio optar entre varias estrategias para respaldar a un país probablemente habría producido un resultado más equilibrado. La única ocasión en que se presentó una opción de este tipo fue en agosto de 2001, cuando el Director Gerente indicó al Directorio que debía elegir entre tres posibilidades. Sin embargo, los beneficios y los costos de estas opciones no se analizaron en profundidad, y la única opción presentada con cierto detalle fue la preferida por la gerencia.

207. En tercer lugar, la mayor parte del Directorio también pareció estar dispuesto a dejar importantes interrogantes sin respuesta. Por ejemplo, en muy pocos casos los directores hicieron preguntas críticas como “¿cuál sería la estrategia de salida del FMI?”, o “¿existe un plan contingente si la estrategia actual no funciona?”. Cabe señalar que los directores no aprovecharon el período que habitualmente transcurre entre el anuncio público y la aprobación formal del Directorio para dar más solidez a la decisión, por ejemplo, solicitando mayores salvaguardias para los recursos del FMI o una mayor labor analítica del personal técnico. Es cierto que en cada reunión formal del Directorio varios directores preguntaron si existían planes contingentes. Pero en todos los casos, la gerencia contestó que se estaba trabajando a nivel del equipo técnico y que, en vista de la sensibilidad del tema, sería mejor no discutir tales opciones en el Directorio. En la práctica, la labor que estaba llevándose a cabo solo abordó parcialmente los temas pertinentes, y para cuando el Directorio tuvo conocimiento de esa labor, ya era demasiado tarde.<sup>115</sup>

208. En cuarto lugar, cuando los informes del personal técnico no eran completamente francos acerca de las perspectivas y los riesgos involucrados, como fue el caso de la mayoría de las decisiones adoptadas en 2001, los directores ejecutivos inevitablemente carecieron de una base firme para exigir respuestas a los interrogantes más críticos.

209. Por último, la inherente asimetría del proceso limitó necesariamente la capacidad del Directorio para ejercer una estricta supervisión en la decisión de diciembre de 2001: no se requiere la aprobación formal<sup>116</sup> del Directorio cuando el Director Gerente decide no concluir la revisión de un programa. Como se señaló, en el caso de Argentina, la gerencia no hizo participar al Directorio en la toma de esta decisión.<sup>117</sup>

---

<sup>115</sup> En la reunión del Directorio sobre la tercera revisión del acuerdo *Stand-By*, celebrada en mayo de 2001, ningún director reaccionó incluso cuando el representante del personal técnico admitió que “en el actual sistema monetario y cambiario, no existe un plan contingente.”

<sup>116</sup> Legalmente, el Directorio puede decidir completar la revisión de un programa incluso si el Director Gerente no lo recomienda, y en teoría los miembros del Directorio podrían tomar la iniciativa de incluir la decisión en el temario del Directorio y someterla a votación. Ello nunca ha ocurrido en la práctica.

<sup>117</sup> El 2 de noviembre se convocó a una “reunión informal restringida del Directorio” mientras se seguía debatiendo a qué decisión se iba a llegar. Los apuntes informales de la reunión indican que no se trató la opinión de la gerencia respecto a si concluir o no la quinta revisión.

210. Hay quienes sostenían que esas deficiencias en el seguimiento que hace el Directorio de las decisiones de la gerencia reflejan un conflicto inherente de intereses para la mayoría de los directores ejecutivos. Los que representan a los países prestatarios tienden a solidarizarse con otros prestatarios y se muestran reacios a desafiar a la gerencia para no poner en peligro las posibilidades de recibir respaldo cuando sea necesario. Los que representan a los principales países industriales necesariamente actúan de acuerdo con los parámetros determinados por sus autoridades fuera del Directorio en su interacción directa con la gerencia. Es comprensible la renuencia a discutir aspectos muy delicados en el Directorio, cuando existe el riesgo de que se filtre información. No obstante, pasar por alto al Directorio atenta contra su función en la institución, y debilita la transparencia y la rendición de cuentas en el proceso de toma de decisiones del FMI.

211. La medida en que las decisiones sobre aspectos críticos de los programas se adoptan únicamente dentro del Directorio, y con base en plena información y participación de todos los directores, constituye uno de los aspectos clave de la gestión del FMI. Los accionistas de la institución son gobiernos soberanos, y es inevitable, y también no impropio, que den a conocer a la gerencia sus puntos de vista. Ello tiende a condicionar las decisiones de la gerencia cuando los accionistas en cuestión representan o están en condiciones de movilizar una mayoría. Los documentos a los que tuvo acceso la OEI no indican el grado en que eso ocurrió en el caso de Argentina. Sin embargo, una amplia gama de funcionarios y otras personas entrevistadas consideran que las decisiones sobre Argentina se vieron influenciadas por presiones externas.<sup>118</sup> Pero no es fácil determinar en qué consistieron tales presiones o si fueron o no inapropiadas. Como se señaló anteriormente, las expectativas que se habían suscitado entre los agentes de mercado restringieron el proceso decisorio dentro del FMI. En cuanto a la presión política, ésta es difícil de definir. Ciertamente, la mera expresión de preferencias por parte de un gobierno accionista no puede calificarse de presión política, y el aspecto clave es determinar si la gerencia adoptó las decisiones bajo su propia responsabilidad. Los miembros de la gerencia que participaron en el proceso han indicado a la OEI que se responsabilizan plenamente de todas las decisiones críticas que les correspondieron, independientemente de los deseos de los principales accionistas.

#### IV. LECCIONES DE LA CRISIS ARGENTINA

212. En este último capítulo, basado en los dos anteriores, se resumen las principales conclusiones de la evaluación y se presentan las 10 lecciones que el FMI puede extraer de estas conclusiones. Por último, en este capítulo se presentan 6 conjuntos de recomendaciones.

---

<sup>118</sup> Por ejemplo, la revisión interna del papel del FMI en la crisis argentina señala que “el FMI cedió a presiones externas, políticas y de mercado, favorables a que se continuara prestando asistencia, a pesar de las serias dudas sobre la sustentabilidad fiscal y externa” (PDR, 2003, pág. 72).

## A. Principales Conclusiones

213. A continuación se resumen las principales conclusiones de la evaluación, agrupadas en tres secciones: (i) panorama general de la crisis; (ii) supervisión y diseño de los programas en el período anterior a la crisis, y (iii) gestión de la crisis.

### Panorama general de la crisis

214. **El catastrófico derrumbe de la economía argentina en 2001–02 refleja el hecho de que las autoridades argentinas encargadas de formular las políticas no adoptaron las medidas correctivas necesarias con suficiente antelación. El FMI por su parte, respaldado por sus principales accionistas, también falló al no solicitar oportunamente que se dejara de respaldar una estrategia que, tal como se estaba implementando, era insostenible.** A medida que se profundizaba la crisis, el FMI no logró convencer a las autoridades de elaborar una estrategia alternativa que ayudara a mitigar los costos últimos de la crisis, aunque inevitablemente estos costos habrían sido altos.

215. El régimen de convertibilidad fue una respuesta eficaz ante la realidad económica de principios de los años noventa, cuando una década de deficiente gestión económica que había destruido la demanda de moneda nacional por parte del público. Sin embargo, el éxito de este régimen en poner fin a la hiperinflación, facilitar una vigorosa recuperación a principios de los años noventa, sobrellevar la crisis mexicana de 1995 y promover un crecimiento económico pujante en 1996–98 ocultó sus vulnerabilidades potenciales a mediano plazo. Existieron factores favorables que permitieron que el régimen de tipo de cambio sobreviviera durante varios años sin verse sometido a duras pruebas. La situación cambió en 1998–99, cuando Argentina se vio sacudida por una serie de *shocks* adversos, entre ellos la devaluación del real brasileño, una fuerte reducción de los flujos de capital hacia los mercados emergentes, el fortalecimiento del dólar de Estados Unidos y el alza de las tasas de interés internacionales, factores que, en su conjunto, provocaron una reducción permanente del tipo de cambio real de equilibrio de Argentina.

216. Hubiese sido difícil hacer frente a *shocks* de esa naturaleza en todo momento, dadas la rigidez del tipo de cambio fijo y la inflexibilidad a la baja de los salarios y precios internos. En la práctica, los *shocks* se produjeron en un momento en que la situación fiscal se deterioraba de manera constante y el saldo de la deuda pública aumentaba continuamente. Aún más grave, casi el 90% de la deuda estaba denominada en monedas extranjeras, lo cual planteaba dudas acerca de la capacidad de Argentina para atender el servicio de la deuda y exacerbaba la vulnerabilidad a fluctuaciones de los tipos de cambio reales de equilibrio. El consiguiente aumento de las primas de riesgo soberano, en un entorno en que el crecimiento económico seguía siendo muy bajo, creó una dinámica de endeudamiento sumamente desfavorable. La situación política interna también influyó en la evolución de la crisis, ya que la expansión del gasto público en 1998–99, impulsada por motivos electorales, agravó la fragilidad fiscal, y las divisiones en el gobierno de coalición que asumió el poder a fines de 1999 desestabilizaron la confianza de los inversores nacionales e internacionales en la capacidad de Argentina para tomar decisiones difíciles.

217. **Hacia finales de 2000, cuando la recesión en curso y la discordia política interna ya habían hecho que Argentina perdiera acceso a los mercados internacionales de capital, el país se enfrentaba a la vez a un problema cambiario y a un problema de sustentabilidad de la deuda,** pero carecía de la cohesión política para hacer frente a la situación de manera decidida. El FMI procuró prestar asistencia a Argentina en enero de 2001 aumentando el monto del acuerdo *Stand-By*, partiendo de la suposición de que la crisis era fundamentalmente una crisis de liquidez y que cualquier problema de sustentabilidad de la deuda o del tipo de cambio aún era manejable. Se consideraba que el financiamiento oficial, conjugado con medidas suficientes en el frente fiscal, catalizaría los flujos privados con relativa rapidez y reactivaría el crecimiento económico.

218. **El programa de enero de 2001 fue, por consiguiente, optimista desde un principio, y de hecho los compromisos asumidos en el marco del programa no se implementaron en su totalidad. Específicamente, pronto se hizo evidente que no se cumplirían las metas fiscales.** La disposición del FMI a concluir la revisión del programa en mayo de 2001 pese a que Argentina no había cumplido las metas fiscales, cuando todo indicaba que el efecto catalítico no se produciría, permitió a las autoridades argentinas aplicar una serie de medidas no ortodoxas y desesperadas para “apostar al rescate”. Muchos funcionarios del FMI expresaron internamente su desacuerdo con esas medidas, pero en público el FMI respaldó a Argentina<sup>119</sup> ante el temor de que actuar de otra manera significara el estallido inmediato de la crisis. En septiembre de 2001 se aprobó un nuevo aumento del monto del acuerdo *stand-by*, a lo cual se sumaron esfuerzos ineficaces y conceptualmente errados para promover una reestructuración voluntaria de la deuda sin que se creara un marco sostenible para la política económica. Esto no logró restablecer la confianza y solo permitió que la crisis se prolongara indefinidamente.

219. En retrospectiva, los esfuerzos del FMI por resolver la crisis adolecieron de una grave deficiencia. En cada uno de los momentos de decisión en el período 2000–01, la gerencia y el Directorio Ejecutivo del FMI consideraron que los costos de reemplazar un régimen de política económica que era poco sostenible por otro más sostenible a largo plazo pero que crearía trastornos masivos a corto plazo, eran excesivamente altos, por lo cual optaron por ganar tiempo hasta que las circunstancias mejorasen. Efectivamente, los costos de un cambio de régimen habrían sido muy altos, independientemente del momento en que se produjera. En la práctica, probablemente los costos finales se hayan incrementado debido a que Argentina perdió credibilidad, se redujeron aún más las reservas internacionales, se forzó al sector bancario a asumir un mayor volumen de deuda pública, se incrementó el retiro de depósitos, y la deuda del país frente al FMI aumentó en el contexto de una disminución del producto.

---

<sup>119</sup> Por ejemplo, con ocasión de la reunión del CMFI en abril de 2001 el Director Gerente expresó: “A nuestro juicio el enfoque adoptado por el Ministro Cavallo, particularmente en lo que respecta a la ley de competitividad, es correcto”. Véase la transcripción de la conferencia de prensa del 27 de abril de 2001.

220. El objetivo de la estrategia seguida en 2001 fue reducir al mínimo los costos de la crisis, no solo para la economía argentina sino también para el sistema financiero internacional y el FMI. En efecto, el contagio de la crisis argentina fue limitado, pero es imposible precisar con cierto grado de certeza si la falta de contagio fue el resultado directo de la forma en que el FMI manejó la situación de Argentina. Sin embargo, parece probable que el hecho de que la crisis argentina viniera prolongándose por tanto tiempo—y el hecho de que hacia el final hubiese sido ampliamente anticipada por los operadores del mercado—haya sido el principal factor que explica por qué el contagio no fue mayor. No obstante, los costos para el FMI fueron considerables. El respaldo financiero brindado vinculó inevitablemente al FMI, ante los ojos del público, con las políticas no ortodoxas seguidas por las autoridades del país; su reiterada disposición a respaldar dichas políticas y a ampliar el uso de la discrecionalidad más allá de los límites establecidos para el acceso a sus recursos dieron lugar a que se interpretara que el FMI no actuaba con imparcialidad frente a sus países miembros.<sup>120</sup> Para el propio FMI la concentración del riesgo de crédito también aumentó, aunque en cierta medida esto es inevitable tratándose de un prestamista que actúa en situaciones de crisis. Un último aspecto, no por ello menos importante, es que se ha puesto en tela de juicio la función catalítica que pueda haber tenido en el pasado el financiamiento del FMI, dado que el respaldo en gran escala ya no se ve como una señal de que se están aplicando políticas sustentables.

### **Supervisión y diseño de los programas en el período anterior a la crisis**

221. El FMI desempeñó un papel constructivo en la primera mitad de la década de los noventa, cuando su respaldo dio credibilidad a los planes de estabilización y reforma estructural de Argentina. Aunque inicialmente el FMI se mostró escéptico con respecto a las posibilidades de éxito del plan de convertibilidad, apoyó a las autoridades nacionales en su compromiso de aplicar medidas de política económica en respaldo de dicho plan, mediante dos acuerdos de financiamiento sucesivos. **El FMI identificó correctamente los posibles puntos vulnerables inherentes al régimen de convertibilidad para un país como Argentina y señaló la necesidad de la disciplina fiscal y la flexibilidad del mercado laboral como elementos esenciales para mantener dicho régimen. El FMI impulsó la adopción de medidas correctivas, tanto a través de su labor de supervisión como en la formulación de los programas, pero estos esfuerzos tuvieron un grado de éxito dispar y su impacto se fue diluyendo con el tiempo a medida que se fue desvaneciendo el compromiso político para llevar a cabo el ajuste necesario.** El FMI también suministró asistencia técnica en respaldo de reformas fiscales estructurales, entre ellas las encaminadas a mejorar la administración tributaria. Este respaldo resultó justificado en los primeros años, ya que el sistema político permitió mejorar sustancialmente el desempeño fiscal.

---

<sup>120</sup> Estas opiniones se recabaron en entrevistas personales, incluso con funcionarios técnicos del FMI y algunos directores ejecutivos ante los cuales las autoridades nacionales expresaron directamente esta percepción. El equipo evaluador no está en condiciones de determinar el alcance de esta percepción.

222. Sin embargo, hubo deficiencias en el análisis fiscal realizado por el FMI durante este período. Se sobredimensionó el rendimiento fiscal, debido a que no se tomaron debidamente en cuenta los gastos extrapresupuestarios, mientras que se subestimaron las repercusiones fiscales adversas de la reforma de la seguridad social. Una de las piezas faltantes fueron las finanzas de las provincias. Debido a limitaciones de información y restricciones jurídicas, el FMI no pudo ejercer presión en favor de una mayor disciplina fiscal y reformas fiscales estructurales en las provincias. Estas deficiencias fueron comprensibles, dados los conocimientos profesionales existentes en ese momento, los instrumentos analíticos disponibles y la insuficiencia de datos. Sin embargo, considerando el gran interés que el FMI tenía en juego en Argentina, el personal técnico de la institución debería haber analizado con mayor profundidad qué consecuencias tendría en la sustentabilidad de la deuda una evolución económica considerablemente menos favorable.

223. **En los años que siguieron a la crisis de México, el enfoque del FMI parece haber cambiado. Si bien siguió haciendo hincapié en la importancia del ajuste fiscal y la reforma estructural, el FMI reiteradamente pasó por alto las deficiencias en este campo.** Se otorgaron varias dispensas por la inobservancia de los criterios de ejecución en materia fiscal, y se toleró la inobservancia al permitir que los acuerdos en situación irregular vencieran para reemplazarlos por otros, cuando lo correcto hubiese sido poner fin a la relación que se mantenía con Argentina a través de los programas. Consideradas en su conjunto, **esta serie de decisiones permitieron a las autoridades posponer las medidas de política económica necesarias, a la vez que ligaron la credibilidad del FMI a políticas que eran inadecuadas para hacer frente a los problemas que había que resolver en el momento.** Más aún, el FMI, en lugar de hacer hincapié en las políticas necesarias para que el régimen cambiario elegido fuera viable, comenzó a respaldar el propio régimen cambiario. De hecho, el FMI elogió públicamente la convertibilidad como un ejemplo de régimen de caja de conversión, la única variedad de tipo de cambio fijo que es fundamentalmente sostenible en un mundo de alta movilidad del capital.

224. **La experiencia de Argentina ilustra los problemas que se plantean cuando el país adopta y hace suyas políticas deficientes o inconsistentes.** Durante la vigencia de la convertibilidad, todas las decisiones clave de política económica se adoptaron a iniciativa de las autoridades argentinas. Entre estas decisiones se incluyen la elección de un régimen cambiario semejante a una caja de conversión, el programa integral de desregulación y privatización y vastas reformas introducidas en el sector financiero. El problema fue que, si bien todas las principales figuras políticas declaraban su aval a la política de tipo de cambio fijo, **el consenso político para aplicar las necesarias políticas de apoyo en el plano fiscal y estructural se fue debilitando progresivamente.** Ya en 1993, debido a la resistencia política se modificó significativamente la reforma del sistema de seguridad social, con lo cual los déficit fiscales aumentaron en lugar de desaparecer. La reforma del mercado laboral se inició en 1991, pero posteriormente fue aplazada en reiteradas oportunidades. A partir de 1996, y sobre todo en 1999, la competencia electoral provocó un debilitamiento de la disciplina fiscal en el gobierno federal y en las provincias, frenó el ritmo de las reformas estructurales y, en algunos casos, se retrocedió en el camino recorrido en este campo. Todos

estos factores deberían haber proporcionado al FMI sobradas razones para poner fin a sus programas con Argentina.

225. Ante una combinación de políticas cada vez más inconsistente, el FMI no ejerció presión para que se modificara el régimen cambiario hasta que fue demasiado tarde. Modificar la paridad era una decisión políticamente difícil, y es posible que la recomendación de adoptar esa medida no hubiera sido aceptada. **En retrospectiva, hubiese sido mejor presionar para que el cambio se realizara mucho antes en la década de los noventa. Una posición clara con respecto a la necesidad de una salida del régimen hubiese creado el marco para los posteriores intercambios de opiniones con las autoridades del país.** Incluso después de iniciada la crisis en 2000, la estrategia del FMI prácticamente no se modificó. Esto se debió a dos factores:

- La cultura del FMI desalentaba el cuestionamiento del régimen de tipo de cambio elegido por el país miembro, pese a que desde finales de los años noventa se insistía, al brindar orientación a los funcionarios técnicos de la institución, en la importancia de que, en el contexto de la supervisión bilateral, se suministrara a los países asesoramiento franco sobre la política cambiaria.<sup>121</sup>
- El FMI carecía de un concepto para analizar la sustentabilidad del tipo de cambio desde una perspectiva a futuro y no utilizó los mejores instrumentos analíticos. En el mejor de los casos, el personal técnico del FMI examinó las mediciones habituales del tipo de cambio real basadas en la evolución histórica de los precios, y llegó a la conclusión de que el tipo de cambio real estaba, como máximo, moderadamente sobrevaluado a finales de la década de los noventa. No obstante, un análisis más profundo y sistemático de las condiciones que enfrentaba Argentina habría llevado a la conclusión de que, en 2000, el tipo de cambio fijo aplicado por el país no podría mantenerse por mucho tiempo.<sup>122</sup>

---

<sup>121</sup> En un anexo del documento del Directorio sobre el examen bienal de la supervisión, realizado a principios de 2000, se mencionaba que “el FMI debería procurar por todos los medios suministrar asesoramiento claro a sus países miembros sobre la elección de su sistema cambiario ... y en el contexto de las consultas del Artículo IV debe seguir analizando con las autoridades cuáles son los requisitos para que el régimen cambiario escogido funcione con razonable eficacia en las circunstancias particulares del país en cuestión y asesorar activamente sobre la idoneidad del régimen de tipo de cambio.” También se destacaba que los directores “alentaron al personal técnico a colaborar oportunamente con los países que aplican tipos de cambio fijos en el diseño de estrategias de salida (apropiadas). Véase “Biennial Review of the Implementation of the Fund’s Surveillance and of the 1977 Surveillance Decision,” documento SM/00/40, febrero de 2000, págs. 89–92.

<sup>122</sup> Estas condiciones incluían: (i) la apreciación real observada en los años noventa; (ii) la serie de *shocks* adversos que habían golpeado a la economía desde finales de 1998; (iii) el reducido tamaño del sector de bienes transables (que requería una mayor depreciación real para un determinado *shock* externo); (iv) la gran brecha de recursos entre el persistente déficit comercial y el sustancial superávit necesario para estabilizar la relación deuda externa/PIB; (v) la elevada relación deuda externa/exportaciones; (vi) la existencia de un persistente déficit en cuenta corriente de carácter estructural (la cuenta corriente siguió arrojando déficit incluso cuando se profundizó la recesión); (vii) el poco dinamismo de las exportaciones en momentos en que las importaciones

(continued)

**226. Durante todo el período, las opiniones articuladas al interior del FMI por diferentes funcionarios y en los diversos sectores de la institución fueron dispares.**

Algunos departamentos con funciones de revisión, así como algunos funcionarios técnicos y directores ejecutivos, expresaron inquietudes en torno a la incapacidad de Argentina para mantener la necesaria disciplina fiscal y realizar las reformas estructurales requeridas en diferentes momentos. En casi todos los casos, estas opiniones divergentes fueron desoídas debido a consideraciones tales como la necesidad de mantener la influencia ante un determinado país o el deseo de preservar el efecto catalítico del sello de aprobación del FMI. Se estimó que era mejor respaldar un programa débil pero mantener la influencia que insistir en la adopción de un programa enérgico con pocas probabilidades de ser implementado, lo cual daría lugar a la suspensión del respaldo y, en definitiva, a la pérdida de influencia.

### **Gestión de la crisis**

**227. La decisión adoptada en enero de 2001 de aumentar el monto del acuerdo *stand-by* con Argentina adoleció de varias deficiencias.** Si bien se estimó que las probabilidades de que la deuda y el tipo de cambio fueran sostenibles eran suficientes como para justificar que se diera al país una posibilidad de probar el enfoque "catalítico", esta estimación no se basó en un análisis riguroso de la sustentabilidad de la deuda y el tipo de cambio ni en un examen minucioso de los diversos indicadores, muchos de los cuales mostraban signos preocupantes. El programa diseñado era apropiado para los desafíos de política económica planteados únicamente si se partía del supuesto de que Argentina se estaba enfrentando básicamente a una crisis de liquidez, y que la corrección de las políticas requerida, si bien sustancial, podía realizarse dentro de los límites del régimen vigente. **Podría sostenerse que la decisión estaba justificada en la medida en que la probabilidad de éxito no era ínfima, lo que hace difícil concluir que haya sido claramente errónea a priori. Aun así, la decisión debería haber incluido una estrategia de salida para el caso de que los supuestos no resultaran válidos y, por lo tanto, la estrategia preferida fallara.**

228. La decisión adoptada en enero de 2001, con todos sus defectos, posiblemente habría logrado restablecer la confianza si los supuestos con respecto al entorno económico externo hubieran resultado válidos (lo que no ocurrió en la práctica) y las autoridades argentinas hubieran ejecutado el programa de manera impecable (lo que tampoco ocurrió). Sin embargo, los hechos posteriores deberían haber llevado con prontitud a la conclusión de que el enfoque había fracasado en la práctica y que aumentos adicionales de recursos del FMI dentro del mismo marco de políticas no tendría probabilidades de lograr mucho y sólo servirían para ganar tiempo. Hacia el segundo trimestre de 2001, no se había realizado siquiera el modesto ajuste fiscal previsto en el programa. Dos ministros de Economía habían presentado su

---

crecían con mayor rapidez; (viii) la profundización de la recesión; (ix) la deflación requerida para lograr una difícil modificación de los precios relativos; (x) la contracción del sector afectado por la competencia de las importaciones, y (xi) las señales del mercado, que mostraban primas a término altas y crecientes, indicio de que cada vez era mayor la expectativa de los inversores de que el tipo de cambio no podría mantenerse por mucho tiempo.

renuncia y la coalición gobernante se estaba debilitando visiblemente; el nuevo equipo económico adoptó una serie de medidas sumamente polémicas y cada vez más desesperadas que erosionaron, más que fortalecieron, la confianza de los mercados y los inversores; asimismo, el Presidente del Banco Central fue reemplazado, ostensiblemente por motivaciones políticas, lo cual socavó la independencia del Banco Central.

