

# El camino de la deuda. Retorno del “nuevo FMI”

*Nicole Toftum\* y Daniela Triador\*\**

## Resumen

La Argentina ha vuelto, durante el gobierno del expresidente Mauricio Macri, a pedir asistencia económica al Fondo Monetario Internacional (FMI). El acuerdo *stand by* firmado en 2018 renueva un vínculo históricamente desfavorable, pese a la insistencia del entonces oficialismo, que remarcaba que esta entidad financiera ya no era la misma con que la Argentina había lidiado en acuerdos anteriores. La realidad económica nacional se ha visto atravesada, desde ese momento, no solo por los exuberantes compromisos de pago asumidos, sino también por las exigencias de las “recomendaciones” que este organismo impone para el sostenimiento del acuerdo. Existe, sin embargo, una ineludible afinidad entre las decisiones económicas que el gobierno de la alianza Cambiemos había llevado adelante antes del acuerdo con el FMI y las posteriores exigencias y recomendaciones que esta organización le realizó al gobierno nacional y a su equipo económico para garantizar la solvencia de la deuda.

El objetivo de este trabajo es poner en evidencia que esa afinidad se sostiene sobre un marco teórico similar –signado por la flexibilización de la cuenta capital del balance de pagos y la política monetaria como la mejor herramienta para controlar la inflación y el crecimiento del producto–, el cual no solo desembocó en la necesidad de financiamiento externo luego de los dos primeros años del gobierno de Mauricio Macri, sino que también resultó inconsistente para garantizar la solvencia de los compromisos asumidos con esta entidad.

Para avanzar en este propósito, el artículo se divide en dos apartados. En el primero se sistematizan las principales medidas económicas tomadas por el gobierno nacional desde su asunción y sus consecuencias, que derivaron en la necesidad de recurrir al financiamiento externo. En el segundo se describen las condiciones originales del acuerdo de deuda entre la Argentina y el FMI, así como también las posteriores revisiones para acceder a los distintos desembolsos. La finalidad particular de este segundo apartado es hacer énfasis en la relación entre los objetivos monetarios y fiscales impuestos por el FMI, las recomendaciones de política económica para alcanzarlos y la profundización –causal– de la insolvencia argentina.

\* Licenciada en Economía Política por la Universidad Nacional de General Sarmiento y becaria del Instituto de Altos Estudios Sociales de la Universidad Nacional de San Martín (IDAES-UNSAM).

\*\* Investigadora docente del área de Economía Política, Universidad Nacional de General Sarmiento.

## La política económica de la alianza Cambiemos. ¿Cómo llegamos al FMI?

Las demandas de libertad en democracia no dejan de representar una fuerte controversia, ¿hasta qué punto el perjuicio a terceros debe ser permitido bajo el ala de la libertad de acción? En el camino de lo abstracto a lo particular nos encontramos con discursos de campaña que atacaban los controles al mercado de cambios por la restricción impuesta a la compra de dólares. En línea con este discurso, los controles cambiarios fueron removidos al día siguiente de la asunción de Mauricio Macri, con la autorización de compra mensual de dos millones de dólares (que poco después se incrementó a diez millones).

La economía argentina enfrentaba una seria escasez de dólares que presionaba el tipo de cambio paralelo al alza, y la postura de la alianza Cambiemos era que esta liberalización del mercado cambiario permitiría que a través de la variación del precio se ajustara el exceso de demanda de la divisa. Con el mismo criterio, se permitió que las Lebac (Letras del Banco Central) y las Letes (Letras del Tesoro) fueran adquiridas por inversores extranjeros, con lo que se esperaba un incremento significativo en las reservas internacionales para evitar las presiones de depreciación.

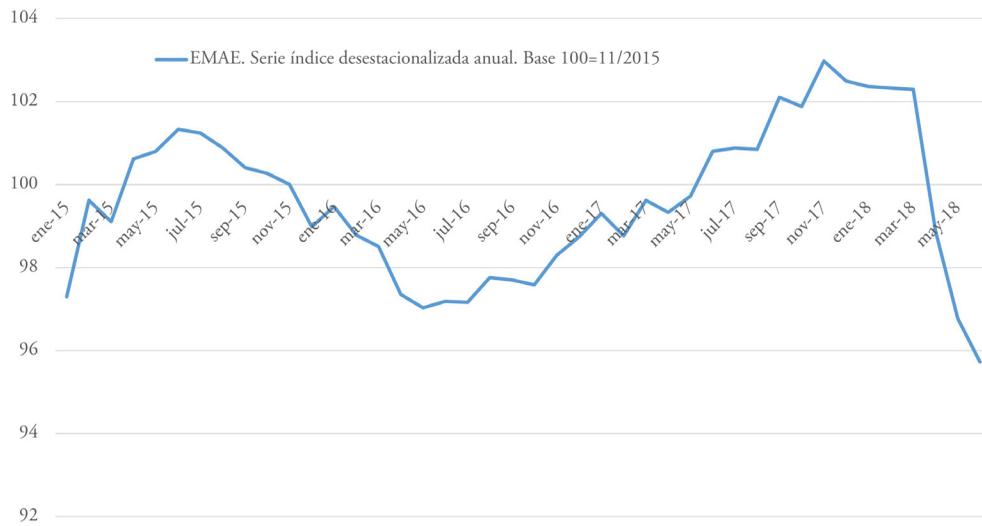
Estas medidas, además del masivo blanqueo de capitales que tuvo lugar en 2016 (gracias a la condonación de impuestos y de litigios por su evasión), permitieron un incremento considerable de las reservas internacionales. Sin embargo, el proceso de *carry trade* que se desencadenó provocó un endeudamiento creciente que drenó estas reservas, en sintonía con las altas tasas de interés de la deuda pública en dólares (la tasa de interés nominal anual de la licitación de Letras del Tesoro del 12 de junio de 2018 fue del 4,2% en dólares, con un plazo de vencimiento de 210 días)<sup>1</sup> y en pesos (desde el 4 de mayo de 2018, la tasa de las Letras del Banco Central, que correspondía a la tasa de política monetaria indicada por el BCRA en línea con el régimen de metas de inflación, pasó a ser del 40%).<sup>2</sup>

Con el transcurso del tiempo, la insustentabilidad de la deuda en moneda extranjera contraída por la Argentina quedó clara para todos los inversores. Paralelamente, la economía argentina no otorgaba buenos augurios: las estimaciones de actividad eran negativas y, de hecho, el índice de variación anual del estimador mensual de actividad económica fue de -5% en mayo de 2018 (Indec).

