

Una opción ante el no acuerdo con el FMI y los costos implícitos.

La factibilidad de pagar con reservas

- *Al no acordar con el FMI se estaría perdiendo una fuente de financiamiento con tasas menores a las que Argentina puede acceder en el mercado de deuda (las últimas emisiones implicaron tasas implícitas en torno al 14%).*
- *Realizando el ejercicio de pagar al FMI con reservas se observa que el stock no caería en demasía ni que el tipo de cambio de "convertibilidad" sobrepasaría el valor de mercado. Se concluye que es factible pagar con reservas sin dejar expuesta a la economía a una corrida cambiaria.*
- *Para poder pagar con reservas es necesario reformar la carta orgánica del BCRA lo cual tiene un costo muy elevado en términos de credibilidad de un banco central independiente, más aún cuando hace un año que se realizó la última modificación en la que se le amplió el monto que el BCRA puede otorgarle al gobierno en concepto de adelantos transitorios al Tesoro.*

El acuerdo con el FMI está suspendido desde septiembre de 2004 por decisión del gobierno de no tener que negociar con el organismo al mismo tiempo que se sumergía en el tramo final de la negociación por la deuda en "default". El FMI, ante este escenario, no mostró, ni muestra, demasiada preocupación, dado que el no acuerdo le está permitiendo reducir su exposición con el país, ya que a partir de la suspensión del mismo decidió cancelar todos los vencimientos, aún los conocidos como "expectation" (son aquellos que se renuevan automáticamente por un año sin necesidad de acuerdo). En el Cuadro 1 (en la pág. sig.), se observa que desde septiembre de 2004 el país redujo su endeudamiento en U\$S 2.400 millones.

En mayo de 2005, y en vistas del atraso en el comienzo de las negociaciones, para relajar las necesidades financieras, el gobierno decidió hacer uso del beneficio de posponer el pago sin necesidad de acuerdo de los vencimientos "expectation". Implica postergación de pagos entre mayo de 2005 y abril de 2006 por U\$S 2.500 millones (U\$S 1.438 millones en el 2005).

Cuadro 1: Deuda con el FMI. En millones de U\$S

	Sep-04	Part.	May-05	Part.
Argentina	14.062	15%	11.673	14%
Turquia	21.344	23%	18.112	22%
Brasil	24.410	26%	22.392	28%
Total 3 países	59.817	63%	52.177	64%
Total	94.441		81.047	

Fuente: abeceb.com en base a FMI.

En junio del corriente año el FMI publicó el Artículo IV, en el cual se expone la visión del organismo sobre la evolución de la economía y era el paso anterior a poder comenzar cualquier negociación. Teniendo en cuenta que Argentina sobrepasa el crédito del 300% con el organismo, la nueva reglamentación indica que el Board debe autorizar y dar los lineamientos para los comienzos de las negociaciones, ya que se trata de un acceso a los recursos "excepcional". El 13 de julio se llevó a cabo la reunión y se conoce extraoficialmente que se aprobaría el comienzo de las negociaciones. También se sabe que, dadas las intenciones del organismo de continuar reduciendo su exposición con el país, las negociaciones tendrán al FMI en una dura posición.

Ante este escenario han surgido rumores de que el FMI pediría que se le pague con reservas los vencimientos. De esta manera, lograría reducir la exposición con el país y el gobierno se liberaría de las presiones del organismo.

A continuación se realiza un ejercicio teórico en el que se analiza la factibilidad económica de afrontar con reservas los compromisos con el FMI. En el Cuadro 2 se obser-

van las obligaciones a futuro con el FMI. Para el cálculo, se consideró el supuesto que los vencimientos de la deuda "expectation" se van postergando. Por otra parte, se utilizó la valuación de los DEG al mes de julio. Se puede observar que los mayores compromisos se centran en el 2007 y el 2008.

En el Cuadro 3 se realiza el ejercicio de pagar los compromisos con las reservas. Para ello se supuso que el stock de divisas en el 2005, en concordancia con lo que se viene observando, finalizaría en un nivel de U\$S 25.200 millones (+28% anual). Para los años posteriores se supusieron tasas de crecimiento descendentes comenzando por el 13% en el 2006. Paralelamente se supuso que la base monetaria no podría crecer más de 5% anualmente acorde con la necesidad de reducir su nivel con relación al PBI y evitar presiones inflacionarias.