**229. La decisión de dar por concluida la tercera revisión en mayo de 2001 y, más aún, la ulterior decisión de volver a aumentar el monto del acuerdo en septiembre de 2001 fueron cuestionables a la luz del espíritu—si no la letra—de las normas del FMI sobre el financiamiento en caso de crisis.** Específicamente, el FMI infringió sus propias declaraciones de política sobre la participación del sector privado y el servicio de complementación de reservas, porque el respaldo que brindó no se basó en un diagnóstico básico de la sustentabilidad. El diseño de los programas respaldados por cada una de estas decisiones fue inadecuado para resolver la crisis. Se esgrimieron varios fundamentos para estas decisiones, en particular la percepción de falta de alternativas creíbles, la deferencia a la determinación de las autoridades de tener éxito, y el temor de contagio y la inquietud de que pudiera interpretarse que el FMI era la causa del desmoronamiento de un país en dificultades.

230. El FMI se mostró excesivamente renuente a presionar para que se modificara el régimen cambiario debido a que consideró que las autoridades tenían un fuerte sentido de autoría del régimen de paridad fija, que por otra parte contaba con un amplio apoyo público en Argentina. Las críticas externas a la condicionalidad, a la que se tildó de injerencia excesiva, impuesta a los países afectados por la crisis de Asia oriental llevaron al FMI a actuar con excesiva deferencia cuando las autoridades adoptaban políticas que, según sabía la institución, estaban mal orientadas o eran contraproducentes. Al mismo tiempo, el FMI no asimiló oportunamente la enseñanza dejada por las crisis de Asia oriental, Rusia y Brasil, a saber, que en estos casos el enfoque catalítico solo funciona después de que se ha abandonado el régimen de tipo de cambio fijo (véase la lección 7 más adelante).

**231. No se utilizaron los instrumentos analíticos disponibles para analizar con suficiente profundidad las posibles vulnerabilidades.** Además de no haberse utilizado, como ya se mencionó, instrumentos para evaluar la sustentabilidad del tipo de cambio a largo plazo, tampoco se realizó un análisis riguroso de la sustentabilidad de la deuda.<sup>123</sup> Se debería haber sometido la trayectoria de la deuda a pruebas de esfuerzo bajo diferentes supuestos acerca del saldo primario, las tasas de interés reales, las perspectivas de crecimiento y, lo más importante, el tipo de cambio.<sup>124</sup> La falta de dichas pruebas privó al FMI de una base objetiva para recomendar un cambio radical del marco de política económica—a través de la

---

<sup>123</sup> El personal técnico del FMI explicó al equipo evaluador que había realizado análisis de este tipo para formular sus recomendaciones sobre Argentina, pero no han quedado evidencias de tal aseveración en ninguno de los memorandos o notas internos proporcionados a la OEI, y mucho menos en los informes oficiales del FMI.

<sup>124</sup> En el apéndice VI se analiza la probabilidad de que los instrumentos que se utilizan actualmente hubieran transmitido oportunamente señales de advertencia.

devaluación, la reestructuración de la deuda, o más probablemente ambas cosas—y transmitir categóricamente esta evaluación tanto a las autoridades nacionales como a sus propios accionistas. Estos factores siguieron atándole las manos al FMI durante todo el tercer trimestre de 2001, cuando las señales del mercado, incluidas las primas a término (que llegaron al 40%), indicaban inequívocamente que el tipo de cambio era insostenible.

**232. La planificación para contingencias fue inadecuada, en parte debido a que las autoridades no estaban dispuestas a considerar otros cursos de acción alternativos para el caso de que fracasara la estrategia que ellas preferían.** Si bien durante todo 2001 se destinaron considerables recursos de personal para determinar cuál sería el mejor régimen de tipo de cambio alternativo, qué alivio de la deuda sería conveniente, y cuál sería la anatomía de una eventual crisis, estos esfuerzos no se centraron en la preparación de planes con respecto a un marco de políticas alternativo que pudiera significar un régimen cambiario diferente y una reestructuración forzosa de la deuda. La alternativa habría tenido un costo muy alto, pero el daño colateral podría haberse reducido si el cambio de régimen se hubiera intentado antes y el FMI hubiera puesto a disposición recursos a tal efecto. Para preparar estos planes operativos habría sido necesario realizar dentro del FMI mayores análisis y estrechar la colaboración con las autoridades del país. En respuesta a consultas formuladas por miembros del Directorio, la gerencia indicó en todos los casos que estaba trabajando con el personal técnico en la preparación de planes de contingencia, pero esta planificación nunca avanzó demasiado debido a la reiterada renuencia de las autoridades a discutir este tema. Es comprensible que las autoridades temieran que el hecho de aparecer participando en planes de contingencia creara el riesgo de socavar la credibilidad de su compromiso con la estrategia que se estaba aplicando, pero el FMI debería haber insistido en que, como precio de su respaldo, se discutieran de manera confidencial las contingencias que podrían presentarse, y debería haber compartido con las autoridades su propio trabajo analítico y sus evaluaciones.

233. Debe reconocerse que cualquier plan alternativo para manejar la crisis también habría entrañado grandes costos, aún en la hipótesis más optimista, y no hay seguridades de que hubiera recibido el necesario aval de la mayoría de los accionistas y la cooperación de las autoridades. Pero el hecho de que no haya habido ninguna discusión al respecto restringió las opciones a disposición de los órganos decisorios del FMI a respaldar un programa insostenible o abandonar a un país miembro en serias dificultades. Como resultado, los recursos del FMI se utilizaron para respaldar un régimen económico que era cada vez más insostenible. En lugar de financiar la fuga de capitales y dejar que Argentina atravesara un difícil período de seis meses de deflación y pérdida de producción, los recursos disponibles podrían haberse utilizado para aliviar los inevitables costos de la transición a un nuevo régimen, al evitar un reajuste excesivo del tipo de cambio y reducir al mínimo la compresión del crédito a que podría dar lugar.

234. ¿Cuál podría haber sido la estrategia alternativa? Este es un tema difícil, y posiblemente exceda del alcance de esta evaluación. Sin embargo, a título ilustrativo, en el Recuadro 4.1 se analiza un posible enfoque. Como ocurre con todos los análisis de escenarios alternativos, un interrogante clave es si habría sido posible movilizar el respaldo político suficiente para un plan de esa naturaleza, especialmente si se hubiera adoptado en

#### **Recuadro 4.1. ¿Cómo y Cuándo Podría Haberse Adoptado un Enfoque Alternativo?**

En cualquier otra estrategia que se pudiese haber adoptado tendrían que haberse incluido elementos esenciales como una devaluación y la reestructuración de la deuda<sup>1</sup>. Sin una devaluación, la reestructuración de la deuda no hubiera sido posible ni creíble. En primer lugar, los *shocks* externos fueron grandes y el ajuste necesario de los precios externos y relativos fue sustancial. Segundo, una reestructuración obligatoria de la deuda habría provocado una corrida contra la moneda. Tercero, todos los intentos de evitar modificar el régimen cambiario en las últimas crisis habían fracasado.

Por lo tanto, la cuestión central hubiera sido cómo reducir al mínimo el costo inevitablemente alto de tal estrategia, en el que están incluidos: (i) los problemas para atender al servicio de la deuda, debido a la fuerte depreciación, para los sectores con un gran volumen de pasivos en moneda extranjera, y las consiguientes presiones sobre el sistema bancario; y (ii) los efectos en el balance de los bancos como consecuencia de la devaluación y la reducción del valor presente neto de la deuda pública. En esas circunstancias, incluso si una moratoria hubiese podido evitar que los tenedores de títulos de deuda interna se deshicieran de ellos masivamente (lo que más tarde habría dado lugar a una reestructuración de la deuda), de todas maneras se habría producido un pánico bancario y una corrida contra la moneda, cuyo reajuste muy probablemente hubiera sido excesivo al dejarla flotar. Estos acontecimientos habrían causado bancarrotas generalizadas, una compresión del crédito y una fuerte contracción de la actividad económica.

El orden de magnitud y las complicaciones que se presentaron en Argentina fueron tales que las dificultades para formular una estrategia alternativa fueron mayores que en ninguno otro caso. Más aún, no pueden ignorarse las consecuencias políticas de la trayectoria a través de la cual el país llegara a una estrategia alternativa. Aunque es evidente que un fuerte liderazgo político a favor de una tal estrategia habría ayudado a reducir su posible costo, ello era improbable dada la situación imperante. Por consiguiente, es bastante probable que una situación en la cual algunos grupos en Argentina hubieran considerado la estrategia de devaluación/reestructuración de la deuda como una imposición del FMI habría estado asociada con una mayor alteración política y con decisiones de política de corto plazo que hubieran empeorado la situación. En otras palabras, bien pudo haber ocurrido que el FMI no tuviese la posibilidad de tomar ninguna medida viable para adoptar una estrategia alternativa que tuviese sentido. Pero esa posibilidad no es una justificación adecuada para dejar de pensar en una solución, ni mucho menos para no diseñar y fomentar activamente otro posible plan de acción.

Teniendo presente estas advertencias, la estrategia alternativa habría reunido algunas de las características del enfoque adoptado en Pakistán, Uruguay o Ucrania, donde se mantuvo el valor nominal de la deuda, se prorrogaron los vencimientos y se fijó un tope a la tasa de interés de las nuevas deudas por debajo de las tasas del mercado. Incluso si los problemas de Argentina hubiesen justificado una mayor reducción de la deuda, es probable que los recortes efectuados en una etapa inicial hubieran sido menores de lo que fue necesario cuando se produjo el desplome económico y financiero. Para Argentina reviste especial interés como modelo el enfoque adoptado en Uruguay en 2002, en el cual el FMI ofreció financiamiento excepcional (694% de la cuota) para respaldar los esfuerzos de las autoridades encaminados a lograr un verdadero alivio de la deuda tras la transición a un régimen de flotación. En ese caso, la reestructuración de la deuda que tuvo lugar a principios de 2003 se tradujo en una reducción del 20% del valor presente neto de la deuda pública, permitiendo que Uruguay se mantuviese al corriente de sus reembolsos durante todo el período de las negociaciones<sup>2</sup>. La reestructuración de la deuda fue coordinada pero voluntaria, y se realizó en el marco de un programa coherente e integral de reformas económicas respaldado por el FMI. Sin embargo, el hecho que los acreedores estuviesen dispuestos a adoptar este enfoque en Uruguay fue, en parte, consecuencia de lo que ocurría en Argentina.

#### **Recuadro 4.1. ¿Cómo y cuándo podría haberse adoptado un enfoque alternativo? (conclusión)**

Asimismo, el plan debería haber incluido una renovación coordinada de las líneas interbancarias, ya que la reducción del riesgo internacional a que estaban expuestos los bancos nacionales y extranjeros en 2001 fue una importante fuente de presiones sobre la moneda y las reservas internacionales -aunque no cabe duda de que los mayores riesgos de insolvencia habrían hecho un ejercicio de este tipo más complicado que, por ejemplo, en Corea-. De ser necesario, también podría haberse intentado adoptar medidas puntuales y, por ende, con menos efectos perturbadores, para hacer frente al pánico bancario y la fuga de capitales, así como ciertas restricciones a la conversión a dólares de los depósitos en pesos (en lugar de congelar los depósitos como finalmente exigió el colapso).

Aunque es imposible someter a prueba situaciones ficticias, los daños podrían haberse limitado adoptando medidas en una etapa inicial y aprovechando la protección que otorgaba el respaldo oficial. El abandono de la convertibilidad en una etapa anterior habría tenido un efecto menos perturbador que la caída libre de la moneda que se produjo cuando finalmente el abandono se realizó en forma desordenada, trayendo consigo gravísimos efectos en los balances. Para contener estos costos, parte de los recursos del FMI podrían haberse utilizado para limitar el reajuste excesivo del peso y respaldar al sistema bancario, en el contexto de un paquete de políticas creíble, aunque es sumamente difícil que la corrección no resulte excesiva bajo tales circunstancias. Tal vez hubiese sido inevitable imponer algunos controles a los capitales, pero su alcance podría haber sido mucho menor y provocado menos desórdenes que los que finalmente se aplicaron a fines de 2001 y 2002 y que dieron lugar a graves perturbaciones reales y financieras.

Habría sido difícil saber cuando intentar una estrategia alternativa de devaluación y reestructuración de la deuda. En retrospectiva, el momento ideal hubiese sido cuando aún se contaba con abundantes reservas internacionales para limitar un reajuste excesivo del tipo de cambio, los balances de los bancos y de los fondos jubilatorios aún no se habían deteriorado como resultado de la adquisición obligatoria de bonos públicos, y aún podía disponerse de suficientes recursos del FMI para reforzar las reservas y el sistema bancario, lo cual habría dado confianza al sistema y limitado la magnitud de la fuga de capitales. Estas consideraciones hacen pensar que la apreciable, aunque breve, mejora de las condiciones del mercado tras aprobarse el primer aumento de recursos, en enero de 2001, fue el momento propicio. La otra oportunidad se presentó inmediatamente después del nombramiento de Cavallo como Ministro de Economía, porque podría haberse aprovechado su credibilidad internacional y su sólido liderazgo político en el frente interno. Incluso si no se hubiese utilizado esa oportunidad, una estrategia de ese tipo posiblemente habría seguido siendo viable hasta fines de año y tenido un desenlace menos traumático que el que finalmente se produjo, pero aún así los costos habrían sido muy altos.

---

<sup>1</sup> De hecho, esa fue la opinión mayoritaria a la que finalmente llegó el personal técnico del FMI.

<sup>2</sup> Cabe señalar que el grado de dolarización de los pasivos y el riesgo que la deuda pública representaba para los bancos eran menores en Uruguay que en Argentina. En el caso de Uruguay, fue suficiente un paquete equivalente al 11% del PIB para poner fin al pánico bancario y evitar un desmantelamiento desordenado del sistema financiero mientras se coordinaba la reestructuración de la deuda y se adoptaba el régimen de flotación. Aunque Uruguay sufrió una fuerte contracción económica, el producto empezó a reactivarse el mismo año en que se efectuó el canje de la deuda (en 2003 la tasa de crecimiento del PIB fue de 1%) y pudo mantenerse una relación de cooperación con los acreedores internacionales.

circunstancias en que podría haberse acusado al FMI de empujar a Argentina a la crisis. En tales circunstancias, cualquier estrategia alternativa habría tenido costos económicos muy altos y probablemente hubiera dado lugar a considerables perturbaciones políticas. Una salida “ordenada” era probablemente imposible a esa altura, más aún teniendo en cuenta la falta de respaldo político a cualquier estrategia alternativa coherente.

235. Por consiguiente, el FMI se vio frente a la necesidad de optar entre varias alternativas sumamente dolorosas e inciertas. Con todo, una mayor planificación para hacer frente a las contingencias (con insistencia en la cooperación de las autoridades como contraprestación por el respaldo del FMI a la estrategia que ellas preferían) podría haber evitado que el FMI siguiera apoyando una estrategia inviable hasta el último momento posible. Probablemente, esto haya sido más costoso que si se hubiera intentado un cambio de estrategia mucho antes, aunque evidentemente no es posible predecir cómo habría evolucionado la situación política en Argentina frente a los intentos del FMI de forzar un cambio. En definitiva, cuando la decisión de suspender el respaldo se hizo inevitable, las autoridades (tanto las que estaban en el poder como las que reemplazaron a éstas) no tenían un plan de acción para hacer frente a las consecuencias de tal decisión. Los trastornos políticos posteriores limitaron la capacidad de la gerencia y el personal técnico del FMI para entablar con las nuevas autoridades discusiones efectivas sobre cómo controlar los daños, y las autoridades adoptaron varias decisiones de política económica que profundizaron la crisis.

236. **Si bien el Directorio Ejecutivo no contó en todos los casos con todos los elementos requeridos para tomar decisiones bien informadas, no realizó un seguimiento cabal para evitar que los recursos del FMI se utilizaran en respaldo de una política insostenible, ni ejerció plenamente su función fiduciaria de proteger el carácter rotativo de dichos recursos. En parte, esto obedeció al hecho de que el Directorio—con cierta renuencia en algunos casos—aceptó tener una participación estratégica limitada en las decisiones adoptadas por la gerencia y no recibió en algunos casos información crítica** (pese a las solicitudes esporádicas de unos pocos directores). Esto es reflejo de un problema más amplio en cuanto a la forma en que se gobierna el FMI, donde las decisiones importantes son adoptadas por los grandes accionistas fuera del Directorio Ejecutivo y, como potenciales prestatarios, los directores que representan a los países en desarrollo rara vez, si acaso alguna, cuestionan la propuesta de respaldo a un país planteada por la gerencia ante el Directorio.

## **B. Lecciones Para el FMI**

237. La experiencia de Argentina deja una serie de valiosas enseñanzas para el FMI. Muchas de ellas se relacionan con el uso prolongado de los recursos del FMI por parte de Argentina y validan la enseñanza extraída por la OEI en la evaluación anterior (OEI, 2002), que hace hincapié en la necesidad de realizar periódicamente evaluaciones estratégicas de los logros de cada programa y de los motivos que justifican que el FMI mantenga su relación con el país a través del mismo. Seguidamente presentamos otras 10 lecciones, algunas de las cuales ya han sido puestas en práctica por el FMI y han dado lugar a que mejoren las

políticas y procedimientos de la institución.<sup>125</sup> Estas lecciones se agrupan en tres temas generales: supervisión y diseño de los programas, gestión de crisis y proceso decisorio.

### **Supervisión de políticas económicas y diseño de los programas**

238. **Lección 1.** Si bien la elección del régimen cambiario corresponde a las autoridades del país, **el FMI debe ejercer una firme supervisión para velar por que el régimen escogido sea congruente con las demás políticas y se ajuste a las restricciones.** Este principio ha sido reafirmado reiteradamente por el Directorio Ejecutivo, por lo menos desde 1997, pero no fue observado en el caso de Argentina. Las crisis recientes en los mercados emergentes han demostrado que es difícil mantener un régimen de tipo de cambio fijo en un contexto de apertura de la cuenta de capital. El caso de Argentina muestra claramente que esta lección también se aplica a las paridades “rígidas”, si se carece del respaldo político necesario para aplicar las políticas que aseguren a más largo plazo la aceptación del mecanismo de ajuste. Lo sucedido en Argentina también lleva a pensar que las consideraciones políticas internas a menudo hacen difícil abandonar un régimen de tipo de cambio fijo, en los buenos tiempos o en los malos.<sup>126</sup> Es por eso que el abandono de una paridad insostenible generalmente ocurre por la fuerza de los acontecimientos, lo cual entraña costos aun mayores que si se produjera por decisión voluntaria adoptada en el momento que se considere oportuno. Parte del problema reside en que los costos y beneficios de los distintos regímenes cambiarios, sobre todo las rigurosas exigencias que impone el mantenimiento de una paridad fija, generalmente no suelen ser tema de discusión en los debates políticos internos de cada país. Es aquí donde el FMI puede desempeñar una valiosa función procurando que, en los tiempos de bonanza, tenga lugar un debate genuino sobre los costos y beneficios del régimen cambiario vigente. Esto significa que regularmente deben debatirse en profundidad estos temas con las autoridades, como parte de las actividades rutinarias de supervisión. Discutir la política de tipo de cambio cuando se está aplicando una paridad fija es de por sí un tema delicado y podría generar alarma en los mercados. Es precisamente por esta razón que las discusiones sobre este tema deben ser una actividad de rutina, que los mercados interpreten como una cuestión de procedimiento.

239. **Lección 2.** **El nivel de deuda sostenible para las economías de mercado emergentes en un contexto de apertura de la cuenta de capital puede ser más bajo de lo que se había pensado,** dependiendo de las características económicas del país. Lo ocurrido en Argentina ejemplifica un postulado que actualmente se reconoce plenamente en el FMI, el cual sostiene que la “intolerancia a la deuda” en muchas economías de mercado emergentes merece atención especial y que por consiguiente la conducción de la política fiscal debería

---

<sup>125</sup> Véase en particular el documento PDR (2003). El Directorio Ejecutivo del FMI analizó este informe el 17 de noviembre de 2003.

<sup>126</sup> En los buenos tiempos, no hay incentivo para que los políticos corran el riesgo de abandonar un régimen de tipo de cambio exitoso, sobre todo cuando goza de respaldo popular. En los malos tiempos, si la dolarización de los balances es generalizada o la exposición crediticia en moneda extranjera es elevada, los costos del cambio son tan altos que ningún político estará dispuesto a asumir el riesgo político.

tener en cuenta no sólo los desequilibrios fiscales interanuales sino también el monto global de la deuda pública. Como ya lo señaló el personal técnico del FMI (Reinhart *et al.*, 2003; FMI, 2003; PDR, 2003), el monto de la deuda puede parecer razonable en relación con otros países pero puede ser demasiado elevado cuando se tienen en cuenta la moneda de denominación, la apertura del país al comercio exterior, la base de generación de recursos fiscales, la flexibilidad presupuestaria del gobierno, sus antecedentes en cuanto al incumplimiento de los pagos y la inflación, y la función asignada a la política fiscal en la estabilización macroeconómica.

240. **Lección 3. La decisión de las autoridades de dar carácter precautorio a un acuerdo plantea el riesgo de que, en la práctica, las normas para obtener respaldo del FMI se debiliten.** Aunque obviamente no es posible emitir juicios categóricos a partir de lo sucedido en un solo caso, y las políticas del FMI no efectúan distinciones de este tipo entre los acuerdos precautorios y los demás acuerdos, el hecho de que se haya dado carácter precautorio a los acuerdos del período 1997–99 fue interpretado por ambas partes como signo de poca influencia del FMI sobre las autoridades argentinas. Se consideró que el carácter precautorio del acuerdo y el hecho de que, en consecuencia, el volumen de crédito del FMI estuviera disminuyendo justificaban una condicionalidad fiscal y estructural relativamente laxa y una actitud que de manera regular toleraba los desvíos del programa. Debido al deficiente diseño del programa y a la poca firmeza en su ejecución en el contexto de acuerdos de carácter precautorio no se pudo evitar que el país aplicara políticas que resultaban insostenibles. Cuando no existe una necesidad apremiante de balanza de pagos, puede ser mejor no celebrar ningún acuerdo y someter al país a la disciplina del mercado y no a las revisiones del programa que realiza el FMI, sobre todo cuando hay dudas sobre la capacidad del país para llevar a cabo un programa de reformas enérgico. Como mínimo, no debería haberse esgrimido el carácter precautorio del acuerdo para justificar las deficiencias en el diseño del programa o los desvíos en su implementación.

241. **Lección 4. Si bien es esencial que el país se sienta dueño de los programas que serán respaldados por el FMI, esto no es suficiente, ya que pueden obtenerse resultados no deseados si lo decidido por las autoridades implica que se aplicarán políticas mal orientadas o excesivamente débiles.** La identificación del país con el programa es importante, sobre todo en ámbitos de política económica que tienen repercusiones sociales de gran alcance, pero a menudo hay una relación inversa entre el grado de identificación del país con el programa respaldado por el FMI y la firmeza de las políticas plasmadas en el mismo. Es necesario que haya una discusión franca al respecto entre el FMI y las autoridades. Una enseñanza importante que deja la experiencia de Argentina es que la fuerte identificación del país con sus políticas no debe ser un factor que disuada al FMI de dar a conocer su opinión categóricamente. El FMI deberá estar preparado a no dar su apoyo a políticas decididas por el país si las juzga inadecuadas para generar el resultado esperado, pero deberá explicar y fundamentar su decisión.

242. **Lección 5. Un desempeño macroeconómico favorable, incluso si se mantiene durante cierto período, puede ocultar deficiencias institucionales subyacentes, las que pueden convertirse en obstáculos insuperables para restablecer rápidamente la**

**confianza, si el crecimiento se ve interrumpido por acontecimientos externos desfavorables.** Esta conclusión es particularmente pertinente en el caso de los países con una historia de crisis reiteradas. En Argentina, el FMI identificó estas deficiencias de manera amplia y trató de corregirlas mediante la condicionalidad estructural y la asistencia técnica. Pese a estos esfuerzos, muchas de las deficiencias básicas de las instituciones fiscales se mantuvieron intactas, y las mismas debilidades que habían creado un ciclo repetido de incumplimiento en el servicio de la deuda e hiperinflación en décadas anteriores resultaron fatales una vez más. La crisis argentina deja la enseñanza de que es muy difícil modificar deficiencias institucionales que están muy arraigadas en el sistema político, y que no está claramente definido el papel que puede desempeñar un agente externo, como el FMI, en el proceso de reforma. Cuando los cambios, de por sí difíciles, no se producen, ni aún cuando los resultados macroeconómicos son favorables, probablemente sea contraproducente que el FMI mantenga una relación de largo plazo con el país a través de programas.

### **Gestión de la crisis**

243. **Lección 6. La decisión de respaldar un determinado marco de política económica entraña necesariamente una evaluación probabilística, pero es importante que la evaluación sea lo más rigurosa posible y que se cuente, desde un inicio, con una estrategia contingente en caso de que no se materialicen algunos supuestos críticos.** A falta de una estrategia alternativa correctamente formulada, y dado que sólo se contaba con una estrategia de salida poco definida, le tomó al FMI mucho tiempo acelerar la marcha ante la probada imposibilidad de que el programa alcanzara los objetivos establecidos. Esto dio lugar a intentos reiterados de recurrir a la misma estrategia, cuando era evidente que había fallado. Ya en el anterior informe de evaluación preparado por la OEI sobre este tema se señaló que es necesario que todo programa encaminado a hacer frente a una crisis de la cuenta de capital incluya planes de contingencia.<sup>127</sup> La otra lección que brinda lo sucedido en Argentina es que la planificación para contingencias debe incluir no sólo estrategias alternativas sino también reglas de control del daño; es decir, un conjunto de criterios para determinar si la estrategia inicial está dando resultados y que sirvan de guía para decidir cuándo es preciso cambiar el enfoque.