<sup>1</sup> [argentina.gob.ar/economia/licitaciones](http://argentina.gob.ar/economia/licitaciones).

<sup>2</sup> Grupo de trabajo sobre políticas financieras, monetarias y fiscales (2018).

**Gráfico 1. Estimador mensual de actividad económica**



Fuente: Grupo de trabajo sobre políticas financieras, monetarias y fiscales (2018).

Esto estuvo íntimamente ligado a la idea de la necesaria caída salarial para reducir la inflación y aumentar el empleo, y también a las consecuentes medidas económicas, algunas de las cuales fueron institucionalizadas a través de reformas legales. Estos son los casos de la reforma previsional y del intento de reforma laboral (que de todos modos fue efectivizada con flexibilización de contratos y con paritarias muy por debajo de la inflación), que imponían presiones a la baja en los ingresos reales de los sectores trabajadores y de los jubilados, frente a la creciente suba generalizada de precios. La contraparte para el sector público fue la fuerte caída en los salarios del Estado, en el marco de la impuesta austeridad fiscal que esperaba reducir el déficit público y, así, sobre la base de las teorías económicas *mainstream*, la inflación. La caída en la demanda agregada tuvo un claro efecto en las ventas industriales, lo que generó el cierre de numerosas empresas (principalmente pymes), las cuales también enfrentaban fuertes subas en los precios de los insumos por la volatilidad cambiaria, producto de la flexibilización.

La mencionada suba de precios estuvo signada por la innovación de aplicar un régimen de metas de inflación (anunciado en septiembre de 2016 e implementado a partir del 2 de enero de 2017) en una economía de inflación alta y volátil, que se vio acrecentada por la suba indiscriminada de las tarifas de los servicios públicos (con un peso mayor para quienes eran beneficiarios de subsidios, que fueron abruptamente y extensivamente reducidos). Estas tarifas, además, fueron indexadas al dólar, lo que incrementó el *pass through* y la inercia inflacionaria.

Un régimen de metas de inflación se sustenta en un nuevo consenso económico que reconoce el carácter endógeno del dinero pero que mantiene la recomendación de implementar una política monetaria contractiva como solución a la inflación alta, aunque a través de subas de la tasa de interés de referencia. La lógica detrás de esta propuesta es que,

## D

de esta manera, se incentivaría el ahorro en la moneda soberana, por lo que se reduciría la demanda de bienes y servicios y, con ello, se desaceleraría la inflación. Desde las noticias y las vicisitudes diarias de la economía argentina, se podría argüir que tasas de interés altas favorecerían la inversión en pesos, lo que reduciría la compra de dólares y, por lo tanto, las presiones cambiarias.

Esta teoría propone que el mercado cambiario y la cuenta capital sean completamente flexibilizados para absorber los *shocks* a los que una economía está expuesta (con variaciones en el tipo de cambio para mantener la paridad de los precios domésticos con los externos o con ingresos en la cuenta capital para contrarrestar déficits en la cuenta corriente). En una economía signada por una fuerte dependencia del dólar estadounidense (con el mercado inmobiliario completamente dolarizado, cuentas bancarias en dólares, etcétera), estas medidas de liberalización generaron una fuerte inestabilidad que se vio retroalimentada por la volatilidad del tipo de cambio, que rápidamente elevó la demanda de dólares como refugio de valor.

En términos de puja distributiva, el incremento de la tasa de interés y el alza en el tipo de cambio contribuyeron a que este régimen acelerara la inflación. Este círculo vicioso, además del crecimiento de la deuda, fundamentó una fuerte desconfianza por parte de inversores que, recolectando datos previos a 2018, nunca abandonaron completamente la aversión por el riesgo en una economía subdesarrollada.

Los economistas cercanos a la posición de la alianza Cambiemos expusieron distintas explicaciones para la inflación sostenida durante la década anterior: exceso de demanda (o consumo por encima de nuestras posibilidades) e irresponsabilidad fiscal (por un aparato estatal ineficiente, corrupto y demasiado grande), lo que condujo a emisión monetaria para financiar el déficit fiscal del Tesoro Nacional. Sin embargo, las reducciones del gasto público, de la emisión monetaria (las cuales tenían lugar desde antes de adoptar un régimen de control de agregados monetarios) y del consumo a niveles recesivos no demostraron ninguna efectividad en el control de la inflación. Por el contrario, la volatilidad cambiaria y de la tasa de interés demostraron ser mejores determinantes del alza de los precios. Aparece así, entonces, la clara necesidad de expandir los marcos teóricos para estudiar y recomendar políticas públicas en economías con estas particularidades.

### ¿Qué salió mal?

Durante 2016 y 2017 se produjo en la Argentina una burbuja crediticia; tanto el endeudamiento público como el privado aumentaron. Por otro lado, pese a los esfuerzos de los directivos del Banco Central en transmitir transparencia e independencia,<sup>3</sup> la inflación, permanentemente por encima de las metas propuestas, mitigó la confianza en la gestión.

<sup>3</sup> Condición compartida por la gestión económica de la alianza Cambiemos y por el FMI como deseable. La supuesta independencia del Banco Central respecto del resto de la gestión económica debía transmitir confianza en su accionar, dada la falta de incentivos para, por ejemplo, contener tasas de interés por sus efectos recesivos sobre el nivel del producto.

