

# Reestructuración bajo incertidumbre radical: el caso de Argentina

Francisco Rodríguez<sup>1</sup>

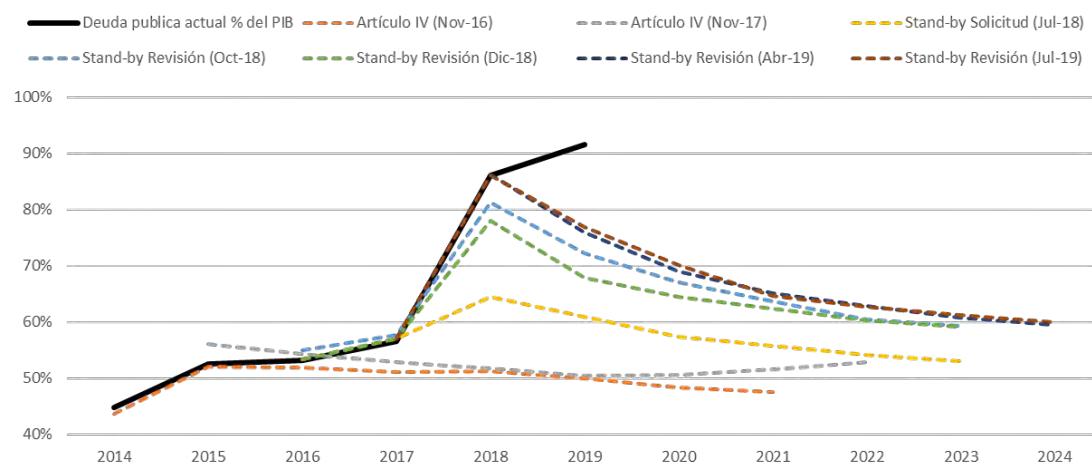
Una de las preguntas clave a las que se enfrenta la administración de Alberto Fernández es la de qué hacer con la deuda del país. La deuda pública bruta aumentó al 93% del PIB en 2019, el nivel más alto desde su última crisis de deuda en 2004. Los mercados ya han comenzado a cotizar una alta probabilidad de reestructuración, con el precio de la mayoría de los bonos soberanos argentinos cayendo a menos de 50 centavos por dólar. A primera vista, estos números sugieren una economía sobre endeudada que necesitará llevar a cabo una reestructuración agresiva de la deuda y extraer recortes en el valor facial significativos a los acreedores para restablecer la sostenibilidad de la deuda y tener una oportunidad de restablecer crecimiento económico. ¿Pero es esta la forma correcta de pensar en este tema? Tal vez no.

Cualquier evaluación seria de sostenibilidad de deuda de Argentina debe lidiar con la enorme incertidumbre que existe respecto a la evaluación de la capacidad de la economía para pagar su deuda. Quizás dicha incertidumbre no está mejor reflejada en otro lugar que en la evolución a lo largo del tiempo de las previsiones de deuda publicadas como parte del análisis de sostenibilidad de la deuda del FMI (Gráfico 1). En 2016, el personal del FMI esperaba que la relación deuda / PIB disminuyera del 52% en dicho año al 50% en 2019. Dos años más tarde, en 2018, la relación aumentó al 86%. En sus últimas revisiones del acuerdo stand-by publicado en julio del año pasado, los equipos del Fondo preveían que la proporción se redujese al 77% a finales de este año. Sin embargo, solo tres meses después, cuando salieron las estadísticas del 3T19, había aumentado al 92% del PIB. El último pronóstico publicado por el FMI, publicado en octubre del año pasado, estima que cerró el año en un 93%.