244. **Lección 7. El enfoque catalítico para resolver una crisis de la cuenta de capital funciona únicamente en condiciones muy estrictas.** El caso de Argentina confirma las lecciones que deja la experiencia de las demás crisis de la cuenta de capital de la última década, como lo corroboran dos recientes estudios del FMI (Cottarelli y Giannini, 2002, y Mody y Saravia, 2003). Estos estudios plantean que son varias las condiciones que se requieren para que el enfoque catalítico funcione (véase el Recuadro 4.2). Primero, las variables económicas fundamentales deben ser sólidas. Segundo, el gobierno debe gozar de credibilidad en lo que respecta a sus medidas de política y su actuación pasada, para infundir confianza en los mercados de que se atenderán debidamente sus inquietudes. Tercero, debe

---

<sup>127</sup> Véase la recomendación 3 en el informe de evaluación sobre el papel del FMI en las recientes crisis de la cuenta de capital (OEI, 2003a; pág. 53).

realizarse un análisis serio de la sustentabilidad de la deuda que muestre, con una alta probabilidad, que el país no es insolvente. Cuarto, debe considerarse, en base a una evaluación detallada, que el régimen cambiario es sostenible. Cuando hay preocupaciones válidas en torno a la sustentabilidad de la deuda y del tipo de cambio, no es razonable prever que los flujos de capital cambien voluntariamente de sentido.

#### **Recuadro 4.2. La Experiencia Acumulada con el Financiamiento Catalítico**

En las crisis financieras del pasado provocadas por grandes salidas de capital, el enfoque catalítico fracasó antes de que se impusiera al país un régimen cambiario más flexible, salvo en el caso de Argentina en 1995 (cuando las variables macroeconómicas fundamentales del país eran más sólidas que en 2000). Así sucedió incluso en los casos en que puede considerarse que el financiamiento catalítico o semicatalítico fue exitoso (por ejemplo, en México en 1995, Corea en 1998, Brasil en 1999 y 2002, Turquía en 2002–03 y Uruguay en 2002); en estos casos, el enfoque sólo funcionó después de abandonarse el régimen de tipo de cambio fijo.

En éstos y en otros casos que dieron buenos resultados, también se intentó concertar algún tipo de participación del sector privado, en lugar de recurrir a un enfoque puramente voluntario, a fin de garantizar la renovación de los créditos de los inversores extranjeros. Estos países incluyeron a Corea (donde se coordinó un refinanciamiento y posteriormente se transformaron las líneas interbancarias en instrumentos a mediano plazo), Brasil (donde el compromiso de mantener los niveles de riesgo interbancario fue respaldado por una supervisión rigurosa) y Uruguay (donde la deuda pública se reestructuró en forma coordinada). En el enfoque adoptado en Argentina en 2001 prácticamente no se previó la inclusión del sector privado ya que todos los aportes del sector se efectuaban de acuerdo con las reglas del mercado, y no eran objeto de un seguimiento cuidadoso. En definitiva, los que participaron fueron casi exclusivamente agentes internos.

**245. Lección 8. La ingeniería financiera en forma de reestructuración de la deuda voluntaria y basada en el mercado es costosa, y es poco probable que mejore la sustentabilidad de la deuda si se emprende en condiciones de crisis sin contar con una estrategia económica creíble e integral.** Una enseñanza importante de la crisis argentina (en particular del megacanje de junio de 2001) es que las operaciones de ingeniería financiera realizadas en condiciones de mercado pero que no modifican el valor presente neto de la deuda no dan buenos resultados en medio de una crisis cuando las primas de riesgo indican una alta probabilidad de incumplimiento de los pagos. Esto se debe a que dichas operaciones, por definición, se realizan a tasas de interés que son significativamente más altas que en épocas “normales”, y por lo tanto mejoran los flujos de caja a corto plazo sólo al costo de una mayor carga de servicio de la deuda. Aun cuando el problema sea únicamente de liquidez, este tipo de operaciones pueden hacer que se convierta en un problema de solvencia.<sup>128</sup> Sólo

<sup>128</sup> Como se explica en el Apéndice VIII, aunque se recurra a variantes de esta modificación voluntaria del perfil de la deuda utilizando recursos oficiales para reforzar el crédito (ya sea mediante garantías de obtener nuevos fondos, supeditadas a la adopción de determinadas políticas, como en el caso de las operaciones del Banco Mundial, o mediante el uso de los recursos del FMI, como en el caso de los US\$3.000 millones consignados para operaciones de reestructuración de la deuda cuando se aumentó el monto del acuerdo en septiembre de 2001) no se modifica el planteo básico de que cualquier reestructuración voluntaria de la deuda en condiciones

(continued)

la modalidad de reestructuración de la deuda que lleva a una reducción del valor presente neto de los pagos de la deuda o—si se cree que la deuda es sostenible—a un paquete de financiamiento en gran escala del sector oficial, podría revertir una dinámica adversa de la deuda. En cualquiera de estos dos casos, la ingeniería financiera solo puede ser una de las piezas de un marco global de políticas económicas. El hecho de que se haya recurrido con éxito a estos dos enfoques en 2002, en Uruguay y Brasil respectivamente, lleva a pensar que ya se ha asimilado debidamente esta enseñanza.

**246. Lección 9. Si se retrasa la adopción de las medidas necesarias para resolver una crisis, puede elevarse mucho su costo final.** Cuando los cambios de política económica requeridos tienen un alto costo inicial, es comprensible que las autoridades del país en cuestión opongan una resistencia sistemática al cambio y presionen para obtener mayor financiamiento oficial durante todo el tiempo posible. Análogamente, existe una renuencia natural de parte del FMI a forzar un cambio de ese tipo contra la voluntad de las autoridades. Esta renuencia refleja el temor de ser señalado como culpable de los costos de las medidas preventivas, así como la dificultad de ensamblar las piezas de un paquete de políticas alternativo. Sin embargo, cuanto más se prolongue la crisis sin que se ataquen sus causas fundamentales, mayores serán los costos probables para la economía. Esto no quiere decir que los costos puedan evitarse en su totalidad si las medidas se toman oportunamente, pero demorar las medidas probablemente dé lugar a una pérdida del producto, a mayores fugas de capital y a la erosión de la calidad de los activos en el sistema bancario. Para reducir al mínimo los costos de cualquier crisis, el FMI debe asumir un enfoque activo. Primero, debe realizar una evaluación realista de la necesidad de un cambio de política y, si considera que el cambio es necesario, debe proporcionar respaldo financiero sólo cuando el país esté en condiciones de comprometerse de manera creíble a introducir los cambios de política necesarios para asegurar la viabilidad, incluyendo, de ser necesario, el compromiso de negociar una reestructuración de las obligaciones para reducir su valor presente neto. Segundo, debe estar preparado para ayudar al país mientras pone en práctica el cambio de régimen mediante un paquete de políticas y financiamiento que reduzcan a un mínimo los costos de la transición, dado que los cambios de régimen generalmente producen grandes trastornos y crean el riesgo de desencadenar, como efectos secundarios, retiros masivos de depósitos del sistema bancario y un ajuste excesivo del tipo de cambio.

### **Proceso decisorio**

**247. Lección 10. Para reducir al mínimo los errores y aumentar la eficacia, debe mejorarse el proceso de toma de decisiones en el FMI en cuanto al análisis de riesgos, rendición de cuentas y predictibilidad.**

- En el caso de Argentina, ni los riesgos financieros para el FMI ni la capacidad del país para rembolsar sus deudas se analizaron adecuadamente de manera formal, o con

---

de crisis eleva el valor presente neto de la deuda si se lo mide utilizando las tasas de interés vigentes durante épocas normales. Por consiguiente, el uso de recursos oficiales para estos fines es necesariamente ineficiente.

la suficiente antelación como para influir en el proceso decisorio. Las normas y límites de acceso a los recursos del FMI se expresan como porcentaje de la cuota. Las discusiones internas sobre el nivel de acceso tienden, por lo tanto, a centrarse en esta métrica, y rara vez se examinan el impacto del nivel de acceso propuesto en la situación financiera del FMI o los riesgos que entraña, inclusive en el caso de grandes prestatarios como Argentina. Si se prestara mayor atención a los riesgos financieros al tomar las decisiones, probablemente se exigiría una mayor probabilidad de éxito para seguir respaldando una estrategia cuestionable en el caso de un prestatario relativamente grande. De hecho, ésta es una de las primeras lecciones de carácter operativo que se analizaron en el FMI después de la crisis argentina.

- La crisis argentina puso de manifiesto las deficiencias en el proceso decisorio en relación con: (i) el tipo de información considerada y (ii) la falta de transparencia en lo que respecta al responsable de cada decisión. El Directorio Ejecutivo, que formalmente debe rendir cuentas de sus decisiones de financiamiento, no recibe información cabal sobre todos los factores que la gerencia y el personal técnico del FMI consideran cuando formulan sus recomendaciones, lo cual se debe en parte al carácter sumamente delicado de algunos de los datos y a los temores de una posible filtración de información. Las decisiones cruciales a veces se adoptan fuera del Directorio Ejecutivo en interacciones directas entre la gerencia y los principales accionistas del FMI. Si bien los contactos informales con los principales accionistas son parte normal y necesaria de las atribuciones de la gerencia, para un manejo eficaz de las crisis se requiere que el centro donde se toman las decisiones siga siendo el Directorio, sobre la base de un análisis franco realizado por el personal técnico. De lo contrario se debilitaría la rendición de cuentas, y es más probable que las decisiones que se tomen no sean las óptimas.
- Tampoco hubo claridad en lo que respecta a las razones por las cuáles se tomaron determinadas decisiones. La falta de reglas claras llevó a que se recurriera excesivamente a la discrecionalidad, lo cual a su vez creó un entorno de gran incertidumbre e imprevisibilidad en cuanto a los pasos que daría el FMI en el futuro y alentó a las autoridades argentinas a aplicar medidas cuestionables, apostando a un rescate.<sup>129</sup> Si la toma de decisiones se ajustara a un proceso basado en reglas más claras probablemente las crisis se resolverían con mayor rapidez cuando la solución es incierta.<sup>130</sup>

---

<sup>129</sup> Algunos observadores han explicado que la falta de disciplina en la formulación de la política económica en Argentina durante 2001, incluso por parte del Congreso, fue propiciada por la sensación general de que el FMI estaba dispuesto a salir al rescate de Argentina a cualquier costo.

<sup>130</sup> No en todos los casos una regla lleva al mejor resultado. Por lo tanto, toda decisión responsable requiere cierta dosis de discrecionalidad.

### C. Recomendaciones

248. Desde la crisis argentina, el FMI ha puesto en práctica una serie de iniciativas para abordar algunos de los problemas planteados anteriormente; algunos cambios en los procedimientos y las políticas se introdujeron incluso antes de que el personal técnico de la institución comenzara a analizar sistemáticamente qué lecciones había dejado esta crisis (véase PDR, 2003). Entre dichos cambios cabe mencionar: (i) un procedimiento para sistematizar y perfeccionar los análisis de sustentabilidad de la deuda como herramienta básica de análisis; (ii) un procedimiento para realizar de manera periódica una evaluación integral ex post de las estrategias y políticas aplicadas en los países que utilizan los recursos del FMI por períodos prolongados, y (iii) un nuevo marco para la adopción de decisiones en los casos de acceso excepcional a los recursos de la institución, que establezca criterios claros para evaluar la necesidad y sustentabilidad,<sup>131</sup> evaluación de los riesgos financieros y de liquidez para el FMI, capacidad de repago, uso de mediciones alternativas para determinar el acceso, participación anticipada y más amplia del Directorio Ejecutivo, y evaluación ex post por parte del personal técnico del FMI. Si bien estas iniciativas, en caso de que se las aplique cabalmente,<sup>132</sup> podrían ser muy útiles para asegurar que no se vuelvan a repetir los errores que se cometieron en el caso de Argentina, se requieren otras medidas de refuerzo. A continuación presentamos seis conjuntos de recomendaciones a tal efecto, en relación con la gestión de crisis, la supervisión, la relación a través de los programas y el proceso decisorio.

#### Gestión de crisis

249. **Recomendación 1. El FMI deberá tener una estrategia de contingencia desde el momento en que comienza una crisis, que incluya en particular normas para “limitar el daño,”** es decir, un conjunto de criterios que permitan determinar si funciona la estrategia inicial y que sirvan de guía acerca de cuando resulte necesario cambiar de enfoque.

- La respuesta en caso de una crisis debería formar parte de una estrategia coherente que, desde un principio, incluya una formulación minuciosa de las metas, los medios para medir en qué grado se están cumpliendo estas metas, y planes alternativos (incluida una estrategia de salida en el caso de que la estrategia preferida fracase y se requiera modificar las políticas). Como elemento clave debería especificarse la forma en que se pondría en funcionamiento la estrategia de salida. Lo sucedido en Argentina lleva a pensar que, a fin de que los mecanismos previstos para limitar el daño den resultado, deben definirse con anticipación y diseñarse de manera tal que se activen

---

<sup>131</sup> Estos criterios son: (i) presiones extraordinarias sobre la cuenta de capital de la balanza de pagos; (ii) un análisis riguroso y sistemático de la sustentabilidad de la deuda que indique que hay una alta probabilidad de que la deuda siga siendo sostenible; (iii) expectativa de una pronta reanudación del acceso a los mercados privados de capital, y (iv) perspectivas razonablemente favorables en lo que respecta al diseño del programa y su implementación.

<sup>132</sup> Según los resultados de un examen de la política de acceso excepcional realizado a principios de 2004, hasta entonces el nuevo marco no se había implementado de manera consecuente.

antes de que sea inevitable una crisis propiamente dicha o las opciones clave para afrontar la crisis ya no estén disponibles.

- Éste y otros elementos pertinentes de la estrategia deberían discutirse tanto con el Directorio Ejecutivo como con las autoridades del país (aunque no necesariamente debe llegarse a un acuerdo en detalle). Sobre todo cuando se solicita un nivel de acceso excepcional a los recursos del FMI, no se debería tomar una decisión antes de que se planteen explícitamente ante el Directorio las distintas opciones y tenga lugar un análisis equilibrado de sus respectivos costos—a corto y largo plazo—y de sus probabilidades de éxito (véase la **recomendación 6**, más adelante, donde se plantea una posible modalidad para llevar a la práctica esta recomendación). Naturalmente, las autoridades serán reacias a discutir las contingencias abiertamente, por temor a que una discusión pública socave la credibilidad de su compromiso con la estrategia que están aplicando. Esto no debe impedir que el FMI proporcione a las autoridades los análisis que ha realizado en sustento de los planteamientos de contingencia.
- Debería prestarse especial atención a los riesgos financieros que plantean para el FMI las diferentes estrategias. Podría considerarse la adopción de procedimientos más estrictos de debida diligencia al analizar los riesgos y costos de las diversas alternativas cuando la exposición global o la concentración del riesgo alcanzan determinado umbral.

**250. Recomendación 2. Si se duda de la sustentabilidad de la deuda o del tipo de cambio, el FMI deberá indicar que su apoyo está condicionado a un cambio significativo de las políticas del país mientras sigue trabajando activamente con el país para propiciar el cambio.** En particular:

- Tal como indican las directrices establecidas, el FMI debería rehusarse con firmeza a otorgar préstamos en respaldo de un marco de políticas con alta probabilidad de ser insostenible o con baja probabilidad de ser implementado. Igualmente importante es que, en tales casos, el FMI tome la iniciativa de ayudar al país en su transición a un nuevo régimen, entre otras formas ofreciéndole asesoramiento sobre el régimen de transición y proporcionándole financiamiento para reducir al mínimo los trastornos y la pérdida de producto.
- En este contexto, deberá asignarse una alta prioridad a definir la función que ha de cumplir el FMI cuando un país que pide acceso excepcional a sus recursos tiene un problema de solvencia, especialmente en lo que respecta a la deuda del sector público. En la medida en que haya incertidumbre en cuanto al papel que debe desempeñar el FMI en el proceso, seguirá siendo impracticable seguir los principios del marco de Praga, reafirmados recientemente en la nueva política de acceso excepcional a los recursos de la institución. El avance en la incorporación de cláusulas de acción colectiva en las nuevas emisiones de deuda soberana y en la preparación de un código de conducta para los deudores soberanos y sus acreedores es un hecho positivo, aunque será preciso seguir trabajando en la delimitación clara

del papel que se espera que desempeñe el FMI. Es posible que haya un amplio espectro de opciones en cuanto al papel que le asigne la comunidad internacional al FMI, pero la solución debe basarse en el reconocimiento de que, en el caso argentino, la falta de un mandato claro para el FMI, cuando ya estaba claro que era improbable que la función puramente catalítica fuera suficiente, dio lugar a demoras excesivas antes de que se llegara a una solución basada en la cooperación.

## Supervisión

**251. Recomendación 3. La supervisión que ejerce el FMI deberá centrarse en la sustentabilidad del tipo de cambio y de la deuda a mediano plazo. Para alcanzar estos objetivos (que son ya parte de las políticas en vigor), el FMI debe sistematizar las siguientes prácticas:**

- Cuando un país aplica un tipo de cambio fijo, el FMI deberá perfeccionar los instrumentos utilizados para evaluar el tipo de cambio real de equilibrio, a fin de que den una mejor visión a futuro y se basen en una diversidad de criterios, incluidos los indicadores de mercado, y utilizar estos instrumentos para realizar un análisis sistemático de la sustentabilidad del tipo de cambio en cuestión, teniendo en cuenta la política macroeconómica y las limitaciones estructurales del país.<sup>133</sup> Partiendo de estos análisis, el FMI debería también participar de manera sistemática en un diálogo sustancial de política económica con las autoridades del país sobre las repercusiones del régimen en vigor para las demás políticas y sobre las estrategias apropiadas para cambiar de régimen en caso necesario. Este diálogo debería ser una actividad de rutina en el contexto de las consultas del Artículo IV. El Directorio Ejecutivo debe respaldar estas conversaciones ante las inevitables presiones políticas en contra de las mismas.
- Como parte de la supervisión debería examinarse el perfil de la deuda desde el punto de vista de la “intolerancia de la deuda,” reconociendo que el mismo saldo de la deuda en relación con el PIB puede plantear un problema serio en un caso pero no en otro, según las características de la economía y la deuda del país. En consonancia con la importancia dada al monto de la deuda, el FMI debería orientarse, en el diseño de los programas, a calibrar el déficit fiscal necesario para reducir el monto de la deuda en la magnitud apropiada, en lugar de centrarse meramente en la reducción o eliminación del déficit fiscal interanual. Dado que las metas fiscales que se fijen basándose en ese análisis deben reflejar las compulsiones de la política anticíclica, la condicionalidad fiscal debería centrarse en parte en lograr mejoras a mediano plazo. Una consecuencia importante es que los ajustes de las metas fiscales deben ser simétricos; la flexibilización de las metas en años en que el crecimiento económico resulta imprevisiblemente bajo o en años de recesión debería tener como

---

<sup>133</sup> Ya se han adoptado medidas a tal efecto.

contrapartida la disposición a establecer metas más estrictas en los años en que el crecimiento supera las expectativas.

- En todos los aspectos de la supervisión, incluidas las políticas cambiaria y fiscal, el FMI no solo debería examinar las vulnerabilidades a corto plazo; también debería adoptar una perspectiva a más largo plazo en cuanto a las vulnerabilidades que podrían aparecer a mediano plazo. En la práctica, un horizonte de tres a cinco años, por ejemplo, es más adecuado para tomar medidas correctivas.

### **Relación a través de programas**

252. **Recomendación 4. El FMI no debería iniciar ni mantener una relación a través de programas con un país cuando no haya una necesidad inmediata de balanza de pagos y existan graves obstáculos de índole política para que se realice el ajuste o la reforma estructural que se necesitan.** Es muy posible que los mercados ejerzan una mejor función disciplinaria que un programa débil al que se asigne carácter precautorio. A fin de transmitir una señal eficaz sobre la firmeza del compromiso político y la identificación interna con el ajuste de política económica o la reforma estructural que se considera crucial para la sustentabilidad a más largo plazo, la condicionalidad en los ámbitos macroeconómicos y estructurales que se consideren esenciales para lograr los objetivos del programa debería tener fuerza obligatoria, tanto en lo que respecta al diseño como a la implementación de las medidas. Asimismo, deberían darse a conocer públicamente los motivos y análisis que fundamentan dicha condicionalidad.

253. **Recomendación 5. El acceso excepcional deberá entrañar la presunción de que hay una estrecha colaboración entre las autoridades y el FMI.** Si bien se supone que esta presunción se cumple en cualquier programa, el caso de Argentina lleva a pensar que puede haber situaciones en que la extraordinaria magnitud de los riesgos en juego para el FMI den al país prestatario un mayor peso en las negociaciones. De cualquier modo, es importante que no quede ningún tema fuera del debate—incluidos los temas delicados o los temas esenciales de carácter macroeconómico—y que las autoridades no anuncien ninguna medida de política económica o compromiso del FMI más allá de los términos en vigor sin consultar previamente con la institución. Entre los incentivos para forjar una colaboración estrecha bajo circunstancias excepcionales podrían incluirse los siguientes:

- Comunicación obligatoria al Directorio de todo tema crítico que las autoridades se rehúsen a tratar con el personal técnico o la gerencia del FMI (o información crítica que se rehúsen a proporcionarles).
- Presunción de que el FMI no avalará públicamente ninguna medida o anuncio que atañe directamente al programa respaldado por la institución si no ha habido una consulta previa.

## Proceso decisorio

254. **Recomendación 6. Es preciso fortalecer el papel que le compete al Directorio Ejecutivo.** El nuevo marco establecido para el acceso excepcional a los recursos del FMI ha reafirmado el papel del Directorio Ejecutivo como centro clave para la adopción de decisiones. Para que el Directorio pueda desempeñar este papel con eficacia, deben adoptarse los procedimientos necesarios para alentar: (i) un seguimiento efectivo por parte del Directorio de las decisiones que incumban a la gerencia; (ii) el suministro de información franca y completa al Directorio acerca de todos los temas pertinentes para la toma de decisiones, y (iii) un intercambio abierto de opiniones entre la gerencia y el Directorio sobre todos los temas, incluso los más delicados. Estos procedimientos deberían abarcar los siguientes aspectos:

- a) Los miembros del Directorio Ejecutivo podrían asumir un papel más activo en su función de supervisión, entre otras formas ejerciendo su derecho a convocar una reunión de Directorio o solicitar que se incluya en el temario cualquier tema que les genere inquietud, cuando consideren que esa inquietud no ha sido adecuadamente atendida. Reconociendo que las decisiones sobre el acceso excepcional a los recursos del FMI entrañan evaluaciones difíciles sobre una diversidad de temas, sobre los cuales puede haber desacuerdo entre personas razonables, el Directorio podría plasmar formalmente el derecho de los directores a solicitar a la gerencia con antelación al debate del Directorio que el personal técnico realice análisis adicionales sobre cuestiones que consideran de importancia central para el éxito de la estrategia recomendada. Esto representaría una mejora con respecto a la práctica actual, según la cual algunos directores procuran obtener información o análisis adicionales mediante intercambios informales con altos funcionarios, que generalmente no se comparten con la totalidad del Directorio.
- b) Ocasionalmente surgen temas críticos que la gerencia o el director que representa al país en cuestión consideran demasiado delicados para que se discutan en una reunión plenaria del Directorio. En tales casos, el Directorio cede efectivamente la facultad decisoria a la gerencia o a subgrupos informales integrados por los principales accionistas, con lo cual se debilita su función de seguimiento y se menoscaba la rendición de cuentas. Para corregir este problema, el Directorio y la gerencia deben elaborar un procedimiento que (i) concilie la necesidad de confidencialidad con la necesidad de que las decisiones del Directorio se basen en información franca y completa (por ejemplo, siguiendo los lineamientos de la política actual sobre cartas anexas) y (ii) asegure que la gerencia y el personal técnico actúen con la debida diligencia para garantizar un manejo prudente de la crisis, aún cuando por consideraciones prácticas no toda la información pueda ser divulgada al Directorio. Aunque la experiencia de los últimos tiempos en lo que respecta a la participación anticipada del Directorio en el marco de la nueva política de acceso excepcional indica que se han logrado avances en este campo, sería útil adoptar nuevas medidas. Si bien escapa al alcance de esta evaluación recomendar un modelo específico, entre los posibles mecanismos podrían considerarse los siguientes:

- Establecer directrices por las cuales el Directorio pudiera autorizar explícitamente a la gerencia a no someter determinados temas a discusión en una reunión plenaria del Directorio, con la presunción de que, una vez que el tema dejara de ser delicado, la decisión de la gerencia se sometería ex post al escrutinio del Directorio.
  - Hacer extensiva a otros documentos—como los relativos a las estrategias de salida, las reglas de limitación de daños y otros asuntos contingentes—la aplicación de los procedimientos de extrema confidencialidad seguidos para la discusión de las cartas anexas en el Directorio.<sup>134</sup>
  - Como otra posibilidad, podría asignarse a un pequeño grupo de directores ejecutivos, en forma rotativa, la supervisión de la gestión de crisis. Estos representantes, que deberían reflejar de manera general la composición del Directorio, actuarían a título personal y no tendrían poder de decisión, pero actuarían como “fiduciarios” encargados de verificar que se esté considerando toda la información pertinente y que la gerencia y el personal técnico estén siguiendo los procedimientos de debida diligencia.
- c) Es clave reforzar la transparencia y la rendición de cuentas para mejorar las perspectivas de que se apliquen cabalmente las normas sobre acceso excepcional a los recursos del FMI. Por consiguiente, los informes del personal técnico relacionados con casos de acceso excepcional deberían publicarse con prontitud, y debería establecerse la presunción de que todos los casos de acceso excepcional estarán sujetos a una evaluación independiente ex post.

Está de más decir que estas iniciativas tendrán éxito solo en la medida en que los accionistas del FMI—sobre todo los principales—respalden colectivamente la función del Directorio como centro principal para la adopción de decisiones y afirmen su respaldo a la transparencia y la rendición de cuentas como principios rectores de su actuación.

---

<sup>134</sup> La experiencia indica que la política sobre cartas anexas, si bien no es perfecta, al menos ha logrado preservar la confidencialidad.

