



**INFORME  
INTERNACIONAL  
EMBAJADA  
ABIERTA**

**Informe  
Noviembre de 2019**

## **Contenidos**

**I - Argentina y el FMI en la agenda global.**

**II - Tasas negativas y el debate sobre la política monetaria no convencional.**

## I - ARGENTINA Y EL FMI EN LA AGENDA GLOBAL

Las recientes declaraciones del Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Steven Mnuchin y los trascendidos respecto de la conversación telefónica entre el primer mandatario de los Estados Unidos y el presidente electo de la Argentina, ponen de manifiesto que la relación entre nuestro país y el Fondo Monetario Internacional forma parte de la agenda económica global.

Una rápida revisión de los artículos publicados en portales económicos internacionales sobre el tema, muestra que el fracaso del salvataje record otorgado por el FMI a la Argentina es utilizado como argumento en los diversos reclamos de revisión y reforma que recaen en la actualidad sobre el organismo.

Kenneth Rogoff (<https://is.link/Uzt>), Stephen Grenville (<https://is.link/L93>), Mohamed El-Erian (<https://is.link/lng>), Jayati Ghosh (<https://is.link/9BI>) y Nouriel Roubini (<https://is.link/8Br>), son sólo algunos de los autores que se han referido recientemente a esta cuestión. Los sesgos y problemas en el esquema de intervención del FMI, los malos resultados alcanzados a lo largo de su historia, así también como el rol de los Estados Unidos en el proceso decisorio son algunos de los aspectos mencionados.

Las críticas de los analistas conviven con las presiones que ejercen desde hace tiempo un grupo de países en desarrollo encabezados por China en busca de incrementar participación en la institución. Estados Unidos detenta aún poder de veto en el FMI, y en la reciente reunión del Comité Monetario y Financiero Internacional del organismo se decidió postergar nuevamente la discusión sobre un posible incremento de los fondos disponibles y la participación de los países en las cuotas<sup>1</sup>.

Las críticas y debates en torno al rol del FMI se encuadran, en un proceso más amplio que afecta al conjunto de los organismos multilaterales. En particular, sobresalen las dificultades que enfrenta la Organización Mundial del Comercio en el contexto de la nueva política comercial de los Estados Unidos y su enfrentamiento con China.

La relevancia que asume actualmente el caso de Argentina y el FMI se arraiga en parte en la traumática experiencia del 2001. La crisis argentina trajo aparejados importantes costos reputacionales para el Fondo, en tanto Argentina que fue durante años destacado por sus logros y señalado como modelo a seguir, terminó con una dramática crisis económica, social, cambiaria y bancaria. En este sentido, cabe recordar que en 2004 la Oficina de Evaluación Independiente del FMI realizó un crítico balance de las intervenciones del organismo para el caso de Argentina entre 1991-2001 (<https://is.link/mme>), en el que se menciona que el

---

<sup>1</sup> La última revisión de las cuotas en el organismo ocurrió en 2010, cuando se accedió a incrementar la importancia de los países en desarrollo. A pesar de los cambios que se oficializaron en 2016, Estados Unidos conservó una participación de 16,5%, siendo necesaria una mayoría del 85% para rediscutir el esquema de cuotas.

organismo apoyó estrategias no sustentables, se reprocha un inadecuado manejo de la crisis y se cuestionan los esquemas de toma de decisiones dentro del organismo.

Por fuera de su significatividad histórica, la relevancia actual del caso argentino se vincula también a la importancia que presenta nuestro país en la cartera total de créditos del organismo. El programa Stand By aprobado en 2018 es el más importante de la historia del FMI y coloca a la institución con una altísima exposición a lo que ocurra en el país.

A pesar de que los incumplimientos al Acuerdo realizados por la administración Macri implicaron la suspensión del último desembolso, Argentina representa en la actualidad el 42,8% del total de la cartera de préstamos del FMI. El país es por lejos el mayor deudor, igualando en importancia a la suma de los siguientes 8 acreedores.

