

## Nueva etapa: acuerdo con el FMI

A partir del cierre del acuerdo con los tenedores de bonos soberanos de legislación extranjera y la aprobación de la ley de equiparación de la reestructuración de la deuda en moneda extranjera emitida bajo ley local, el gobierno argentino encara las negociaciones con el Sector Público Internacional, particularmente el FMI. Esto abarca desde un acuerdo sobre un programa económico hasta desembolsos, sobre todo a partir de 2022 cuando hay importantes vencimientos de pagos con ese organismo.

En este proceso tendrá un rol central la calibración de los tiempos. Si bien se puede pensar que no hay tanto apremio, dada la magnitud del déficit fiscal y el deseo de reactivar la economía resultaría valioso ir despejando incertidumbres para viabilizar el financiamiento e inversiones. Además, juegan las complejidades de un calendario electoral local del año próximo y cambios probables en otros gobiernos con influencias en el FMI.

En lo que sigue, se presenta (a) una descripción del enfoque y las principales líneas de financiamiento del FMI, (b) el punto de partida de un nuevo programa y sus posibles trazos y (c) la relevancia de la dimensión temporal.

### Enfoque y particularidades de las distintas líneas de asistencia del FMI

En la práctica del FMI no se extienden plazos ni hay reestructuraciones. Hay que encarar una nueva asistencia basada en un programa acordado. Esos recursos, liberados en el tiempo (generalmente cuotas trimestrales condicionadas) permiten pagar los vencimientos vigentes.

A esos efectos cabe mencionar que en la actualidad el FMI ofrece cinco alternativas de asistencia financiera, a saber: Stand-By (SBA) –tradicional de mediano plazo–, Extended Fund Facilities (EFF) – largo plazo con mayor énfasis en reformas

**Daniel Marx**  
DIRECTOR EJECUTIVO

**Virginia Fernández**  
ECONOMISTA SENIOR

**Fernando Baer**  
ECONOMISTA SENIOR

**Paul Franck**  
ANALISTA JUNIOR

**Juan Sommer**  
CONSEJERO



## MONITOR SEMANAL

estructurales-, Rapid Financing Instrument (RFI) – de emergencia-, Flexible Credit Line (FCL) y Precautionary and Liquidity Line (PLL). Actualmente, ya que fluctúa, la tasa de interés general es del 1,06% anual en DEGs -equivalente a 1,5% USD- más cargos por gastos sobre montos desembolsados. La línea RFI se activó recientemente para asistencia por los efectos de COVID, es de desembolso rápido y requiere una evaluación favorable del accionar económico, no necesariamente un programa al estilo tradicional. Está limitada en el primer año hasta 100% de la cuota asignada al país solicitante. Al momento, 102 países solicitaron esta asistencia y fue concedida a 80 por un total de USD 87.800 millones.

La cuota asignada a Argentina es de unos USD 4500 millones equivalentes Ver anexo para más detalle de las principales líneas.

Para el país, contar con un acuerdo con el FMI facilita el acceso al financiamiento de otros Organismos Multilaterales, como el Banco Mundial o el BID, habilitar o expandir líneas de financiamiento comercial al sector privado y público, especialmente con Garantías de créditos a Exportaciones. También permitiría renegociar la deuda con el Club de París.

**El punto de partida macro y requisitos tradicionales para un programa**

A medida que avanzó el año, el deterioro fiscal y las presiones monetarias y cambiarias comenzaron a ser importantes. El Gobierno estima que el déficit fiscal de este año será del orden de 10% del PBI – con un déficit primario de 8-9%-, existe tenencia de saldos monetarios muy elevados por parte de la población –“money overhang” con M3 en ARS del sector privado que pasó de 17% del PBI a fines de 2019 a 27% a mediados de 2020- y una brecha cambiaria elevada –actualmente superior al 50% con el CCL.