## ACUERDOS DE FINANCIAMIENTO DEL FMI CON ARGENTINA, 1991–2002<sup>1</sup>

### Acuerdos *Stand-By* y Acuerdos Ampliados

(Millones de DEG)

	Aprobación del Directorio	Caducidad o cancelación	Monto convenido	(Porcentaje de la cuota)	Monto girado	Monto pendiente
Acuerdo <i>stand-by</i>	29-VII-1991	30-III-1992	780	70,1	439	0
Acuerdo ampliados	31-III-1992	30-III-1996	4.020	361,2	4.020	683
Acuerdo <i>stand-by</i>	12-IV-1996	11-I-1998	720	46,8	613	0
Acuerdo ampliados	4-II-1998	10-III-2000	2.080	135,3	0	0
Acuerdo <i>stand-by</i>	10-III-2000	23-I-2003	16.937	800	9.756	9.015
<i>De los cuales:</i>						
Servicio de complementación de reservas	12-I-2001	11-I-2002	6.087	287,5	5.875	5.134

### Desembolsos y Reembolsos Anuales

(Millones de DEG)

	Desembolsos	Reembolsos	Cargos pagados
1991	293	724	174
1992	585	638	127
1993	1.155	275	147
1994	612	290	142
1995	1.559	319	181
1996	548	297	186
1997	321	348	201
1998	0	484	195
1999	0	602	144
2000	1.588	970	148
2001	8.168	928	327
2002	0	574	523
2003 <sup>1</sup>	973	849	128

Fuente: FMI.

<sup>1</sup> Al 31 de marzo de 2003.

### ARGENTINA Y EL FMI HASTA 1991

1. Argentina empezó la década de 1990 habiendo experimentado resultados económicos decepcionantes por un largo período. Desde aproximadamente 1975 hasta 1990 inclusive, el país padeció una elevada inflación y un estancamiento económico general. Rara vez la inflación fue inferior al 100% y hubo episodios de hiperinflación, destacándose los de 1985 y 1989–90. El PIB real de 1990 era inferior en un 6% al de 1974. En este período, la orientación general de la política económica fue aislacionista e intervencionista, aunque hubo intentos ocasionales de adoptar políticas más favorables al mercado.
2. En los años ochenta estallaron dos crisis generales. A comienzos de la década, los crecientes desequilibrios fiscales originaron una alza en las tasas de interés reales, una serie de quiebras empresariales, un aumento de la insolvencia del sistema bancario y una pérdida de confianza. Un tipo de cambio sobrevaluado había creado un elevado déficit acumulado en la balanza de pagos, lo cual ocasionó serias dificultades para atender el servicio de la deuda y una eventual pérdida de acceso a los mercados. La inflación se aceleró, y el PIB real disminuyó en casi el 10% entre 1980 y 1982.
3. Asimismo, a principios de 1989, la incapacidad de ajustar el tipo de cambio oficial y los precios de los servicios públicos en el marco de un incremento de la inflación llevó a un fuerte deterioro de las finanzas públicas, un ataque contra la moneda y una sustancial pérdida de reservas internacionales. Un nuevo aumento de la inflación creó, a su vez, un círculo vicioso de alza desenfrenada del déficit del sector público y más inflación. A raíz de la suspensión del mercado oficial de cambios se produjo una acumulación de atrasos en los pagos externos a acreedores comerciales, seguida de una profunda recesión que originó una caída del PIB real del 7% en 1989 con respecto al año anterior. En medio de esta crisis, el Partido Radical, que estaba en el gobierno, perdió las elecciones nacionales, y el gobierno del Presidente Raúl Alfonsín transfirió el poder al opositor Partido Justicialista (Peronista) con cinco meses de antelación.
4. En este período se intentaron varias fórmulas para hacer frente a la inflación crónica y a los elevados desequilibrios de la balanza de pagos. Desde mediados de los años ochenta, el enfoque gradualista de los años anteriores empezó a dar paso a un enfoque más contundente, una terapia de shock “heterodoxa”, que se inició con el Plan Austral de junio de 1985. Se creó una nueva unidad monetaria, el austral, con un tipo de cambio inicial equivalente a 1.000 pesos. Al fallar este plan, se intentaron otros, entre los que cabe resaltar un conjunto de medidas de política aplicadas en octubre de 1987 y el denominado Plan Primavera de agosto de 1988.<sup>1</sup> Una característica común de estos programas fue el uso de controles de los salarios

---

<sup>1</sup> Fue en el contexto del Plan Primavera que se produjo una fuerte controversia en torno a Argentina entre el FMI y el Banco Mundial en el segundo semestre de 1988. Resistiendo las presiones del Gobierno de Estados Unidos, el Director Gerente del FMI tomó la decisión de no otorgar préstamos a Argentina porque consideraba que su política fiscal era insuficiente para asegurar una estabilidad duradera. El Banco Mundial, en cambio, siguió adelante con un paquete de préstamos por un total de US\$1.250 millones basándose en una “Carta de política de desarrollo” que “incluía una declaración de intención de las autoridades con respecto a la política

(continued)

y los precios, apoyados en un tipo de cambio (temporalmente) fijo, pero las políticas fiscales y monetarias en que se apoyaban no se mantuvieron, de modo que la congelación de los salarios y los precios, combinada con un tipo de cambio fijo, resultó insostenible. La inflación retornó aún con más fuerza.

5. Cuando el nuevo gobierno peronista del Presidente Carlos Menem asumió el mando en julio de 1989, inmediatamente diseñó un conjunto de medidas a corto y mediano plazo para estabilizar la economía y fomentar el crecimiento. La moneda se devaluó y luego se fijó a un tipo de cambio considerablemente depreciado, respaldado por el fortalecimiento de las finanzas públicas. Se anunció un gran programa de reformas estructurales, compuesto de una reforma fundamental de las agencias recaudadoras de impuestos, la privatización de empresas públicas, el fomento de la competencia (incluida la competencia extranjera) y la independencia del Banco Central. El Congreso aprobó dos leyes básicas: la Ley de Reforma del Estado (que autorizaba la privatización o liquidación de empresas públicas) y la Ley de Emergencia Económica (que contenía medidas para mejorar las finanzas públicas a corto plazo y reformas estructurales a mediano plazo). En octubre, las autoridades solicitaron un acuerdo *stand-by* al FMI que, indicaron, allanaría el camino para un posterior acuerdo ampliado.

6. Inicialmente se produjeron algunos avances admirables. La inflación, que había alcanzado una tasa mensual máxima de casi 200% en julio de 1989, bajó al 6% mensual, en tanto que la actividad económica registró una fuerte reactivación. Se produjo una acusada reducción de los déficit fiscales. Los flujos de capital cambiaron de sentido y el diferencial entre los mercados oficial y paralelo prácticamente desapareció. Se eliminaron los atrasos frente a las instituciones multilaterales. Hacia el final del año, sin embargo, se produjeron algunas fallas en la implementación de las políticas. Se incumplieron por un amplio margen la mayoría de los criterios de ejecución para el 31 de diciembre de 1989 del programa respaldado por el FMI, y hubo retrasos en la aprobación por parte del Congreso de las medidas sobre ingresos fiscales. La mejora de la economía originó fuertes incrementos de los salarios. Volvió a aparecer un diferencial entre los tipos de cambio oficial y paralelo, y la moneda fue víctima de un ataque especulativo, seguido de una corrida en el sistema bancario. Los precios al consumidor aumentaron 90% en las tres últimas semanas de diciembre.

7. El gobierno reaccionó con determinación. El 1 de enero de 1990, las autoridades, a fin de evitar que los elevados déficit cuasifiscales del Banco Central (derivados del fuerte aumento de las tasas de interés) siguieran operando como una fuente de creación de dinero, las autoridades decretaron que todos los bonos denominados en australes y los depósitos a plazo del sistema bancario se convertirían a bonos del Estado a diez años denominados en dólares de Estados Unidos (llamados BONEX) a la tasa LIBOR. En marzo, y nuevamente en

---

fiscal, que era más expansionista que la política exigida por el personal técnico del FMI como condición para aprobar un acuerdo *stand-by*". El posterior incumplimiento de Argentina con las condiciones del Banco Mundial, y el desplome anticipado del Plan Primavera en febrero de 1989, le dieron la razón al FMI en cuanto a la necesidad de control fiscal. Véanse Boughton (2001), págs. 520–524, y OED (1996), pág. 18.

septiembre, se adoptaron medidas integrales para reforzar las finanzas públicas, entre ellas un aumento de la cobertura y la tasa del IVA. Mientras tanto, se avanzó considerablemente en la privatización hacia finales del año, concluyéndose la venta de activos en poder de la empresa petrolera estatal y la firma de los contratos de venta de la empresa estatal de teléfonos y la aerolínea nacional. Se produjeron algunos cambios de sentido en los flujos de capital. La inflación bajó, aunque siguió siendo elevada comparada con la de Estados Unidos. No obstante, a raíz del aumento de la inflación y la disminución de la demanda de activos denominados en australes tras la conversión obligatoria de la deuda, la moneda continuó depreciándose entre julio y el final del año.

8. En total, el FMI convino cuatro acuerdos *stand-by* con Argentina entre enero de 1983 y noviembre de 1989, por un valor total superior a DEG 5.000 millones, a fin de apoyar los programas de ajuste del país. Ante la dificultad de mantener fielmente las políticas fiscales y monetarias restrictivas, los resultados durante la aplicación de los programas respaldados por el FMI fueron insatisfactorios, en el mejor de los casos. Con frecuencia se incumplieron las metas fiscales y, pese a algunos avances iniciales, nunca se logró la estabilización. El primero de estos programas resultó en la práctica inoperante a los cuatro meses y se canceló tres meses antes de su vencimiento. Los otros tres programas se modificaron, más de una vez en cada caso, pero los recursos disponibles en virtud de los acuerdos nunca se giraron en su totalidad, pese al número de dispensas otorgadas por la no observación de los criterios de ejecución cuantitativos. Las compras totales efectuadas por Argentina durante el período ascendieron a DEG 4.400 millones, incluidos DEG 1.500 millones girados en el marco del servicio de financiamiento compensatorio.

### UNA MIRADA RETROSPECTIVA A LA POLÍTICA FISCAL DE ARGENTINA, 1991–2001

1. Según la mayoría de los indicadores, la disciplina fiscal de Argentina en los años noventa mejoró sustancialmente con respecto a las décadas anteriores, en gran medida debido al aumento de la recaudación impositiva (Cuadro A3.1). Aun así, hacia el final del decenio, el sector público ya daba la impresión de estar registrando problemas fiscales. Existen dos explicaciones para esta paradoja. La primera es que los resultados fiscales efectivos fueron peores que lo que parecía, debido a deficiencias en las cuentas fiscales. La segunda es que, pese a la considerable mejora, no hubo suficiente disciplina fiscal para hacer frente a las estrictas restricciones que imponía el régimen de convertibilidad, sobre todo cuando el país se vio afectado por una serie de *shocks* externos. En este apéndice, presentamos cuatro ángulos que explican el proceso utilizando varias fuentes alternativas de datos (tal vez no siempre congruentes entre sí), entre ellas datos suministrados por estudiosos argentinos.

Cuadro A3.1. Saldo del Sector Público, 1961–2000

(Promedio anual; porcentaje del PIB)

Período	Saldo del sector público		Ingresos brutos		
	Global	Primario	Total	Impuestos sobre bienes y servicios	Seguridad social
1991–2000	1,27	0,58	17,38	8,75	4,32
1981–1990	6,23	4,38	12,57	6,17	2,87
1971–1980	6,66	5,73	13,97	5,47	4,51
1961–1970	3,46	2,90	13,86	4,85	4,20

Fuente: Cetrángolo y Jiménez (2003), cuadros 1 y 4.

2. Lo que se había ganado inicialmente en materia de disciplina fiscal no perduró. La mayor parte de las mejoras en las cuentas fiscales ocurrieron en el período 1991–94, pero después se deterioraron nuevamente (cuadro A3.2). En particular, el persistente deterioro del saldo global del sector público consolidado obedeció a que los pagos de intereses y otros gastos aumentaban paulatinamente, en tanto que los ingresos se quedaban rezagados. Sin embargo, no fue sino hasta 2001 que, con una recesión económica en su tercer año y altísimas primas de interés sobre la deuda argentina, el saldo global registró valores similares a los de los decenios anteriores a los años noventa.

Cuadro A3.2. Sector Público Consolidado, 1992–2001

(Porcentaje del PIB)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Saldo</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,6</b>	<b>-6,3</b>
Ingresos	23,4	24,6	24,2	23,2	22,2	23,2	23,8	24,3	24,7	23,6
Gastos	23,8	24,6	25,6	25,5	25,4	25,3	25,9	28,5	28,4	29,9
Saldo primario	1,4	1,4	0,2	-0,5	-1,1	0,3	0,6	-0,7	0,4	-1,4

Fuente: PDR (2003).

3. La deuda que se emitió para financiar los gastos extrapresupuestarios dio lugar a que los aumentos constantes de deuda fueran mucho mayores que los déficit acumulados. Esto explica por qué el saldo de la deuda pública como proporción del PIB se duplicó entre 1992 y 2001, cuando los déficit fiscales parecían moderados y el gobierno estaba percibiendo cuantiosos ingresos en concepto de privatizaciones (cuadro A3.3). Algunos gastos extrapresupuestarios correspondían al reconocimiento de deudas preexistentes (como, por ejemplo, las obligaciones vencidas frente a jubilados y proveedores), pero se afirma que también se emitieron bonos para pagar gastos ordinarios.<sup>1</sup> En todo caso, hubo falta de transparencia fiscal en el tratamiento que se dio a estos gastos en el presupuesto.

Cuadro A3.3. Saldo Fiscal Ajustado, 1992–2001  
(Ajustado en función del gasto extrapresupuestario; porcentaje del PIB)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
A. Estimación del FMI	-3,1	-3,4	-3,9	-3,4	-4,0	-2,6	-2,5	-4,8	-4,2	-6,9
B. Teijeiro (2001)	-4,8	-4,8	-3,5	-4,9	-5,5	-2,1	-3,7	-6,6	-5,4	n.d.
C. Saldo a raíz del aumento de la deuda pública <sup>1</sup>		-1,2	-4,4	-1,4	-3,9	-0,9	-4,4	-4,3	-2,8	-8,8
<b>Partidas informativas:</b>										
Ingresos por privatización		0,4	0,4	0,6	0,4	0,6	0,2	1,0	0,1	0,1
Deuda pública (fin del período)	30,7	30,6	33,7	36,7	39,1	37,7	40,9	47,6	50,9	62,2

Fuentes: Base de datos del FMI; Teijeiro (2001), y estimaciones de la OEI.

<sup>1</sup> Variación de la deuda más ingresos por privatización.

4. La reforma de 1994 del sistema de seguridad social (junto con decisiones fundamentales y modificaciones en los impuestos) generaron un aumento de la deuda pública y un deterioro del saldo fiscal (cuadro A3.4). Dos factores contribuyeron a ello. Primero, los fallos judiciales validaron la obligación del gobierno de reconocer los pagos de pensiones por un valor de casi US\$7.000 millones que se adeudaban desde 1991 (véase Schulthess y Demarco, 1993). Segundo, la reforma casi no redujo las prestaciones, en tanto que rebajó la recaudación del impuesto de seguridad social en casi un 40% (a través de la reducción de las tasas impositivas y también la transferencia de aportes al nuevo sistema). Esto no significa que la reforma del sistema de pensiones de por sí haya estado mal diseñada. El sistema claramente no contaba con fondos suficientes,<sup>2</sup> y era evidente que el problema debía

<sup>1</sup> Según Teijeiro (1996, 2001), US\$31.000 millones del gasto fiscal “se pagaron mediante bonos” durante el decenio. Si bien la validez de esta estimación es cuestionable si se tienen en cuenta algunos factores (entre ellos el uso del valor nominal a falta de un valor de mercado), las cifras globales no resultan muy diferentes de las estimaciones efectuadas recientemente por el personal técnico del FMI.

<sup>2</sup> Como indicio de la magnitud de la falta de fondos, la relación de trabajadores activos/jubilados era apenas 1,3, y mientras que los trabajadores aportaban aproximadamente el 26% de sus salarios a la seguridad social federal, las jubilaciones representaban un 70% de los salarios. Véase Cetrángolo y Jiménez (2003).

abordarse cuando la economía estuviese en auge y las cuentas fiscales en condiciones mucho más favorables; además, una porción de la pérdida de aportes a la seguridad social tenía como contrapartida la reducción de las prestaciones futuras para quienes salían del sistema.<sup>3</sup> No obstante, la manera en que se realizó la reforma acrecentó los problemas fiscales del país.

Cuadro A3.4. Saldo de la Seguridad Social, 1992–2001  
(Porcentaje del PIB)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Aportes a la seguridad social <sup>1</sup>	5,4	5,6	5,4	4,8	4,0	3,8	3,7	3,6	3,4	3,3
Pagos de pensiones <sup>1</sup>	6,1	5,6	6,2	6,1	5,7	5,9	5,9	6,2	6,1	6,2
Saldo <sup>1</sup>	-0,7	...	-0,8	-1,3	-1,7	-2,1	-2,2	-2,6	-2,7	-2,9
<b>Partidas informativas:</b>										
Efecto neto de la reforma de 1994 <sup>2</sup>			-0,8	-1,4	-2,2	-2,4	-2,4	-2,7	-2,9	-2,7
Aportes a la seguridad social <sup>1</sup>	5,4	5,6	5,4	4,8	4,0	3,8	3,7	3,6	3,4	3,3

<sup>1</sup> Cetrángolo y Jiménez (2003), cuadros A3 y A9.

<sup>2</sup> Pérdida de ingresos a raíz de la reforma del sistema de pensiones, más costo de asunción de los sistemas de pensiones de las provincias, menos ahorros en los gastos. Rofman (2002), cuadro 1.

5. El federalismo fiscal, como se practicó en Argentina, dio origen a cuentas fiscales generales menos fiables y a un control fiscal más difícil. Las finanzas de las provincias constituyen una parte importante de la cuenta fiscal consolidada del sector público de Argentina (Cuadro A3.5). De hecho, la distribución de los recursos tributarios y la responsabilidad del gasto entre el gobierno federal y los gobiernos provinciales ha seguido siendo uno de los problemas fiscales más discutidos. Una característica notable del federalismo fiscal de Argentina es que el grueso de los ingresos provinciales proviene de la coparticipación de los impuestos federales, basada en criterios de participación de los ingresos que se han ido modificando en virtud de diversos pactos fiscales (Schwartz y Liuksila, 1997; Cuevas, 2003). Al mismo tiempo, a partir de 1993, en virtud de un programa de descentralización se transfirió a las provincias más responsabilidad por los servicios sociales básicos, sin que se redujeran significativamente los gastos federales. Este sistema ha creado incentivos negativos,<sup>4</sup> y dado origen a un panorama fiscal más complejo y oscuro.

<sup>3</sup> De hecho, si los aportes y prestaciones se equiparasen en cifras de valor presente, la transición a un sistema con fondos no representaría ningún costo: un fondo acumulado gracias a aportes previos podría utilizarse para pagar las prestaciones. En Argentina, al igual que en la mayoría de los regímenes de reparto, no existía tal fondo (porque todo superávit generado por el sistema de la seguridad social se utilizaba para financiar el gasto general y las prestaciones superaban el monto financiado mediante los aportes efectuados durante la vida activa).

<sup>4</sup> El sistema permite que los funcionarios elegidos electoralmente gocen del beneficio político de gastar sin incurrir en los altos costos que supone la recaudación de impuestos; crea tendencias procíclicas en el gasto de las provincias, y limita la planificación fiscal al someter la coparticipación de ingresos a negociaciones de carácter político.

Cuadro A3.5. Cuentas Fiscales Federales y Provinciales, 1992–2001  
(Porcentaje del PIB)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Gobierno federal</b>										
Gasto total	18,93	18,04	18,76	19,62	19,11	20,09	20,26	21,93	21,96	22,02
<i>Del cual</i>										
Transferencias a provincias	6,06	5,72	5,74	5,62	5,84	6,04	6,13	6,29	6,35	5,93
Ingresos totales	19,55	19,19	18,73	19,09	17,18	18,63	18,9	20,25	19,57	18,78
Saldo fiscal	0,62	1,15	-0,03	-0,53	-1,93	-1,46	-1,36	-1,68	-2,39	-3,24
<b>Gobiernos provinciales consolidados</b>										
Gasto total	10,75	11,53	11,48	11,61	11,13	11,18	11,73	12,83	12,61	13,47
<i>Del cual</i>										
Nómina	5,75	5,99	5,86	5,87	5,42	5,34	5,63	6,37	6,52	6,98
Ingresos totales										
Impuestos provinciales	3,54	3,72	3,76	3,55	3,6	3,72	3,9	3,9	3,82	3,63
Coparticipación de impuestos federales	6,92	7,07	6,87	6,8	7,09	7,42	7,18	7,48	7,63	7,52
Saldo fiscal	-0,29	-0,74	-0,85	-1,26	-0,44	-0,04	-0,65	-1,45	-1,16	-2,32

Fuente: Cetrángolo y Jiménez (2003), cuadros A.2 y A.5.

CONDICIONALIDAD DE PROGRAMAS SELECCIONADOS, 1991–2001<sup>1</sup>

Fecha de aprobación	Acuerdo	Criterios de ejecución cuantitativos	Criterios de ejecución estructurales	Referentes estructurales
29-VII-91	Acuerdo <i>stand-by</i>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Saldo global en efectivo del SPNF</li> <li>2. Saldo combinado del SPNF/BC</li> <li>3. Erogaciones del Tesoro</li> <li>4. Variación acumulada de los AIN</li> <li>5. Variación acumulada de las RIN</li> <li>6. Atrasos externos del sector público</li> <li>7. Deuda externa total desembolsada del sector público</li> <li>8. Desembolsos netos acumulados de deuda a corto plazo del sector público</li> </ol>		
31-III-92	Acuerdo ampliado	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Saldo global en efectivo del SPNF</li> <li>2. Saldo combinado del SPNF/BC</li> <li>3. Variación acumulada de los AIN</li> <li>4. Variación acumulada de las RIN</li> <li>5. Atrasos externos del sector público</li> <li>6. Deuda externa total desembolsada del sector público</li> <li>7. Desembolsos netos acumulados de deuda a corto plazo del sector público</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Reforma tributaria a más tardar el 30 de junio de 1992 para reemplazar el impuesto a las ganancias por impuestos a las utilidades distribuidas y al superávit primario de las empresas.</li> <li>2. Reforma a más tardar el 31 de diciembre de 1992 de la seguridad social para lograr el equilibrio financiero en base costo y devengado.</li> </ol>	
12-IV-96	Acuerdo <i>stand-by</i>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Saldo acumulado del sector público</li> <li>2. Tope acumulativo del gasto federal no correspondiente a intereses</li> <li>3. Variación acumulada de los AIN</li> <li>4. Variación acumulada de las reservas internacionales libres</li> <li>5. Desembolsos netos acumulados del sector público</li> <li>6. Aumento neto acumulado de la deuda a corto plazo del sector público.</li> </ol>		

Fecha de aprobación	Acuerdo	Criterios de ejecución cuantitativos	Criterios de ejecución estructurales	Referentes estructurales
4-II-98	Acuerdo ampliado	1. Déficit federal acumulado 2. Variación acumulada de los AIN 3. Desembolsos netos acumulados del sector público 4. Aumento neto acumulado de la deuda a corto plazo del sector público Metas indicativas: 1. Tope acumulativo del gasto federal no correspondiente a intereses <sup>2</sup> 2. Déficit federal y provinciales combinados		<ul style="list-style-type: none"> <li>Para la primera revisión, incremento del monotributo, el programa de administración impositiva y la reforma del mercado laboral; presentación al Congreso del proyecto de ley de reforma tributaria y arrendamiento de aeropuertos y frecuencias de telecomunicaciones.</li> <li>Para la segunda revisión, aprobación del Congreso para la reforma tributaria y la nueva ley antimonopolios; reformas de la administración impositiva, las operaciones presupuestarias, el sistema de seguridad social y el sistema financiero y presentación al Congreso de un proyecto de ley para privatizar al Banco Nación.</li> </ul>
10-III-00	Acuerdo <i>stand-by</i>	1. Saldo federal acumulado 2. Gasto primario federal acumulado 3. Variación acumulada de la deuda federal 4. Variación acumulada de la deuda federal a corto plazo 5. Variación acumulada de los AIN 6. Variación acumulada de la deuda consolidada del sector público <sup>3</sup> Meta indicativa: 1. Saldo consolidado acumulado de las provincias		<ul style="list-style-type: none"> <li>Para la primera revisión, reformas del mercado laboral, administración impositiva y mecanismos de seguimiento de las finanzas provinciales; y presentación al Congreso de planes de reforma de la seguridad social, la coparticipación de ingresos y el Banco Nación.</li> <li>Para la segunda revisión, reformas de la seguridad social; modificación de la carta orgánica del Banco Central y la ley de bancos y conclusión de la conversión del Banco Nación en una sociedad anónima pública.</li> </ul>

Fecha de aprobación	Acuerdo	Criterios de ejecución cuantitativos	Criterios de ejecución estructurales	Referentes estructurales
12-I-01	Segunda revisión en el marco del acuerdo <i>stand-by</i>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Saldo federal acumulado</li> <li>2. Gasto primario federal acumulado</li> <li>3. Variación acumulada de la deuda federal</li> <li>4. Variación acumulada de la deuda federal a corto plazo</li> <li>5. Saldo de los AIN</li> <li>6. Variación acumulada de la deuda consolidada del sector público</li> </ol> <p>Meta indicativa:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Saldo consolidado acumulado de las provincias</li> </ol>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para la tercera revisión, emisión de decreto presidencial para reforzar y consolidar los servicios de pago de impuestos; diseño del plan nacional de auditoría tributaria; inicio de la creación del Tribunal Penal Tributario; reglamentación del proyecto de reforma jubilatoria y la ley de protección de la competencia; y preparación de planes para reestructurar los subsidios previsionales familiares.</li> <li>• Para la cuarta revisión, implementación de planes para reestructurar los subsidios familiares; presentación del proyecto regulatorio para el sistema de puertos; y anuncio de un cronograma para eliminar la sobretasa del arancel externo común.</li> </ul>
21-V-01	Tercera revisión en el marco del acuerdo <i>stand-by</i>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Saldo federal acumulado</li> <li>2. Gasto primario federal acumulado</li> <li>3. Variación acumulada de la deuda federal</li> <li>4. Variación acumulada de la deuda federal a corto plazo</li> <li>5. Saldo de los AIN</li> <li>6. Variación acumulada de la deuda consolidada del sector público</li> </ol> <p>Meta indicativa:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Saldo consolidado acumulado de las provincias</li> </ol>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para la cuarta revisión, implementación de planes para simplificar los servicios de pago de impuestos y reestructuración de los subsidios familiares; presentación al Congreso del proyecto de ley de reforma jubilatoria; presentación del proyecto regulatorio para el sistema de puertos y anuncio de un cronograma para eliminar la sobretasa del arancel externo común.</li> <li>• Para la quinta revisión, 80.000 auditorías extra situ terminadas; presentación de leyes para facilitar</li> </ul>

Fecha de aprobación	Acuerdo	Criterios de ejecución cuantitativos	Criterios de ejecución estructurales	Referentes estructurales
7-IX-01	Cuarta revisión en el marco del acuerdo <i>stand-by</i>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Saldo federal acumulado</li> <li>2. Gasto primario federal acumulado</li> <li>3. Variación acumulada de la deuda federal</li> <li>4. Variación acumulada de la deuda federal a corto plazo</li> <li>5. Saldo de los AIN</li> <li>6. Variación acumulada de la deuda consolidada del sector público</li> </ol> <p>Metas indicativas:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Saldo consolidado acumulado de las provincias</li> <li>2. Gasto primario federal acumulado</li> </ol>		<p>la resolución bancaria e implementación de un nuevo marco regulatorio para el sector de las telecomunicaciones.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Para la quinta revisión, 80.000 auditorías extra situ terminadas; implementación de planes para simplificar los servicios de pago de impuestos, reforzar la recaudación de impuestos y reestructurar los subsidios familiares; presentación al Congreso del proyecto de ley para reformar la coparticipación de ingresos y mayor cumplimiento de las normas de prudencia y de declaración de datos por parte de los bancos públicos.</li> <li>• Para la sexta revisión, 100.000 auditorías extra situ terminadas y pleno funcionamiento del Tribunal Penal Tributario.</li> </ul>

Fuentes: Varios informes del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Las abreviaturas son las siguientes: SPNF (sector público no financiero); BC (Banco Central); AIN (activos internos netos), y RIN (reservas internacionales netas).