El impuesto a la renta financiera fue acusado por muchos economistas de ser el detonante, sin embargo, la preocupación sobre la capacidad de pago de la Argentina lo precedía. En la carta de intención enviada al FMI por Nicolás Dujovne, ministro de Economía en aquel entonces, se encuentra la explicación que el oficialismo daba sobre la crisis:

Una severa sequía condujo a una fuerte caída en la producción agrícola y en los ingresos por exportación; el precio mundial de la energía aumentó y las condiciones financieras globales se endurecieron con la apreciación del dólar estadounidense y el desplazamiento hacia arriba de la curva de rendimiento de los bonos de los Estados Unidos [...]. Estas fuerzas se manifestaron en forma de presiones sobre nuestra moneda, ansiedad del mercado acerca de la renovación de las letras de corto plazo del Banco Central y un incremento en nuestra prima de riesgo soberano (Dujovne, 2018: 3).

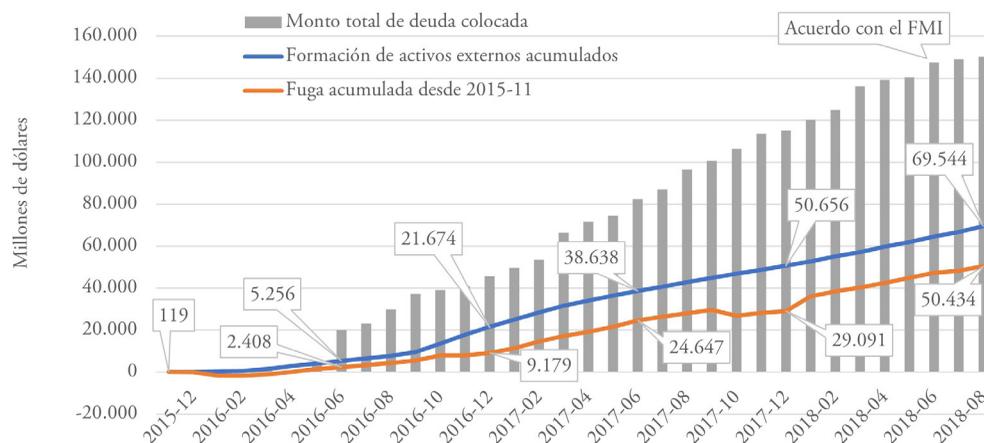
En la formación de la mencionada burbuja, los acreedores habían estado encantados con la idea de la responsabilidad fiscal. Sin embargo, con el correr del tiempo, se demostró que en estas estrategias económicas la caída del gasto suele estar acompañada por los impuestos, sin poder determinar el resultado final del déficit público.

Las alzas en las tasas de interés ya no alcanzaban para retener a los especuladores y, una vez más, la realidad contradujo una teoría económica que no contempla las especificidades de una economía periférica con un grado de incertidumbre y de aversión al riesgo sumamente altos: la solución del mercado no es única ni estable, y puede ser económicamente imposible. En este caso, si quisiera considerarse la tasa de interés como el precio del dinero, se observaría que el valor que esa tasa debería tomar para retener a los especuladores en la Argentina y en pesos argentinos sería irrisorio; a partir de un punto, las alzas de las tasas de interés dejan de ser leídas por especuladores como un conveniente retorno y pasan a ser entendidas como una mayor probabilidad de falta de pago por parte de un Estado con un pasivo cada vez mayor.

Pese al interés del gobierno en un régimen cambiario flexible, se empezaron a notar los catastróficos efectos sobre el nivel de precios que implica la fuga de capitales y la consecuente alza en el tipo de cambio. Por ello, comenzaron los intentos por controlar el precio de las divisas a partir de la intervención directa del Banco Central. El drenaje de las reservas internacionales se aceleró, lo que preocupó aún más a los inversores: desde el pico de las reservas internacionales del 11 de enero de 2018 (debido a una emisión de deuda por 9.000 millones de dólares) hasta el 8 de mayo del mismo año, las reservas cayeron casi un 14% (en cuatro meses). Hasta el momento en el que ingresó el desembolso del FMI el 20 de junio de 2018 (22 de junio en nuestros registros), las reservas continuaron su caída hasta más de un 24% (desde el mismo pico del 11 de enero de 2018).<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Grupo de trabajo sobre políticas financieras, monetarias y fiscales (2018).

**Gráfico 2. Crecimiento de la deuda pública, aceleración de la fuga de capitales y formación de activos externos**



\* Para estimar la fuga de capitales se utilizó el método de balance cambiario. Al monto mensual de la formación de activos se le ha descontado la variación, también mensual, de los depósitos en dólares del sector privado no financiero.

Fuente: Grupo de trabajo sobre políticas financieras, monetarias y fiscales (2018).

Los detonantes de la crisis pueden haber sido correctamente identificados tanto por analistas financieros como por el oficialismo. Sin embargo, es importante hacer referencia a las condiciones que propiciaron el desenlace: la estrategia económica propuesta, la responsabilidad fiscal y el régimen de metas de inflación con la liberalización de la cuenta capital que propone expusieron a una pequeña economía periférica a este tipo de *shocks* externos. Paralelamente, se vieron afectadas variables económicas que suelen ser observadas por acreedores como indicadores de riesgo en los países deudores: aunque el *stock* de reservas internacionales podía considerarse sólido respecto de la historia argentina, su acelerada caída en un contexto de deuda en dólares creciente ofrecía razones de preocupación; a su vez, el ratio de la deuda sobre el PBI pasó del 52,6% en 2015 al 82,6% en el primer semestre de 2018 (principalmente por efecto de la devaluación), y el ratio de las exportaciones respecto de la deuda (que puede interpretarse como indicador de repago de las obligaciones del país) cayó del 23,6% al 9% en el primer semestre de 2018.<sup>5</sup>

El alegato a la sequía como causante de la crisis económica nos lleva a plantear una consigna duramente criticada desde los detractores de la escuela estructuralista latinoamericana: la necesidad de un cambio estructural que promueva un salto en la productividad de los sectores estratégicos por su contenido tecnológico y por la generación de empleo de calidad.

<sup>5</sup> Grupo de trabajo sobre políticas financieras, monetarias y fiscales (2018).