---

<sup>1</sup> Profesor visitante, Centro Stone para Estudios Latinoamericanos, Universidad de Tulane. Correo electrónico: frodriguez1@tulane.edu

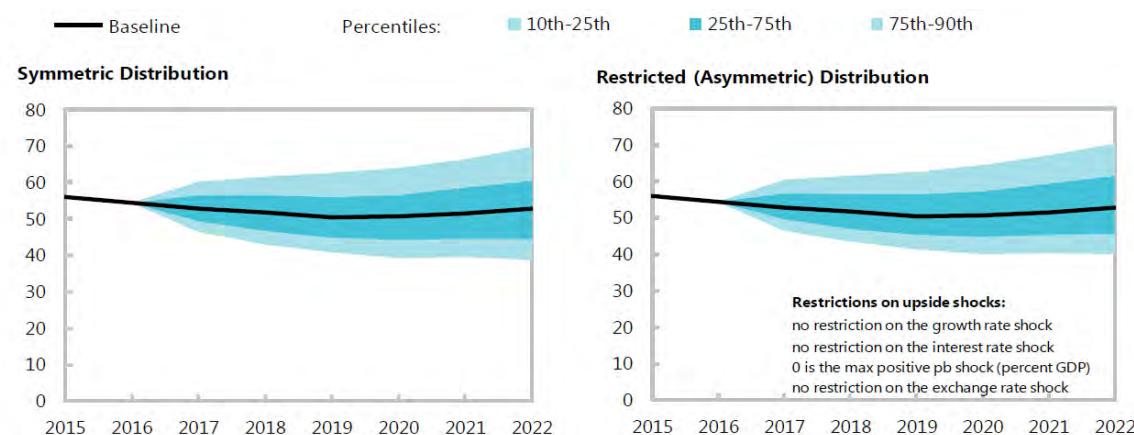
**Gráfico 1:** Deuda pública Argentina y proyecciones ASD del FMI (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y FMI

Quizás lo más sorprendente es que el deterioro fue mucho peor que cualquiera que se había previsto en la batería de "pruebas de estrés" realizadas por el organismo hasta hace dos años y que se usaron para diagnosticar si existía una alta probabilidad de que la deuda del país fuese sostenible. El anexo 1 muestra las distribuciones de probabilidad publicadas por el FMI para la evolución esperada de la relación deuda / PIB de Argentina en su informe del Artículo IV de 2017. Las simulaciones atribuyeron una probabilidad inferior al 10% a una deuda que superase el 70% del PIB en 2019. Si bien el FMI no publica intervalos de confianza más amplios que los del percentil 90 y 10, las cifras sugieren que, en condiciones normales<sup>2</sup>, la probabilidad estimada de que esta deuda terminase en un nivel superior al 90% del PIB (o sea, su nivel actual) debe haber sido tan bajo en las estimaciones del personal técnico del FMI para considerarse insignificante.

#### Anexo 1: Densidades predictivas de la deuda pública, 2017 ASD (Deuda pública bruta como % del PIB)



<sup>2</sup> Es decir, la normalidad de los choques y la ausencia de fuertes no linealidades.

*Fuente: FMI Artículo IV 2017*

El objetivo de este ejercicio no es mostrar que el FMI es un mal pronosticador, sino que hay casos en los que incluso equipos de muy buenos economistas pueden terminar obteniendo pronósticos muy equivocados de la relación deuda / PIB de una economía. Aunque los informes técnicos del Fondo en ese momento advirtieron que la alta exposición de la economía a la deuda en moneda extranjera la hacía sensible a choques en el tipo de cambio real, también consideraban que un shock de la magnitud que eventualmente ocurrió era altamente improbable. Una de las razones de esto fue que consideraron que el tipo de cambio real solo estaba modestamente sobrevaluado; de hecho, la predicción era para una apreciación real continua.<sup>3</sup>

Argentina no se ha vuelto un país más endeudado en los últimos dos años. Se ha vuelto un país más pobre. El aumento en el índice de deuda de Argentina desde 2017 ha sido completamente impulsado por la disminución de su PIB medido en moneda extranjera. Sorprendentemente, la deuda total de Argentina en realidad ha caído de USD 321 mil millones a USD 311 mil millones en este período (la deuda en moneda extranjera ha disminuido solo ligeramente, pasando de USD 252 mil millones a USD 250 mil millones). Pero el PIB del país en moneda extranjera ha perdido casi la mitad de su valor, cayendo de USD 643 mil millones a USD 340 mil millones en el mismo período. El colapso del PIB está a su vez completamente impulsado por una enorme depreciación del tipo de cambio real, que ha perdido un tercio de su valor en los últimos dos años.