<sup>2</sup> Posteriormente convertido en criterio de ejecución.

<sup>3</sup> Obligatorio a partir del cuarto trimestre de 2000.

## CARACTERÍSTICAS ECONÓMICAS DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DE MERCADO EMERGENTES

1. En relación con otras grandes economías de mercado emergentes de América Latina y Asia en los años noventa, se destacan las siguientes características económicas de Argentina (cuadro A5.1).<sup>1</sup>

Cuadro A5.1. Indicadores de la Estructura Económica en Algunas Economías de Mercado Emergentes  
(Porcentaje; promedio del período)

	Período	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Indonesia	Corea	Malasia	México	Filipinas	Tailandia	Promedio
Ahorro bruto/PIB	90-01	14,8	18,6	21,9	17,5	26,3	34,1	34,5	19,6	20,5	33,0	24,1
Exportación/PIB	90-01	9,4	9,3	30,7	17,6	32,4	34,4	96,1	24,9	40,5	46,9	34,2
Mercado de deuda interna/PIB	92-01	42,0	123,1	110,4	...	...	125,4	218,2	46,9	91,6	147,9	113,2
Deuda externa/PIB	90-01	41,3	52,7	45,6	40,4	79,5	28,4	44,8	41,6	70,6	61,0	50,6
Deuda externa/exportación	90-01	368,2	322,4	143,3	190,6	226,4	62,1	43,7	146,5	145,2	116,0	176,4
Deuda externa corto plazo/reservas internac.	92-01	110,3	79,9	37,4	46,5	64,5	167,0	28,9	75,6	99,4	96,0	80,6
Deuda denominada en moneda extranjera/ Total deuda del sector público <sup>1</sup>	96-99	89,2	...	26,5	51,8	98,8	...	14,2	65,9	42,4	61,6	56,3
Gobierno general												
Saldo global/PIB	90-01	-2,5	-3,5	0,2	-2,2	-0,9	...	-0,6	-2,7	-2,4	0,7	-1,6
Total ingresos y donaciones/PIB	90-01	22,0	28,9	21,7	23,5	17,3	...	29,0	22,7	17,7	17,4	22,2
Gobierno central												
Total gastos y préstamos netos/PIB	90-01	19,6	20,2	20,4	16,1	18,2	21,4	24,3	16,6	20,1	...	19,6

Fuentes: Base de datos del FMI, BPI, Banco Mundial, OCDE, Ministerio de Economía y Producción de Argentina, y Ministerio de Hacienda de Brasil.

<sup>1</sup>Deuda del sector público de Argentina y deuda del gobierno central para el resto de los países. La deuda de Argentina incluye la deuda del BCRA y la de bancos estatales garantizada por la nación, pero no incluye la deuda destinada a su propio financiamiento. La deuda de Argentina denominada en moneda extranjera es la suma de los préstamos bilaterales y multilaterales y los títulos y bonos denominados en moneda extranjera. No incluye los préstamos de bancos privados en moneda extranjera.

### Estructura económica general

2. Argentina tenía una tasa de ahorro bruto particularmente baja, un mercado de deuda interna particularmente pequeño (compuesto por préstamos bancarios y títulos de deuda) y, al igual que Brasil, un sector exportador particularmente pequeño. El reducido tamaño del mercado de deuda interna obedecía, en parte, a la baja tasa de ahorro y obligó al sector público de Argentina a endeudarse mucho en los mercados internacionales de capital.

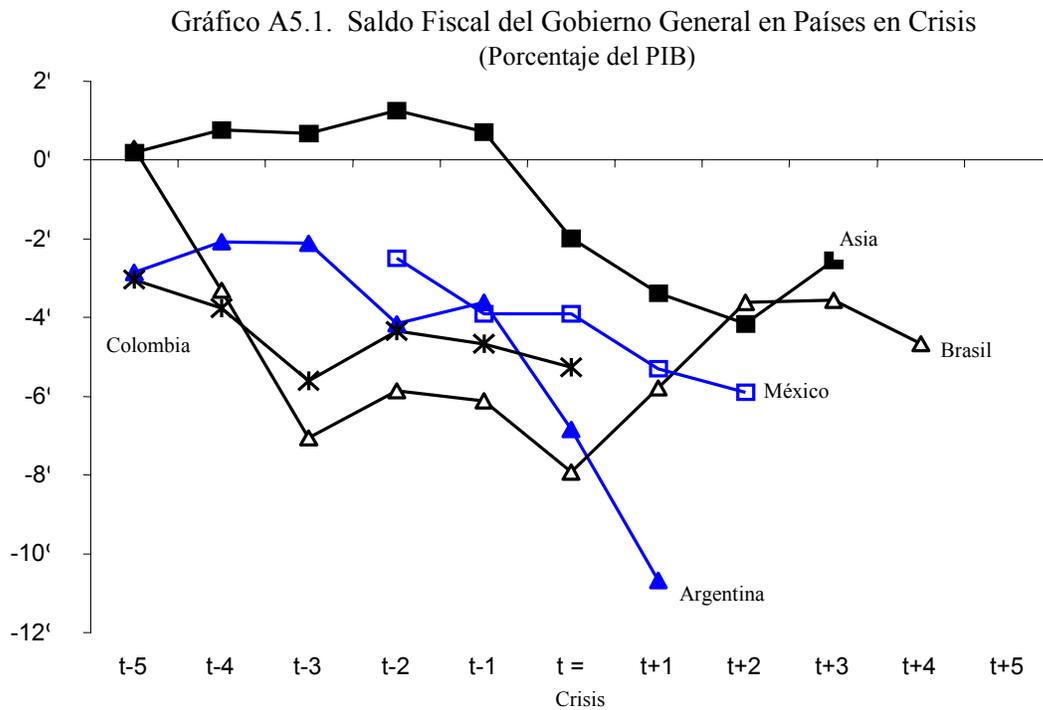
### Estructura de la deuda externa

3. En relación con el PIB, la deuda externa de Argentina no era tan elevada. No obstante, su proporción frente a las exportaciones (370%) era considerablemente mayor que en otros países, aunque similar a la de Brasil. Una característica importante de la estructura de la deuda pública de Argentina es que una parte sustancial (aproximadamente el 90% en el período 1996–99) estaba denominada en moneda extranjera, frente a una media de 56% para los países con los que se comparó.

<sup>1</sup> En este caso hemos considerado a Brasil, Chile, Colombia, México (de América Latina), Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, y Tailandia (de Asia).

**Estructura fiscal**

4. El saldo fiscal medio del gobierno general de Argentina registró un déficit del 2,5% del PIB en el período 1990–2001, peor que en los demás países, salvo Brasil, pero no puede decirse que las características fiscales generales sean muy diferentes de las de los países con los que se comparó. No obstante, los saldos fiscales de Argentina se deterioraron acusadamente desde finales de los años noventa. Al comienzo de la crisis de 2001, el déficit fiscal general era tan elevado como el de Brasil (en 1998) y mucho más alto que al momento de producirse la crisis que en los demás países afectados por crisis (Gráfico A5.1).



Fuentes: FMI, *Government Finance Statistics*, y IMF Occasional Paper 217.

Nota: Asia es Filipinas, Indonesia, Corea, Malasia y Tailandia. El año de la crisis es 2002 en Colombia, 2001 en Argentina, 1998 en Brasil, Filipinas, Indonesia y Malasia, 1997 en Corea y Tailandia, y 1995 en México. Chile no tuvo crisis definida. Los datos de Corea corresponden al saldo del gobierno central. Los datos de México corresponden al saldo del sector público.

## ANÁLISIS DE SUSTENTABILIDAD DE LA DEUDA

1. Hace poco tiempo, el Departamento de Elaboración y Examen de Políticas (PDR) del FMI propuso una metodología para evaluar la sustentabilidad fiscal y externa de un país, la cual se ha convertido en la planilla estándar en la institución para realizar esos análisis.<sup>1</sup> A efectos de la evaluación, resulta pertinente preguntarse si el marco analítico propuesto, de haber existido a fines de 2000, habría emitido señales de alerta sobre la posibilidad de que la deuda pública y externa de Argentina resultara insostenible. En este apéndice aplicamos a las planillas estándar las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*—que supuestamente recogen la mejor (si bien algo optimista) información de que disponía el personal del FMI—para efectuar el análisis de sustentabilidad fiscal y externa del período 1998–2001, a fin de determinar si los resultados de esos cálculos habrían indicado una orientación diferente de la que efectivamente se adoptó.

2. Ante todo, cabe destacar dos excepciones. La primera es que los requisitos de información para los análisis de sustentabilidad fiscal y externa son muy estrictos, pero lo son más para los análisis correspondientes a la plantilla de sustentabilidad fiscal. Incluso con el beneficio de la óptica retrospectiva después de transcurridos varios años, puede resultar imposible obtener datos exactos sobre todas las variables que exige la planilla. Ello significa que el uso del marco y la interpretación de sus resultados implica un considerable grado de discreción y de apreciaciones subjetivas. La segunda es que la metodología propuesta mide el saldo primario que estabiliza la deuda (para determinar el grado de sustentabilidad de la deuda pública) y el saldo en cuenta corriente no correspondiente a intereses que estabiliza la deuda (para determinar el nivel de sustentabilidad de la deuda externa), basándose en un conjunto de proyecciones.<sup>2</sup> No existe, sin embargo, consenso en torno al nivel de deuda que resultaría insostenible para un país dado y, por ende, el superávit primario o en cuenta corriente no correspondiente a intereses que se necesitaría para evitar que la deuda llegue a ese nivel. Por lo tanto, la noción de sustentabilidad continuando inherentemente subjetiva.

3. A continuación presentaremos los resultados de los análisis de sustentabilidad, utilizando como datos las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* con las modificaciones y ajustes indicados (escenario básico).<sup>3</sup> También se realizaron varios análisis de sensibilidad, empleando una combinación de proyecciones que planteaban un *shock* desfavorable equivalente a dos desviaciones estándar con respecto al promedio histórico para cada variable clave en los puntos  $t+1$  y  $t+2$  y una depreciación real por una sola vez

---

<sup>1</sup> Véase “Assessing Sustainability”, documento SM/02/166, mayo de 2002; y “Sustainability Assessments—Review of Applications and Methodological Refinements”, documento SM/03/206, junio de 2003.

<sup>2</sup> La planilla también mide las necesidades brutas de financiamiento del sector público y el sector externo que coinciden con las proyecciones.

<sup>3</sup> Véanse en el anexo de este apéndice las modificaciones y ajustes efectuados.

equivalente al 30% en el punto t+1.<sup>4</sup> Esos resultados no se consignan en este documento porque el escenario básico produjo resultados suficientemente ilustrativos para nuestros fines, pero estos últimos se comparan con los que se pueden obtener utilizando pronósticos consensuados.

4. Las cifras adjuntas indicarán, para cada escenario, un perfil de saldos estabilizadores de la deuda que eran compatibles con las proyecciones calculadas en los puntos de pronóstico de *Perspectivas de la economía mundial* (es decir, mayo y octubre de cada año); estos saldos corresponden a los superávits “de estado estable” y constantes que estabilizarían la respectiva relación deuda/PIB a su nivel proyectado para el punto t+5, suponiendo que las variables clave también permanecen a sus niveles proyectados para el punto t+5. Un superávit de estado estable puede ser interpretado como el esfuerzo de ajuste requerido para estabilizar la deuda, en relación con el desempeño histórico del país.

#### **Análisis de la sustentabilidad externa**

5. En el gráfico A6.1 se resumen los resultados del análisis de la sustentabilidad externa. En la sección A se indican los ocho perfiles de la relación deuda externa/PIB que traen implícitos los ocho respectivos conjuntos de proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* para las variables clave. Cabe resaltar que un pronóstico anterior de *Perspectivas de la economía mundial* (por ejemplo, mayo de 1998, octubre de 1998, y mayo de 1999) generaba un aumento gradual del coeficiente de deuda partiendo de un nivel relativamente bajo, mientras que los pronósticos posteriores generaron un descenso gradual a partir de un nivel relativamente elevado. PDR recomienda utilizar un referente del 40%, que es un punto en el que la probabilidad condicional de crisis llega al 15%–20% aproximadamente.<sup>5</sup> Como se observa en la sección A, la relación deuda/PIB proyectada de Argentina constantemente excedió el 40% crítico durante la mayor parte del período. Si consideramos como referente el nivel efectivo del 50% registrado en el momento de la crisis de 2000–01, la planilla habría dado la señal de alarma a partir de octubre de 1999.

6. En la sección B se presenta un perfil de los saldos en cuenta corriente no correspondientes a intereses que estabilizan la deuda y que son congruentes con los pronósticos de *Perspectivas de la economía mundial* en cada punto. Por ejemplo, el saldo de aproximadamente 0,5% del PIB en octubre de 2000 significaba que se requería un superávit de esa magnitud para estabilizar la relación deuda externa/PIB en el 50,7% del PIB (a partir de t+5). En cambio, el saldo medio histórico registró un déficit superior al 0,5% del PIB.

---

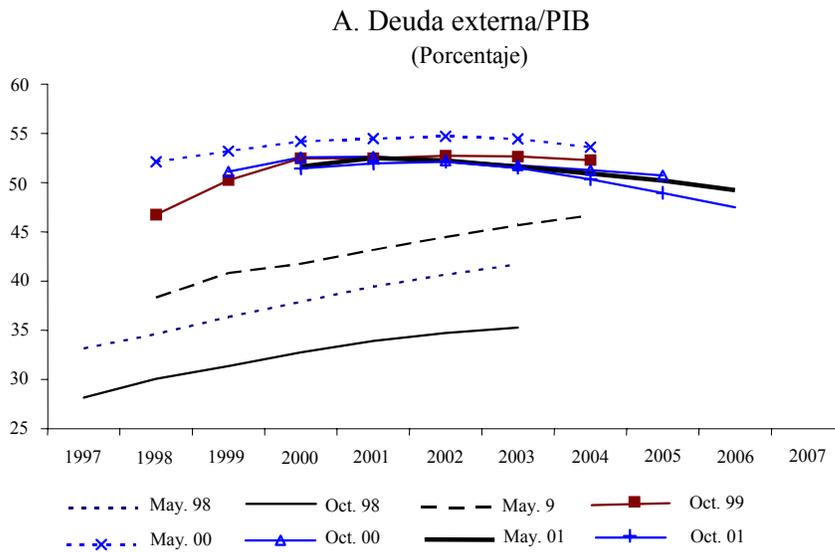
<sup>4</sup> Las variables clave son: (para el análisis de sustentabilidad fiscal) crecimiento del PIB real, tasa de interés real, y saldo primario como porcentaje del PIB; y (para el análisis de la deuda externa) crecimiento del PIB real, tasa de interés nominal, crecimiento del deflactor del dólar, saldo en cuenta corriente no correspondiente a intereses como porcentaje del PIB, y entradas de capital no generadoras de deuda como porcentaje del PIB.

<sup>5</sup> Véase “Sustainability Assessments—Review of Applications and Methodological Refinements”, documento SM/03/206, junio de 2003.

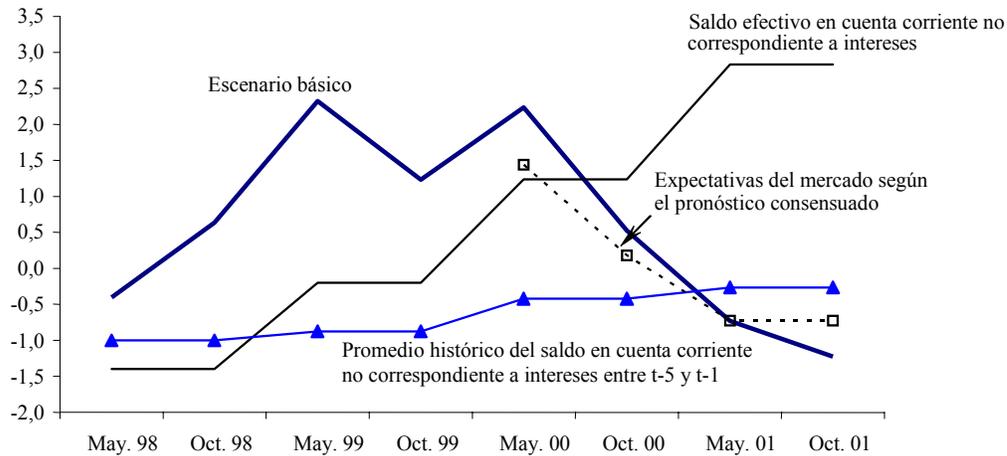
Esto significa que se requería un viraje de más del 1% del PIB (en relación con el desempeño anterior) en el saldo en cuenta corriente no correspondiente a intereses. Los superávits requeridos que se derivan de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* fueron muy semejantes a los que se derivan de los pronósticos consensuados.

7. Si bien los superávits requeridos que se indican para 2000 tal vez no parezcan demasiado elevados, se deben tener presente por lo menos dos particularidades para interpretar este resultado. Primero, para el otoño de 2000, las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* ya habían incorporado el supuesto de un descenso en la relación deuda externa/PIB. Si se hubiesen utilizado las proyecciones de la edición de mayo de 2000, la planilla habría indicado la necesidad de un viraje de más del 2,5% del PIB. Segundo, un nivel de estabilización de la deuda del 50% del PIB era elevado para cualquier país, pero especialmente para Argentina, en vista de la probable sobrevaluación del peso. Con la fuerte depreciación del peso frente al dólar de Estados Unidos, la relación deuda externa/PIB de Argentina terminó a un nivel superior al 140% en 2002.

Gráfico A6.1. Sustentabilidad de la Deuda Externa



**B. Saldo en Cuenta Corriente no Correspondiente a Intereses Estabilizador de la Deuda**  
(Porcentaje del PIB)



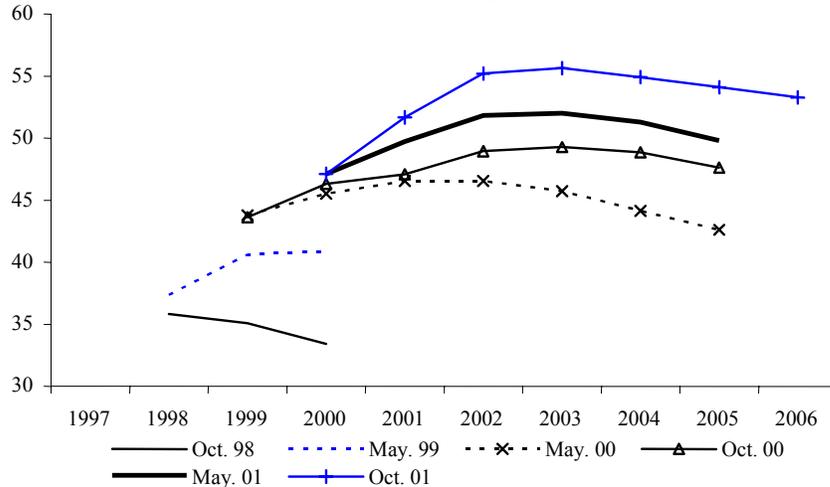
**Análisis de la sustentabilidad fiscal**

8. En el gráfico A6.2 se resumen los resultados del análisis de la sustentabilidad fiscal. La sección A indica los seis perfiles de la relación deuda pública/PIB que traen implícitos los seis respectivos conjuntos de proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* para las variables fundamentales. Cabe anotar que el pronóstico más antiguo, el de la edición de octubre de 1998, generó una proyección que mostraba un descenso constante de la relación, mientras que el siguiente pronóstico (mayo de 1999) producía un aumento gradual de la relación proyectada a partir de un nivel relativamente bajo. En cada proyección, la relación deuda/PIB se estabilizaba a lo largo del horizonte de previsión (lo cual significa que las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* incorporaban el supuesto de sustentabilidad de la deuda, es decir, medidas fiscales suficientemente contundentes para el período comprendido entre t+1 y t+4), pero el perfil seguía cambiando para cada proyección.

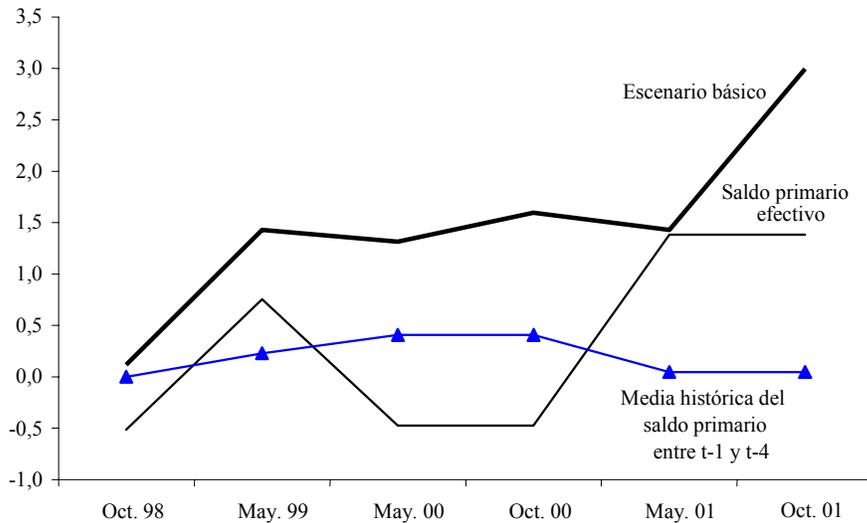
9. La sección B presenta un perfil de saldos primarios estabilizadores de deuda que son congruentes con los pronósticos de *Perspectivas de la economía mundial* en cada punto. Por ejemplo, el saldo primario de 1,6% del PIB en octubre de 2000 significa que se requería un superávit primario de esa magnitud para estabilizar la relación deuda pública/PIB en 47,6% del PIB (a partir de t+5), mientras que el saldo primario apenas se mantuvo en equilibrio en los cinco años previos y el saldo efectivo para ese año registró un déficit de aproximadamente 0,5% del PIB.

Gráfico A6.2. Sustentabilidad de la Deuda Pública

A. Deuda del Sector Público/PIB  
(Porcentaje)



B. Saldo Primario Estabilizador de la Deuda  
(Porcentaje del PIB)



10. El análisis de sustentabilidad fiscal es difícil de interpretar porque se desconoce el parámetro de referencia para la sustentabilidad. El detonante de la relación deuda/PIB de Argentina resultó siendo la acusada depreciación del peso suscitada por el abandono de la paridad. Como el nivel sostenible de la deuda estaba sobreestimado, y el grado de sobrevaluación del tipo de cambio (o cualquier ajuste excesivo en caso de abandono de la paridad) estaba subestimado, el análisis de sustentabilidad de la deuda habría sido de poca utilidad a fines de 2000.

### Anexo sobre las modificaciones y ajustes a los datos

11. Se efectuaron varias modificaciones y ajustes a los datos. Primero, utilizamos nuestras propias estimaciones cuando no se disponía de pronósticos. Para la deuda del sector público denominada en moneda extranjera, la amortización de la deuda del sector público a mediano y largo plazo, la deuda del sector público a corto plazo y los pagos de intereses sobre la deuda denominada en moneda extranjera, utilizamos los últimos datos disponibles sobre su proporción frente al total de la deuda y aplicamos esas razones a la deuda total proyectada. Para los ingresos por privatización, el reconocimiento de los pasivos implícitos o contingentes, el costo de la recapitalización bancaria y la deuda externa denominada en moneda nacional (excluida la deuda vinculada con el tipo de cambio), supusimos un valor de cero para todo el período.

