

Sobre el nuevo acuerdo entre el estado argentino y el FMI

El acuerdo original entre el FMI y el gobierno de M. Macri

En mayo de 2018, el FMI y el gobierno de M. Macri llegaron a un acuerdo que estaba destinado al fracaso desde el día 1. Tanto los técnicos del FMI como los funcionarios del gobierno de Cambiemos lo sabían, pero el objetivo de la reelección y la continuidad de un modelo de apertura irrestricta y valorización financiera venció a cualquier tipo de racionalidad económica y política. Así, tras el endeudamiento externo feroz de los dos primeros años de ese gobierno con el sector privado que derivó en una corrida ante la incapacidad de repago, el gobierno de Macri huyó hacia adelante y acudió a la ayuda del FMI en un acuerdo sin precedentes.

El FMI prestó al gobierno de M. Macri una suma por encima de la cuota que poseía la Argentina, valuada en 4.300 millones de dólares aproximadamente. El tope de crédito de acuerdo con el propio estatuto de la entidad era del 435% sobre la cuota integrada por Argentina (aproximadamente 23.000 millones de dólares) pero, en cambio, la calificación crediticia llegó al 1.227% de la cuota, de la cual se efectivizó el 937% aproximadamente. Este guarismo implicó el ingreso de préstamos por valor de 44.560 millones de dólares en cinco tramos, como se ve en el siguiente cuadro:

Préstamo original del FMI al gobierno de M. Macri Cinco tramos recibidos entre 2018 y 2019

Fecha de recepción	En millones de DEGs	Cotización del DEG	En millones de USD	Nº de cuotas	Monto de cada cuota en millones de DEG
22/6/2018	10.613,7	1,414	15.009,7	8	1.326,7
30/10/2018	4.100,0	1,402	5.748,4	8	512,5
21/12/2018	5.500,0	1,373	7.553,2	8	687,5
9/4/2019	7.800,0	1,388	10.827,1	8	975,0
16/7/2019	3.900,0	1,390	5.421,5	8	487,5
TOTAL	31.913,7		44.559,9		

Fuente: BCRA, Ministerio de Economía y elaboración propia

El FMI registra sus operaciones en una moneda de cuenta que resulta de la cotización de una canasta de monedas. A dicha moneda de cuenta se la conoce como Derecho Especial de Giro (DEG o SDR por su sigla en inglés). Tal como se desprende del cuadro, la traducción a cualquier moneda y en este caso a dólares depende de la relación de cada moneda con el DEG. La elección de una moneda está sujeta a revaluaciones o devaluaciones de ella. En consecuencia, la cancelación de las obligaciones -tanto de capital como en intereses- requerirá de

una cantidad de moneda, por ejemplo dólares, determinada por su cotización vigente respecto del DEG.

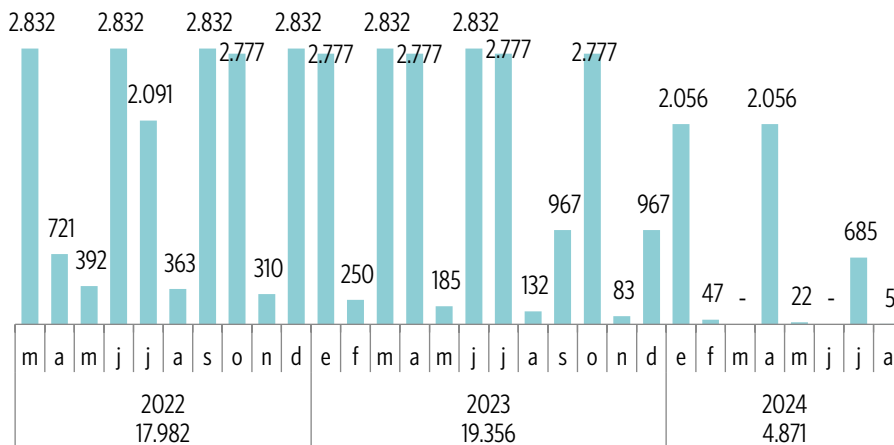
Existe una evidente sobre representación del dólar en la canasta de monedas a lo cual debe agregarse el reclamo de China de tener una cantidad de votos adecuado al real tamaño de su economía. Hay que tener en consideración que las decisiones relevantes del FMI requieren de la voluntad del 85% de los votos y dado que Estados Unidos posee algo más del 16% nada puede ser aprobado sin su consentimiento. Por eso toda negociación con el FMI lo es en última instancia con el gobierno de Estados Unidos.