En la primera fila del Cuadro 3 se observa como evolucionaría el stock de reservas luego de realizar los pagos al FMI. A partir de ello se puede inducir que el uso de reservas para el pago del 100% de los compromisos futuros con el FMI no implicaría pérdidas importantes en el stock de manera tal de generar riesgos cambiarios.

Otra forma de analizar los riesgos que generaría la utilización de las reservas es observando el tipo de cambio de "convertibilidad" (base monetaria/reservas) que indica cuantos pesos hay por cada dólar de reserva, es decir el respaldo de los pesos. Esta ratio se puede observar en la segunda fila del Cuadro 3: como se ve, el pico máximo ocurriría en el 2008 cuando subiría \$ 2,79 por dólar; aunque este nivel aún estaría por debajo del tipo de cambio objetivo del gobierno, lo que implica que el valor del tipo de cambio de mercado estaría más que respaldado, por lo que un cambio en las expectativas y una corrida contra el peso podría ser contrarrestada.

En síntesis, el pago al FMI con reservas es factible, dado que no provocaría una caída en el stock tal que deje expuesta a la economía a una corrida cambiaria.

Cuadro 2: Compromisos anuales con el FMI. En millones de U\$S y % del PBI

	2005	2006	2007	2008	2009
Compromisos obligatorios con el FMI (millones de U\$S)	1.193	1.948	4.438	3.578	432
En relación al PBI	0,67%	0,97%	2,00%	1,45%	0,16%

Fuente: abeceb.com en base a FMI e INDEC y estimaciones propias.

Cuadro 3: Efecto del pago con reservas. En millones de U\$S y % del PBI

	2005	2006	2007	2008	2009
Reservas luego del pago al FMI (millones de U\$S)	24.022	25.359	23.771	22.702	24.640
Tipo de cambio "convertibilidad"	2,27	2,26	2,54	2,79	2,70

Fuente: abeceb.com en base a FMI, BCRA y estimaciones propias.

No obstante la factibilidad técnica de afrontar los pagos con reservas, es importante remarcar que no acordar con el fondo y pagar con reservas tiene costos implícitos difíciles de mensurar.

En primer lugar, no tener un acuerdo con el organismo implica que las relaciones con otros organismos de crédito se vean dificultadas a futuro, perdiéndose la posibilidad de acceder a créditos internacionales blandos. Por otra parte, para los distintos agentes económicos internacionales (inversores, compradores de deuda, etc.) que el país tenga un acuerdo con el FMI, es como contar con una auditoría que sería muy difícil de realizar individualmente.

Por otra parte, no tener un acuerdo implica que hay que pagar los vencimientos. Al observar el Cuadro 4, queda claro que, dada la magnitud de los compromisos futuros de deuda, no alcanza solamente con los excedentes fisca-

les, por lo que obligatoriamente sería necesaria la emisión de nueva deuda. Por lo tanto, al no acordar con el FMI se estaría perdiendo una fuente de financiamiento con tasas menores a las que Argentina puede acceder en el mercado de deuda (las últimas emisiones implicaron tasas implícitas en torno al 14%).

La otra alternativa, como ya se analizó, sería hacer uso de las reservas. Más allá de que no generaría riesgos cambiarios, para poder pagar con reservas es necesario reformar la carta orgánica del BCRA, lo cual tiene un costo muy elevado en términos de credibilidad de un banco central independiente, más aún cuando hace un año que se realizó la última modificación en la que se le amplió el monto que el BCRA puede otorgarle al gobierno en concepto de adelantos transitorios al Tesoro. Esto podría tener fuertes implicancias en la futura credibilidad del BCRA como resguardo del valor de la moneda. ■

Cuadro 4: Compromisos anuales del total de deuda. En millones de U\$S y % del PBI

	2006	2007	2008	2009
Total de vencimientos	13.057	14.635	12.225	10.879
En relación al PBI	6,53%	6,59%	4,96%	3,98%

Fuente: abeceb.com en base a FMI, Mecon.