Esta gran depreciación no es impulsada por ningún cambio en las condiciones externas. Tanto las exportaciones como los términos de intercambio del país han aumentado ligeramente durante este período. Y aunque se consideró que la moneda estaba sobrevaluada moderadamente hace dos años, la corrección que vimos fue mucho mayor de lo que puede explicarse como una corrección de esa sobrevaluación. Aún más importante, no hay una razón obvia por la cual la sobrevaluación moderada tuvo que ser corregida por una depreciación en dicho momento en lugar de persistir por más tiempo o ser corregida por una apreciación del tipo de cambio real de equilibrio, como esperaba el FMI hace dos años.

La realidad, por supuesto, es que los cambios en el tipo de cambio real son notablemente difíciles de predecir. Muchos países ven niveles moderados de sobrevaluación o subvaluación sostenidos por largos períodos de tiempo. Un escenario en el que el tipo de cambio real del país se mantenía cerca de su nivel sobrevaluado durante un largo período de tiempo habría parecido tan probable hace dos años como un escenario en el que se mantuviera cerca de su nivel actual, presumiblemente infravalorado, para los próximos años, nos puede parecer hoy.

El descenso de Argentina en crisis comenzó durante dos semanas turbulentas hace dos años. Cuando el Banco Central comenzó a ver una demanda inusualmente alta de dólares, los observadores inicialmente lo explicaron como resultado de un fortalecimiento del dólar que causó un debilitamiento en las monedas de prácticamente todas las economías de mercados emergentes en el momento, así como la introducción de un nuevo impuesto sobre tenedores no residentes de

---

<sup>3</sup> Utilizando un modelo de regresión de cuenta corriente, el informe estimó una sobrevaloración del 12-15% y citó estimaciones alternativas basadas en PPP que van del 5 al 20 por ciento. El tipo de cambio real bilateral se ha depreciado en un 33% en los últimos dos años.

notas a corto plazo.<sup>4</sup> Pero las compras continuaron incluso después de que los mercados mundiales se estabilizaron. El Banco Central terminó vendiendo USD 4 mil millones en cinco días, alcanzando su nivel más alto de intervención en 15 años.<sup>5</sup> Luego dejó que la moneda se depreciara, viéndola caer un 18%; finalmente, se vio obligado a aumentar las tasas de interés en casi 1300 puntos básicos para frenar la presión sobre la moneda.

Como la mayoría de las crisis monetarias, el momento de la venta masiva tomó por sorpresa a la mayoría de los analistas. Pero, en contraste con el modelo “clásico” de crisis de balanza de pagos, la economía no había mostrado ninguna de las características claves de insostenibilidad los meses previos a la crisis. El país no estaba agotando sus reservas internacionales ni el tipo de cambio estaba fijo (excepto, posiblemente, por un corto intervalo de tiempo), no había signos de problemas en el sector bancario y, aunque la economía tenía un alto déficit en cuenta corriente, no estaba fuera de línea con lo que es común en las economías latinoamericanas durante los auges de inversión. Como escribió el economista chileno Andrés Velasco en ese momento, el hecho de que el déficit de la cuenta corriente de Argentina fuera más alto que el de Brasil “solo muestra que el sector privado de Argentina está invirtiendo lo que ahorra, mientras que las empresas privadas de Brasil están desapalancando rápidamente e invirtiendo muy poco, si es que lo hacen.”<sup>6</sup>

Por lo tanto, al buscar una explicación de lo que salió mal en la crisis, los analistas no apuntaron a crecientes desequilibrios estructurales ni señalaron que los precios del mercado estaban fuera de línea con los fundamentales, sino que recurrieron a interpretarlo como una crisis de confianza. La mayoría de las narrativas miraron atrás a una conferencia de prensa del banco central de diciembre de 2017 en la que se flexibilizaron los objetivos de inflación después de reconocer que los objetivos originales simplemente no habían sido realistas. El hecho de que el jefe de gabinete de Macri haya estado sentado junto al equipo económico en esa conferencia de prensa incrementó las preocupaciones de interferencia política.<sup>7</sup> “Justamente o no”, escribió The Economist, “el cambio en los objetivos perjudica la credibilidad del banco central.”<sup>8</sup>

