



El FMI y la campaña electoral

Análisis del cumplimiento de los criterios técnicos del organismo para el caso argentino

Autores: Julia Strada y Hernán Letcher

Julio 2019

El FMI y la campaña electoral

Introducción

Mientras aguardamos la publicación del *Staff Report* correspondiente a la revisión del viernes 12 de julio por parte del Fondo Monetario Internacional, la cual habilitaría un nuevo desembolso, el presente informe analiza el funcionamiento del organismo y el acuerdo con la Argentina en el marco de la reciente salida de Christine Lagarde para su eventual conducción del Banco Central Europeo. Asimismo, se analiza la herencia de Lagarde conduciendo al Staff técnico del organismo, en sus revisiones de la economía argentina, revisando aciertos y errores en proyecciones y metas.

¿Cómo funciona el Fondo Monetario Internacional?

La renuncia de Christine Lagarde a la Gerencia del FMI para acceder a la conducción del Banco Central Europeo generó inquietudes respecto al devenir del programa que la Argentina mantiene con el organismo. Sin embargo, si tenemos en cuenta el funcionamiento previsto, no pareciera que la relación que la Argentina mantiene vaya a modificarse considerablemente. El Fondo Monetario Internacional es un organismo multilateral surgido de los Acuerdos de Bretton Woods en 1944 en el marco de la finalización de la 2° Guerra Mundial. Como la mayoría de los organismos multilaterales surgidos en la época, funciona a través de la representación parcial ¿Por qué parcial? Porque la cantidad de votos de cada país en el organismo está determinada por la cantidad de cuotas, esto es, la cantidad de dinero que cada país mantiene depositado en forma permanente en el organismo. Es decir, no hay relación un país = un voto.

El órgano de mayor jerarquía dentro del organismo es la Asamblea de Gobernadores, compuesta por los Ministros de Economía/Finanzas/Hacienda (según la organización en cada país) y Presidentes de Bancos Centrales de cada uno de los 189 países miembros. Se reúnen típicamente una vez al año y la Asamblea retiene ciertas capacidades en materia de revisión de los Estatutos, admisión de nuevos miembros, revisión de cuotas, etc., siendo la más importante la conformación del Directorio Ejecutivo. Es también importante aclarar que la mayoría de las decisiones de relevancia requieren una mayoría agravada en algunos casos del 70% y en otros del 85% por lo que la cantidad de votos de cada país miembro tiene mucha relevancia en el funcionamiento del organismo.

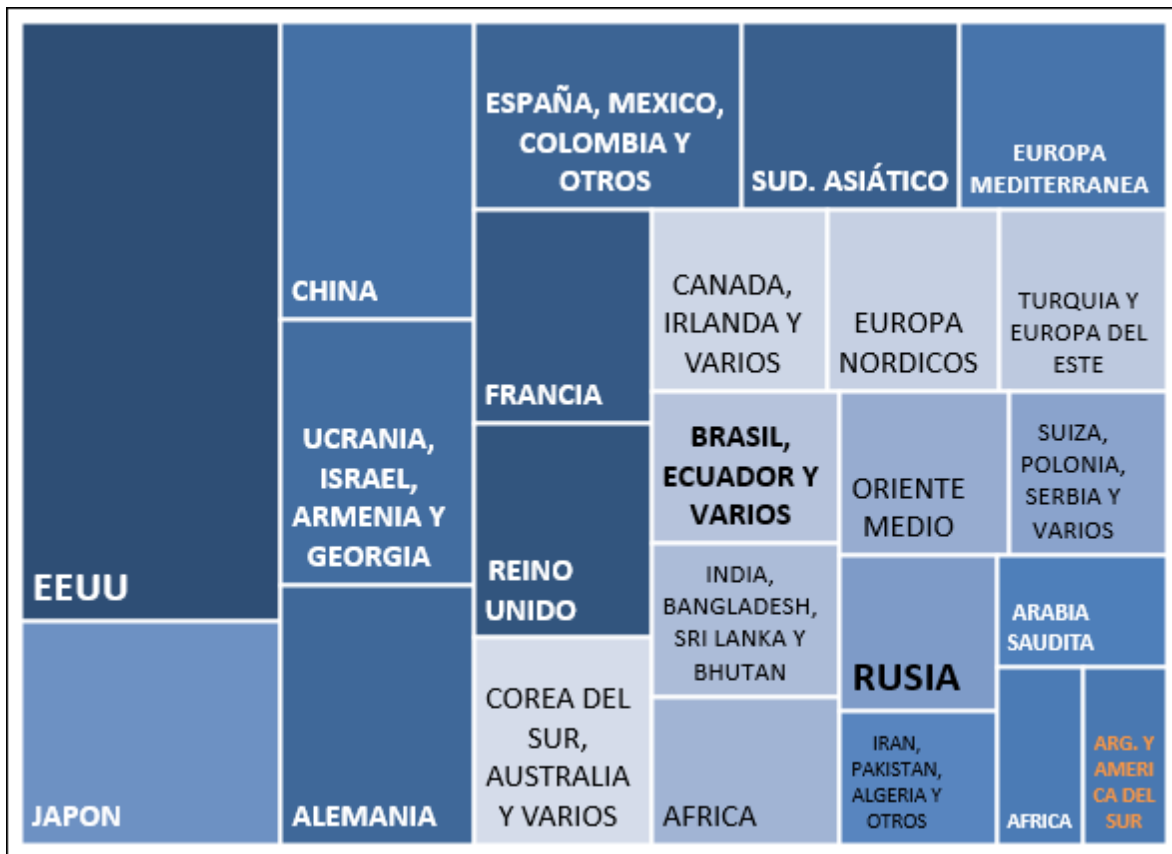
El Directorio Ejecutivo se encuentra a cargo de las



operaciones diarias del Fondo Monetario Internacional mediante la delegación de poderes que realiza la Asamblea de Gobernadores, está compuesto por 24 asientos designados por la misma asamblea. El Director/a Gerente es designado por el Directorio Ejecutivo por mandatos de 5 años.

En el gráfico siguiente podemos observar cómo está compuesto el Directorio Ejecutivo: cada rectángulo es un asiento, donde se señala qué países son representados y puede observarle cuál es su tamaño relativo, que a su vez representa la proporción de votos que cada asiento comanda.

Gráfico 1. Composición de los asientos del Directorio Ejecutivo del FMI



Fuente: elaboración CEPA en base a FMI

Estados Unidos no sólo tiene un asiento propio, sino que además posee el 16,52% de los votos totales, lo que le permite en la mayoría de las decisiones importantes retener el poder de veto, al impedir sólo con su voto que se alcance el 85% necesario de consenso. Ningún otro país o asiento del Directorio Ejecutivo supera el 6,5% de los votos, siendo la mayoría de ellos compartidos por varios países. Argentina (destacado abajo a la derecha) comparte asiento con varios países de América del Sur (excepto Brasil), reteniendo colectivamente el 1,6% de los votos dentro del organismo.