- Convergencia fiscal: el nivel del desequilibrio inicial y posibilidad de transformarlo en superávit en pocos años podría dificultar un acuerdo SBA tradicional, que habitualmente exigía la reversión de déficits a superávits fiscales en períodos de 2 a 3

MONITOR SEMANAL

años. Mayor recaudación de impuestos asociada con la recuperación de la actividad, junto con la reducción de gastos actuales ligados a la pandemia, podrían acelerar la convergencia fiscal, aunque no al nivel que habría sido planteado en un programa habitual de SBA.

En consecuencia, al Gobierno se le plantean cómo reducir el gasto, muy concentrado en jubilaciones y pensiones y asistencia social (64% del total a junio de este año) y subsidios económicos (10% del total a junio de este año). Esto último involucraría un camino de sinceramiento de tarifas.

**Apertura gasto primario Nación**

% del total y % PBI

	2019	2020 (1er sem)
Gasto primario		
Prestaciones seguridad social	60%	64%
Jubilaciones y pensiones	42%	37%
Otros programas sociales	19%	27%
Subsidios económicos	8%	10%
Energía	5%	7%
Transporte	3%	3%
Resto gasto primario	31%	27%
Total gasto primario	100%	100%
<i>% del PBI</i>	<i>19%</i>	<i>30%</i>

Fuente: MECON

Si se soluciona el problema de la pandemia, habría reducción de gastos asociados, pero habría otros postergados. Además, probablemente los gastos en salud van a seguir siendo altos. Como dato, en el primer semestre de 2020 el gasto primario ascendió a 30% del PBI, mientras que en 2019 representó 19% del PBI.

- Ordenamiento monetario y cambiario: el principal desafío del corto plazo será ordenar el esquema monetario y cambiario minimizando los impactos inflacionarios. La demanda de dinero aumentó por la mayor demanda de liquidez ante la incertidumbre generada por la pandemia y las restricciones cambiarias establecidas por el Gobierno.

El aumento de 10 pps del PBI de la cantidad de dinero respecto de fin del año pasado requerirá un manejo adecuado de las expectativas, que permita sostener la demanda de dinero en la transición hacia

## MONITOR SEMANAL

la normalización y de esa manera reducir el impacto en precios. Ante estas situaciones, el FMI tiende a propiciar políticas de tasas de interés reales positivas en el marco de un programa global que genere expectativas favorables vía la reducción del déficit fiscal.

En lo referente a las políticas cambiarias, la política tradicional del FMI es ir levantando restricciones de acceso conjuntamente con disposiciones que induzcan el incremento de las exportaciones y la liquidación de las divisas, el ingreso de capitales, incluyendo de residentes, y la eliminación de restricciones comerciales y pagos de importaciones. Es razonable pensar que estos objetivos se alcancen de manera gradual.

- **Financiamiento:** la flexibilidad en materia fiscal y la política monetaria están asociadas a la posibilidad de obtener financiamiento en términos aceptables. Es decir, a menor posibilidad de financiamiento, mayor requerimiento para cerrar la brecha fiscal y apretar la política monetaria desincentivando movimientos que afecten negativamente el nivel de reservas internacionales del BCRA.
- **Metas cualitativas abarcando reformas estructurales:** con pautas para el mediano plazo, probablemente el programa requiera avanzar en estos temas, que podrían ir desde las limitaciones del financiamiento del BCRA al Tesoro, revisión del régimen de jubilaciones hasta mecanismos que doten de agilidad y flexibilidad en el funcionamiento de la actividad económica, entre otros.

### La relevancia de la dimensión temporal para negociar y acordar

La negociación con el FMI no será sencilla. La demora en lograr un nuevo acuerdo limita la capacidad de Argentina si hubiese deterioro mayor de la situación macroeconómica, con la pérdida de “momentum” que generó el acuerdo con los acreedores privados y las prioridades que podrían venir por el calendario electoral.