## Retorno al FMI

El retorno al FMI era una posibilidad cada vez más latente frente a la inestabilidad de la macroeconomía. Sin embargo, pocos anticiparon lo próximo de este regreso: el acuerdo fue anunciado por Mauricio Macri en una conferencia de prensa el 8 de mayo de 2018, pocas semanas después de que se evidenciara la corrida cambiaria. En esta conferencia, Macri hizo alusión a lo que podría interpretarse como una maniobra apresurada, y expuso que deseaban cerrar este acuerdo antes de que las condiciones de la Argentina fueran peores y, por lo tanto, que las condiciones del crédito desmejoraran. Esto mismo se puede observar en la carta de intención que el gobierno envió al FMI.

A pesar de que la economía mostraba tasas de crecimiento saludables a la hora de solicitar la asistencia del FMI, estos eventos nos convencieron de que la asistencia era necesaria para reducir el impacto de la mayor volatilidad financiera internacional en nuestra economía (Dujovne, 2018: 3).

Las medidas que generalmente “propone” el FMI a sus países deudores no distan mucho de las medidas que Macri quería imponer. De hecho, el organismo brindó apoyo, por ejemplo, para una reforma laboral que Macri había intentado implementar sin éxito. La caída del empleo y del salario real sugieren que, dado el fracaso de su implementación legal, la reforma fue impuesta a través de la inflación: “El 7 de junio ya anunciamos nuestra intención de acelerar la convergencia al equilibrio fiscal primario y bajar la inflación en un marco de política monetaria más consistente e institucionalmente más sólido” (ibídem: 2). En la carta de intención, cuyo acuerdo fue aceptado por el directorio y la directora del FMI, la propuesta del oficialismo fue profundizar estas medidas.

En el momento en que se anunciaron las negociaciones, se decía que el gobierno buscaba una línea de crédito denominada línea de créditos flexible (Ámbito, 2018). Este tipo de crédito tiene una duración de entre uno y dos años y otorga una gran flexibilidad al país a la hora de girar el desembolso con motivos precautorios. Se le otorga a países que cumplen ciertas condiciones, las cuales, en última instancia, pueden estar asociadas a la teoría monetarista y al enfoque monetario del balance de pagos que históricamente signa las recomendaciones de política del FMI (Meller, 1987). En línea con este marco teórico, el FMI evalúa dos tipos de situaciones en las que un país requeriría un crédito: aquellos desajustes generados por una momentánea falta de liquidez o un *shock* exógeno que no haya sido previsto, y aquellos desajustes estructurales que se revelan en la inestabilidad de variables económicas fundamentales (como un déficit público sostenido) y en precarios marcos institucionales de política económica (como la fútil insistencia en la falta de independencia política del Banco Central).

La Argentina no cumplió con las condiciones requeridas para acceder a la línea de créditos flexibles (entre las que se encuentran finanzas públicas sólidas, incluida una situación sostenible de la deuda pública, y un nivel de inflación bajo y estable, en el contexto de un marco sólido de política monetaria y cambiaria); en su lugar, obtuvo un acuerdo de

derecho de giro (*stand by*). Este tipo de crédito supone que el país ha implementado de forma errónea las distintas políticas económicas (principalmente monetarias) y, por ese motivo, lo que se realiza es un desembolso inicial y luego una serie de desembolsos posteriores condicionados a la modificación de las políticas económicas que el FMI identifique como erróneas y al cumplimiento de distintas metas cuantitativas que son acordadas entre el gobierno y el FMI.

Como parte de la proclama sobre el cambio en el funcionamiento del FMI, la institución señala que se han removido las medidas estructurales, establecidas por contrato, de la línea de créditos *stand by*. Sin embargo, las revisiones del directorio mantienen la línea de reducción del déficit público y la corrección de variables fundamentales (*fundamentals*) como la inflación y el costo laboral. En línea con ello, la carta de intención del acuerdo con el FMI da una gran centralidad a estas variables, principalmente a través de la reducción y la eliminación de subsidios, de la reducción del empleo público, de reformas al sistema previsional y del corrimiento del Estado en cuanto a su participación económica a través de, por ejemplo, empresas públicas.

El acuerdo, finalmente aprobado por el directorio del FMI el 20 de junio de 2018, quedó en la historia por lo elevado de su monto: 50.000 millones de dólares fueron aprobados en el marco del acuerdo *stand by* de tres años de duración. De ellos, 15.000 millones de dólares fueron acreditados inmediatamente, de los que 7.500 millones de dólares debían destinarse a respaldo presupuestario. Los 35.000 millones de dólares restantes quedarían disponibles pero supeditados a los exámenes trimestrales del directorio ejecutivo del FMI. El gobierno argentino se comprometió, a grandes rasgos, a mantener la deuda pública en un sendero sostenible,<sup>6</sup> a reducir la pobreza y la inflación (restableciendo la credibilidad en el régimen de metas de inflación), a mantener un tipo de cambio flotante (limitando la intervención cambiaria a episodios eventuales de significativa volatilidad) y a reconstruir el *stock* de reservas internacionales (FMI, 2018a).

### Proyecto original

Ahora bien, como se dijo anteriormente, el FMI y el gobierno de Mauricio Macri comienzan las negociaciones del nuevo acuerdo compartiendo en principio la prioridad de controlar el déficit fiscal. No es sorprendente observar, aceptando esto, que en el primer acuerdo firmado por ambas partes las medidas fiscales son entendidas como el principal conflicto a resolver para la economía argentina, y con ello para la sustentabilidad del pago futuro de la deuda (Dujovne, 2018).

El gasto en el pago de los intereses de la deuda pública tomada en los primeros dos años de gobierno de la coalición Cambiemos se incrementó considerablemente al ser utilizado como mecanismo de reemplazo de la emisión monetaria. Las consecuentes necesidades de financiamiento provocadas por el aglutinamiento de los vencimientos de deuda pública y

<sup>6</sup> Si la deuda pública se considera sostenible con relación, por ejemplo, al PBI, las reducciones propuestas en el gasto público pueden tener el efecto opuesto al deseado, al disminuir el PBI más que la deuda y, así, incrementar el ratio.

la presión al alza sobre la tasa de interés como instrumento de contención de esos capitales, sumado al saldo negativo de la balanza comercial y a la apreciación cambiaria, explican la inminente necesidad de solicitar financiamiento externo.