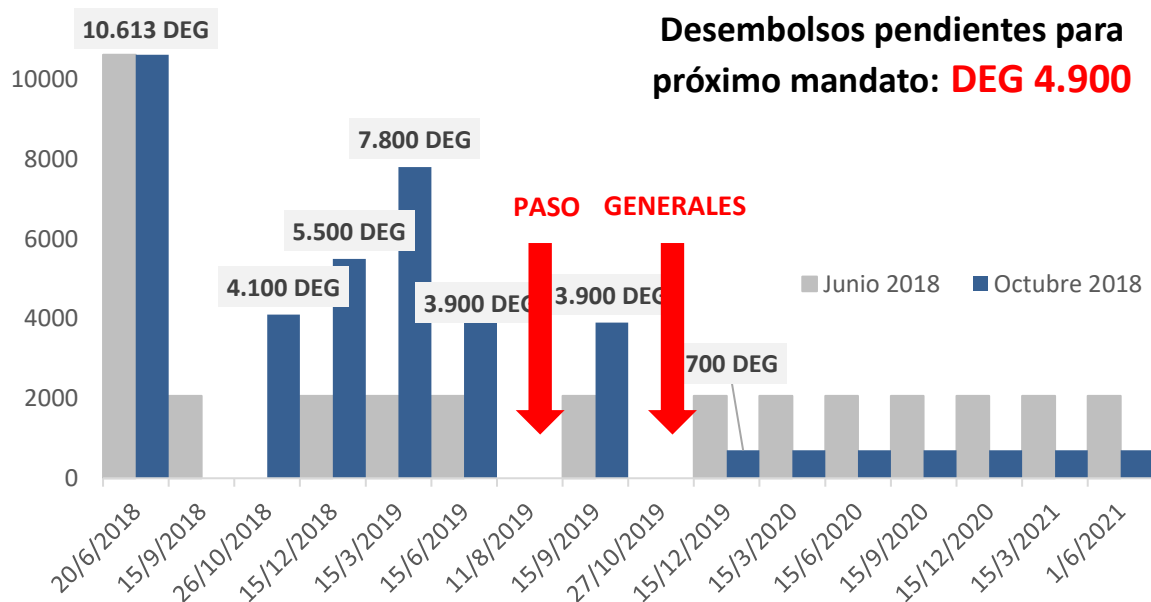
El Directorio Ejecutivo designa al Director/a Gerente, como la saliente Christine Lagarde, por mandatos de 5 años, para que lleve adelante la representación del organismo y la dirección del

Staff Técnico del FMI. Pero es importante recalcar que las decisiones tomadas por del Director/a Gerente siempre deben ser refrendadas por el Directorio Ejecutivo. Dicho de otra manera, el cambio en la Gerencia del organismo no tiene prácticamente impacto en las decisiones del organismo ya que estas deben pasar obligatoriamente por el Directorio Ejecutivo. En todo caso, debería ser motivo de preocupación si el Directorio Ejecutivo decide adoptar un perfil político más duro y seleccionar a un nuevo Director/a Gerente afín a esa visión.

¿Un plan de estabilización o un fenomenal aporte de campaña?

La ampliación y reformulación del programa de junio del 2018 esconde un apoyo político inédito aún para el FMI, al pasar en tan sólo 3 meses de un monto total de 50 mil millones US\$ con desembolsos escalonados y precautorios a uno de 57 mil millones US\$ en el programa de octubre 2018. Se concentra prácticamente la totalidad de los desembolsos antes de realizarse las elecciones: **87,96% antes de las generales de octubre 2019**. Al mismo tiempo, se pierde el carácter precautorio del acuerdo.

Gráfico 2. Cronograma de desembolsos y calendario electoral, en millones de derechos especiales de giro (D.E.G.)¹



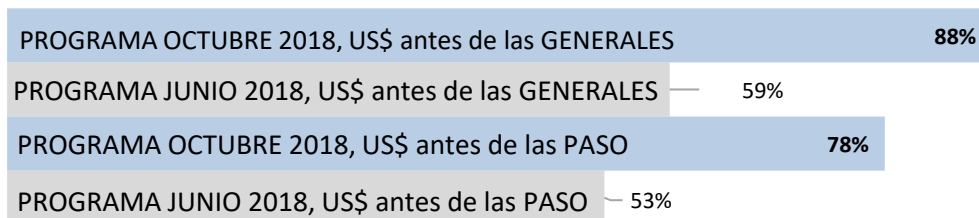
Fuente: elaboración CEPA en base a FMI y Cámara Nacional Electoral

¹ Según la información oficial del FMI (www.imf.org), "El DEG es un activo de reserva internacional creado en 1969 por el FMI para complementar las reservas oficiales de los países miembros. En marzo de 2016 se habían creado y asignado a los países miembros DEG 204.100 millones (equivalentes a unos US\$ 285.000 millones). El DEG se puede intercambiar por monedas de libre uso. Al 1 de octubre de 2016, el valor del DEG se base en una cesta de cinco monedas principales: el dólar de EE.UU., el euro, el renminbi chino (RMB), el yen japonés y la libra esterlina"

Además de representar un apoyo extraordinario, la sequía de fondos para el gobierno entrante y la acumulación de vencimientos presuponen una amenaza velada, al dejar agotadas las fuentes de financiamiento externo de emergencia siendo el FMI el prestamista de última instancia.

Al próximo mandato presidencial le quedan solamente 4.900 millones de D.E.G –lo que equivale aproximadamente a 6.700 millones de dólares- en desembolsos trimestrales equivalentes hasta mediados de 2021, donde ya empiezan a correr los pagos por la devolución de los préstamos al organismo.

Gráfico 3. Porcentaje de desembolsos a recibir antes de cada instancia electoral respecto al total de cada programa.

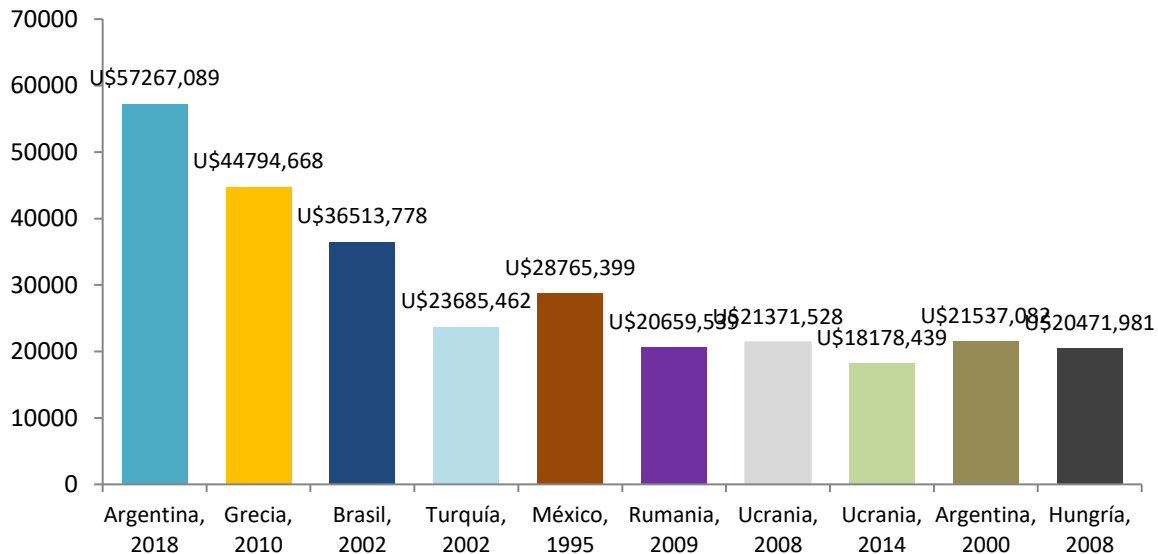


Fuente: elaboración CEPA en base a FMI y Cámara Nacional Electoral

Un apoyo inédito en la historia del organismo

No solo se trata de un caso inédito cuando uno analiza la curiosa relación entre el cronograma de desembolsos pactado y el calendario electoral. También resulta un caso excepcional cuando uno tiene en cuenta los montos comprometidos en el acuerdo firmado con el gobierno. Como se puede observar en el gráfico siguiente, el préstamo Stand-By a la Argentina, de completarse el programa de desembolsos tal cual se encuentra acordado hoy sería el mayor de la historia del organismo. Lo sería aún si se suspendiesen todos los desembolsos restantes, debido a que los montos girados ya superan al segundo puesto en el ranking.