Reducir la inflación no es tarea fácil. Primero, se debe diseñar un plan creíble para abordar los factores subyacentes que causan la alta inflación, por ejemplo, la monetización de los déficits presupuestarios. Luego, se debe hacer que la gente crea que mantendrá dicho plan. Si la gente confía, puede ser fácil. Pero si comienzan a dudar de la voluntad o capacidad para cumplir con dicho compromiso, entonces las cosas pueden ponerse difíciles. Para empezar, comenzarán a comprar dólares porque esperan que la moneda local pierda su valor una vez que recurra a la impresión de dinero. Para a los agentes, se tendrán que adoptar políticas contractivas, tales como recortar gastos o aumentar las tasas de interés, para restablecer la credibilidad.

Dichas políticas son socialmente dolorosas y políticamente costosas. En última instancia, pueden permitir restablecer la credibilidad como político agresivo. Pero si el costo social y político es tan

<sup>4</sup> Bloomberg News (2018) “Currencies Post Worst Rout Since Trump’s Election: Inside EM” [Las monedas registran la peor ruta desde la elección de Trump: Inside EM]

<sup>5</sup> Bloomberg News (2018) “Argentine Central Bank Is Said to Sell Most Dollars in 15 Years,” [Banco central de Argentina dice haber vendido la mayor cantidad de dólares en 15 años]

<sup>6</sup> Velasco, A. (2018) [“The Way Out of Argentina’s New Crisis.”](#) [La salida de la nueva crisis Argentina]

<sup>7</sup> Meaños, F. (2018) [“A un año del 28D: el día en que el BCRA perdió la confianza del mercado.”](#)

<sup>8</sup> Bello (2018) [“The crisis of Argentine gradualism.”](#) [La crisis Argentina del gradualismo Argentino]

alto que lo llevan a perder el cargo, el compromiso personal para bajar la inflación se vuelve irrelevante. Lo que les importa a los mercados no es si se tiene un compromiso personal sólido con la estabilidad de precios, sino si es creíble una promesa de que las instituciones del estado actuarán de acuerdo con ese compromiso. Y a veces el funcionamiento normal del proceso político democrático puede causar estragos en esas promesas.

En resumen, la explicación más plausible hasta la fecha de la crisis monetaria argentina parece ser que fue provocada por un debilitamiento de la confianza que los actores económicos tenían en la capacidad del estado para mantener un compromiso con un camino de consolidación fiscal y desinflación. Seguramente, puede haber causas objetivas que condujeron a la falta inicial de confianza (revisión de los objetivos de inflación, un debilitamiento de la política monetaria, las señales de falta de independencia del banco central y la debilidad de la cosecha de soja), pero incluso después de todo estos factores fueron corregidos o revertidos, el daño ya estaba hecho. Simplemente no era posible reunir a Humpty-Dumpty nuevamente.

La literatura ha reconocido durante algún tiempo la capacidad de los modelos de equilibrios múltiples en la generación de crisis monetarias y de deuda (véase, por ejemplo, Calvo, 1988 o Miller y Zhang, 2004). En estos modelos, hay tres tipos de economías: aquellas cuyos fundamentos son tan fuertes que siempre lograrán evitar las crisis y, por lo tanto, no están sujetos a ataques especulativos, aquellos cuyos fundamentos son tan débiles que inevitablemente caerán en una crisis, y aquellos con niveles intermedios de fundamentos, en los que la capacidad de escapar de la crisis reflejará la capacidad de los actores para coordinar el equilibrio bueno en lugar del malo.

Esto nos lleva de vuelta al tema de la reestructuración de la deuda. Los acreedores tienen un interés inherente en que la economía sea más rica, porque dicha economía tendrá una mayor capacidad para pagarles de vuelta. Por lo tanto, existe un posible acuerdo de mejora de Pareto en un entorno de equilibrios múltiples en el que los acreedores aceptan tomar pagos relativamente bajos en el corto plazo para dar a la economía su mejor oportunidad de converger al equilibrio positivo, mientras el gobierno se compromete a pagar un mayor monto de la deuda en caso de que se materialice el equilibrio positivo. La modificación del perfil de la deuda puede ofrecer un mecanismo por el cual la economía puede ganar tiempo para tratar de converger nuevamente al buen equilibrio, y los inversionistas pueden ser incentivados para acompañar esta propuesta con la perspectiva de recibir un reembolso si se materializa.