12. Segundo, el análisis de la sustentabilidad fiscal requiere proyecciones de la deuda del sector público en cifras brutas, pero las *Perspectivas de la economía mundial* solo las ofrece en cifras netas. Por consiguiente, utilizamos las proyecciones de la deuda en cifras brutas que figuraban en las revisiones de los programas, sin tener en cuenta los ocasionales desfases entre las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* y las de las revisiones. Cuando las revisiones de los programas no ofrecían proyecciones a cinco años, se utilizaron las últimas proyecciones disponibles.

13. Tercero, el consenso del mercado se obtiene de las ediciones de abril y octubre de *Latin American Consensus Forecast*. No obstante, los pronósticos consensuados solo ofrecen proyecciones para el crecimiento del PIB real, la apreciación del tipo de cambio, el IPC (utilizado en lugar del deflactor del PIB), y el saldo en cuenta corriente. Para la tasa de interés nominal externa, las tasas de interés reales y nominales de la deuda pública y las entradas de capital no generadoras de deuda, se utilizaron las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*. Puesto que solo se disponía de pronósticos consensuados de la apreciación del tipo de cambio para dos años, en las proyecciones para los años posteriores supusimos una variación porcentual de cero.

14. Por último, nuestro ejercicio produjo resultados diferentes de los de un ejercicio semejante realizado por PDR en el que se comparaban las proyecciones del programa para principios de 1999 con los resultados efectivos.<sup>6</sup> La principal diferencia es que en el ejercicio de PDR se utilizan datos históricos del PIB que ya incluyen revisiones posteriores de los datos. En nuestro ejercicio, como ya se señaló, se utilizaron las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* siempre que estuviesen disponibles, complementadas con otras proyecciones que pueda sensatamente considerarse que se encontraban disponibles en cada momento de realización de los pronósticos, de acuerdo con nuestro enfoque de utilizar la información que estaba a disposición del personal técnico del FMI y de las autoridades en ese momento.

---

<sup>6</sup> Como se informa en “Assessing Sustainability”, documento SM/02/166, mayo de 2002; y “Sustainability Assessments—Review of Applications and Methodological Refinements”, documento SM/03/206, junio de 2003.

### ANÁLISIS PRELIMINAR DEL MEGACANJE DE 2001

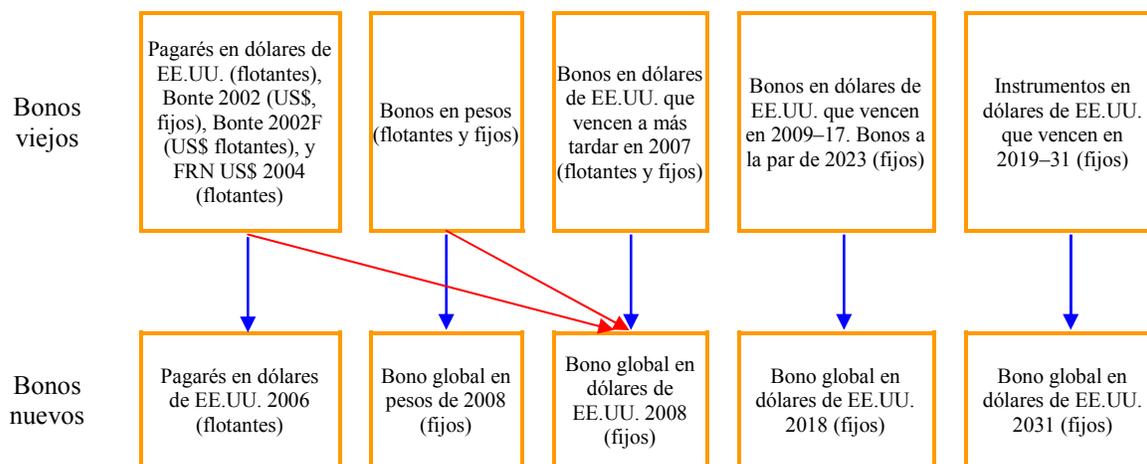
1. En este apéndice presentamos un análisis preliminar del megacanje de junio de 2001. Es preliminar en el sentido de que se basa únicamente en información de conocimiento público sobre cada emisión de bonos obtenida de Bloomberg, y quizá no tenga debidamente en cuenta los posible detalles intrincados ni las peculiaridades de determinadas emisiones de bonos. El análisis, sin embargo, se basa en los últimos datos publicados por el Ministerio de Economía y Producción de Argentina, y utiliza una composición más frecuente y supuestos más detallados acerca de los futuros cupones flotantes que los que se emplearon en el FMI para la evaluación interna de la operación de canje efectuada en 2001.<sup>1</sup>
2. El megacanje de 2001 se realizó en condiciones de mercado mediante una subasta. El gobierno argentino inició la subasta el 24 de mayo y la concluyó el 1 de junio. El resultado de la subasta se anunció el 3 de junio, y los bonos se intercambiaron el 19 de junio. El canje tenía como objetivo reducir las obligaciones de pago, sobre todo en el período 2001–05, mediante la capitalización de intereses y la extensión de la duración de los títulos. Se ofrecieron cinco bonos nuevos a cambio de 52 bonos en circulación. Tanto los bonos nuevos como los viejos tenían diversas estructuras. El canje fue diseñado siguiendo estrictamente las directrices del gobierno, como se esboza en el Gráfico A7.1. Por ejemplo, los bonos a largo plazo se canjearon por bonos a largo plazo. Los bonos de cupón fijo se canjearon en principio por bonos fijos. Los bonos denominados en dólares de Estados Unidos sólo se podían canjear por bonos denominados en esa moneda. Con esta estructura, el canje incrementó el volumen de los bonos de cupón fijo, bonos denominados en dólares y bonos a largo plazo.
3. El canje logró los objetivos del gobierno. Como se indica en el Cuadro A7.1, el plazo de vencimiento (ponderado) de los bonos se amplió en 3,73 años y los cupones (ponderados) subieron 1,11 puntos porcentuales,<sup>2</sup> en tanto que la tasa de descuento (no ponderada) con respecto al valor nominal aumentó 2,3 puntos porcentuales (véase los detalles en el cuadro A7.2). Las obligaciones de pagos para el período 2001–05 se redujeron significativamente; específicamente para el período 2001–02, los nuevos bonos no suponían obligaciones de pago del principal. No obstante, las obligaciones de pago para el período posterior a 2006 aumentaron sustancialmente. En total, el valor nominal del stock de deuda se elevó en US\$907 millones. Puesto que el canje se realizó en condiciones de mercado, los valores de mercado de los bonos viejos y los nuevos eran iguales (US\$23.200 millones), lo cual significa que el gobierno recompró US\$29.500 millones en bonos viejos y vendió US\$30.400 millones en bonos nuevos, ambos a un precio de US\$23.200 millones.

---

<sup>1</sup> “Argentina—An Assessment of the Debt Exchange Operation,” documento SM/01/204, julio de 2001.

<sup>2</sup> Ponderados por su valor nominal.

Gráfico A7.1. Opciones de Canje



Fuentes: Documentos del FMI y Ministerio de Economía y Producción, Argentina.

4. Para apreciar el verdadero impacto del canje, habría que pensar en términos del valor presente neto. La evaluación de los costos y beneficios efectivos del canje dependerá de la evaluación que haga cada persona de lo que constituye una tasa de interés normal para Argentina. Como se afirma en el texto, una lección importante de la crisis argentina es que las operaciones de ingeniería financiera en condiciones de mercado y con carácter voluntario, como los canjes de deuda negociados a los rendimientos corrientes del mercado, no funcionan en situaciones de crisis. Ello se debe al carácter voluntario o de mercado de dichas operaciones, lo cual significa que son por definición neutrales en cuanto al valor presente neto. Pero las tasas de interés comúnmente son más elevadas durante las crisis, y toda transformación de los flujos de caja que preserve el valor presente neto a tasas más elevadas significaría un servicio de la deuda mucho más elevado que el calculado a tasas más normales, lo que se traduce en una menor sustentabilidad de la deuda.

5. Los canjes de deuda voluntarios (y las recompras de deuda) efectuadas en momentos de crisis pueden asemejarse al caso de un individuo que, al no poder pagar la hipoteca que contrajo para comprar su casa cuando los intereses eran bajos, decide refinanciarla a una tasa de interés mucho más elevada a cambio de un alivio temporal. El megacanaje supuso un alivio de US\$15.000 millones en los pagos en efectivo no descontados por cinco años a cambio del compromiso de incrementar los pagos de deuda de Argentina por un monto no descontado de US\$65.000 millones. A una tasa de descuento más normal y sostenible del 12 (7)%, ello significó un aumento de aproximadamente US\$1.300 millones (US\$10.000 millones) en el valor presente neto de la deuda. Esto, por consiguiente, agravó significativamente la ya tambaleante sustentabilidad de la deuda de Argentina.

6. Si un canje de deuda voluntario es oneroso, ¿por qué habría de querer hacerlo un país? Existen dos explicaciones. Primero, para un país que experimenta una fuerte escasez de liquidez, la única alternativa frente a un canje de deuda en condiciones de mercado es declarar una inmediata cesación de pagos o reestructurar su deuda en condiciones que no sean las del mercado. Si el país cree que no tiene problemas de solvencia, podría estar dispuesto a pagar el precio a fin de evitar un *default* inmediato. Segundo, el potencial beneficio macroeconómico del canje derivado de una mejor liquidez puede ser considerable (si el país sigue siendo solvente),<sup>3</sup> en tanto que el país no tiene que pagar la deuda reestructurada en su totalidad si efectivamente es insolvente. Un país en una situación desesperada tiene, por ende, fuertes incentivos para “apostar al rescate,” asumiéndolos costos de un oneroso canje de deuda con la esperanza de obtener un elevado rendimiento que quizá tenga pocas probabilidades de materializarse.

---

<sup>3</sup> Cline (2003), por ejemplo, aduce que si el canje hubiese tenido éxito y Argentina hubiese evitado el default, el beneficio habría sido de por lo menos US\$45.000 millones, que es la cantidad de producto perdido en 2002 a raíz de la cesación de pagos y la devaluación.

### Cuadro A7.1. Panorama General del Megacanje

#### Comparación Básica

	Nuevos	Viejos	Diferencia
Valor nominal (millones de dólares de EE.UU.)	30.401	29.494	907
<i>De los cuales</i>			
Fijos	28.371	20.312	8.059
(Porcentaje del total)	93	69	25
Años hasta su vencimiento (años desde 19-VI-01)	16	12	4
<i>De los cuales</i>			
Fijos	17	16	1
Cupón (bonos fijos, porcentaje) <sup>1</sup>	12	11	1
Prima/descuento (porcentaje)	-24	-21	-2

<sup>1</sup> Ponderado en función del valor nominal.

#### Valores Presentes a junio de 2001

(Millones de dólares de EE.UU.)

Tasa de descuento	Pagos de intereses		Pagos de principal		Intereses + Principal		
	Nuevos	Viejos	Nuevos	Viejos	Nuevos	Viejos	Nuevos-Viejos
14,22% el 1-VI-01 (día de subasta de canjes)	15.797	13.588	8.667	11.825	24.464	25.413	-949
<i>De los cuales</i>							
Fijos	15.059	12.190	7.278	4.858	22.337	17.048	5.289
(Porcentaje del total)	95,3	89,7	84,0	41,1	91,3	67,1	
10,75% el 31-XII-99	20.921	16.037	11.434	13.443	32.355	29.480	2.875
<i>De los cuales</i>							
Fijos	20.130	14.527	9.878	6.107	30.008	20.634	9.374
(Porcentaje del total)	96,2	90,6	86,4	45,4	92,7	70,0	
11,92% el 29-XII-00	18.945	15.114	10.360	12.826	29.305	27.940	1.365
<i>De los cuales</i>							
Fijos	18.172	13.645	8.864	5.621	27.036	19.266	7.770
(Porcentaje del total)	95,9	90,3	85,6	43,8	92,3	69,0	
19,64% el 28-IX-01	10.940	11.043	6.052	10.181	16.992	21.224	-4.232
<i>De los cuales</i>							
Fijos	10.272	9.772	4.878	3.695	15.150	13.467	1.683
(Porcentaje del total)	93,9	88,5	80,6	36,3	89,2	63,5	

#### Pagos Acumulados

(Millones de dólares de EE.UU.)

	Pagos de intereses		Pagos de principal		Intereses + Principal		
	Nuevos	Viejos	Nuevos	Viejos	Nuevos	Viejos	Nuevos-Viejos
Jun/01-Dic/02	1.604	4.210	0	5.551	1.604	9.761	-8.157
<i>De los cuales</i>							
Fijos	1.343	3.303	0	525	1.343	3.828	-2.485
(Porcentaje del total)	84	78	...	9	84	39	
Ene/03-Dic/05	3.395	6.352	1.894	6.156	5.289	12.508	-7.219
<i>De los cuales</i>							
Fijos	2.685	5.773	0	2.952	2.685	8.725	-6.040
(Porcentaje del total)	79	91	...	48	51	70	
Ene/06-Dic/10	17.362	7.855	12.766	3.106	30.128	10.961	19.167
<i>De los cuales</i>							
Fijos	17.331	7.621	12.387	2.705	29.718	10.326	19.392
(Porcentaje del total)	100	97	97	87	99	94	
Ene/11-	48.306	16.911	28.783	14.681	77.089	31.592	45.497
<i>De los cuales</i>							
Fijos	48.306	16.411	28.783	14.130	77.089	30.541	46.548
(Porcentaje del total)	100	97	100	96	100	97	

Notas: En el caso de los instrumentos flotantes vinculados a la tasa LIBOR en dólares de EE.UU., la tasa de los cupones se fija al nivel de la tasa LIBOR en dólares de EE.UU. a plazo. En el caso de los instrumentos flotantes vinculados a las tasas de interés internas de Argentina, salvo los FRAN 2004 y FRAN 2005, la tasa de los cupones se fija al nivel de la tasa LIBOR en dólares de EE.UU. más el diferencial entre la tasa LIBOR en dólares de EE.UU. y la tasa de referencia al 19-VI-01. En el caso de FRAN 2004 y FRAN 2005, la tasa de los cupones es la última tasa de cupones antes del 19-VI-01, utilizando como tasa de descuento la tasa EMBI Global Argentina de rendimientos desmantelados. La capitalización de intereses se incluyó en los pagos del principal. Estas estimaciones no tienen en cuenta ningún calendario de rescate anticipado (aunque los bonos sean rescatables anticipadamente) ni la liberación de garantías e intereses acumulados de bonos Brady.

Cuadro A7.2. Detalles sobre los bonos nuevos y viejos

Clase	Nombre	Tipo de título	Moneda	Cupón	Frecuencia de cupón	Monto emisión (millones de US\$)	Fecha de emisión	Fecha de vencim. final	Años hasta el vencim. a la fecha de emisión	Amortizable	Filoame	Valor nominal conjeado (millones de US\$)	Monto conjeado a precios de mercado	Prima (+) Descuento (-)	Oferta recibida (millones)
Nuevo	BP 2006	Pagarés	US\$	E+580	12	...	19-VI-2001	19-VI-2006	5,0	Si	Si	2.030	2.030	0,0%	...
Nuevo	Nuevo GL 08	Global	US\$	7/15,5	2	...	19-VI-2001	19-XII-2008	7,5	Si	No	11.456	8.999	-21,7%	...
Nuevo	Nuevo GL 18	Global	US\$	12,25	2	...	19-VI-2001	19-VI-2018	17,0	Si	No	7.463	5.467	-21,4%	...
Nuevo	Nuevo GL 31	Global	US\$	12,00	2	...	19-VI-2001	19-VI-2031	30,0	No	No	8.521	6.024	-26,8%	...
Nuevo	Nuevo GL Peso 08	Global	SArg	10/12	2	...	19-VI-2001	19-IX-2008	7,3	No	No	931	729	-29,3%	...
<b>Nuevo</b>	<b>Total</b>											<b>30.401</b>	<b>23.249</b>	<b>-23,5%</b>	
Viejo	Hidro	Bocones	US\$	...	12	2.986,9	2-XII-1992	2-XII-2008	16,0	Si	Si	26,8	19,5	-27,2%	46
Viejo	Pro3 \$	Bocones	SArg	...	12	1.973,4	1-IX-1992	1-IX-2002	10,0	1,2	Si	130,7	48,1	-63,2%	131
Viejo	Pre 4 USD	Bocones	US\$	2,00	12	3.161,9	1-IX-1992	1-IX-2002	10,0	1,2	Si	54,6	21,6	-60,4%	304
Viejo	Pro1 \$	Bocones	SArg	...	12	7.694,4	1-IV-1991	1-IV-2007	16,0	5,8	Si	1.426,3	817,3	-42,7%	1.545
Viejo	Pro2 \$	Bocones	US\$	2,00	12	2.412,8	1-IV-1991	1-IV-2007	16,0	5,8	Si	242,9	144,5	-40,5%	254
Viejo	Pro3 \$	Bocones	SArg	...	12	5,6	28-XII-1994	28-XII-2010	16,0	9,5	Si	0,9	0,6	-33,3%	1
Viejo	Pro 4 USD	Bocones	US\$	2,00	12	915,2	28-XII-1994	28-XII-2010	16,0	9,5	Si	81,4	70,4	-13,5%	97
Viejo	Pro5 \$	Bocones	SArg	...	4	455,0	15-I-1999	15-IV-2007	8,3	5,8	Si	126,3	78,3	-38,0%	193
Viejo	Pro 6 USD	Bocones	US\$	2,00	4	1.120,4	15-I-1999	15-IV-2007	8,3	5,8	Si	131,1	93,4	-28,8%	160
Viejo	Bonex 92	Bonex	US\$	...	2	2.500,0	15-IX-1992	15-IX-2002	10,0	1,2	Si	404,4	95,0	-76,5%	423
Viejo	Bonex 02	Bonex	US\$	8,75	2	2.682,6	9-V-1997	9-V-2002	5,0	0,9	No	248,4	238,4	-4,0%	311
Viejo	Bonex 03	Bonex	US\$	11,75	2	2.826,7	21-III-1998	21-V-2003	3,3	1,9	No	532,6	512,3	-3,8%	615
Viejo	Bonex 04	Bonex	US\$	...	4	1.078,3	21-VII-1998	21-VII-2003	5,0	2,1	No	485,3	457,5	-5,7%	487
Viejo	Bonex 05	Bonex	US\$	11,25	2	2.897,8	24-V-1999	24-V-2004	5,0	2,9	No	987,7	910,6	-7,8%	1.104
Viejo	Bonex 06	Bonex	US\$	12,13	2	2.609,2	21-III-2000	21-V-2005	5,3	3,9	No	1.113,4	1.013,1	-9,0%	1.270
Viejo	Bonex 27	Bonex	US\$	11,75	2	2.608,1	21-III-2001	15-V-2006	5,2	4,9	No	1.751,9	1.515,4	-13,5%	1.868
Viejo	RA \$ 02	Eurobonos	SArg	8,75	2	1.127,4	23-X-1998	19-IX-2027	28,9	26,3	No	972,1	678,1	-30,2%	974
Viejo	RA \$ 07	Eurobonos	SArg	11,75	2	500,0	10-VII-1997	10-VII-2002	5,0	1,1	No	157,2	147,3	-6,3%	181
Viejo	FRAN	FRAN	US\$	...	2	1.000,0	12-II-1997	12-II-2007	10,0	5,6	No	323,4	265,2	-18,0%	380
Viejo	FRN2004	FRAN	US\$	...	4	300,0	27-III-1998	10-IV-2005	7,0	3,8	No	544,5	506,4	-7,0%	756
Viejo	FRB	FRB	US\$	2,00	2	8.466,5	11-V-1993	6-IV-2004	5,1	2,8	No	69,1	62,2	-10,0%	190
Viejo	Disc	Global	US\$	2,06	2	4.135,9	7-IV-1993	31-III-2023	30,0	21,8	Si	1.714,6	971,1	-43,4%	2.071
Viejo	GL 03	Global	US\$	8,38	2	2.050,0	20-XII-1993	20-XII-2003	10,0	2,5	No	550,8	418,6	-24,0%	568
Viejo	GL 05	Global	US\$	11,00	2	1.000,0	4-XII-1998	4-XII-2005	7,0	4,5	No	181,1	160,3	-11,5%	183
Viejo	GL 06	Global	US\$	11,00	2	1.300,0	9-X-1996	9-X-2006	10,0	5,3	No	46,4	40,9	-11,9%	77
Viejo	GL 09	Global	US\$	11,75	2	1.500,0	7-IV-1999	7-IV-2009	10,0	7,8	No	336,6	270,9	-19,5%	433
Viejo	GL 10	Global	US\$	11,38	2	1.000,0	15-III-2000	15-III-2010	10,0	8,7	No	139,9	110,2	-21,2%	216
Viejo	GL 12	Global	US\$	12,38	2	1.594,0	21-III-2001	21-III-2012	11,0	10,7	No	689,0	565,0	-18,0%	753
Viejo	GL 15	Global	US\$	11,75	2	2.402,7	15-VI-2000	15-VI-2015	15,0	14,0	No	1.499,0	1.188,6	-20,7%	1.918
Viejo	GL 17	Global	US\$	11,38	2	4.575,0	30-I-1997	30-I-2017	20,0	15,6	No	2.084,0	1.646,3	-21,0%	2.170
Viejo	GL 19	Global	US\$	12,13	2	1.433,5	25-II-1999	25-II-2019	20,0	17,7	No	1.257,0	1.030,8	-18,0%	1.306
Viejo	GL 20	Global	US\$	12,00	2	1.250,0	3-II-2000	1-II-2020	20,0	18,6	No	1.091,9	889,9	-18,5%	1.105
Viejo	GL 27	Global	US\$	9,75	2	3.435,1	19-IX-1997	19-IX-2027	30,0	26,3	No	2.543,8	1.774,3	-30,3%	2.683
Viejo	GL 30	Global	US\$	10,25	2	1.250,0	21-VII-2000	21-VII-2030	30,0	29,1	No	1.009,5	711,7	-29,5%	1.116
Viejo	GL 31	Global	US\$	12,00	2	1.175,0	31-I-2001	31-I-2031	30,0	29,6	No	1.159,8	939,4	-19,0%	1.175
Viejo	Par	Global	US\$	6,00	2	12.489,0	7-IV-1993	31-III-2023	30,0	21,8	No	1.823,4	1.267,2	-30,5%	1.973
Viejo	BP E+330	Pagaré	US\$	E+330	12	400,0	22-VIII-2000	22-VIII-2002	2,0	1,2	No	233,6	217,4	-2,8%	343
Viejo	BP E+400	Pagaré	US\$	E+400	12	400,0	24-IV-2000	24-IV-2002	2,0	0,8	No	308,8	304,0	-1,6%	359
Viejo	BP E+435	Pagaré	US\$	E+435	12	150,0	16-II-2001	16-II-2004	3,0	2,7	No	101,5	96,7	-4,7%	128
Viejo	BP E+580	Pagaré	US\$	E+580	12	1.200,0	30-X-2000	30-X-2002	2,0	1,4	No	1.193,0	1.208,3	1,3%	1.193
Viejo	BP B+410	Pagarés	US\$	B+410	12	1.184,8	2-XI-1999	2-XI-2001	2,0	0,4	No	20,2	20,0	-1,0%	5
Viejo	BP B+500	Pagarés	US\$	B+500	12	111,5	14-VII-1999	14-VII-2001	2,0	0,1	No	0,6	0,6	0,0%	23
Viejo	BP E+521	Pagarés	US\$	E+521	12	21,5	2-XI-1999	2-XI-2001	2,0	0,1	No	1.083,8	1.098,9	1,4%	1.084
Viejo	BP E+600	Pagarés	US\$	E+600	12	820,2	14-VII-1999	14-VII-2001	2,0	0,1	No	527,5	538,4	2,1%	528
Viejo	SPAN 02	España	US\$	0,00	2	500,0	16-XII-1997	30-XI-2002	5,0	1,4	No	18,4	18,0	-2,2%	28
<b>Viejo</b>	<b>Total</b>					<b>95.194</b>						<b>29.493,8</b>	<b>23.249,2</b>	<b>-21,2%</b>	

Fuentes: Bloomberg y Ministerio de Economía y Producción, Argentina.

## INSTRUMENTOS FINANCIEROS EMPLEADOS POR ARGENTINA DURANTE LA CRISIS

1. Se han propuesto una serie de instrumentos financieros para hacer frente a una aguda necesidad de liquidez en situaciones de crisis, en vez de recurrir al financiamiento oficial y la moratoria de pagos: (i) **operaciones de reestructuración voluntaria de la deuda**—recompras y canjes—sin refuerzos oficiales; (ii) **garantías públicas y otros refuerzos** para estimular el suministro de financiamiento privado, y (iii) **líneas de crédito contingente privadas**. Argentina hizo uso de todas estas herramientas en el período 1999–2001. En el texto, así como en el apéndice VII, examinamos los canjes de deuda voluntarios sin refuerzos oficiales (como el megacanje de junio de 2001). En este apéndice examinamos la utilidad de los refuerzos y garantías oficiales para inducir nuevo financiamiento u obtener una reducción de la deuda, y de las líneas de crédito contingente privadas para ayudar a mejorar la liquidez y la sustentabilidad de la deuda.<sup>1</sup> Vamos a demostrar que, al igual que en el caso de la reestructuración voluntaria de la deuda, estos instrumentos no funcionan bajo situaciones de crisis. Una lección general es que, cuando un país registra graves dificultades para atender el servicio de la deuda, los intentos de aplicar ingeniería financiera resultan inútiles. Si la deuda es insostenible, la sustentabilidad solo se reestablecerá mediante una reestructuración que se traduzca en una reducción significativa del valor presente neto.