Es necesario detenernos un momento en la siguiente observación. En línea con lo planteado por Bonavida *et al.* en su artículo titulado “Argentina y el FMI: análisis de un nuevo acuerdo”, el Fondo comprendía que los motivos que habían llevado a la Argentina a solicitar financiamiento externo no eran, como sí consideramos aquí, la inviabilidad en el mediano y largo plazo de las políticas monetarias y fiscales del entonces gobierno nacional (2018). El problema para el Fondo se debía más bien “al manejo gradualista del ajuste, particularmente del ajuste fiscal necesario como consecuencia de la herencia recibida”. Las exigencias para el acceso al préstamo *stand by* negociado entre la Argentina y el FMI en 2018, como mencionamos en el apartado anterior, solo venían a profundizar una política iniciada desde el principio de la gestión de Cambiemos que había desembocado en un cuello de botella que condujo a las necesidades de financiamiento externo. Dicho en otras palabras, el FMI incentivó la profundización de un modelo que en los primeros dos años de gobierno ya había agotado los recursos internos, lo que derivó consecuentemente en la dilapidación de la mayoría, por no decir de la totalidad, del dinero ingresado en los sucesivos desembolsos aprobados por este organismo.

### Metas fiscales

Las condiciones originales del acuerdo *stand by* aprobado el 20 de junio de 2018 requerían que la Argentina profundizara la reducción del gasto del Estado con el objetivo de alcanzar el superávit fiscal. Claro está que el foco estuvo puesto, al igual que en los años anteriores, en el déficit primario: este debía representar el 2,7% del PBI en 2018, el 1,3% en 2019, y alcanzar el famoso equilibrio superavitarario para 2020. El cumplimiento de esta meta era condición necesaria para acceder al desembolso de los tramos posteriores, por lo tanto, su cumplimiento estuvo sujeto a las evaluaciones trimestrales posteriores a la firma.

Para alcanzar esta significativa reducción del gasto público, el ajuste fue llevado a cabo en diferentes áreas, entre las que se destacan las siguientes:

- La reducción de los subsidios en energía y transporte iniciada con la campaña del “sinceramiento tarifario” en el inicio de la gestión del gobierno se profundizó con el objetivo de trasladar casi la totalidad de los costos de producción al precio abonado por los consumidores.
- El equilibrio fiscal también requería, según el *staff report* elaborado por el FMI (2018b), minimizar los gastos corrientes nacionales, lo que se tradujo en una reducción del capital discrecional y de las transferencias corrientes a las provincias, las cuales también se encontraron sujetas a un plan de austeridad fiscal que preveía alcanzar un balance primario consolidado superavitarario en el momento en que se cumpliera el período de acuerdo con el FMI.

## D

- En cuanto a la obra pública –una de las áreas que más contribuyó con el ajuste fiscal–, el país se comprometía a continuar aquellas obras que contribuyeran al aumento de la competitividad nacional y a discontinuar todas aquellas que no lo hicieran, con el fin de dejar un margen de maniobra considerable para la reducción del gasto de capital del gobierno nacional.
- Las partidas presupuestarias destinadas al empleo público fueron congeladas mediante la desvinculación directa de los puestos no prioritarios, ya sea a través de despidos o de la no renovación de contratos laborales precarios, así como también mediante los consecutivos ajustes del salario real de los empleados estatales. El gobierno nacional también se comprometió a inmovilizar las contrataciones por un período de dos años y a reducir al mínimo posible las transferencias hacia las empresas del Estado.

El principal problema, pese a todos los esfuerzos que se concentraron en la reducción del gasto público, no era el déficit primario. La consolidación de las cuentas públicas eran necesarias –según la evaluación realizada y publicada por el FMI en el *staff report* (2018b)– para contener la emisión de deuda pública futura. El problema no era que el Estado gastara, sino en qué gastara, ya que el déficit financiero, cuyo crecimiento era sostenido debido al creciente pago de los intereses de la deuda, era ignorado por los esfuerzos fiscales. Gran parte del ahorro fiscal primario financió, de esta manera, el pago de los servicios de la deuda.

La consolidación fiscal se entiende como un punto central, dado que de todos los puntos que el FMI identificó como vulnerabilidades previas al acuerdo es la fiscal justamente la variable sobre la que el gobierno tiene mayor injerencia y control como para contener la deuda y, por ende, la cuantía del financiamiento necesario. Esto es así ya que la apertura de la cuenta financiera y las restricciones de la política monetaria autoimpuestas no dan margen para controlar el tipo de cambio y vuelve al país más vulnerable a shocks de crecimiento y de deuda (Bonavida *et al.*, 2018).

### Política monetaria e inflación

Según los diagnósticos realizados por el FMI antes de la firma del acuerdo, sumado al desequilibrio fiscal persistente, la inflación sostenida por largos períodos de tiempo y la volatilidad del tipo de cambio fueron las principales causas que derivaron en la necesidad de financiamiento externo para la Argentina. La política monetaria fue, por lo tanto, otro de los puntos centrales del acuerdo de deuda original, cuyos objetivos generales se pueden resumir en tres: controlar la inflación, reducir al mínimo posible la intervención cambiaria y dotar de transparencia y autonomía al BCRA.

Las ya mencionadas metas de inflación que el gobierno de la alianza Cambiemos había implementado desde los inicios de su gestión y se había visto obligada a realinear en 2017 fueron –pese a sus ineficientes resultados– apoyadas por el FMI al momento de la firma del

préstamo. El programa monetario, al igual que el apartado fiscal, proponía rígidas condiciones como requisito para acceder a los distintos tramos de desembolso del préstamo.

Con el objetivo de lograr una inflación de un solo dígito para 2021, el BCRA se comprometía, mediante el memorándum de políticas económicas y financieras, a mantener la inflación en un esquema de bandas que se irían estrechando con el tiempo hasta alcanzar la deseada estabilidad de los precios.

Controlar la inflación no era, sin embargo, la única condición evaluativa dentro del apartado de política monetaria. Mantener controlados los activos internos netos del Banco Central era condición necesaria también para acceder a los siguientes tramos del préstamo y obligaba a la Argentina, en el caso de no cumplir con las metas propuestas, a someterse a la evaluación de la junta ejecutiva del FMI.