Gráfico 4. Diez mayores programas Stand-By del FMI desde 1994 en millones de dólares constantes.



Fuente: elaboración CEPA en base a FMI e inflación de EEUU

Inclusive, si nos detenemos en observar la situación crediticia actual del FMI, se trata de un caso inédito, donde casi la mitad de los montos comprometidos en programas de apoyo financiero del organismo se encuentran concentrados en la Argentina, como surge de los últimos Estados Financieros publicados por el organismo. De hecho, los montos otorgados a la Argentina superan a los 4 mayores deudores siguientes del organismo. Se trata de un caso extremo de exposición al riesgo crediticio soberano por parte de un organismo que debería velar por la salud del sistema financiero global.

Un optimismo permanente enfrentado a la realidad

La Directora Gerente saliente del organismo, Christine Lagarde, manifestaba que habían subestimado “un poco” los problemas que enfrentaba la economía argentina:

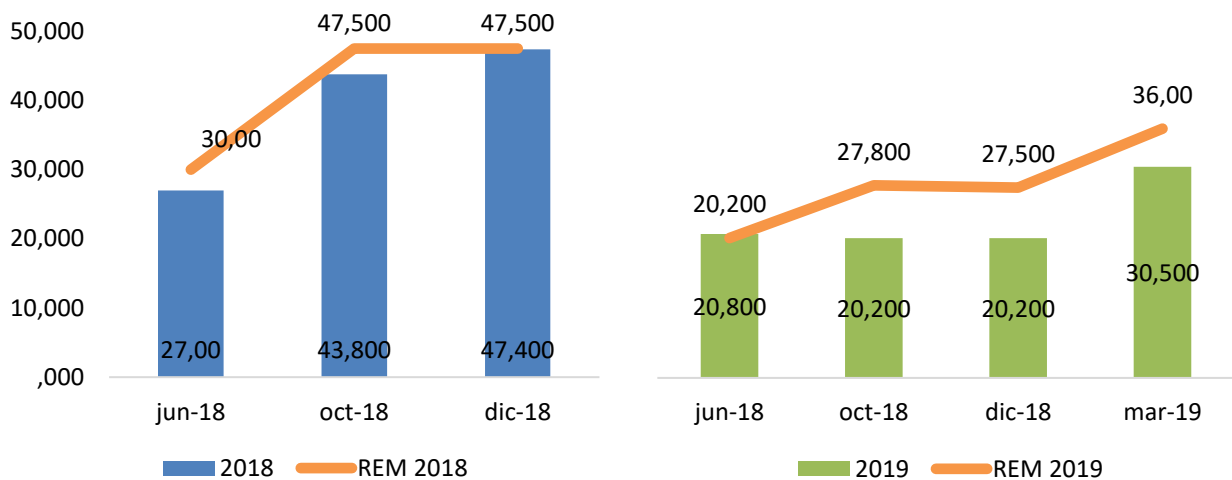
*"It was an incredibly complicated economic situation that many actors – including us – **underestimated a bit** when we started trying to help and put together – together with the Argentine authorities – a programme to deal with the most critical [sectors] of the economy."*²

Las proyecciones estimadas en las distintas etapas de los programas tienen un sesgo permanente y sistemático al optimismo. En los gráficos siguientes por ejemplo podemos observar los valores

² 6-6-19, Conferencia en el American Enterprise Institute en Washington.

estimados por el organismo para la inflación interanual en cada instancia de revisión comparados con la inflación esperada por el mercado en el mismo momento reflejada en el relevamiento de expectativas de mercado mensual que realiza el BCRA. Es decir, los gráficos deberían leerse de la siguiente manera: “en junio de 2018, el FMI estimaba una inflación interanual del 27% para el 2018, mientras que el mercado, a través del REM, estimaba un 30%”. Esperamos en la revisión aprobada el 12 de julio una nueva revisión al alza de las expectativas de inflación interanual, teniendo en cuenta que la expectativa del último REM se ubica en un 40% interanual.

Gráfico 5. Inflación interanual estimada en cada instancia de revisión por el FMI para los años 2018 y 2019, comparada con la estimación del Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA en los mismos períodos.



Fuente: elaboración CEPA en base a FMI y REM BCRA

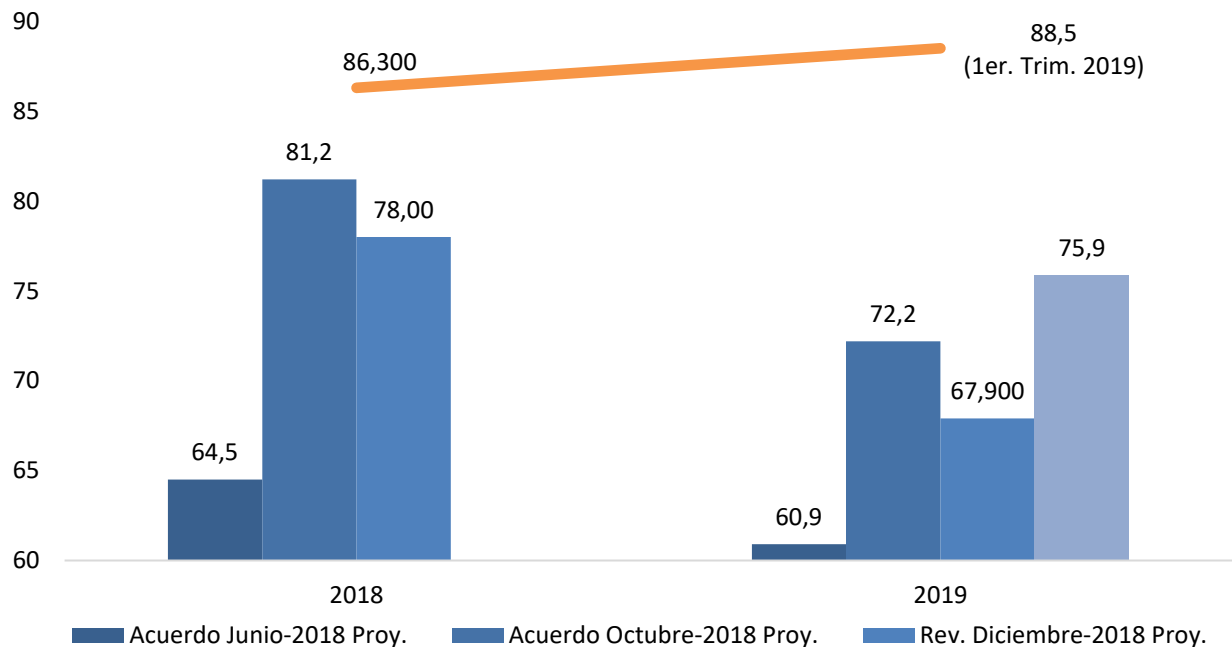
Cuesta creer que un organismo con la capacidad técnica del FMI presente “errores” de apreciación cuando se dan siempre en el mismo sentido. Sobre todo, si tenemos en cuenta que a partir de la crisis financiera global del 2008-2009 se le ha encargado velar preventivamente por la salud del sistema financiero global.