El pasado viernes 28 de enero de 2022 se canceló una nueva cuota de capital y el 2 de febrero de 2022 otra de interés. El saldo de capital resultante al 31 de enero de 2022, dado que se ya se cancelaron dos de las ocho cuotas del primer tramo y una de las ocho cuotas del segundo tramo, ascendía a 40.420 millones de dólares (cotización 1 DEG = 1,406 dólares). Una cuestión clave es que toda devaluación del dólar respecto del resto de las monedas que integran la canasta que componen el DEG aumenta la cantidad necesaria de esa moneda para cancelar las obligaciones.

El cronograma de obligaciones pendientes de pago con el FMI por capital e interés está armado de tal modo que en los meses de cancelación de capital no hay vencimiento de intereses. El siguiente gráfico exhibe la suma de tales compromisos desde el 1 de marzo de 2022 en función del calendario original.

Cronograma de vencimientos del acuerdo de 2018 con el FMI

En millones de dólares. Cotización DEG al 31/01/2022: USD 1,406.
Total: 42.209



Fuente: BCRA, Ministerio de Economía y elaboración propia

La suma de obligaciones para los tres años alcanza los 42.209 millones de dólares. Ésta se compone de 40.419 de capital y 1.790 de intereses.

Términos financieros y políticos de la refinanciación acordada

Cada próximo vencimiento de capital sería pagado con un monto equivalente fruto de la toma de una nueva deuda que sustituiría la deuda original. En la práctica, se trata de una refinanciación potencial pero no asegurada para los próximos treinta y siete vencimientos de capital. En otras palabras: los contratos vigentes no serán dados de baja, sino que mediante un nuevo contrato con vencimiento desde 2025, el FMI se compromete, en el caso que Argentina cumpla las metas, a otorgar un nuevo préstamo de monto similar por cada uno de los vencimientos de capital.

El resultado anual de las revisiones trimestrales podría condicionar el otorgamiento de las nuevas financiaciones, con lo cual se vuelve en principio incierto su vencimiento real, quedando abierta la posibilidad de ratificación de los vencimientos originales, es decir, una vuelta al acuerdo de 2018

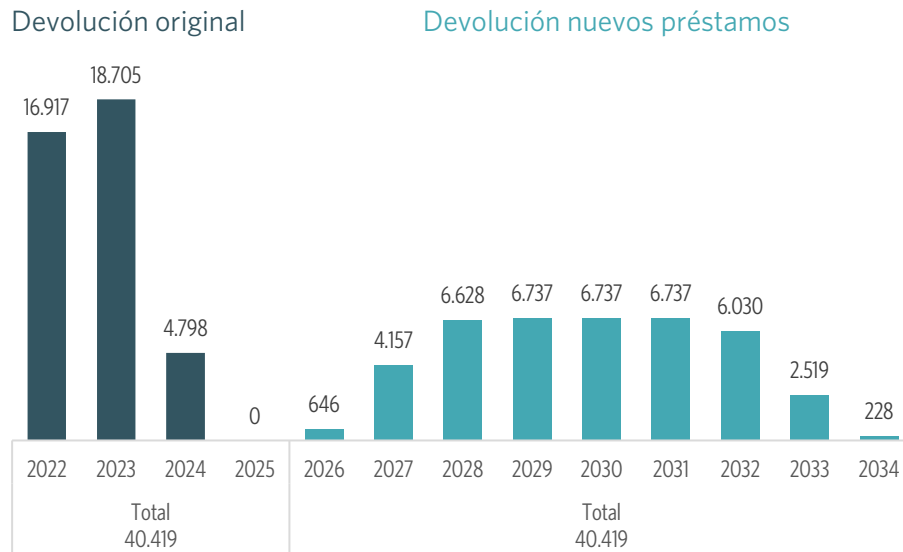
Los intereses, más precisamente la tasa de interés, han sido calculados en las operaciones originales y en principio el mismo criterio se aplicará a las nuevas obligaciones conteniendo una sobretasa que ha sido motivo de reclamo por parte del gobierno nacional. Nada hace suponer que el FMI abandonará este criterio, que no solo se ha aplicado al caso argentino. El motivo aducido respecto de la sobretasa es la exposición de riesgo consecuencia del uso excedente de la cuota de Argentina tal como se detalló al inicio de esta nota.