En otras palabras, hay ganancias para todos los actores, para los acreedores y para el gobierno intentando coordinarse para generar un choque de credibilidad positivo. Al aceptar un pago más bajo, los acreedores señalan que creen que la economía es capaz de volver al equilibrio positivo en el que se les puede pagar más cerca de su valor nominal completo (de lo contrario, no tendría sentido que lo acepten). Al mismo tiempo, un acuerdo de este tipo ayuda a reducir el servicio de la deuda a corto plazo, facilitando que el gobierno alcance los objetivos fiscales y evite la austeridad excesiva. Desde el punto de vista del gobierno, la señal es más engañosa porque optar por perfilar la deuda en lugar de optar por recortes de valor nominal puede interpretarse como una señal de las altas tasas de descuento de los responsables políticos. Por esa razón, es fundamental que el gobierno se comprometa simultáneamente a emprender las reformas de política a largo plazo necesarias para aumentar la productividad y abordar los problemas fiscales subyacentes.

Una forma de pensar en esta idea es como un acuerdo sobre estados contingentes en el que los deudores acuerdan reconocer el valor nominal de la deuda en caso de que la economía se mueva hacia el equilibrio positivo dentro de un cierto período de tiempo y los acreedores acepten tomar una sustancial reducción de su valor facial si no es así. Una vez que se alcanza ese acuerdo, es de interés para los acreedores - así como para el gobierno - hacer todo lo posible para lograr el equilibrio positivo.<sup>9</sup>

#### EL ROL DEL FMI

En principio, una solución de perfilamiento de la deuda es compatible con los lineamientos de acceso excepcional a los recursos del FMI, siempre y cuando el análisis de sostenibilidad del Fondo determine que la deuda es sostenible (incluso si no es con alta probabilidad). Y esta es la opinión actual del Fondo, o, más precisamente, la más reciente, como se expresó en su revisión más reciente del acuerdo stand-by con Argentina, publicado en julio de 2019.

El riesgo para esta solución es que el Fondo concluya que la deuda de Argentina es insostenible con una alta probabilidad. Ya hemos argumentado que algunos de los indicadores clave de la deuda han empeorado notablemente desde la publicación de esa evaluación. Por lo tanto, no debemos descartar que una vez que se den a conocer las cifras una vez más, el Fondo presente una evaluación de un stock de deuda insostenible que requiere una participación más profunda del sector privado.

Lamentablemente, los análisis de sostenibilidad no son independientes de las condiciones del mercado. Si el mercado está convencido de que una economía no podrá pagar sus deudas, entonces cobrará rendimientos muy altos de sus bonos, haciendo imposible que la economía continúe sirviéndola indefinidamente. La falta de confianza en una economía también se reflejará en sus mercados de divisas, lo que puede conducir a un debilitamiento del tipo de cambio real y de la capacidad de pago evaluada de la economía.