Pareciera que para el organismo es preferible “equivocarse” y cargar con el costo político del “error” a ser el portador de malas noticias. De esta manera se intentaría evitar también que las proyecciones negativas impacten sobre la sustentabilidad política de las medidas a tomar de conocerse de antemano sus resultados y sobre la sustentabilidad del programa mismo, al afectar las estimaciones de recaudación, superávit fiscal, etc.

Los “errores” en prácticamente todas las variables proyectadas en los programas cobran especial relevancia al analizar el resultado del sendero de deuda pública. El FMI subestima permanentemente el peso de la deuda pública como porcentaje del PBI. **En diciembre de 2018 estimaban terminar el año con un ratio de deuda sobre el PBI del 78% cuando terminó cerrando en 86,3%.** Las groseras diferencias en las proyecciones y el resultado real de las políticas aplicadas no sólo derivan en un estado de reformulación permanente de las políticas, dañando tanto la

credibilidad de las autoridades locales como la de las autoridades del organismo, sino que pone serias dudas sobre la eventual capacidad de repago de las deudas que se generan con el organismo.

Gráfico 6. Deuda pública bruta en porcentaje del PBI según estimaciones del FMI



Fuente: elaboración CEPA en base a FMI y Ministerio de Hacienda

El optimismo en las variables proyectadas sirve por un lado a los efectos de forzar el cumplimiento de las salvaguardas existentes en materia de riesgo de incumplimiento que fija el FMI para sus programas de asistencia financiera, que cobra especial relevancia si tenemos en cuenta que el acuerdo con la Argentina es el mayor en términos nominales de la historia del organismo. Por otro lado, se apunta a esconder los resultados reales de las políticas pactadas a los efectos de evitar un fuerte rechazo político y social que impida en última instancia la ejecución del programa.

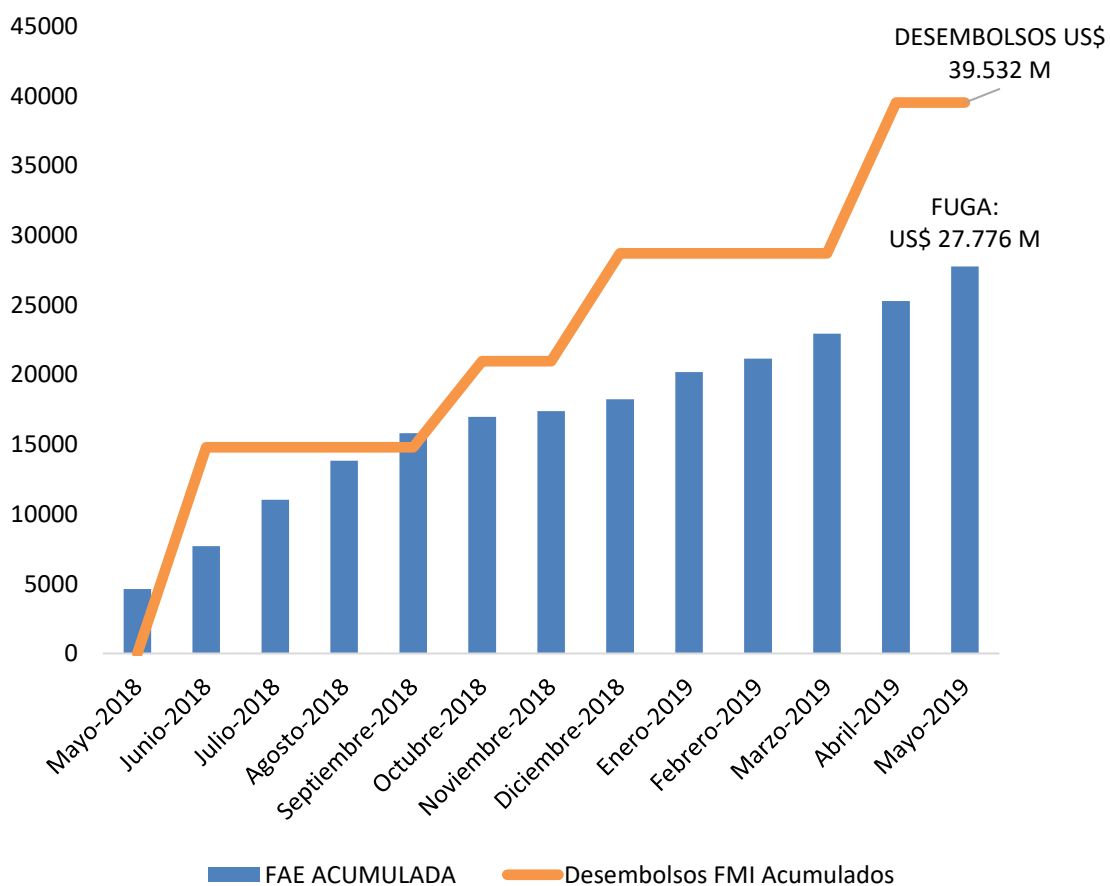
El Estatuto del FMI y la fuga de divisas

“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.” **INFORME SOBRE LA EVALUACIÓN DEL PAPEL DEL FMI EN ARGENTINA, 1991–2001, 30 junio 2004**

La Sección 1 del Art. VI del estatuto del FMI en su inciso a) establece que **“ningún país miembro podrá utilizar los recursos generales del Fondo para hacer frente a una salida considerable o continua de capital, y el Fondo podrá pedir al país miembro que adopte medidas de control para evitar que los recursos generales del Fondo se destinen a tal fin”**. Sin embargo, en el inciso b) se manifiesta que **“Nada de lo dispuesto en esta sección se interpretará en el sentido que impide utilizar los recursos generales del Fondo (...) para aumentar las exportaciones o en el curso ordinario de las operaciones comerciales, bancarias o de otra índole”**.

Si bien el inciso b) habilita cierta interpretación benigna, si tomamos en cuenta que el rol del organismo es precisamente la asistencia financiera frente a crisis de balanza de pagos, y si tenemos buena voluntad respecto a lo que se considera el *curso ordinario* de las operaciones de un país, cuando observamos lo que sucede en la relación entre los desembolsos del organismo y la formación de activos externos del sector privado no financiero, quedan dudas del uso responsable de los fondos en el caso argentino.

Gráfico 7. Desembolsos acumulados del FMI vs. Formación de Activos Externos Bruta (del sector privado no financiero) acumulada.