El alto porcentaje de deuda pública de corto plazo, compuesta fundamentalmente por Letras del Banco Central –Lebac–, se presentaba como el principal foco desestabilizador de la política monetaria. Sus vencimientos representaban una amenaza continua de liquidez que podía presionar sobre el tipo de cambio, dificultar la flotación cambiaria y presionar sobre la inflación causada por la devaluación. La acumulación de vencimientos y la necesidad de evitar esa inyección de liquidez en el mercado obligaba, a su vez, a mantener en una trayectoria ascendente la tasa de interés para compensar la aversión al riesgo que suponía para el inversor mantenerse en pesos en un contexto de inflación, presión cambiaria y probabilidades crecientes en la incapacidad de repago.

El BCRA, a su vez, se compromete a reducir la vulnerabilidad asociada a un stock excesivamente grande de Lebac y a fomentar la reintermediación del sector financiero. Con este fin, el repago de los pasivos del gobierno en poder del Banco Central se utilizará para quitar pesos del mercado, lo que disminuirá la dependencia del Banco Central de la emisión de Lebac para este fin (Dujovne, 2018: 18).

El dinero otorgado por el FMI tenía, dentro de la política monetaria, dos destinos claros para lograr alcanzar los objetivos antes mencionados: en primer lugar, suplantando la necesidad de emisión de deuda pública de corto plazo reemplazándola por una deuda consolidada en plazos menos inmediatos; y en segundo lugar, reducir la deuda neta del Ministerio de Hacienda con el Banco Central.

Drenar la amenaza de liquidez desarmando la deuda en Lebac era una condición necesaria para sostener el tipo de cambio y, así, evitar que el ratio de la deuda sobre el PBI se viera afectado por una devaluación. Es por ello que se establecieron estrictos controles sobre el tipo de cambio y sobre la capacidad de intervención del Banco Central sobre él. En el memorándum de entendimiento, la Argentina se comprometió a garantizar un tipo de cambio flexible, determinado por el mercado, y a limitar al mínimo necesario las intervenciones en el mercado de cambios por parte del BCRA, manteniendo un piso de reservas netas de 5.500 millones de dólares para mitad de 2018 y disminuyendo el *stock* de futuros de tipo de cambio de manera progresiva. La premisa era clara, aunque poco probable que se verificara en la economía real; en el caso de haber devaluaciones que incrementaran el

valor en pesos de la deuda en dólares, la caída del salario real derivaría en una disminución de la actividad económica que contendría los efectos de la devaluación sobre la inflación. El resultado real, pese al optimismo del Fondo, fue una estancflación.

### **Equidad de género y políticas sociales**

Por precisión, extensión y especificidad, los objetivos sobre las políticas sociales y la estabilidad de género son, dentro de esta jerarquización realizada sobre el acuerdo, los de menor relevancia. Por si la prioridad sobre el bienestar social aún no había quedado suficientemente clara al asumir que la inflación por devaluación iba a poder ser contenida mediante la caída de la actividad, el apartado solo presenta una condición evaluativa: destinar el 1,3% del PBI al pago, fundamentalmente, de la asistencia del programa de asignaciones familiares.

La dinámica del ajuste propuesto por el Fondo sigue los mecanismos típicos: devaluación que causa una pérdida de poder adquisitivo con la consecuente caída de la actividad, recesión y ajuste fiscal con reactivación de la cuenta corriente y apertura de capitales. Este tipo de ajustes ya han sido aplicados previamente para el caso argentino, como se describió al inicio de este Informe, y el Fondo ahora parece ser consciente de las consecuencias sociales que trajeron aparejados (Bonavida *et al.*, 2018).

La redundante generalidad sobre los puntos que competen al bienestar social y a la equidad de género dan cuenta de que los objetivos son meramente enunciativos, aunque el reconocimiento de los costos sociales en los acuerdos previos represente por sí solo una novedad discursiva del FMI. La diferencia radicaba en que aquel impiadoso Fondo, cuyos planes y sus consecuencias económicas la Argentina ya conocía, no era el mismo que ahora se mostraba con conciencia y compromiso sobre el bienestar social y la distribución equitativa del ingreso. La alianza Cambiemos dedicó así un esfuerzo público de gran magnitud para instaurar la idea del “nuevo FMI”, y dejó más que claro que sus preocupaciones sociales también se quedaban en el discurso.

### **Algunos detalles sobre las revisiones posteriores**

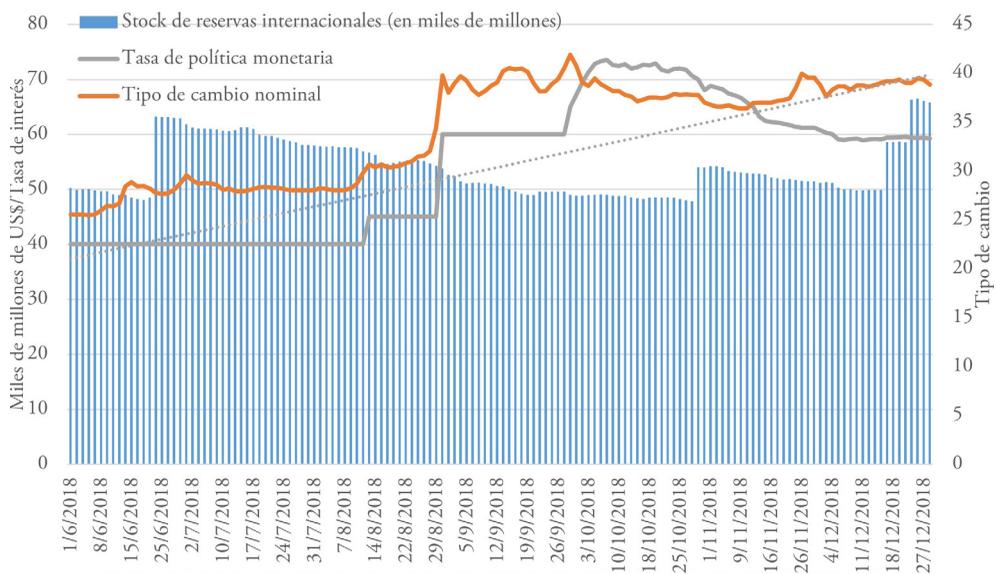
“El sendero para el crecimiento establecido en el programa podría verse como optimista”, reconocía el mismo FMI en el *staff report* evaluatorio de las condiciones macroeconómicas argentinas y del impacto de las medidas restrictivas que eran condiciones del acuerdo (2018b: 23). Pero incluso los peores escenarios contemplados por el organismo no bastaron para prever la evolución posterior sobre –fundamentalmente– la actividad económica, la inflación y el tipo de cambio.