### Garantías y refuerzos

2. Se han formulado varias propuestas para movilizar liquidez de emergencia de acreedores privados mediante el suministro de una garantía oficial o el uso de recursos oficiales para reforzar un canje o una recompra de la deuda. La idea es ofrecer a los acreedores privados acceso a la misma preferencia que se da a los acreedores oficiales al efectuar los reembolsos, o “reforzar” el crédito privado mediante el uso de recursos oficiales para financiar una recompra o un canje de la deuda. Argentina empleó ambas modalidades de refuerzos, el primero de ellos en el caso de un préstamo del Banco Mundial con garantía en apoyo de políticas y el segundo en el fracasado intento de reducir su carga de la deuda en el cuarto trimestre de 2001 con los US\$3.000 millones asignados específicamente a operaciones de deuda en el aumento de los recursos realizado en septiembre. Examinaremos cada uno de ellos.

### *Préstamo privado con garantía oficial parcial*

3. El mercado comúnmente fija los precios de los instrumentos parcialmente garantizados considerándolos como una combinación de dos componentes: un préstamo garantizado, que se valora al riesgo del G-7 o del Banco Mundial; y un préstamo no garantizado, que se valora solo en función del riesgo país. La parte garantizada ofrece un beneficio financiero al deudor, ya que la garantía le permite a un país de alto riesgo obtener préstamos a una tasa libre de riesgos. Pero fuera de este subsidio, no se crea ningún valor adicional al combinar un bono garantizado con otro no garantizado. De hecho, un instrumento que combine una parte garantizada con una parte no garantizada suele ser

---

<sup>1</sup> Este examen se basa en parte en un tratamiento más detallado que se encuentra en Roubini y Setser (2003).

valorado por el mercado a un precio ligeramente inferior que el que se obtendría mediante un bono del Banco Mundial y un bono por separado del país sin garantía. Una garantía por US\$3.000 millones para un bono por valor de US\$6.000 millones es muy semejante a la posibilidad de obtener un préstamo de US\$3.000 millones del sector oficial y US\$3.000 millones de acreedores privados.

4. Se han formulado varias propuestas para crear garantías parciales que permitan “sacarle más provecho a cada dólar.” La mayoría de las propuestas se basan en el supuesto de que, si bien la garantía legalmente y oficialmente cubre una parte del flujo de caja, el “halo” de la garantía del acreedor oficial se extenderá a la totalidad del préstamo. Los “polvos mágicos” oficiales reducirán el diferencial correspondiente a la parte no garantizada del préstamo, ya que el deudor estará menos inclinado a incumplir incluso los pagos no garantizados. En la práctica, sin embargo, han resultado inútiles los intentos de crear estructuras más complejas para convencer a los inversionistas de que el monto de la protección efectiva que ofrece la garantía limitada supera con creces el volumen de la garantía oficial.

5. La estructura más ingeniosa es la denominada garantía reinstalable y renovable, en la que el Banco Mundial garantiza el primer pago de un bono. La garantía se renueva para el siguiente pago si el país ha efectuado el primer pago. Si el país no puede pagar el tramo garantizado, el Banco Mundial lo pagará y el país tendrá un breve plazo para reembolsárselo al Banco Mundial. Siempre que el país pueda encontrar los fondos para pagarle al Banco Mundial, la garantía se “reinstala” y se renueva para el siguiente pago. La idea es sencilla: al país no le convendría un *default* ante el Banco Mundial, de modo que la garantía casi con seguridad se renovará y eventualmente cubrirá a la totalidad del bono. Si bien el Banco Mundial solo garantiza oficialmente el primer pago, el “halo” de la garantía se extenderá sobre la totalidad del instrumento.<sup>2</sup> En la práctica, sin embargo, el precio asignado por el mercado a los bonos emitidos con ese tipo de garantía ha sido más parecido al de un solo bono garantizado y una serie de bonos no garantizados. Esta estructura nunca ha ofrecido a los países que atraviesan problemas de liquidez un medio realista de recaudar fondos durante una situación de crisis a tasas de interés garantizadas.

6. Argentina fue uno de los países que experimentó con esta estructura. Cuando Argentina incumplió el pago garantizado correspondiente a su bono renovable y reinstalable, el Banco Mundial intervino para efectuar el pago, y el país a su vez incrementó sus obligaciones frente al Banco Mundial por el monto de la garantía que éste pagó. Esta fue la parte fácil. La parte difícil fue decidir si efectuaba o no oportunamente el reembolso al Banco Mundial para que la garantía pudiera ser “reinstalada” y luego “renovada” para el siguiente

---

<sup>2</sup> Si esta estructura hubiese funcionado como se anunció, el instrumento combinado habría valido más que la suma de sus partes. Pero incluso en este caso, la estructura realmente no está creando valor sino que, en efecto, está transfiriendo valor de otros bonos no garantizados a los tenedores del bono parcialmente garantizado. Los tenedores de la parte no garantizada del bono parcialmente garantizado se benefician porque sus acreencias reciben un carácter de crédito privilegiado en relación con otras acreencias no garantizadas, pero sería más eficiente otorgar ese carácter de manera explícita.

pago. Atendiendo la recomendación del Banco Mundial, Argentina decidió no pagarle al Banco dentro del período designado, con lo cual se terminó toda posibilidad de que la garantía fuese “reinstalada” y que quedara amparado el saldo no garantizado oficialmente. Este incidente sirvió para asegurar que esta estructura nunca más fuese vista por los mercados como un instrumento capaz de conferir “halo” alguno, y para confirmar los riesgos reales relacionados con las garantías reinstalables. En una situación de crisis, el sector oficial y el país deben decidir si los “polvos mágicos” son o no reales: no hay espacio para la ambigüedad. Si el bono hubiera sido pagado en su totalidad, Argentina habría terminado en la peor situación posible. Habría pagado una tasa más elevada por endeudarse a través de esta compleja estructura que si hubiese obtenido los préstamos directamente del Banco Mundial, pero a posteriori habría tratado el bono como cualquier otra deuda de bajo costo de un banco multilateral de desarrollo. Con la decisión que se tomó, fueron los acreedores, y no Argentina, los que salieron perdiendo.

### ***Recompras o canjes de deuda parcialmente reforzada con recursos oficiales***

7. Una interrogante relacionada es si los refuerzos oficiales pueden utilizarse para reducir la carga de la deuda de un país que atraviesa por problemas de liquidez y de sustentabilidad de la deuda. El uso de dinero oficial para reducir la carga de la deuda fue la idea en que se basó la asignación de US\$3.000 millones específicamente para operaciones de deuda durante el aumento de recursos de septiembre de 2001 a favor de Argentina. Ya hemos señalado en el texto que, en una crisis, los canjes voluntarios en condiciones de mercado empeorarían la situación al incrementar la carga real de la deuda. La cuestión en este caso es si el hecho de añadir refuerzos a esas transacciones (es decir, pasar de un megacanje voluntario en junio a un canje o a una recompra reforzada por US\$3.000 millones en el cuarto trimestre) los hace o no más atractivos. La respuesta sencillamente es no. Como se explica en el análisis clásico de Rogoff y Bulow (1988, 1989), el uso de recursos oficiales para recomprar deuda incrementa el valor residual de la deuda restante y no afecta para nada la carga de la deuda del deudor: todos los beneficios de los refuerzos oficiales van a parar a manos de los acreedores en vez del deudor. Si bien existe un largo debate académico acerca de la utilidad de esta “recompra trivial de la deuda,”<sup>3</sup> y los resultados de la distribución de los beneficios entre el deudor y los acreedores pueden cambiar marginalmente según los diversos supuestos analíticos, es claro que no tenía sentido la propuesta de utilizar US\$3.000 millones de dinero oficial para hacer sostenible la deuda de Argentina.

8. El razonamiento es el siguiente: en el tercer trimestre de 2001, US\$3.000 millones podrían haber recomprado US\$4.000 millones de deuda a corto plazo (que se negociaba a 75 centavos por dólar) o US\$6.000 millones de deuda a largo plazo (que se negociaba a aproximadamente 50 centavos por dólar). En términos de flujo de caja, esta última solución no ofrecía mucho alivio en materia de liquidez, ya que se habrían canjeado cupones de los bonos viejos a largo plazo con rendimientos del 10% por tasas de interés más bajas

---

<sup>3</sup> Véase el debate entre Sachs (1989) y Rogoff y Bulow (1988, 1989). En Cline (1995) se presenta un buen análisis de la literatura sobre este debate.

(por ejemplo 4%) en los US\$3.000 millones suministrados por el FMI, generándose un ahorro total anual de US\$180 millones. La primera solución, suponiendo que el préstamo del FMI debía ser reembolsado en cuatro años, habría proporcionado un alivio inmediato en el flujo de caja correspondiente al principal por valor de US\$4.000 millones a cambio de pagos de intereses por el préstamo del FMI y el reembolso de US\$3.000 millones cuatro años después. Así que, si bien el alivio de flujo de caja a corto plazo era mayor, el efecto sobre el saldo de la deuda de Argentina y su sustentabilidad era prácticamente nulo. Con un saldo de la deuda externa de aproximadamente US\$100.000 millones, esta operación habría reducido el saldo en, a lo sumo, US\$3.000 millones. Por lo tanto, de una forma u otra, el uso de fondos oficiales no habría afectado la sustentabilidad de la deuda de Argentina.

9. A este respecto, de poco habrían servido préstamos de mayor cuantía u otros usos del dinero oficial. El hecho de obtener un préstamo de mayor cuantía a corto plazo (incluso a tasas subsidiadas) para reducir una cuantiosa deuda a largo plazo surte poco efecto sobre el valor presente neto de la deuda, aparte del valor de subsidio del dinero oficial. Del mismo modo, el uso de US\$3.000 millones para garantizar parcialmente un canje de deuda en vez de una recompra habría surtido poco o ningún efecto sobre la sustentabilidad de la deuda. En todos estos casos, el beneficio en valor presente neto equivale a la diferencia entre la tasa de interés de la deuda amortizada y la tasa de interés oficial multiplicada por el monto del dinero oficial. Incluso a niveles de rendimiento del 15%, la obtención de un préstamo por valor de, por ejemplo, US\$10.000 millones del FMI al 4% por un año equivale a un beneficio en valor presente neto de aproximadamente US\$1.100 millones, lo cual es prácticamente nada en comparación con una deuda externa de más de US\$100.000 millones.

### **Líneas de crédito contingente privadas**

10. Existe otro sistema para obtener liquidez en tiempos de crisis: pagar por ella de antemano. Un país puede adquirir el derecho de obtener préstamos de un grupo de bancos en caso de dificultades. Los detalles particulares de este tipo de línea de crédito contingente pueden variar, pero la más sencilla es la que le ofrece al gobierno el derecho de obtener en préstamo cierta cantidad predeterminada a una tasa de interés fija en el momento y lugar que el gobierno elija. A cambio de este servicio, los bancos reciben una comisión. Las líneas de crédito contingente pueden considerarse como sustitutas de las reservas. En vez de mantener reservas “en el balance”, las líneas de crédito contingente ofrecen reservas “no incluidas en el balance”. La comisión que cobran los bancos puede ser comparada con el costo de pagar por mantener reservas y, comúnmente, es la diferencia entre el costo de los fondos para un país y la tasa de interés libre de riesgos que devengan sus reservas

11. Lamentablemente, en la realidad la experiencia con las líneas de crédito contingente privadas ha sido decepcionante, y esos servicios prácticamente no constituyen un sustituto viable del financiamiento oficial. En 1997, tres países—México, Indonesia y Argentina—tenían acceso a líneas de crédito contingente privadas. En algún momento los tres países hicieron uso de su línea de crédito, y en ninguno de los casos la experiencia fue buena ni para el país ni para los bancos.

12. La línea de crédito para Argentina tenía como fin suministrar liquidez al sistema bancario en vez de al gobierno. Según este mecanismo, el Banco Central compró el derecho de vender (con la promesa de recomprar) a cambio de efectivo los bonos internacionales de Argentina que poseía el sistema bancario. No obstante, este servicio no funcionó como se había diseñado cuando el sistema bancario de Argentina empezó a registrar graves tensiones en 2001. Las autoridades temían que si hacían uso de la línea de crédito podrían suscitar la corrida bancaria que se trataba de evitar mediante este mecanismo. A medida que las finanzas públicas se deterioraban, los bancos empezaron a tratar de salirse cuanto antes de este compromiso. En vista de que el megacanje de junio amortizó muchos de los bonos que podrían ser “recomprados” a cambio de efectivo, en la práctica redujo el tamaño de la línea de crédito. Argentina efectivamente la utilizó en septiembre de 2001, pero prefirió no obtener la máxima suma posible. Obtuvo US\$1.500 millones de acreedores privados y otros US\$1.000 millones del Banco Mundial y el BID en calidad de refuerzos que formaban parte de la línea de crédito. En todo caso, la línea de crédito era demasiado pequeña para suministrar las sumas que Argentina necesitaba.

13. Es difícil evaluar el monto neto de financiamiento adicional que estos servicios ofrecen en una crisis: los bancos tomarán medidas para cubrir los riesgos relacionados con sus compromisos de suministrar préstamos a un país en crisis. Algunas coberturas—como la venta corta de la deuda externa del país—pueden ejercer presiones sobre los precios del mercado secundario pero no se traducen directamente en una presión sobre las reservas del país. Otras coberturas potenciales, como la reducción de la exposición crediticia local de las filiales del banco en el país deudor, pueden ejercer presiones sobre las reservas del país. Una virtud del sector oficial es que no procura obtener cobertura para sus préstamos de tiempo de crisis y verdaderamente ofrece financiamiento nuevo neto.

**CRONOLOGÍA DE HECHOS RELEVANTES, 1991–2002**

<b>Fecha</b>	<b>Hechos</b>
30-I-91	Domingo Cavallo asume como Ministro de Economía.  Se establece una banda de flotación cambiaria, entre un piso de 10.000 australes y un techo de 8.000 australes por dólar.
27-III-91	Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay firman el tratado por el cual se establece el Mercado Común del Sur (MERCOSUR).
28-III-91	El Congreso aprueba la Ley de Convertibilidad.
1-IV-91	Entra en vigencia la Ley de Convertibilidad, con una paridad de 10.000 australes por dólar.
29-VII-91	El Directorio Ejecutivo del FMI aprueba un acuerdo <i>stand-by</i> con Argentina.
1-XI-91	El Presidente Carlos Menem anuncia un amplio programa de desregulación de la economía y liberalización del comercio exterior.
14-XI-91	El Congreso aprueba la Ley Nacional de Empleo, que contempla los contratos temporarios de personal y fija topes para las indemnizaciones.
1-I-92	El peso reemplaza al austral a una tasa de conversión de 10.000 australes por peso.
31-III-92	El Directorio del FMI aprueba la renovación del acuerdo ampliado a favor de Argentina.
27-V-92	Los servicios portuarios son privatizados por decreto.
23-IX-92	El Congreso aprueba la nueva Carta Orgánica del Banco Central, que establece la independencia de la entidad, estipulándose el mantenimiento de la estabilidad de precios como su principal objetivo.
24-IX-92	Se autoriza por ley la venta de Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF).
9-XI-92	Los sindicatos organizan la primera huelga general contra el Presidente Menem.
11-XI-92	Se llega a un acuerdo con los bancos acreedores.

<b>Fecha</b>	<b>Hechos</b>
6-XII-92	Argentina participa en el Plan Brady. El Director Gerente del FMI felicita a Argentina por el acuerdo.
4-I-93	Se autoriza la apertura de cuentas corrientes en dólares.
20-I-93	Último día para canjear australes por los nuevos pesos.
10-III-93	El partido radical (UCR), los sindicatos y los jubilados realizan manifestaciones de protesta en contra de la reforma previsional.
16-III-93	Los gobernadores peronistas aprueban la reforma constitucional, que permite un segundo mandato presidencial consecutivo.
23-IX-93	El Senado aprueba la Ley de Reforma Previsional.
3-X-93	Elecciones de Diputados. Los peronistas obtienen más bancas en el Congreso.
14-XI-93	Pacto de Olivos: Carlos Menem, del partido peronista, y Raúl Alfonsín, del radicalismo, acuerdan un marco para la reforma constitucional, que permita un segundo mandato presidencial consecutivo de 4 años.
1-VIII-94	La Convención Constituyente aprueba la nueva Constitución.
4-VIII-94	Se crea el MERCOSUR, integrado por Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.
22-XI-94	El Senado aprueba la privatización de Encotesa (Empresa Nacional de Correos y Telégrafos).
23-XII-94	México devalúa su moneda.
1-I-95	Entra en vigencia el MERCOSUR.
11-III-95	Se eleva la alícuota del IVA de 18% al 21%.
27-III-95	El Directorio Ejecutivo del FMI aprueba la prórroga del acuerdo ampliado a favor de Argentina.
14-IV-95	El gobierno suspende a cinco bancos con problemas de liquidez.
14-V-95	Elecciones presidenciales. Carlos Menem es reelecto Presidente.
29-XI-95	La Cámara de Diputados otorga poderes especiales al Ministro Cavallo por el plazo de un año para equilibrar el presupuesto de la Nación.

Fecha	Hechos
12-IV-96	El Directorio del FMI aprueba el acuerdo <i>stand-by</i> a favor de Argentina.
18-VII-96	El Ministro Cavallo amenaza con renunciar si no se aprueba su programa de ajuste fiscal.
26-VII-96	Domingo Cavallo es reemplazado por Roque Fernández como Ministro de Economía.
29-VII-96	El Ministro Fernández asume formalmente su cargo.
2-I-97	Un juez declara inconstitucional la reforma laboral.
24-III-97	Se privatiza por decreto el sistema postal.
9-IV-97	Los medios de prensa informan sobre la existencia de una creciente tensión entre el Presidente Menem y el Gobernador Duhalde.
24-IV-97	Se privatizan por decreto los aeropuertos nacionales y provinciales.
9-V-97	Se acuerda un plan de reforma laboral con los sindicatos, por el cual se flexibilizan los contratos laborales, pero se protege de la competencia a las obras sociales sindicales.
2-VIII-97	El partido radical y el FREPASO forman una coalición que posteriormente se conocerá como la Alianza.
14-VIII-97	Se convoca a una huelga nacional.
15-IX-97	El Presidente Menem promete un aumento del haber jubilatorio.
21-IX-97	El Presidente Menem promete aumentar el salario docente.
19-XI-97	La Alianza expresa públicamente su respaldo al régimen de convertibilidad.
4-II-98	El Directorio del FMI aprueba el acuerdo ampliado a favor de Argentina.
17-II-98	Eduardo Duhalde relanza su postulación para las elecciones presidenciales de 1999.
20-II-98	Los medios de prensa informan acerca de un acuerdo entre el Gobernador Duhalde y el Presidente Menem.
28-III-98	La Alianza emprende una campaña en contra de una segunda reelección presidencial.

<b>Fecha</b>	<b>Hechos</b>
3-IV-98	Fernando de La Rúa es proclamado candidato a la presidencia para las elecciones de 1999 en la convención del partido Radical.
21-IV-98	Eduardo Duhalde reafirma su propósito de postularse para las elecciones presidenciales de 1999.
8-VII-98	La Alianza rechaza el plan de reforma laboral.
12-VII-98	El Presidente Menem busca el apoyo del peronismo para un plebiscito que lo habilite a buscar un tercer mandato consecutivo. La idea es rechazada tanto por la Alianza como por el partido Peronista.
17-VII-98	El Presidente Menem busca el apoyo del peronismo para una segunda reelección. Los medios de prensa informan sobre una división del partido.
25-VII-98	Eduardo Duhalde lanza su campaña presidencial y afirma que es necesario un cambio en el modelo económico.
2-IX-98	El Congreso aprueba la reforma laboral, que se convierte así en ley.
1-X-98	El Director Gerente del FMI elogia a la economía argentina.
5/7-X-98	El Presidente Menem asiste a las Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial.
9-X-98	El Presidente Menem ratifica su deseo de postularse para un tercer mandato consecutivo.
29-XI-98	Fernando de La Rúa obtiene la nominación como candidato presidencial de la Alianza.
2-XII-98	Carlos Álvarez es elegido como candidato a la vicepresidencia por la Alianza.
5-XII-98	Los medios de prensa informan que el Presidente Menem busca una reforma constitucional pero se enfrenta a una fuerte oposición.
11-I-99	La Corte deniega al Presidente Menem la habilitación constitucional para postularse para una segunda reelección.
13-I-99	Brasil devalúa su moneda.
15-I-99	Los medios de prensa informan que el Presidente Menem ratifica su compromiso de mantener la paridad peso-dólar.

Fecha	Hechos
8-II-99	Los medios de prensa informan que el Presidente Menem propone la dolarización.
27-II-99	El Presidente Menem desistiría de su aspiración de presentarse en las elecciones presidenciales.
16-IV-99	Domingo Cavallo habría sugerido la necesidad de modificar el régimen de convertibilidad.
12-V-99	El Ministro Fernández reclama un acuerdo con el Congreso para garantizar la solvencia fiscal.
14-VII-99	El Gobernador Duhalde estaría considerando una reestructuración de la deuda.
24-X-99	Elecciones presidenciales y de Diputados. Ganan Fernando de la Rúa y Carlos Álvarez, de la Alianza, con el 48,5% de los votos. La Alianza aumenta su representación en la Cámara de Diputados a 125 bancas (de 105), mientras que el partido Peronista retiene 101 bancas y pierde 19.
10-XII-99	De La Rúa asume como Presidente de Argentina, con José Luis Machinea como Ministro de Economía.
24-II-00	Se convoca a una huelga contra el proyecto de reforma del mercado laboral, que contempla la descentralización de los convenios colectivos.
10-III-00	El Directorio del FMI aprueba el acuerdo <i>stand-by</i> a favor de Argentina.
26-IV-00	La reforma laboral es aprobada por el Senado con algunas modificaciones. Los sindicatos llaman a una huelga nacional.
5-V-00	Se convoca a una huelga general contra la reforma laboral.
11-V-00	La Cámara de Diputados convierte en ley la reforma laboral.
6-VI-00	Se convoca a una huelga nacional.
17-VIII-00	En respuesta a denuncias públicas, el Presidente De la Rúa crea una comisión especial, presidida por el Vicepresidente Carlos Álvarez, para investigar las acusaciones de supuestos sobornos en relación con la aprobación de la ley de reforma laboral por parte del Senado.
4-IX-00	El Presidente De La Rúa afirma que el gobierno no ha pagado sobornos para lograr la sanción de la ley de reforma laboral.

Fecha	Hechos
6-X-00	Renuncia el Vicepresidente Carlos Álvarez.
12-I-01	El Directorio del FMI aprueba el aumento del monto del acuerdo <i>stand-by</i> y completa la segunda revisión.
2-III-01	Renuncia el Ministro Machinea.
4-III-01	Ricardo López Murphy es designado Ministro de Economía.
16-III-01	Renuncian miembros del gabinete pertenecientes al FREPASO en protesta por el anuncio de medidas de austeridad fiscal. Se rompe la Alianza entre el FREPASO y el partido Radical. Los sindicatos convocan a una huelga.
19-III-01	Renuncia el Ministro López Murphy.
20-III-01	Domingo Cavallo es designado como nuevo Ministro de Economía.
26-III-01/ 28-III-01	Las calificadoras de riesgo internacionales rebajan la calificación de la deuda soberana de largo plazo de Argentina.
29-III-01	El Ministro Cavallo obtiene “poderes de excepción” delegados por el Congreso para hacer frente a la crisis.
14-IV-01	El Ministro Cavallo anuncia una modificación de la ley de convertibilidad y el reemplazo del dólar por una canasta de monedas integrada en partes iguales por el dólar y el euro.
16-IV-01	El Ministro Cavallo solicita a las empresas más importantes que compren “bonos patrióticos” por US\$1.000 millones.
26-IV-01	El Presidente del Banco Central es reemplazado a raíz de versiones acerca de presuntas operaciones de lavado de dinero.
8-V-01	Standard & Poor rebaja nuevamente la calificación de la deuda soberana de largo plazo de Argentina de B+ a B.
21-V-01	El Directorio del FMI completa la tercera revisión del acuerdo <i>stand-by</i> a favor de Argentina.
3-VI-01	Las autoridades anuncian la concreción del “megacanje”.
15-VI-01	El Ministro Cavallo anuncia un paquete de medidas impositivas y relativas al comercio exterior, entre ellas un mecanismo de compensación a los exportadores e importadores de productos no energéticos.

Fecha	Hechos
20-VI-01	El Senado aprueba las modificaciones a la ley de convertibilidad.
11-VII-01	Se anuncia un plan de déficit cero, que impone una pauta de reducción del gasto para equilibrar el presupuesto.
30-VII-01	El plan de déficit cero se convierte en ley.
10-VIII-01	Los medios de prensa citan fuentes del mercado según las cuales un paquete del FMI solo servirá para demorar el <i>default</i> .
21-VIII-01	El FMI anuncia la propuesta de aumentar el monto del acuerdo <i>stand-by</i> en US\$8.000 millones.
5-IX-01	Los medios de prensa informan que el FREPASO propone poner fin al régimen de convertibilidad.
7-IX-01	El Directorio del FMI aprueba el aumento del acuerdo <i>stand-by</i> y completa la cuarta revisión.
14-X-01	Elecciones en el Senado y en la Cámara de Diputados. El partido Peronista controla ambas cámaras legislativas.
30-X-01	El FREPASO rompe la coalición de la Alianza en la Cámara de Diputados.
6-XI-01	Standard & Poor rebaja la calificación de la deuda soberana de largo plazo de Argentina de CC a SD ( <i>default</i> selectivo).
1-XII-01	El gobierno establece un congelamiento parcial de los depósitos ( <i>corralito</i> ) y controles sobre los capitales.
6-XII-01	El Ministro Cavallo viaja a los Estados Unidos para reunirse con la gerencia del FMI.
8-XII-01	Las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones privadas son obligadas a comprar bonos nacionales.
12-XII-01	Se convoca a una huelga nacional, hecho que desencadena una serie de manifestaciones contra la política económica del gobierno.
19-XII-01	Renuncia el Ministro Cavallo.
20-XII-01	El Presidente Fernando de la Rúa renuncia ante la muerte de manifestantes. Ramón Puerta, Presidente del Senado, asume como Presidente Interino.
23-XII-01	Adolfo Rodríguez Saá es elegido Presidente por la Asamblea Legislativa. Anuncia un <i>default</i> parcial de la deuda externa.