### **Cartera de préstamos del Fondo Monetario Internacional al 30 de octubre de 2019.**

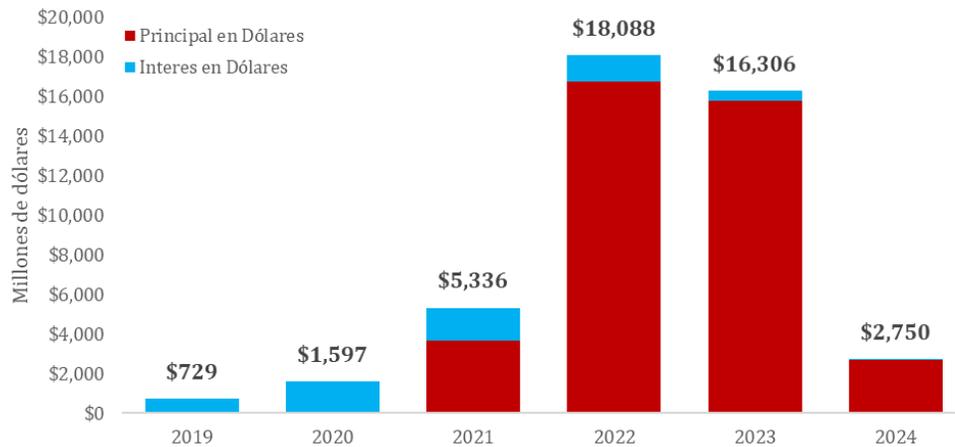
	<b>% DE LA CARTERA</b>
ARGENTINA	42.81%
EGIPTO	11.53%
UCRANIA	9.23%
GRECIA	9.03%
PAKISTÁN	6.25%
IRAK	2.53%
TUNEZ	1.71%
COSTA DE MARFIL	1.36%
ECUADOR	1.22%
ANGOLA	1.20%
SRI LANKA	1.12%
GHANA	1.08%
OTROS	10.92%

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Para la Argentina, la deuda con organismos internacionales es uno de los focos de atención que deberá atender en la futura renegociación de la deuda (las obligaciones con el sector privado -bajo legislación local y extranjera- e intra sector público son las otras). Los organismos internacionales representan aproximadamente el 21% de la deuda pública bruta, de los cuales la mayoría (65%) corresponde al Fondo Monetario Internacional.

Los vencimientos de capital e intereses del acuerdo firmado por la administración Macri con el Fondo plantean un volumen de intereses y vencimientos que se incrementa exponencialmente a partir del año 2021. Se trata de un cronograma que resultan a todas luces desproporcionado si se los compara con los actuales resultados de las cuentas externas y la capacidad de repago del país.

### Perfil de vencimientos de capital e intereses con el Fondo Monetario Internacional.



Fuente: Secretaría de Hacienda

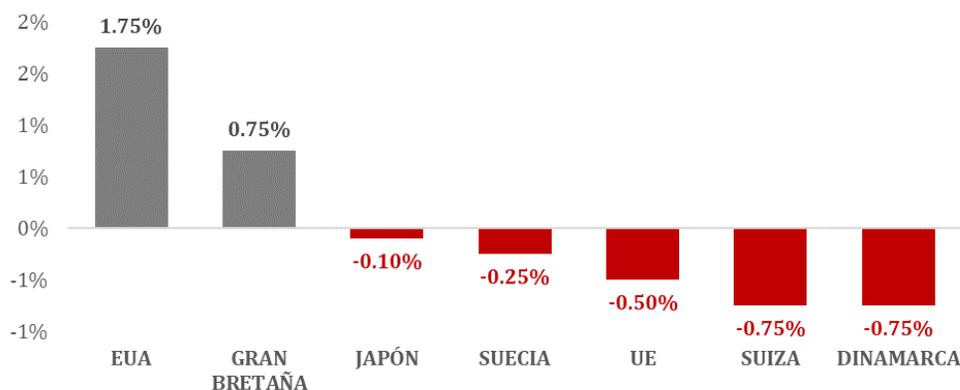
La posibilidad de establecer un sendero que permita a la Argentina normalizar su situación financiera se pondrá a prueba, en parte, en las negociaciones con el FMI. La relevancia de la deuda con el organismo, se conjuga con la relevancia que detenta el organismo al momento de renegociar también con otros acreedores. No obstante, el prestigio del Fondo se pondrá nuevamente en juego en las próximas negociaciones. Argentina asume una participación predominante en la cartera del organismo, en momentos en que la performance y el desempeño del Fondo se encuentra crecientemente discutida.

## II - TASAS NEGATIVAS Y EL DEBATE SOBRE LA POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL

La decisión del Banco Central Europeo de poner en marcha una nueva tanda de expansión cuantitativa y acompañarla con una política de tasas de interés negativas, inspiró un importante debate respecto del futuro de la política monetaria en los países más avanzados.

Desde el mes de septiembre, la Unión Europea dispuso tasas de interés negativas del 0,5% para los depósitos que mantengan los bancos privados en la autoridad monetaria. La UE se suma al grupo de países con tasas negativas que desde hace tiempo conforman Japón, Suiza, Suecia y Dinamarca. La decisión del BCE se vio además acompañada del lanzamiento de un nuevo programa de expansión cuantitativa para la adquisición de activos financieros.