Fuente: elaboración CEPA en base a FMI y BCRA

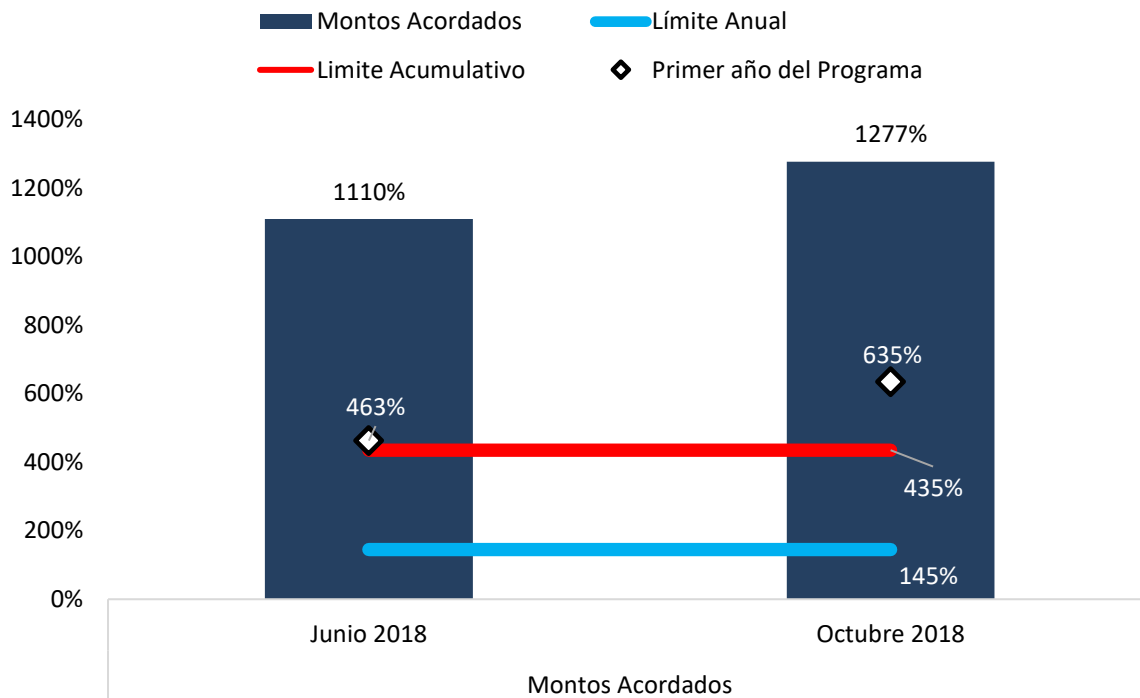
Haciendo una estimación arbitraria, desde el inicio del programa, en promedio el equivalente al 76% de los recursos recibidos del organismo se han destinado a financiar la formación de activos externos. Se contabiliza la FAE acumulado desde mayo de 2018 a mayo de 2019 inclusive (totalizando 27.776 millones de US\$) en relación a los desembolsos acumulados desde la firma del acuerdo hasta el realizado en marzo de 2019. **Se trata claramente de un uso irresponsable de los desembolsos toda vez que está en la potestad de las partes solicitar e implementar controles de manera de detener, al menos parcialmente, la fuga de divisas. De hacerlo, probablemente los montos necesarios desembolsados por el organismo podrían ser considerablemente menores para atender la crisis de balanza de pagos y se evitaría generar una carga futura sobre el sendero de repago de la deuda pública futura, mejorando la sustentabilidad del programa y sus posibilidades de éxito en los propios términos del FMI. O, dicho de otra manera, existen políticas alternativas que tienen el mismo potencial para resolver los problemas de la balanza de pagos pero con un grado mucho menor de endeudamiento, y en definitiva, costo, aún dentro de los parámetros de políticas permitidas por el organismo.**

Los criterios de acceso excepcional

El acceso excepcional entraña 4 criterios³ que deben cumplirse para que el FMI pueda otorgar desembolsos cuando se superan ciertos límites de seguridad relativos a la relación entre los préstamos y las cuotas que cada país mantiene en el organismo (cuando los desembolsos de un programa superan el 145% de la cuota en un año, o superan acumulativamente el 435%). Son límites de seguridad que el organismo ha establecido con el objetivo de salvaguardar y garantizar el uso responsable de los recursos teniendo en cuenta que los mismos no son infinitos. **Ambos límites se vulneran en los programas argentinos.**

³ ARTICLE V, SECTION 3(a), (b), AND (C), Use of Fund Resources, Access Policy, Selected Decisions and Selected Documents of the IMF, Thirty- Ninth Issue -- Access Policy and Limits in the Credit Tranches and Under the Extended Fund Facility and on Overall Access to the Fund's General Resources, and Exceptional Access Policy—Review and Modification

Gráfico 8. Montos acordados en los programas del FMI y límites de seguridad (en porcentaje de la cuota que Argentina mantiene con el organismo).



Fuente: elaboración CEPA en base a FMI

Los criterios son:

1. El país miembro debe enfrentar una crisis de balanza de pagos que no pueda solventarse mediante el acceso convencional.
2. La deuda pública debe encontrarse en un **sendero de alta probabilidad de repago en el mediano plazo**.
3. El país miembro **debe tener una perspectiva favorable en torno a su regreso a los mercados internacionales de crédito** en un plazo y monto que permita el repago de los fondos obtenidos por el organismo.
4. El programa propuesto por el país miembro debe poseer una perspectiva de éxito lo suficientemente fuerte no sólo en términos técnicos, sino también en términos de **capacidad institucional y política** para llevarlo a cabo.

Al menos **3 de los 4 criterios necesarios** para habilitar el uso del acceso excepcional a los fondos provistos por el organismo **son de dudoso cumplimiento, violando las normas internas del FMI. Solo se comprueba el punto 1: Argentina atraviesa una crisis de balanza de pagos que excede las posibilidades de un acceso convencional. A continuación nos detenemos en el análisis de los criterios 2 y 3.**

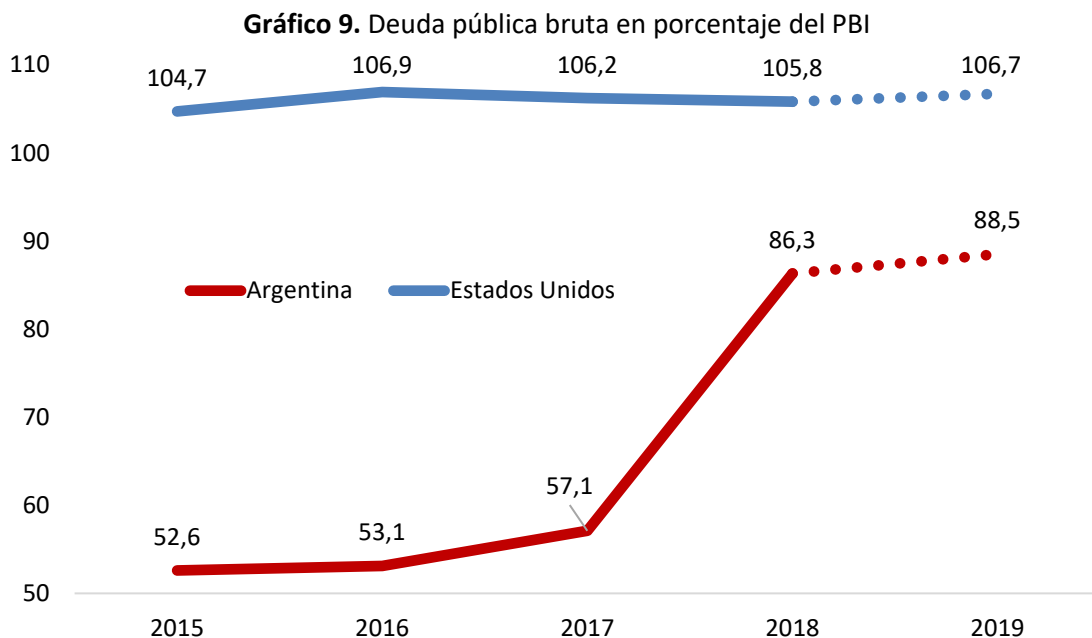
Criterio 2: “Sustentable, pero con baja probabilidad”