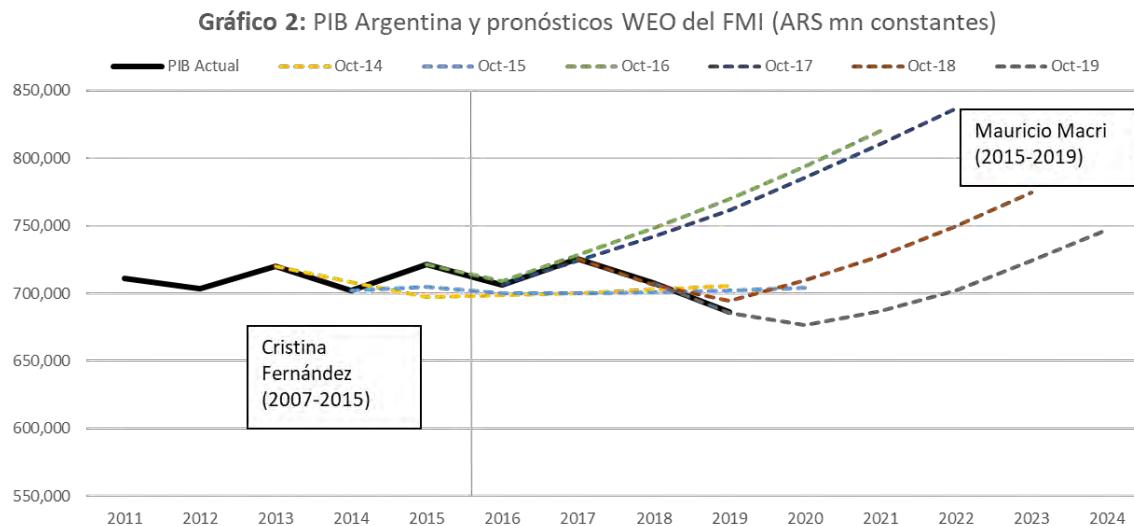
Además, estos problemas pueden verse exacerbados por los efectos de retroalimentación generados por los impactos en el mercado de las evaluaciones del Fondo. Utilizando datos del FMI, Guzmán y Heymann (2015) sostienen que el FMI sobreestimó sistemáticamente el crecimiento y subestimó los aumentos de la deuda en una muestra de países que vieron grandes aumentos de la deuda. Las propias evaluaciones sobre optimistas del fondo pueden haber impulsado las expectativas del mercado para estas economías, haciendo que su deuda parezca más sostenible de lo que realmente era.

Como mostramos en el Gráfico 3 (así como en el Gráfico 1 anterior), en el caso de Argentina desde 2016 está en gran medida en línea con esta historia, con pronósticos que sobreestiman sistemáticamente el crecimiento durante la administración de Macri. Pero si volvemos a los años de Kirchner, la historia es diferente. Aquí el gráfico muestra el sesgo opuesto, con el FMI subestimando

---

<sup>9</sup> En principio, esta solución podría implementarse con un instrumento de garantía que esté vinculado al valor en dólares del PIB de la economía. En la práctica, estos instrumentos (warrants) son profundamente insatisfactorios como forma de lidiar con contratos contingentes, dadas las fuertes preocupaciones con la fiabilidad de los datos. Estas preocupaciones son particularmente relevantes en el caso de Argentina, donde llevaron a una larga disputa sobre los datos entre el FMI y la administración de Kirchner.

sistemáticamente el crecimiento en sus pronósticos.<sup>10</sup> Entonces, si bien Argentina puede haber estado sujeta a la maldición del analista demasiado optimista durante la administración de Macri, también puede haber sufrido una maldición potencialmente igual de perjudicial del analista demasiado pesimista durante los gobiernos peronistas anteriores.



Fuente: INDEC y FMI

Esto abre la interesante pregunta de si existe un sesgo sistemático en los pronósticos del Fondo contra gobiernos de izquierda o no ortodoxos. Si bien no intentaremos responder esa pregunta aquí (lo que requeriría mirar datos de muchos otros países a lo largo del tiempo), es un peligro al que la administración de Fernández debería de estar alerta. De la misma manera en que el exceso de optimismo puede llevar al Fondo a recomendar una reestructuración muy pequeña, el exceso de pesimismo puede hacer que intente empujar a la administración de Fernández a una confrontación evitable y costosa con los acreedores.

La dependencia inherente de los análisis de sostenibilidad del FMI sobre las condiciones del mercado y el peligro de que las crisis de confianza puedan ser exacerbadas por analistas demasiado pesimistas genera un problema complejo sobre la capacidad de la institución para llevar a cabo su misión. Si lo que hacen los análisis de sostenibilidad del Fondo es simplemente validar o amplificar las crisis de confianza del mercado, entonces podrían terminar socavando la capacidad de la institución para ayudar a los países a superar los problemas temporales de balanza de pagos causados por estas crisis, que es con lo que sus artículos de acuerdo se encargan haciendo.

<sup>10</sup> Utilizamos solo datos posteriores a 2014. Antes de 2014, el FMI había planteado fuertes objeciones a la metodología utilizada por el INDEC de Argentina para calcular el PIB y los precios, lo que lo llevó a publicar sus pronósticos con exención de responsabilidad. Esto condujo finalmente a una declaración de censura por parte del FMI en febrero de 2013 y el INDEC revisó sus indicadores para cumplir con los requisitos del FMI. Dado que las previsiones anteriores a 2014 se refieren a las series antiguas, que dejaron de publicarse, no pueden utilizarse para medir las previsiones de las nuevas series.