El acuerdo inicial *stand by* firmado en el mes de junio de 2018 por 50.000 millones de dólares fue sometido a la primera evaluación en octubre del mismo año. En esta primera evaluación, el directorio ejecutivo del FMI aprobó el segundo desembolso por 5.700 millones de dólares e incrementó el acceso total del acuerdo a 56.300 millones, lo que no

es indicativo de que el plan económico original se haya cumplido ni que las previsiones –incluso las más pesimistas– hayan sido acertadas. El FMI admite, pues, en la primera revisión, que las condiciones económicas para ese momento superaban, de manera negativa, claro, incluso el “escenario adverso” estipulado en el acuerdo original. La tasa de reinversión prevista no fue alcanzada y para octubre de 2018 la inflación llevaba un acumulado del 39,5% anual. A esto se le suma la mayor y consecuente trayectoria de las reservas y el incremento de la deuda pública como porcentaje del PBI.

Y como si el sendero de las políticas fiscales y monetarias ortodoxas ya no hubiera dejado bastante claro que no era un camino sostenible en el largo plazo, el gobierno nacional se comprometió, como penalidad por no haber cumplido las metas previstas, a redoblar sus esfuerzos sobre los mismos objetivos. Fue así que las autoridades nacionales aceptaron acelerar los objetivos sobre la reducción del déficit fiscal para alcanzar el equilibrio primario en 2019 y un balance primario superavitario en 2020.

**Gráfico 3. Stock de reservas internacionales**



Fuente: Grupo de trabajo sobre políticas financieras, monetarias y fiscales (2018).

La segunda revisión del plan fue aprobada en diciembre de 2018, y el apoyo a las medidas establecidas en el acuerdo original fue ratificado. La única condición evaluativa que la Argentina había logrado cumplir para entonces fue la reducción del déficit primario al 2,7% del PBI, aunque, evidentemente, eso no había traído aparejadas ninguna de las consecuencias positivas esperadas. El giro de 7.600 millones de dólares se concretó en el último mes del año pese a que la depreciación de la moneda había alcanzado un salto de precio del 100% en el transcurso del año, a que la inflación acumulada era del 47,6% y a que la contracción de la actividad alcanzaba el 2,6%.

## D

Pese a la elocuente declaración de compromiso con el desarrollo económico de los países periféricos y a la explícita declaración en el estatuto del Fondo que prohíbe utilizar los fondos otorgados por préstamos del organismo para la financiación de la fuga de capitales, a finales de 2018 el FMI había desembolsado prácticamente la mitad del total del dinero acordado en el acuerdo *stand by*, y más allá de que en un primer momento los ingresos efectivamente incrementaron las reservas del Banco Central, estos no tardaron en desaparecer conforme se cubrían los vencimientos de una deuda pública con una exorbitante tasa de interés.

## Conclusiones

Se ha repetido que el FMI no es la misma institución que aquella cuyas condicionalidades estructurales tuvieron impactos irreparables en la economía argentina en más de un nivel: la estructura impositiva se volvió regresiva a la vez que fundó un fuerte desfinanciamiento hacia las provincias, las cuales deben enfrentar gastos en salud y educación, y la estructura productiva fue modificada en favor de la especulación financiera y la exportación de bienes primarios, entre otros.

La alusión a estos cambios puede atribuirse, en lo que atañe a la experiencia argentina, a la mayor flexibilidad en las cantidades de desembolsos que pueden solicitarse, en su utilización y en la eliminación de condicionalidades de reforma estructural (establecidas en el acuerdo) en los créditos *stand by* (que son los de mayor uso en la historia del FMI, tanto por países de ingresos medios como por algunos de ingresos altos).

Sin embargo, el caso argentino de un nuevo crédito con el FMI ha demostrado que esta supuesta flexibilidad no elimina el poder de establecer condicionalidades por parte del directorio del FMI, de cuyo monitoreo periódico de las metas impuestas dependen los desembolsos que siguen al primero.

Los proyectos del FMI, en general, mantienen muchos de los problemas que se le atribuían previamente: ante desequilibrios macroeconómicos de gran envergadura, dos años, o incluso tres, parecen insuficientes para su solución sin que esta implique un costo muy alto a pagar por la población. A su vez, las recomendaciones de política económica mantienen una clara línea con la teoría monetarista y, particularmente, con el enfoque monetario del balance de pagos, que se revela en recomendaciones asociadas a la independencia del Banco Central y a la limitación de la emisión y del crédito interno. Aun en el contexto actual de la ciencia económica, en el que se ha generalizado la aceptación de la tasa de interés como el instrumento correcto para realizar política monetaria, el mandato de la alianza Cambiemos finalizó con un régimen de control de agregados monetarios bajo el acuerdo con el FMI.

Sin dudas, ambas propuestas comparten una línea de reducción del gasto público (para reducir la inflación) y de los costos laborales (para incentivar la inversión extranjera y mantener un equilibrio respecto de las demás economías nacionales). En el caso de la Argentina, el alza de la tasa de interés para reducir la inflación tuvo efectos catastróficos sobre la actividad productiva (que llevó al crecimiento del desempleo y al cierre de muchas

empresas), y el intento de control de los agregados monetarios solo volatilizó aún más la tasa de interés (con un pico del 74,07% en mayo de 2019 para la tasa de política monetaria) (BCRA, 2019). En los casos en que esto pudiera provocar una desaceleración de la inflación, debería atribuirse a la brutal reducción de salarios reales que acompaña a estas políticas económicas. Sin embargo, en el caso de la Argentina, esta reducción tuvo lugar y, aun así, la inflación se aceleró.