**Tasas de política monetaria en países seleccionados**



Fuente: BIS

La decisión de establecer tipos de interés negativos implica que los bancos privados deban asumir un costo por mantener reservas excedentes en las arcas de la autoridad monetaria. Se busca de esta manera influir sobre su conducta, de forma tal que se promueva el crédito y por esta vía el crecimiento de la actividad económica. Por su parte, los programas de expansión cuantitativa y compra de activos, buscan mantener

reducidos los tipos de interés en los segmentos de deuda pública y privada, a fin de mejorar la performance de un sector privado y público altamente endeudado.

El combo de políticas suele englobarse en las denominadas Políticas Monetarias No Convencionales (PMNC). Su origen se remonta a la última gran crisis financiera internacional de 2008, cuando los Bancos Centrales de los principales países del mundo iniciaron políticas expansivas muy agresivas en vistas de morigerar los efectos de la crisis.

Aunque efectivas para amortiguar la crisis, la utilidad de las PMNC es discutida en lo referido a su potencia para sostener y pronunciar el crecimiento económico. De esta manera, aunque son reconocidas porque permitieron evitar la interrupción del crédito y la crisis financiera, en la actualidad son calificadas como insuficientes para promover la expansión de las economías.

Las consecuencias de las PMNC son hoy palpables, en tanto dieron lugar a una nueva etapa en el proceso de financierización de la economía global. Las expansiones cuantitativas y la baja de los tipos de interés tienden a generar un exceso de demanda de activos financieros, con su debido correlato en el aumento de las cotizaciones bursátiles.

Bajo el nuevo contexto, la evolución de los mercados financieros se encuentra mayoritariamente explicada por las decisiones de los bancos centrales, alejándose de las tendencias de la economía real. Las circunstancias se han vuelto a tal punto extremas que en algunos casos la percepción de una mejoría en las tendencias económicas es percibida como una amenaza que puede gatillar una revisión de la política monetaria y el ajuste de las valuaciones.

Estas circunstancias se hicieron particularmente evidentes en los Estados Unidos durante 2018, donde la recuperación económica y la decisión de la Reserva Federal de revertir la baja de los tipos de interés generó importantes caídas en los mercados financieros. La consolidación de la guerra comercial con China, permitió sin embargo encontrar una excusa para reinstalar la política monetaria expansiva a pesar de los buenos resultados que manifestaba la economía real.

Numerosos analistas han destacado que las políticas monetarias no convencionales generan potenciales efectos negativos sobre los patrimonios y las conductas de los bancos. En tanto se incorpora un costo por mantener el capital inmovilizado, las entidades financieras podrían o bien ver afectados sus patrimonios o bien asumir posiciones de riesgo excesivas. Por otra parte, las medidas tienden a promover el incremento del endeudamiento en el sector público y privado, con sus riesgos asociados.

Las PMNC tienen también su correlato en el plano de las guerras de moneda. Los bajos rendimientos de los activos financieros en los países que las implementan, tienden a promover el crecimiento de los flujos de capitales hacia países que mantienen activos financieros con rendimientos positivos. De esta manera, los flujos de capitales generan tendencias al fortalecimiento de las paridades cambiarias con sus consabidos efectos sobre las estructuras productivas y los resultados comerciales. Se trata de un efecto nada despreciable en un contexto en que las rispideces comerciales se han incrementado

La reciente decisión de la Reserva Federal de reducir nuevamente los tipos de interés de referencia, ubicándolos en el rango de entre 1,5-1,75%, dio pie al debate respecto de si Estados Unidos ingresará también en un sendero de tasas de interés negativas. Las presiones del presidente Donald Trump sobre las autoridades de la Reserva Federal, en las vísperas del proceso electoral de 2020 parecen orientarse en dicho sentido.

En términos generales, el sostenimiento de políticas monetarias laxas en los países centrales implica una novedad positiva para las economías periféricas, en tanto tiende a abaratar el costo del financiamiento externo. Se trata de una buena noticia, para la difícil negociación que deberá encarar Argentina en vistas de la normalización de su situación financiera.

El hecho de que los tipos de interés se hayan mantenido bajos y se haya incrementado la cantidad de dinero sin afectar el nivel de precios en las mayores economías del mundo, ha despertado un debate respecto del rol de la política monetaria y sus límites tradicionales. No obstante, la creciente probabilidad de desaceleración de la economía global incorpora un margen de duda sobre la efectividad de estas políticas y su continuidad en el mediano plazo.