Entre marzo de 2022 y julio de 2024 se producirán treinta y siete vencimientos de cuotas de capital de los cinco tramos de préstamos recibidos durante la presidencia de Macri. La nueva línea (SAF) reemplazará tales vencimientos. En otras palabras: al vencimiento de cada una de las cuotas de capital el Estado nacional recibiría un nuevo préstamo cuya primera cuota vencería cuatro años y medio después.

En caso de ser aprobado el cumplimiento de las metas y recibidas las treinta y siete operaciones de préstamo sustitutivas de los vencimientos originales, el nuevo calendario de pagos del capital tendría la forma que presenta el siguiente gráfico que incluye -a fines de su comparación- los vencimientos originales:

Calendario anual de vencimientos de capital comparando situación actual versus acuerdo con el FMI.

Datos expresados en millones de dólares



Fuente: elaboración propia. Los cálculos de los vencimientos nuevos están hechos a partir de las declaraciones públicas del Ministro de Economía, Martín Guzmán, ya que se desconocen hasta el momento de la publicación de este informe, documentos públicos que indiquen con precisión las fechas de los nuevos vencimientos.

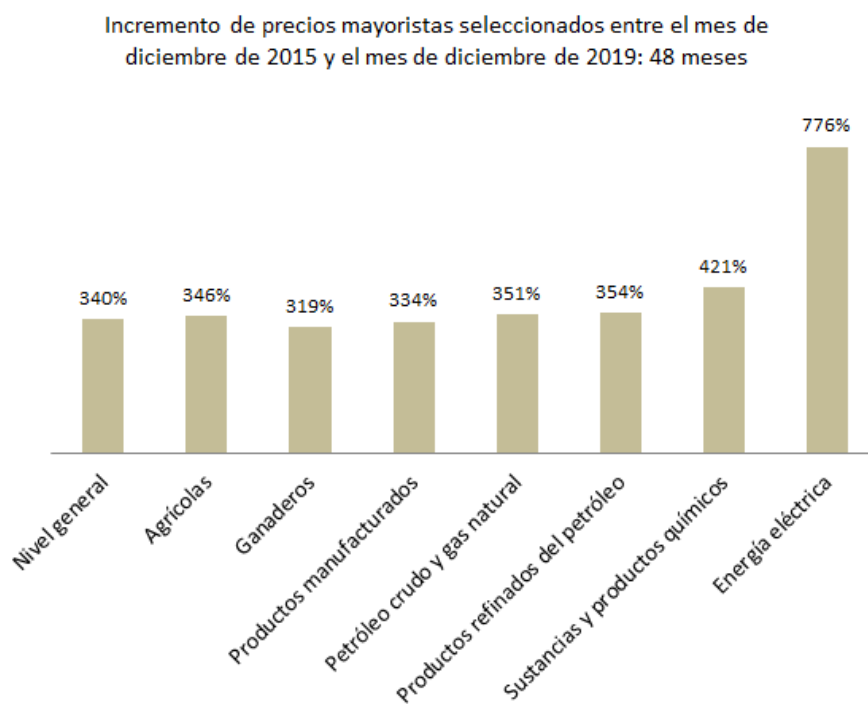
Condicionalidades emergentes

Si bien algunos antecedentes internacionales y nacionales permiten ver en la palabra escrita algunas condicionalidades exigidas por el organismo, toda medida que implique injerencia en la decisión soberana no está explicitada en los *Memorándums de Entendimiento* aunque sí presente en las negociaciones, en la palabra de las funcionarias y funcionarios del FMI y en las *Cartas de Intención* suscriptas por el país deudor. Por eso, lo relevante es qué piensa hacer el gobierno nacional a partir de esta condicionalidad.