“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 N° 2, INFORME SOBRE LA EVALUACIÓN DEL PAPEL DEL FMI EN ARGENTINA, 1991–2001, 30 junio 2004

Curiosamente mientras el FMI sostiene que la deuda pública estadounidense se encuentra en un sendero **insustentable** (Art. IV Junio 2019⁴), para el caso Argentino sostiene que la misma es **“Sustentable, pero con baja probabilidad”** desde el inicio del programa a pesar de las enormes diferencias en las proyecciones exhibidas con anterioridad y el resultado real.

Lo hace a pesar de estar la deuda estadounidense denominada en su propia moneda mientras que la deuda argentina se encuentra en un 78% denominada en moneda extranjera, haciendo que la capacidad de repago sea extremadamente susceptible a variaciones del tipo de cambio. En el gráfico siguiente observamos la evolución reciente de ambos senderos de deuda pública bruta como porcentaje del PBI donde se puede ver el comportamiento explosivo en el caso de Argentina debido a su sensibilidad a variaciones del tipo de cambio.



Fuente: elaboración CEPA en base a FMI (1) Estimación del FMI. (2) Dato del Ministerio de Hacienda al 1er. Trimestre 2019 (incluye sólo los desembolsos del organismo realizados antes del 31-03-2019).

⁴<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/06/24/United-States-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-47019>

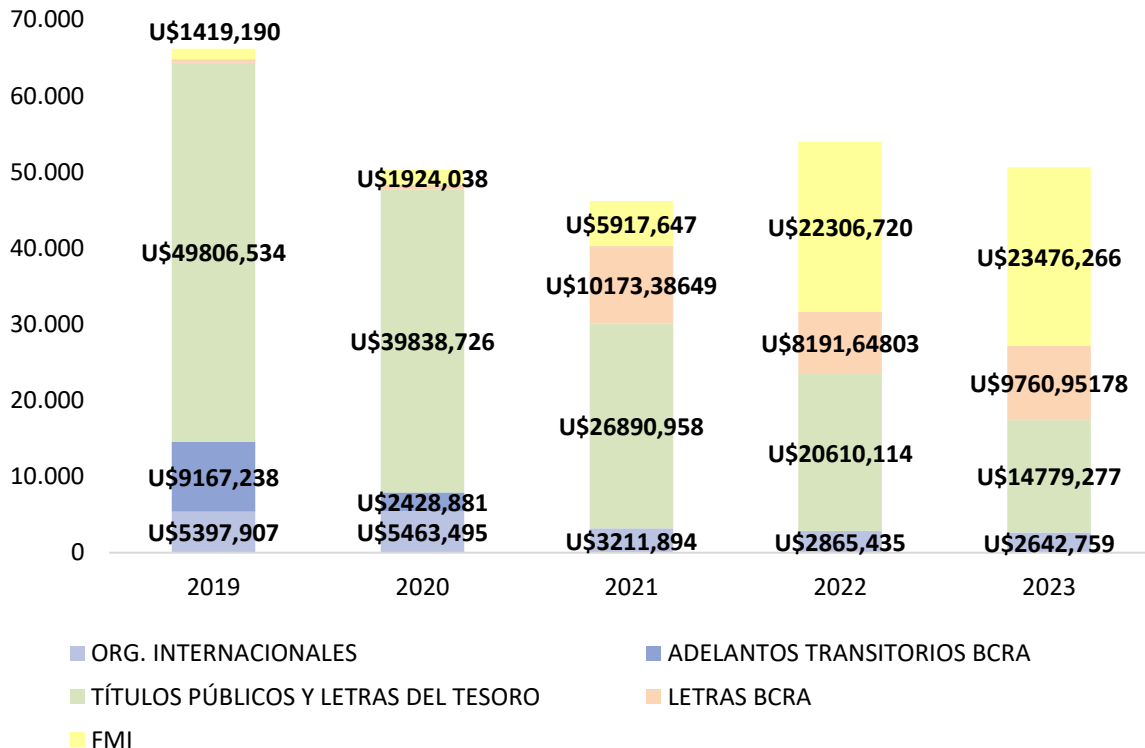
Además, el FMI elige ignorar las diferentes capacidades de acceso a mercados, ya sea por la escala y/o por los diferenciales de tasa. Parece poco creíble que bajo los mismos criterios técnicos de evaluación el sendero de deuda pública estadounidense no sea sustentable y el argentino sí lo sea. Especialmente si tenemos en cuenta la dinámica explosiva que ha adquirido durante la vigencia del programa o si consideramos que en este momento el Tesoro estadounidense se puede financiar a 30 años a tasas inferiores al 3% anual.

El reconocimiento de la escasa sustentabilidad del sendero de deuda pública argentina forzaría al FMI a suspender el programa de desembolsos y a reclamar una reestructuración de vencimientos de la deuda pública (incluyendo la que se mantiene con el propio organismo).

Si bien el perfil de vencimientos de corto plazo considerando el próximo mandato presidencial resulta levemente decreciente cabe destacar 2 factores importantes que afectan su sustentabilidad.

En primer lugar, a partir del año 2020 prácticamente se agota el financiamiento provisto por el FMI, debiendo obtenerse forzosamente los recursos en los mercados financieros y/o en el superávit fiscal.

Gráfico 10. Perfil anual de vencimientos de la deuda pública bruta (en millones de dólares al 31-03-2019, considerando la continuidad del programa acordado en octubre 2018 con el FMI).



Fuente: elaboración CEPA en base a FMI y Ministerio de Hacienda

En segundo lugar, gran parte de los vencimientos de Letras del Tesoro del año 2019 son instrumentos a muy corto plazo en los que el gobierno está teniendo dificultades para renovar. Si bien se cumplen los objetivos de renovación, en lo que va del 2019 no han logrado emitir a mayor plazo que el 2020 (Con la honorable excepción de una colocación de Boncer al 2021) y cuando lo han hecho para el 2020 ha sido por escaso capital y a tasas elevadas. Cumpliendo con los objetivos de renovación, los vencimientos se incrementarían en al menos 10 mil millones de dólares adicionales en instrumentos de corto plazo para el 2020.