La experiencia reciente de la Argentina suma, de este modo, otro fracaso a la historia del FMI en materia de apoyo financiero y técnico-económico para las economías emergentes. Sus propuestas nuevamente han desembocado en una crisis cambiaria y en un proceso de reestructuración de la deuda externa. A esto se le suma el particular uso de los fondos desembolsados por la institución: las reservas internacionales del Banco Central menguaron al paso creciente de la fuga de capitales, ante la ferviente negativa de establecer el control de la cuenta capital.<sup>7</sup> Esta medida, finalmente impuesta, habría evitado esa inestabilidad macroeconómica.

A este fracaso se le puede atribuir la benevolente posición del FMI en la actual negociación de la Argentina con los acreedores privados. A la fecha de la escritura de este artículo, el actual ministro de Economía, Martín Guzmán, ha acordado con tres grupos de bonistas (aquellos bajo regulación externa) tras ocho meses de acaloradas negociaciones.

Pese a que este acuerdo no representa una merma significativa en el capital a pagar, se han mejorado considerablemente las primeras ofertas realizadas por los acreedores (entre los que se destacó Black Rock por la combatividad y la capacidad de bloqueo): se redujeron los intereses a pagar y se extendieron los plazos, los cuales se encontraban sumamente concentrados entre 2020 y 2022.

Resta un análisis pormenorizado de las condiciones legales de las nuevas emisiones de bonos, pero el alivio que representa el aplazamiento del pago de los intereses cobra una mayor importancia en la actual crisis generada por la pandemia de Covid-19, sin haberse podido recuperar el país de la recesión iniciada en 2018.

Difícilmente los problemas estructurales de la Argentina puedan ser resueltos en unos pocos años, pero el camino debería ser el de la desindexación de los precios claves al dólar y el del crecimiento y la mejora de la calidad de vida para una población atormentada por la caída del salario real y del empleo.

## Referencias bibliográficas

Ámbito (2018). “¿Cuáles son las condiciones que impone el fmi para acceder a un préstamo?”, 8 de mayo. Disponible en: [ambito.com/economia/cuales-son-las-condiciones-que-impone-el-fmi-acceder-un-prestamo-n4020606](http://ambito.com/economia/cuales-son-las-condiciones-que-impone-el-fmi-acceder-un-prestamo-n4020606).

Argentina.gob.ar (s/f). “Licitaciones de Letras y Bonos del Tesoro”. Disponible en: [argentina.gob.ar/economia/licitaciones](http://argentina.gob.ar/economia/licitaciones).

<sup>7</sup> Las discusiones sobre la posibilidad de “manejar la cuenta capital” del balance de pagos no escapan a la institución. Se pueden encontrar argumentos opuestos comparando las recomendaciones del directorio y las publicaciones de su *staff* de investigación.

- BCRA (2019). “Informe de política monetaria”. Disponible en: [bcra.gov.ar/PoliticaMonetaria/IPOM0719.asp](http://bcra.gov.ar/PoliticaMonetaria/IPOM0719.asp).
- Bonavida, C.; Gevaerd Bernal, P. y González Obregón, L. (2018). “Argentina y el FMI: análisis de un nuevo acuerdo”. Escuela de Gobierno. Disponible en: [escueladego-bierno.chaco.gov.ar/files/documentos-de-trabajo/informe-endeudamiento-fmi.pdf](http://escueladego-bierno.chaco.gov.ar/files/documentos-de-trabajo/informe-endeudamiento-fmi.pdf).
- Dujovne, N. (2018). “Carta de intención, memorándum de políticas económicas y financieras y memorándum de entendimiento técnico entre Argentina y el FMI”, 12 de junio. Disponible en: [argentina.gob.ar/sites/default/files/argentina\\_loi\\_-\\_mefm\\_-\\_tmou\\_-\\_espanol3\\_0.pdf](http://argentina.gob.ar/sites/default/files/argentina_loi_-_mefm_-_tmou_-_espanol3_0.pdf).
- Fondo Monetario Internacional (2018a). “El Directorio Ejecutivo del FMI aprueba un acuerdo stand by por USD 50.000 millones para Argentina”. Comunicado de prensa N° 18/245, 20 de junio. Disponible en: [imf.org/es/News/Articles/2018/06/20/pr18245-argentina-imf-executive-board-approves-us50-billion-stand-by-arrangement#:~:text=El%20Directorio%20Ejecutivo%20del%20Fondo,de%20Argentina%20en%20el%20FMI](http://imf.org/es/News/Articles/2018/06/20/pr18245-argentina-imf-executive-board-approves-us50-billion-stand-by-arrangement#:~:text=El%20Directorio%20Ejecutivo%20del%20Fondo,de%20Argentina%20en%20el%20FMI).
- (2018b). “Argentina: Request for stand-by arrangement”. Press release and staff report N° 18/219. Disponible en: [imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/07/13/Argentina-Request-for-Stand-By-Arrangement-Press-Release-and-Staff-Report-46078](http://imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/07/13/Argentina-Request-for-Stand-By-Arrangement-Press-Release-and-Staff-Report-46078).
- Grupo de trabajo sobre políticas financieras, monetarias y fiscales (2018). “Primer informe de coyuntura”, octubre. Los Polvorines: UNGS. Disponible en: [ungs.edu.ar/wp-content/uploads/2018/10/Informe-de-Coyuntura-Final.pdf](http://ungs.edu.ar/wp-content/uploads/2018/10/Informe-de-Coyuntura-Final.pdf).
- Meller, P. (1987). “Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina”, en *Revista de la Cepal*, n° 32, agosto. Disponible en: [repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/11670/032177217\\_es.pdf;jsessionid=8CB7427F0674DA704C4293652EBCF6A8?sequence=1](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/11670/032177217_es.pdf;jsessionid=8CB7427F0674DA704C4293652EBCF6A8?sequence=1) (último acceso: 27 de septiembre de 2020).