En el discurso presidencial y en las palabras del ministro Guzmán se pone el acento que no habrá, respecto del gasto, un ajuste y que por el contrario se prevé un incremento real (por encima de la inflación). Esto permite abrir un debate sobre el tamaño, composición, calidad y naturaleza de los recursos disponibles. Es decir, no debe mirarse únicamente el gasto sino, al mismo tiempo, las fuentes de recursos disponibles y no utilizados, ya sea como recaudación fiscal potencial o como recurso para la financiación en moneda local tanto del sector público como privado.

Tres condicionalidades relevantes aparecen en lo informado por el gobierno nacional: a) reducción tendencial del déficit fiscal en un plazo corto, b) no financiación monetaria del déficit y c) el incumplimiento de las metas adelantaría los vencimientos de las cuotas de capital al FMI a los plazos originalmente pactados con el gobierno de Macri. Veamos esto en detalle:

La **reducción del déficit** en relación con el producto bruto interno será la resultante de la relación entre los ingresos y los gastos y el tamaño de la economía. Por lo tanto, esto no obliga a reducir el gasto y deja espacio para abrir la discusión tanto del aumento de la recaudación como del crecimiento del producto. Tampoco impide una redistribución del gasto que beneficie a los sectores más vulnerados y sostenga niveles de costo adecuado para fortalecer el aparato productivo. Una de las obsesiones del pensamiento conservador es el tema de los subsidios, más precisamente de subsidios (desembolsos) más gasto tributario (reducción de alícuotas o exenciones de pago). Aquí debe destacarse que sería socialmente inaceptable un recorte que afecte a los hogares más vulnerados y económicamente devastador aumentar el costo de las empresas si se decidiera generalizar un aumento de tarifas, ya que golpearía en el producto, cambiando (para mal) la relación déficit / PIB. Sólo a título de ejemplo en el siguiente gráfico se muestra el crecimiento de algunos precios mayoristas en comparación con el aumento de la energía, cuyo impacto en el costo de producción de empresas fue, repetimos, devastador durante el gobierno de Macri.



Fuente: www.indec.gov.ar y elaboración propia

Entre diciembre de 2019 y diciembre de 2021 el precio mayorista de la energía eléctrica creció 63% mientras que el nivel general lo hizo 105% atenuando el brutal aumento sufrido durante los cuatro años de Cambiemos.

Respecto de los recursos, debe recordarse que durante la pandemia se sancionó el impuesto extraordinario a las grandes fortunas y que el crecimiento económico del año 2021 permitió que los recursos crecieran por encima de la inflación, reduciéndose el déficit a la mitad sin achicar el gasto.

En definitiva, se recalca que la relación déficit fiscal / PIB tiene tres componentes: los gastos, los recursos y el tamaño de la economía. De ningún modo la discusión política puede ceñirse a uno solo de estos tres componentes.

La **financiación monetaria del déficit** ha sido un recurso utilizado por el gobierno nacional en 2020 y 2021 lo cual se vería comprometido en función de lo que se supone que contendrá el acuerdo. Las necesidades de financiación dependerán, a su vez, de la reducción del déficit que, repetimos, tiene dos componentes, el gasto y la recaudación. Para cubrir esta brecha, el gran desafío es potenciar un mercado de deuda pública en pesos para no depender de la financiación en una moneda diferente de la que tiene curso legal.