Asimismo, esto no incluye la necesidad adicional de financiamiento en divisas (recordemos, 78% de la deuda pública bruta se encuentra denominada en moneda extranjera) por el vencimiento de deudas provinciales y emisiones de privados, agregando presión a un mercado con poco interés en exponerse a riesgo argentino.

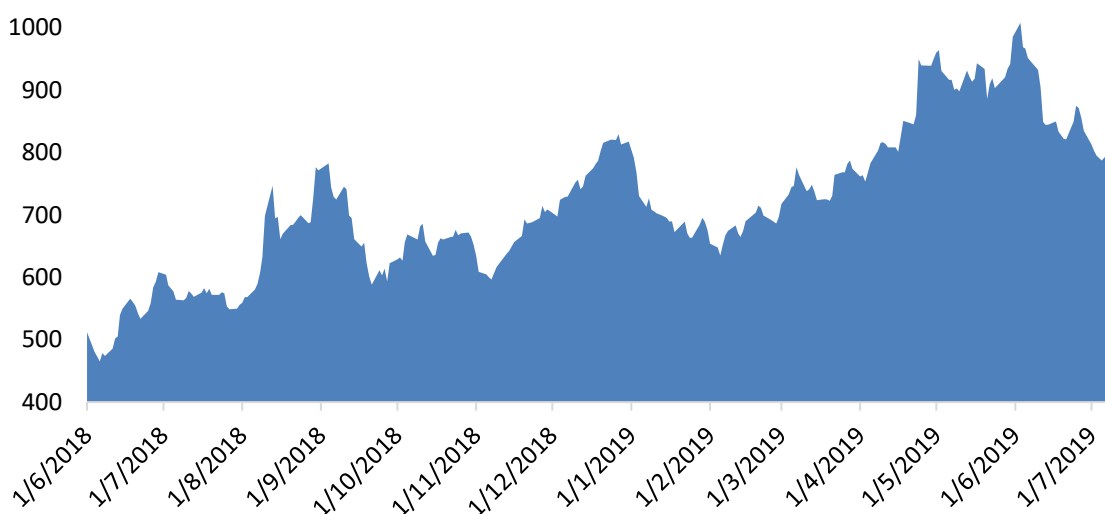
Criterio 3: El mito del retorno a los mercados internacionales de crédito

La tercera condición por cumplir para el acceso excepcional a los fondos del FMI es la perspectiva de un retorno a los mercados voluntarios internacionales de crédito.

Su cumplimiento es clave en el caso del programa argentino ya que el organismo admite en la última reformulación del programa que al adelantar los desembolsos se concentran los vencimientos de capital y que la única manera en que la Argentina pueda devolverlos en tiempo y forma es recurriendo al financiamiento en los mercados.

Si embargo cuando observamos lo que sucede con el índice de Riesgo País, termómetro de la capacidad de endeudamiento soberano (gráfico siguiente) lo que observamos es que desde el inicio del programa, y a pesar del reciente movimiento a la baja, el índice se ha duplicado.

Gráfico 11. Índice de Riesgo País argentino (EMBI Arg.) desde el inicio del programa con el FMI



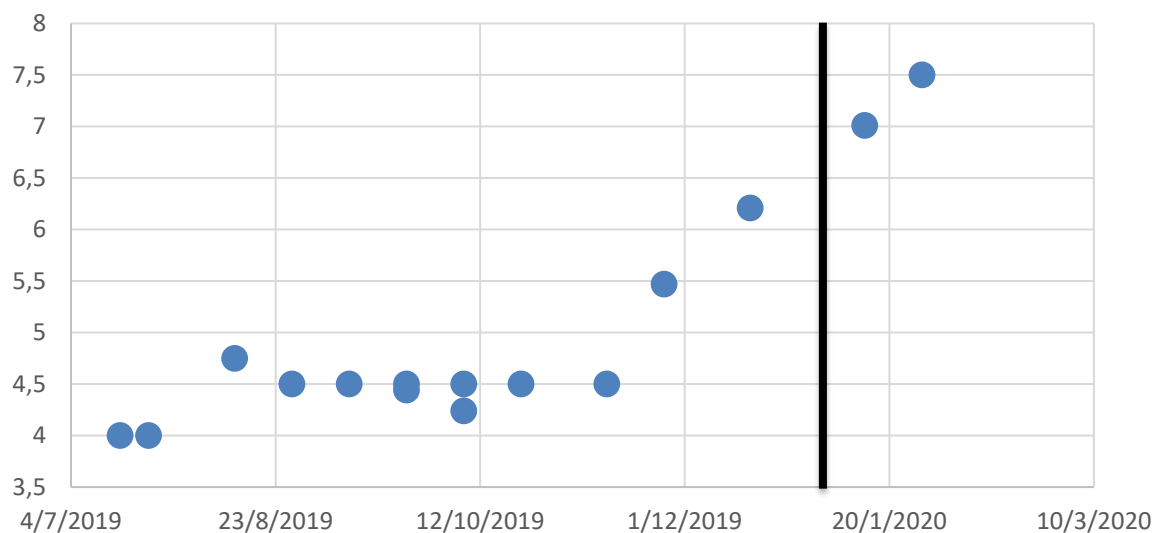
Fuente: elaboración CEPA en base a JP Morgan

Esto indica que aún en el caso del retorno a los mercados internacionales de crédito, las tasas de interés a las que podría acceder el Tesoro Argentino serían lo suficientemente elevadas como para hacer imposible su repago.

No sólo la vulnerabilidad del sendero de deuda pública no se ha disminuido como resultado del programa, ni tampoco la percepción de riesgo prevalente en los mercados financieros, sino que el programa requiere la ausencia de cualquier shock externo hasta que la Argentina pueda cumplir con el repago de los préstamos, es decir, al menos hasta el año 2023. En el contexto actual parece ser sumamente optimista.

Al incorporar al análisis lo que sucede en el mercado local de deuda, la esperanza del FMI por un retorno a los mercados de crédito en la escala y plazos necesarios parece poco fundamentada. En los primeros 6 meses del 2019 el gobierno prácticamente no ha podido hacer colocaciones en moneda extranjera más allá de enero del año próximo. Como podemos observar en el gráfico siguiente, se detallan los montos colocados y a tasas superiores al 7% anual.

Gráfico 12. Colocaciones del Tesoro en moneda extranjera en los primeros 6 meses del 2019, según fecha de vencimiento y tasa nominal anual.



Fuente: elaboración CEPA en base a Ministerio de Hacienda

Si además tenemos en cuenta que el 43% de las colocaciones para el año 2020 fueron suscriptas por la Anses, a través del Fondo de Garantía de Sustentabilidad, la perspectiva es aún menos favorable para el riesgo soberano argentino, demostrando el escaso apetito de los inversores. En la tabla inferior hemos consignado los montos colocados (en millones de dólares) diferenciando según el año de vencimiento y la participación estatal (según la disponibilidad de datos del Ministerio de Hacienda). Cabe destacar que las colocaciones realizadas con vencimiento 2019 deberán ser renovadas o abonadas en los próximos 6 meses del año. Si tenemos en cuenta los montos colocados, parecería difícil que se puedan obtener los recursos necesarios sólo en el

mercado local, lo que ratifica la importancia del regreso a los mercados internacionales por parte del Tesoro (que no realiza colocaciones internacionales desde enero del 2018).