Es muy interesante que, si bien la literatura sobre la explicación de las crisis monetarias como fallas de confianza es relativamente nueva en la literatura económica general, los Artículos de Acuerdo consideran explícitamente el concepto de confianza al describir los objetivos del Fondo:

"Dar confianza a los miembros poniendo a su disposición temporalmente los recursos generales del Fondo bajo las garantías adecuadas, brindándoles así la oportunidad de corregir desajustes en su balanza de pagos sin recurrir a medidas destructivas de la prosperidad nacional o internacional". (Artículo I, par (v), énfasis agregado).

Años antes de que la idea de equilibrios múltiples llegara a los libros de texto de macroeconomía de economía abierta, los autores de los acuerdos de Bretton Woods habían entendido que el papel principal de tal entidad sería lidiar con las crisis de confianza.

#### SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA BAJO INCERTIDUMBRE RADICAL

El marco del Análisis de Sostenibilidad de Deuda (ASD) del FMI, incluso después de sus considerables revisiones y modificaciones en 2014, está fundamentalmente unido a la idea del riesgo cuantificable. La implementación del marco procede sometiendo a la economía a varios choques simulados cuya probabilidad se determina a partir de las distribuciones históricas de probabilidad de determinantes clave utilizando métodos como vectores autoregresivos. El resultado es una distribución de probabilidad de rutas en el stock de deuda que se puede utilizar para calcular la probabilidad de que la deuda de la economía resulte insostenible.

Sin embargo, muchas crisis monetarias parecen ser un animal diferente, al menos si el paradigma de equilibrios múltiples es correcto. El concepto de equilibrios múltiples implica que hay más de un resultado que puede resultar de los mismos fundamentos. Esto implica que es imposible predecir en qué equilibrio terminará la economía, o incluso la probabilidad de que termine en cada equilibrio, a pesar de tener una descripción completa de los fundamentos de la economía.

Quizás por esta razón, las crisis de confianza no son fáciles de rastrear hasta los fundamentos, y a menudo reflejan procesos impredecibles a través de los cuales se transmiten temores y preocupaciones sobre la realidad entre los agentes. Si tomamos en serio el paradigma de equilibrios múltiples para comprenderlos, entonces tenemos que aceptar que esta variedad de crisis no puede abordarse dentro del marco de riesgo cuantificable del ASD.

La visión de las crisis de confianza como resultado de los cambios entre equilibrios está mucho más cerca del concepto de incertidumbre radical originada en el trabajo del economista estadounidense Frank Knight (1921),<sup>11</sup> que distingue entre los eventos en los que podemos poner probabilidades (riesgo) y aquellos que no podemos (incertidumbre). Si bien esta distinción fue ignorada en gran medida por los economistas convencionales durante mucho tiempo, ha recuperado relevancia en los recientes intentos de comprender las crisis financieras.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Knight, F. (1921)

<sup>12</sup> Ver por ejemplo, Caballero, R. y Krishnamurthy, A. (2006) "[Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense-of-Knowledge Syndrome.](#)" [Macroeconomía después de la crisis: es hora de lidiar con el síndrome del pretexto del conocimiento] Caballero, R. (2010) "[Flight to Quality and Collective Risk.](#)" [Vuelo a calidad y riesgo colectivo]

Esto también explica por qué el concepto de confianza puede haber sido incluido en los Artículos de Acuerdo del Fondo. Uno de los arquitectos de estos artículos fue John Maynard Keynes, quien desarrolló una idea similar sobre la incertidumbre en el capítulo 12 de su *Teoría General*. Fue allí donde Keynes abogó por el papel de los "espíritus animales" que impulsan los auges de inversión y advirtió que los cambios en el optimismo podrían ser los impulsores más importantes de los ciclos económicos. Keynes argumentó que los cambios en el gobierno podrían provocar colapsos en el mercado no porque condujeran a malas políticas, sino simplemente porque introdujeran lo desconocido.<sup>13</sup>