Algunos de los elementos que podrían generar dificultades se relacionan a un creciente deterioro real en tarifas de servicios públicos y su incidencia

## MONITOR SEMANAL

sobre el gasto primario, aunque algunas señales de ajuste comenzaron a enviarse en el caso de las tarifas de agua y un probable aumento en las naftas. La interacción entre el impacto en precios de aumentos de tarifas sobre el salario real en el contexto de elecciones de medio término en 2021 podría afectar la dinámica de esas readecuaciones.

Finalmente, cambios políticos globales por delante también podrían implicar rearmados en la relación de Argentina con la comunidad internacional. Entre ellos, el resultado de las elecciones presidenciales en EE.UU en noviembre próximo y la finalización del mandato de Angela Merkel en 2021 podrían ser elementos de incidencia en ese sentido.

## MONITOR SEMANAL

**Anexo: principales líneas de financiamiento del FMI**

Las principales diferencias entre los programas están relacionadas con los problemas que se busca solucionar y con la intensidad del desequilibrio de balance de pagos que existente. También en la necesidad de asistir desequilibrios producto de circunstancias extraordinarias, como podría ser la facilidad diseñada para atener los desequilibrios generados por la pandemia del COVID 19. De la evaluación de la situación y los límites crediticios establecidos en cada caso por el FMI dependerá la magnitud del financiamiento que otorgará, la extensión temporal del programa, el perfil de vencimientos de la asistencia financiera. Todo ello condicionado al cumplimiento de metas cuantitativas y cualitativas que en cada caso se acordarán.

En la tabla que sigue presentamos los principales programas disponibles y algunas de sus características.

**Principales líneas de asistencia del FMI\***

Propósito	Facilidad	Duración	Condicionalidad	Plazo/Amortización
Problema actual o potencial de la balanza de pagos	Stand-by Arrangement (SBAs)	Hasta 3 años. Usualmente 12-18 meses	Expost	Amortizable 8 cuotas trimestrales con gracia de 3,25-5 años
Problema extendido de la balanza de pagos	Extended Fund Facility (EFF)	Hasta 4 años	Expost, con foco en reformas estructurales	Amortizable en 12 cuotas semestrales, con gracia de 4,5-10 años
Problema actual/urgente de la balanza de pagos / <b>COVID</b>	Rapid Financing Instrument (RFI)	Asistencia Directa	Expost, aunque acciones previas pueden ser requeridas	Plazo 3,25-5 años
Problema actual o potencial de la balanza de pagos con robustas políticas/fundamentales	Flexible Credit Line (FCL)	1-2 años	Exante (criterio de calificación) con revisión anual para el período de dos años	Amortizable en 8 cuotas trimestrales con gracia de 3,25-5 años
Problema actual o potencial de la balanza de pagos con buenas políticas/fundamentales	Precautionary and Liquidity Line (PLL)	6 meses (liquidez) ó 1-2 años	Exante (criterio de calificación) y expost	6 meses hasta 1-2 años

\* Dentro de sus líneas de Recursos Generales

Fuente: FMI

De los cinco tipos de asistencia, los primeros tres serían a los que Argentina podría acceder: SBA, EFF y RFI. Todos ellos requerirán negociaciones con el FMI, aunque en el SBA y EFF más complejas, con definiciones de política económica, metas cuanti y cualitativas y reformas estructurales. El tercero (RFI) es de rápido desembolso y tiene menos condicionalidades porque apunta a atender los efectos del COVID 19.

## MONITOR SEMANAL

Al momento, 102 países solicitaron la asistencia RFI, que fue concedida a 80, por un total de USD 87.800 millones. El financiamiento a cada país puede ser entre 50-100% de sus respectivas cuotas en el primer año y hasta 150% en el acumulado de dos años. La línea estará disponible para los miembros entre el abril y octubre de este año, y podría ser extendida. En el caso de Argentina, cuya cuota es de USD 4.500 millones -3.187 DEGS-, el monto potencia accesible no es despreciable teniendo en cuenta el bajo nivel de las reservas disponibles.