Cuadro 1. Montos colocados en moneda extranjera durante los primeros 6 meses del 2019, según año de vencimiento

Año de vencimiento	Monto colocado	Colocado al FGS (*)
2019	US\$ 10.091	-
2020	US\$ 967	416

Fuente: elaboración CEPA en base a Ministerio de Hacienda

(*) Sólo se cuenta con información detallada de la participación del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la última colocación.

Si bien en las últimas semanas se han realizado algunas emisiones de privados a 10 años aprovechando la coyuntura positiva en mercados emergentes por la expectativa sobre la posibilidad de una reducción de tasas de referencia por parte de la Reserva Federal de EEUU (Pampa Holding e YPF) los montos no han sido considerables, relativos a las necesidades del Tesoro y las tasas han sido elevadas (superiores al 9% anual). Sin embargo, las tasas colocadas son inferiores a las tasas de rendimiento a las que hoy cotizan los bonos soberanos en plazos equivalentes, demostrando que el mercado tiene mayores dudas sobre la sustentabilidad de las cuentas públicas que sobre la capacidad de repago de los privados teniendo en cuenta que ambos privados tienen una participación activa en el desarrollo de los recursos de Vaca Muerta.

Pareciera un nuevo ejemplo de optimismo extremo convalidar desde el organismo la perspectiva de un regreso exitoso a los mercados internacionales de crédito. Después de todo, si el mercado no está dispuesto a financiar a la Argentina mientras se desarrollan los desembolsos, ¿qué se puede esperar una vez que se haya agotado el financiamiento del prestamista de última instancia?.

Criterio 4: ¿Hay un consenso político que haga sustentable al programa?

El último de los criterios críticos para avalar el acceso excepcional a los recursos financieros del organismo internacional es la existencia de un consenso político hacia el sostenimiento del programa. El apoyo político “opositor” que funcionaba como garante de la continuidad del programa eran las declaraciones del Senador Miguel Pichetto a favor de la continuidad del mismo, como lo destacaban en varias oportunidades los informes asociados a las revisiones del programa por parte del FMI.

Hoy es el candidato a vicepresidente por el oficialismo, única fuerza política que se manifiesta a favor de la continuidad del acuerdo y en contra de la renegociación, aun cuando el mercado considera la renegociación del perfil de vencimientos de la deuda con el organismo como un hecho, independientemente del resultado electoral. De hecho, si lo admitieran antes de las

elecciones tendrían que encarar su renegociación de inmediato, algo que el gobierno preferiría evitar de cara a las elecciones presidenciales y que el FMI también preferiría evitar, para esquivar el bochorno de encarar una renegociación y rediseño del programa para tener que hacerlo nuevamente luego de las elecciones.

El resto de las fuerzas políticas que presentan precandidatos a las elecciones presidenciales coinciden en la necesidad de reformular los acuerdos firmados, aunque no hay coincidencias respecto al tipo de negociación a encarar. Es decir, quizás el único consenso que es transversal a la totalidad del espectro político es que una de las primeras medidas de un eventual gobierno es la renegociación del programa con el FMI.

Conclusiones

- La salida de Christine Lagarde de la conducción de la Gerencia del Fondo Monetario Internacional no implica demasiados cambios en la relación que el organismo mantiene con la Argentina, si consideramos que las decisiones son tomadas por el Directorio Ejecutivo, donde Estados Unidos tiene un peso determinante sobre las mismas, con el 16,5% de votos que equivalen al poder de veto.
- El cronograma de desembolsos del programa está diseñado a medida del cronograma electoral argentino, poniendo a disposición del gobierno actual casi el 90% de los fondos disponibles previo a octubre 2019, mientras se deja al gobierno entrante con casi la totalidad de los pasivos y tan sólo desembolsos equivalentes a 6.700 millones de dólares entre diciembre 2019 y junio 2021.
- Asimismo, el programa acordado por Argentina con el FMI por 57 mil millones de dólares constituye un caso inédito de apoyo político en la historia del organismo, secundado por el préstamo a Grecia en 2010 por 44 mil millones de dólares, Brasil en 2002 por 36 mil millones de dólares y luego por Turquía en 2002 con un préstamo de 23 millones de dólares (valores actuales, deflactados por la inflación de Estado Unidos).
- Los desvíos permanentes en las estimaciones y proyecciones conllevan a un estado de rediseño constante del programa y sus políticas, lo que afecta negativamente a la credibilidad del organismo y los funcionarios. Sin embargo, los desvíos son siempre por exceso de optimismo.
- El sendero de deuda pública argentina (88% sobre PBI) se argumenta desde el Fondo que es “sustentable, pero con baja probabilidad” mientras que al mismo tiempo se plantea que la situación estadounidense es insustentable, cuando asciende al 106% sobre PBI. Es difícil de sostener este doble estándar utilizando los mismos criterios técnicos del organismo.
- Al observar los niveles de Riesgo País, y la capacidad corriente de endeudamiento del Tesoro, resulta complejo justificar la perspectiva de un regreso al financiamiento externo en la escala necesaria y con niveles de tasa de interés viables, como plantea el requisito del programa Stand By. Más aún, si tenemos en cuenta que el mercado no está dispuesto a financiar al Tesoro mientras este recibe los desembolsos del organismo. Se trata de un nuevo caso de optimismo poco fundamentado esperar que el mercado esté dispuesto a hacerlo una vez agotado el financiamiento del prestamista de última instancia.

- El cumplimiento del artículo VI del Estatuto del FMI es cuestionable dado el nivel acumulado de fuga de dólares durante la concreción de los desembolsos. Haciendo una estimación arbitraria, desde el inicio del programa, en promedio el equivalente al 76% de los recursos recibidos del organismo se han destinado a financiar la formación de activos externos. Se contabiliza la Formación de Activos Externos (FAE) acumulada desde mayo de 2018 a mayo de 2019 inclusive (totalizando 27.776 millones de US\$) en relación a los desembolsos acumulados desde la firma del acuerdo hasta el realizado en marzo de 2019. Se trata claramente de un uso irresponsable de los desembolsos toda vez que está en la potestad de las partes solicitar e implementar controles de manera de detener, al menos parcialmente, la fuga de divisas.
- A su vez, las normas internas del FMI se han torcido de manera clara con el objeto de sostener la viabilidad del programa en las condiciones de acceso excepcional. Al menos 3 de los 4 criterios necesarios para habilitar el uso del acceso excepcional a los fondos provistos por el organismo son de dudoso cumplimiento, violando las normas internas del FMI. Solo se comprueba el punto 1: Argentina atraviesa una crisis de balanza de pagos que excede las posibilidades de un acceso convencional. Sin embargo, aparece un dudoso cumplimiento de la “alta probabilidad de repago en el mediano plazo” (criterio 2), de la “perspectiva favorable en torno a su regreso a los mercados internacionales de crédito” (criterio 3) y aparecen dificultades para medir, hacia adelante, la “capacidad institucional y política” (criterio 4) para llevar adelante el plan acordado.
- No pareciera estar garantizada la continuidad del apoyo político al programa, toda vez que prácticamente la totalidad de los precandidatos presidenciales se han manifestado a favor de una reestructuración del mismo en diversas ocasiones. El amplio consenso político necesario para cumplimentar con los criterios de acceso excepcional también se encuentra ausente.