Sin embargo, la idea de la incertidumbre radical puede ser notablemente inquietante para muchos economistas modernos. Si "todo vale" y los fenómenos sociales son inherentemente impredecibles, ¿cuál es el papel de los análisis económicos? ¿Y cómo puede el personal del Fondo cumplir con ese otro requisito de los artículos del acuerdo: el de garantizar "salvaguardias adecuados" al permitir el acceso a los recursos del Fondo? Si los fundamentos no se van a utilizar para pronosticar resultados futuros, ¿cómo se supone que el organismo decida cómo asignar sus recursos entre los posibles usuarios?

Tales miedos son excesivos. Tomar en serio el paradigma de la incertidumbre radical no requiere que el Fondo elimine su marco de sostenibilidad. Hay muchas crisis cuyo origen se remonta claramente a los fundamentos deteriorados, y muchos casos en los que los fundamentos de la economía son los mejores predictores de su capacidad futura para pagar su deuda. La tarea de mejorar los fundamentos de un país continúa siendo extremadamente relevante en un entorno de equilibrios múltiples, particularmente porque la teoría predice que solo los países con algunas debilidades en sus fundamentos son vulnerables a crisis autocumplidas. E incluso si vives en un mundo de equilibrios múltiples, sigue siendo fundamental comprender si el equilibrio en el que te encuentras es sostenible o no.

Tomar en serio la incertidumbre radical requiere que el paradigma ASD sea lo suficientemente flexible como para incorporar una evaluación de si la economía en cuestión está experimentando una crisis de confianza y si los niveles actuales de variables clave que afectan el análisis de sostenibilidad reflejan la existencia de tal crisis. Los países cuya deuda sería sostenible con alta probabilidad si enfrentaran rendimientos del mercado y un tipo de cambio real similar a lo que han visto en el pasado reciente y donde no hubo evidencia *prima facie* de que sus finanzas eran insostenibles en ese momento calificarán para un cierre aspecto y más flexibilidad en la interpretación de las condiciones para un acceso excepcional.

Ciertamente, una economía como la Argentina que ha visto caer el valor en dólares de su PIB a la mitad como resultado de una corrida de su moneda que no solo fue difícil de predecir *ex ante* sino también de explicar *ex post* es un fuerte candidato para un diagnóstico de crisis de confianza. En ese caso, tiene más sentido que un organismo como el FMI haga todo lo posible para ayudar a la economía a abordar esa crisis y restaurar su sostenibilidad anterior, en lugar de tratar de forzarla al proceso traumático de adaptarse a niveles de ingresos permanentemente más bajos. Hacerlo ciertamente estaría en línea con lo que los redactores de los Artículos de Acuerdo tenían en mente

---

<sup>13</sup> Keynes, J. (1936)

cuando se propusieron diseñar una institución cuya misión principal era abordar las crisis de balanza de pagos mediante el restablecimiento de la confianza.

## Referencias

- Argentine Central Bank Is Said to Sell Most Dollars in 15 Years. (2018) *Bloomberg News*.
- Bello (2018) The crisis of Argentine gradualism. *The Economist*.
- Caballero, R. and Krishnamurthy, A. (2006) Flight to Quality and Collective Risk. *The National Bureau of Economic Research*. Working Paper No. 12136
- Caballero, R. (2010) Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense-of-Knowledge Syndrome. *American Economic Association*, Vol.24, NO. 4: 85-102
- Currencies Post Worst Rout Since Trump's Election: Inside EM. (2018) *Bloomberg News*.
- Guzmán, M. and Heymann, D. (2015) The IMF Debt Sustainability Analysis: Issues and Problems. *Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas*.
- Keynes, J. (1936) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Macmillan.
- Knight, F. (1921) *Risk uncertainty and profit*. Boston: Houghton Mifflin Company.
- Meaños, F. (2018) A un año del 28D: el día en que el BCRA perdió la confianza del mercado. [A year after December 28: the day the BCRA lost market confidence] Fernando Meaños. *El Cronista*.
- Velasco, A. (2018) The Way Out of Argentina's New Crisis. *Project Syndicate*.