Fecha	Hechos
30-XII-01	Renuncia Rodríguez Saá. Eduardo Camaño, titular de la Cámara de Diputados, asume como Presidente Interino (al renunciar Ramón Puerta como Presidente del Senado).
1-I-02	Eduardo Duhalde es elegido Presidente por la Asamblea Legislativa, con mandato hasta diciembre de 2003.
3-I-02	El Presidente Duhalde anuncia el fin de la convertibilidad y la adopción de un régimen cambiario doble .
6-I-02	Cesa la vigencia de la ley de convertibilidad. Se establece un tipo de cambio doble , con un tipo de cambio fijo de 1,40 pesos por dólar para operaciones de comercio exterior y otro valor del dólar determinado en el mercado libre.
3-II-02	El gobierno decreta la unificación del régimen cambiario y la pesificación asimétrica de los balances de los bancos (activos a 1 peso argentino por dólar y pasivos a 1,40 peso argentino por dólar).
11-II-02	Se abre por primera vez el mercado cambiario bajo un régimen unificado; el peso se deprecia a 1,8 peso argentino por dólar.
8-III-02	Se decreta la pesificación de la deuda pública regida por la ley argentina.
25-III-02	El peso alcanza un máximo de 4 peso argentino por dólar.

Fuentes: Gerchunoff, Pablo y Lucas Llach, 2003, *El ciclo de la ilusión y el desencanto*, Ed. Ariel; Romero, Luis Alberto, 2001, *Breve historia contemporánea argentina*, Fondo de Cultura Argentina; Romero, Luis Alberto, 2000, *Argentina: una crónica total del siglo XX*, Ed. Aguilar; *Anuario Clarín*, diversos años, Ed. Atlántida; *Clarín*, 1997–2002, edición online; *La Nación*, 1991–2002, edición impresa, y *La Nación*, 1997–2002, edición online.

### LISTA DE PERSONAS ENTREVISTADAS

1. El equipo de la OEI conversó con más de 40 ex funcionarios y actuales funcionarios de la gerencia del FMI, el Directorio Ejecutivo y el personal técnico de la institución. Asimismo, las personas que figuran a continuación dieron su opinión a la OEI, en su mayor parte por medio de encuestas pero también en seminarios y talleres. Quisiéramos manifestar nuestro agradecimiento por la generosidad que han tenido con nosotros en dedicarnos su tiempo, y disculparnos por todo error u omisión. Estas personas no asumen responsabilidad alguna por cualquier error de hecho o de apreciación que pueda existir en el informe.

#### D. Organizaciones Internacionales y Regionales

##### **Banco Mundial:**

Myrna Alexander

Paul Levy

Guillermo Perry

##### **Banco Central Europeo:**

Tommaso Padoa-Schioppa

Georges Pineau

Lucas Ter Braak

##### **Comisión Europea:**

Alexander Italianer

José E. Leandro

Heliodoro Temprano

##### **Banco Interamericano de Desarrollo:**

Guillermo Calvo

Eduardo Cobas

Alejandro Izquierdo

Ricardo Santiago

Ernesto Talvi

##### **Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos:**

Joaquim Oliveira Martins

Nanno Mulder

##### **Comisión Económica para América Latina y el Caribe**

Daniel Heymann

Juan Pablo Jiménez

Bernardo Kosacoff

Adrian H. Ramos

### Funcionarios de países miembros

#### Argentina:

Roberto Arias	Daniel Artana	Luis Alfredo Azpiazu
Jorge Baldrich	Mario Blejer	Dario Braun
Domingo Cavallo	Adolfo Diz	Roque Fernández
Javier González Fraga	Jorge Gaggero	Marcelo García
Pablo Guidotti	Ricardo Gutiérrez	Alejandro Henke
Miguel Kiguel	Roberto Lavagna	Eduardo Levy-Yeyati
Juan José Llach	Ricardo López Murphy	José Luis Machinea
Daniel Marx	Guillermo Mondino	Santiago Montoya
Guillermo Nielsen	Geraldo Adrián Otero	Eugenio Pendas
Pedro Pou	Andrew Powell	Alfonso Prat-Gay
Jorge Remes Lenicov	Carlos A. Rodríguez	Rodolfo Rossi
H. Horacio Salvador	Federico Sturzenegger	Mario Vicens
Agustín Villar		

#### Otros países:

Enrique Alberola Ila	Steve Backes	Andrew Berg
Jasper Blom	Christian Broda	Terrence Checki
John Clark	Stephen Collins	Bertrand Couillault
Marco Committeri	Ralf Debelius	John Drage
Elvira Eurlings	Marco Fauna	Antonio Fanna
Hiroshi Fujiki	Stéphanie Gaudemet	Giorgio Gomel
Doris Ellen Grimm	Alicia García Herrero	Dietrich Hartenstein
Hiroataka Inoue	Joji Ide	Pierre Jaillet
Takayuki Kobayashi	Yukinobu Kitamura	Shuji Kobayakawa
Michael A. P. Kuijper	Haruhiko Kuroda	Chris Kushlis
Renaud Meary	Thomas Melito	Jochen Metzger
Isaya Muto	Stéphane Pallez	Adrian Penalver
Stephen Pickford	Gonzalo Ramos	Tom Rogers
Marc Roovers	Gita Salden	Tetsuya Sato
Claus Schollmeier	Stéfan Schoenberg	Brad Setser
Shigeru Shimizu	Lorenzo Bini Smaghi	Mark Sobel
Marc-Olivier Strauss-Kahn	Wataru Takahash	John B. Taylor
Gregory Thwaites	Ramin Toloui	Edwin Truman
Jan Willem van der Kaaij	Jose Vinals	Stephan FRHR Von Stenglin
Kiyoshi Watanabe	Claire Waysand	Christiane Welte
Rolf Wenzel	Dan Zelikow	Vicenzo Zezza

**Académicos y otras personas**

Victor Abramovich	Carlos Acuña	Roberto Alemann
Lew Alexander	Martin Anidjar	Makoto Aratake
Ricardo Arriazu	Santiago Bausili	Cosme Beccar Varela
Amer Bisat	Jorge Blazquez-Lidoy	Paul Blustein
Moises Resnick Brenner	Miguel Ángel Broda	Mario Cafiero
Gustavo Cañonero	Ariel Caplan	Lisandro Catalan
Menzie Chin	Eduardo Conesa	Oswaldo Cornide
Eduardo Curia	Eduardo de la Fuente	Horacio Delguy
José Ignacio de Mendiguren	Edvardo Di Cola	Rafael Di Tella
Carlos Domene	Carlin Doyle	Sebastian Edwards
Klaus Engelen	José Luis Fabris	Roberto Favelevic
Martin Feldstein	Aldo Ferrer	Kristin Forbes
Rosendo Fraga	Jeffrey Frankel	Roberto Frenkel
Barbara Fritz	Peter Garber	Américo García
Guillermo Gotelli	Geoffrey Gottlieb	Juan José Guaresti
Kenji Haramiishi	Eduardo Helguera	Katja Hujo
Hiroataka Ikeda	Mika Ikeda	Joseph Joyce
Martin Kanenguiser	Isao Kawanabe	Severo Lanz
Guillermo Laura	Andrés Lederman	Paulo Leme
Fernando Daniel López	Fernando Losada	Francisco Matilla
Miguel Escrig Melia	Antonio Merino García	Juan Antonio Mielgo
Hugo Moyano	Arnaldo Musich	Jujio Namiki
Arturo O'Connell	Federico Palacio	Celedonio Paneda
Arturo Porzecanski	Carla Gabriela Raimondi	Alberto Ramos
Oswaldo Rial	Dani Rodrik	Luigi Ruggerone
José Juan Ruiz	Rodolfo Santangelo	Naoki Sawaoka
Miguel Sebastian	Dennis Sertcan	Takeshi Shigeoka
Dante Simone	Kenichi Suzuki	Naoyuki Takashina
Shin Takehara	Masaharu Takenaka	Mariano Tommasi
Juan Carlo Torre	Gerardo Tresca	Hector Valle
Andrés Velasco	Motoyasu Yokota	Yorikatsu Yoshida

## BIBLIOGRAFÍA

- Allen, Mark, 2003, "Some Lessons from the Argentine Crisis: A Fund Staff View", Jan Joost Teunissen y Age Akkerman (compiladores), *The Crisis That Was Not Prevented: Lessons for Argentina, the IMF and Globalization* (The Hague: FONDAD), págs. 120–50.
- Arriazu, Ricardo Héctor, 2003, *Lecciones de la Crisis Argentina* (Buenos Aires: Editorial El Ateneo).
- Artana, Daniel, Ricardo Lopez Murphy y Fernando Navajas, 2003, "A Fiscal Policy Agenda", Pedro-Pablo Kuczynski y John Williamson (compiladores), *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America* (Washington: Instituto de Economía Internacional).
- Auguste, Sebastian, Kathryn M. E. Domínguez, Herman Kamil, Linda L. Tesar, 2002, "Cross-Border Trading As a Mechanism for Capital Flight: ADRs and the Argentine Crisis", Working Paper No. 9343, National Bureau of Economic Research (Cambridge, Massachusetts).
- Banco Mundial, 2002, "Argentina: What Happened? A Retrospective Review", documento del Directorio No. SecM2002-0364.
- \_\_\_\_\_, 2000, "Argentina: Country Assistance Evaluation", Departamento de Evaluación de Operaciones, Informe No. 20719 (Washington: Banco Mundial), julio de 2000.
- \_\_\_\_\_, 1998, "Argentina: Financial Sector Review", Informe No. 17864-AR, septiembre.
- \_\_\_\_\_, 1996, "Argentina: Country Assistance Review", Departamento de Evaluación de Operaciones, Informe No. 15844 (Washington: Banco Mundial).
- Baliño, Thomas J. T., Charles Enoch, Alain Ize, Veerathai Santiprabhob y Peter Stella, 1997, *Currency Board Arrangements: Issues and Experiences*, Occasional Paper 151 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Berg, Andrew, y Eduardo R. Borensztein, 2000, "The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Targets in Highly Dollarized Economies", IMF Working Paper No. 00/29 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bordo, Michael, y Carlos A. Végh, 1998, "What if Alexander Hamilton Had Been Argentinean? A comparison of the Early Monetary Experiences of Argentina and the United States", Working Paper No. 6862, National Bureau of Economic Research (Cambridge: Massachusetts), diciembre.

- Boughton, James M., 2001, *Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-1989* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bulow, Jeremy, y Kenneth Rogoff, 1988, "The Buyback Boondoggle", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2 (Washington: Brookings Institution), págs. 675–98.
- \_\_\_\_\_, y \_\_\_\_\_, 1989, "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?", *American Economic Review*, vol. 79, No. 1, marzo, págs. 43–50.
- Calomiris, Charles W., 2001, "The Fastest, Fairest Way out of the Argentina Debt Crisis", *Financial Times* (Londres), 9 de noviembre.
- \_\_\_\_\_, y Andrew Powell, 2001, "The Argentine Financial System under the Currency Board", abril.
- Calvo, Guillermo A., 1998, Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, vol. 1, No. 1, noviembre, págs. 35–54
- \_\_\_\_\_, y Carmen M. Reinhart, 1999, "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options", junio.
- \_\_\_\_\_, Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi, 2002, "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons" (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Cavallo, Domingo, 2001, *Pasión por Crear: En diálogo con Juan Carlos De Pablo* (Buenos Aires: Espejo de la Argentina).
- \_\_\_\_\_, 2002, "An Institutional Coup", publicado en [www.cavallo.com.ar/papers](http://www.cavallo.com.ar/papers).
- \_\_\_\_\_, y Joaquin A. Cottani, 1997, "Argentina's Convertibility Plan and the IMF", *American Economic Review*, vol. 87, No. 2 (mayo), págs. 17–22.
- Cavallo, Michele, Kate Kisselev, Fabrizio Perri y Nouriel Roubini, 2003, "Exchange Rate Overshooting and the Costs of Floating", New York University, abril.
- Cetrángolo, Oscar, y Juan Pablo Jiménez, 2003, "Política Fiscal en Argentina durante el Régimen de Convertibilidad", Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- Cibils, Alan B., Mark Weisbrot y Debayani Kar, 2002, "Argentina Since Default: The IMF and the Depression", Briefing Paper, Center for Economic and Policy Research (Washington), septiembre.

Cline, William R., 1995, *International Debt Reexamined* (Washington: Instituto de Economía Internacional).

\_\_\_\_\_, 2003, “Restoring Economic Growth in Argentina”, Center for Global Development e Institute for International Economics, junio.

Collins, Charles V., y Russell G. Kincaid, 2003, *Managing Financial Crises: Recent Experience and Lessons for Latin America*, Occasional Paper 217 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Congreso de Estados Unidos, Comité Conjunto Económico, 2003, "Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures", Washington, junio.

Corrales, Javier, 2002, “The Politics of Argentina’s Meltdown”, *World Policy Journal*, vol. 19, No. 3 (cuarto trimestre), págs. 29–42.

Cottarelli, Carlo, y Curzio Giannini, 2002, “Bedfellows, Hostages, or Perfect Strangers? Global Capital Markets and the Catalytic Effect of IMF Crisis Lending”, IMF Working Paper No. 02/193 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Cuevas, Alfredo, 2003, “Reforming Intergovernmental Fiscal Relations in Argentina”, IMF Working Paper No. 03/90 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Curia, Eduardo, 1994, “La Convertibilidad y Sus Desvíos” (Buenos Aires: Centro de Análisis Social y Económico).

\_\_\_\_\_, 1999, *La Trampa de la Convertibilidad* (Buenos Aires: Ediciones Realidad Argentina).

Damill, Mario, y Roberto Frenkel, 2003, “Argentina: Macroeconomic Performance and Crisis” (Buenos Aires: CEDES), junio.

De la Torre, Augusto, Eduardo Levy Yeyati y Sergio L. Schmukler, 2002, “Argentina’s Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking” (Washington: Banco Mundial).

Della Paolera, Gerardo, y Alan M. Taylor, 2003, “Gaucho Banking Redux”, Working Paper PB03-04, Economic Research Department (San Francisco: Banco de la Reserva Federal de San Francisco), junio.

Edwards, Sebastian, 1996, “More IMF Austerity Won’t Cure What Ails Argentina”, *Wall Street Journal* (Nueva York), 30 de agosto.

\_\_\_\_\_, 2002, “The Argentine Debt Crisis of 2001–2002: A Chronology and Some Key Policy Issues” (Los Angeles: Universidad de California).

- Escudé, Guillermo, 2002, "The Great Exchange Rate Debate After Argentina", Working Paper No.9257 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- \_\_\_\_\_, y Andrew Powell, 2001, "The Argentine Fixed Exchange Rate System: The First 10 Years", estudio presentado en el seminario del FMI "Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating?" (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Feldstein, Martin, 2002, "Argentina's Fall: Lessons from the Latest Financial Crisis", *Foreign Affairs*, vol. 81, Número 2, marzo/abril, págs. 8–14.
- Felix, David, 2001, "After the Fall: The Argentine Crisis and Possible Repercussions" (publicado en [www.fpif.org](http://www.fpif.org)).
- Fisher, Irving, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, vol. 1, No. 4, octubre, págs. 337–57.
- Frenkel, Roberto, 2003, "From the Boom in Capital Inflows to Financial Traps" (Buenos Aires: CEDES).
- \_\_\_\_\_, y Jaime Ross, 2003, "Unemployment, Macroeconomic Policy, and Labor Market Flexibility: Argentina and Mexico in the 1990s", enero.
- Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), 1999, "Productivity, Competitiveness and Economic Reforms in Argentina: Was it Enough?", Buenos Aires.
- Gaggero, Jorge A., y Juan C. Gómez Sabaini, 2002, "Argentina: Cuestiones Macrofiscales y Reforma Tributaria" (Buenos Aires: Fundación OSDE-CIEPP).
- Galiani, Sebastian, Daniel Heymann y Mariano Tommasi, 2003, "Great Expectations and Hard Times: The Argentine Convertibility Plan", *Economía* (segundo trimestre), págs. 109–59.
- Ganapolsky, Eduardo J. J., y Sergio L. Schmukler, 1998, "Crisis Management in Capital Markets: The Impact of Argentine Policy during the Tequila Effect", Policy Research Working Paper 1951 (Washington: Banco Mundial).
- Gibson, Edward L., 1997, "The Populist Road to Market Reform: Policy and Electoral Coalitions in Mexico and Argentina", *World Politics*, vol. 49, págs. 339–70.
- Gonzales Fraga, Javier, 2002, "La convertibilidad y la crisis bancaria argentina", Universidad Católica Argentina, noviembre.
- Hanke, Steve H., 2001, "An Exit Strategy for Argentina", *Forbes Global*, 20 de agosto.

- \_\_\_\_\_, y Kurt Schuler, 2002, "What Went Wrong in Argentina?", *Central Banking Journal*, vol. XII, No. 3.
- Hausmann, Ricardo, 2001, "A Way Out for Argentina: The Currency Board Cannot Survive Much Longer", *Financial Times* (Londres), 30 de octubre.
- \_\_\_\_\_, 2001, "After 10 Years of Convertibility Should Argentina Move to Greener Pastures?" (Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina).
- \_\_\_\_\_, y Andrés Velasco, 2002, "Hard Money's Soft Underbelly: Understanding the Argentine Crisis", Brookings Trade Forum, 2 de mayo.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2003, *Perspectivas de la economía mundial: La deuda pública en los mercados emergentes*, Serie de Estudios económicos y financieros, septiembre de 2003 (Washington: FMI).
- Jones, Mark P., Sebastian Saiegh, Pablo Spiller y Mariano Tommasi, 2000, "Professional Politicians-Amateur Legislators: The Argentine Congress in the 20<sup>th</sup> Century", julio.
- Kamin, Steven B., y Neil R. Ericsson, 1993, "Dollarization in Argentina", International Finance Discussion Paper No. 460 (Washington: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal).
- Kanenguiser, Martin, 2003, *La Maldita Herencia: Una Historia de la Deuda y Su Impacto en la Economía Argentina, 1976–2003* (Buenos Aires: Editorial Sudamericana).
- Kiguel, Miguel A., 2002, "Structural Reforms in Argentina: Success or Failure?", *Comparative Economic Studies*, vol. 44, No. 2 (tercer trimestre) págs. 83–102.
- Kotlikoff, Laurence, 2001, "Generational Policy", en Alan J. Auerbach y Martin S. Feldstein (compiladores), *The Handbook of Public Economics*, segunda edición (de próxima publicación; Amsterdam: North Holland).
- Krueger, Anne, 2002, "Crisis Prevention and Resolution: Lessons from Argentina", estudio presentado en una conferencia sobre la crisis argentina, organizada por el National Bureau of Economic Research Conference el 17 de julio, Cambridge, Massachusetts.
- Krugman, Paul, 2002, "Crying with Argentina", *New York Times* (Nueva York), 1 de enero.
- Lagos, Martin, 2002, "The Argentine Banking Crisis 2001–2002" (Buenos Aires: Asociación de Bancos de la Argentina), diciembre.
- Lerrick, Adam, y Allan H. Meltzer, 2001, "Beyond IMF Bailouts: Default without Disruption", Quarterly International Economics Report, Gailliot Center for Public Policy, Carnegie Mellon University, mayo.

- Machinea, José Luis, 2002, "Currency Crises: A Practitioner's View", Brookings Trade Forum (Washington: Brookings Institution), mayo.
- Mackenzie, G. A., Philip Gerson y Alfredo Cuevas, 1997, *Pension Regimes and Saving*, Occasional Paper 153 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Meltzer, Allan H., 2002, "Argentina and the IMF", declaración ante el Comité de Estructura Financiera, Subcomité sobre Comercio y Política Monetaria Internacional, de la Cámara de Representantes de Estados Unidos (Washington).
- \_\_\_\_\_, y Adam Lerrick, 2002, "A solution for Argentina", *Financial Times* (Londres), 24 de enero.
- Menem, Carlos Saul, 1998, intervención ante las Juntas de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional y del Grupo del Banco Mundial en las deliberaciones anuales conjuntas, Reuniones Anuales de 1998, 6 de octubre, Washington.
- \_\_\_\_\_, y Diego Saravia, 2003, "Catalyzing Capital Flows: Do IMF-Supported Programs Work as Commitment Devices?", Working Paper 03/100 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mody, Ashoka, y Martin Schindler, 2004, "Argentina's Growth: A Puzzle?", Fondo Monetario Internacional, febrero.
- Mussa, Michael, 2002, "Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy", Policy Analyses in International Economics No. 67 (Washington: Instituto de Economía Internacional), julio.
- O'Connell, Arturo, 2002, "The Recent Crisis of the Argentine Economy: Some Elements and Background", Universidad de Buenos Aires, septiembre.
- Oficina de Evaluación Independiente (OEI), 2002, "Evaluation of Prolonged Use of IMF Resources", Informe de evaluación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- \_\_\_\_\_, 2003a, "The IMF and Recent Capital Account Crises", Informe de evaluación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- \_\_\_\_\_, 2003b, "El ajuste fiscal en los programas respaldados por el FMI", Informe de evaluación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Pastor, Manuel, y Carol Wise, 2001, "From Poster Child to Basket Case", *Foreign Affairs*, vol. 80, No. 6, noviembre/diciembre, págs. 60-72.
- Perry, Guillermo, y Luis Servén, 2002, "La anatomía de una crisis múltiple: Qué tenía Argentina de especial y qué podemos aprender de ella" (Washington: Banco Mundial), mayo.

- Pou, Pedro, 2000, “La reforma estructural argentina en la década de 1990”, *Finanzas & Desarrollo*, vol. 37 (marzo), págs. 13–5.
- Powell, Andrew, 2002, “The Avoidable Argentine Crisis: Bad Luck, Bad Economics, Bad Politics, Bad Advice”, Brookings Trade Forum (Washington: Brookings Institution), mayo.
- Remes Lenicov, Jorge, Jorge Todesca y Eduardo A. Ratti, 2003, “La Política Económica de Principios de 2002”, marzo.
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff y Miguel A. Savastano, 2003, “Debt Intolerance”, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, (Washington: Brookings Institution) págs. 1–74.
- Rodríguez, Jacobo L., 2002, “Argentina’s Addiction to IMF Money” (Washington: Cato Institute).
- Rodrik, Dani, 2002, “Argentina: A Case of Globalization Gone Too Far or Not Far Enough”, en Jan Joost Teunissen y Age Akkerman (compiladores), *The Crisis That Was Not Prevented: Lessons for Argentina, the IMF and Globalization* (The Hague: FONDAD), págs. 15–21.
- Rofman, Rafael, 2002, “The Pension System and the Crisis in Argentina: Learning the Lessons”, Background Paper for Regional Study on Social Security Reform, Office of the Chief Economist, Latin America and Caribbean Region (Washington: Banco Mundial), mayo.
- Roubini, Nouriel, y Brad Setster, 2004, “Responding to Financial Crises in Emerging Markets: Choosing Between a Bailout of the Crisis Country and a Bailin of its Creditors” (Washington: Instituto de Economía Internacional).
- Sachs, Jeffrey, 1989, “Comprehensive Debt Retirement: The Bolivian Example”, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2 (Washington: Brookings Institution), págs. 706–15.
- Schulthess, W., y Demarco, G., 1993, “Argentina: Evolución del Sistema Nacional de Previsión Social y Propuesta de Reforma, Proyecto Regional de Políticas Financieras para el Desarrollo”, CEPAL-PNUD, Santiago de Chile.
- Schwartz, Gerd, y Claire Liuksila, 1997, “Argentina”, en Teresa Ter-Minassian (compiladora), *Fiscal Federalism in Theory and Practice* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Spiller, Pablo T., y Mariano Tommasi, 2003, “The Institutional Foundations of Public Policy: A Transactions Approach with Application to Argentina”, *Journal of Law, Economics, and Organization*.

- Starr, Pamela K., 1997, "Government Coalitions and the Viability of Currency Boards: Argentina under the Cavallo Plan", *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, vol. 39 (tercer trimestre), págs. 83–133.
- Stiglitz, Joseph E, 2002, "Argentina, Short-changed: Why the Nation That Followed the Rules Fell to Pieces", *Washington Post* (Washington), 12 de mayo.
- Teijeiro, Mario O., 1996, "La Política Fiscal durante la Convertibilidad" (Buenos Aires: Centro de Estudios Públicos).
- \_\_\_\_\_, 2001, "Una Vez Más, La Política Fiscal" (Buenos Aires: Centro de Estudios Públicos).
- Teunissen, Jan Joost, y Age Akkerman (compiladores), 2003, *The Crisis That Was Not Prevented: Lessons for Argentina, the IMF and Globalization* (The Hague: FONDAD).
- Tommasi, Mariano, 2002, "Federalism in Argentina and the Reforms of the 1990s", Working Paper 147, Stanford Center for International Development (California: Stanford), agosto.
- Velasco, Andrés, 2001, "Argentina's Bankruptcy Foretold", *Time*, edición para América Latina, 23 de julio.
- Weisbrot, Mark, y Dean Baker, 2002, "What Happened to Argentina?", Briefing Paper, Center for Economic and Policy Research (Washington), enero.
- Wijnholds, J. Onno de Beaufort, 2003, "The Argentine Drama: A View from the IMF Board", en Jan Joost Teunissen y Age Akkerman (compiladores), *The Crisis That Was Not Prevented: Lessons for Argentina, the IMF and Globalization* (The Hague: FONDAD), págs. 101–19.