Tal como se indicó en párrafos precedentes se mantienen **los vencimientos de los cinco tramos** de préstamo tomados por el gobierno de Macri con la posibilidad que, de cumplirse las metas del acuerdo, el estado argentino reciba un préstamo para reescalonar la respectiva cuota. El ministro Guzmán indicó que además el FMI otorgaría un préstamo adicional equivalente a la cancelación de las tres cuotas de capital efectivizadas para fortalecer las reservas internacionales, cifra hoy estimada en 4.500 millones de dólares. Sobre esto aún no hay precisión sobre fechas ni sujeto a qué condiciones.

Condicionalidades preexistentes

La principal restricción que tiene el gobierno es de naturaleza política, es decir las voluntades sociales articuladas capaces de sostener programas de transformación respecto de la situación existente. El resultado de las elecciones de medio término exhibe parte de los límites. El acuerdo con el FMI no garantiza la inexistencia de escenarios similares a los que podrían imaginarse asociados al no acuerdo y no pago. Aquí adquiere relevancia lo que haga y deje de hacer el gobierno nacional. La vulnerabilidad externa requiere trabajar en varios planos que a la vez e inevitablemente creará paradojas en el corto plazo. Aumentar exportaciones dependerá de la situación de mercados que nosotros no controlamos ni definimos, menos aun si se tratara de nuevos nichos asentados en la explotación del subsuelo. En cambio, sustituir importaciones, modificar cambios paulatinos en estilos de consumo de hogares, de empresas y del estado permite construir senderos de autonomía no dependientes de lo que ocurra en el mercado internacional.

Síntesis preliminar

Se trataría de un acuerdo nominalmente menos condicionado que los conocidos tanto para el caso argentino como para la historia de acuerdos del organismo. No se prevé reforma laboral, previsional ni fiscal; no hay oposición al mantenimiento del control de las divisas y el desdoblamiento del tipo cambio. El sendero de baja del déficit fiscal y el del financiamiento monetario por parte del tesoro, los principales condicionantes impuestos, si bien es exigente no es tan veloz como el exigido, por ejemplo, a Grecia o a Ecuador en los últimos años.

Se utilizaría una línea de préstamos estándar prevista en el estatuto, la denominada Servicio Ampliado del FMI (SAF) cuya descripción en el sitio oficial habla de un plazo de 4 años y medio de gracia para el pago de capital y 12 cuotas de capital semestrales de igual monto.¹ No se trata por lo tanto de un esquema de cancelación especial, sino que se aplica taxativamente lo previsto en la SAF, la línea de crédito cuyo detalle puede verse en el sitio oficial del FMI.

La aplicación en un contexto de fuerte desigualdad social, vulnerabilidad externa y alta inflación condicionan la posibilidad del desarrollo integral de políticas autónomas.

Esto no debería impedir iniciativas de redistribución de las cargas, pero es claro que abrirá conflictos en una sociedad que ha exhibido fuerte compromiso con el modo de ver del pensamiento conservador.

El reescalonamiento de vencimientos de las cuotas de capital devengará una nueva masa de intereses sujetos a la tasa que si bien en promedio (3%) es inferior a la que conseguiría el país en mercados de títulos podría ser aun inferior si se revisara el sobrecargo vigente.

El acuerdo y su alcance debe también ser leído en clave política desde la perspectiva de Estados Unidos para lo que denominan hemisferio occidental. Variadas reflexiones pueden surgir en torno de este tópico. Así como el desembolso de 44.560 millones de dólares se hizo para garantizar el triunfo de Macri o en su defecto condicionar al gobierno que lo sustituyera, el presente arreglo es probable que también lo sea viendo el escenario presente y también el futuro con alternancia presidencial. Que en ambos casos el FMI, más precisamente el voto determinante de Estados Unidos, haya cobrado protagonismo en mitad de los mandatos presidenciales hablan de la presencia de una estrategia política en el tablero de nuestra América Latina. Dada la modalidad de los nuevos préstamos, los próximos treinta y siete vencimientos de capital previstos originalmente desde marzo de 2022 en adelante serán motivo de tensión o excusa para su creación limitando decisiones soberanas.

¹ Al respecto, se puede consultar en:

<https://www.imf.org/es/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/20/56/Extended-Fund-Facility>