

MONITOR SEMANAL

Consideraciones sobre el principio de entendimiento con el FMI

El viernes de la semana pasada, tanto el Gobierno como el FMI, dieron a conocer información parcial de temas acordados en las negociaciones para alcanzar un nuevo programa con el FMI -aun en discusión- que permita pagar los vencimientos del préstamo Stand By acordado en 2018¹. El Gobierno explicitó el sendero de reducción del déficit primario, los límites de asistencia monetaria del BCRA al Tesoro y el objetivo de acumulación de reservas para 2022. Previamente, avanzó en algunas “acciones previas” al acuerdo, subiendo -marginalmente- la tasa de interés en ARS y acelerando el ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial.

Pero el FMI fue mucho más escueto. Sin dar cifras, mencionó algunas políticas económicas, como ser llevar la tasa de interés real a terreno positivo -algo que también explicitó el Gobierno- y en reducir los subsidios económicos como instrumento para disminuir el déficit primario. Finalmente, indicó que las negociaciones continuarían durante las próximas semanas.

Sin embargo, restan definir detalles no sólo sobre la parte económica del nuevo programa, sino otros relacionados con la secuencia y monto de los desembolsos y con los requisitos políticos, legales y administrativos (Ley 27.612).

Las declaraciones, que precedieron al pago del vencimiento de capital de USD 712 millones (usando el remanente de DEGs enviados en septiembre pasado)², reafirman el camino que, de ambos lados, se busca llegar a un acuerdo y evitar el *default* de Argentina. El acuerdo permitiría ganar tiempo para evitar problemas mayores, pero su cumplimiento se presenta desafiante dada la magnitud de los desequilibrios acumulados.

En lo que sigue presentamos algunas consideraciones relacionadas con los aspectos conocidos del entendimiento.

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Joaquín Herrera
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



¹ El FMI no refinancia deudas. Dentro de un programa, desembolsa los fondos necesarios para pagar los vencimientos.

² El FMI transfirió los DEGs al Tesoro y el BCRA se los compró contra la emisión de ARS, que el Tesoro usó para pagar gastos. Al momento de tener que pagar los vencimientos con el FMI, el Tesoro le vendió Letras Intransferibles al BCRA contra los DEGs que tenía el BCRA, que luego el Tesoro terminó usando para atender los vencimientos.

MONITOR SEMANAL

Características del programa

- Tipo de programa: no quedó claro si se trata de un programa estándar de *Extended Fund Facilities* (EFF), de plazos largos y de reformas estructurales. Algunas de esas características sí estarían presentes, dado que sería un programa con un plazo de amortización de 10 años y de 4,5 años de gracia, con desembolsos trimestrales en los primeros 2,5 años asociados con los vencimientos del acuerdo *Stand By* de 2018. El financiamiento total sería similar al monto de aquel programa, USD 44.500 millones, incluyendo lo amortizado entre sept-21/ene-22 (USD 4.400 millones equivalentes) -no está claro cómo y cuándo se harían los desembolsos.

- Metas: si bien se anunciaron metas como porcentaje del PBI (sendero de déficit primario de 2,5% del PBI en 2022, 1,9% en 2023, 0,9% en 2024 y 0% en 2025 y de asistencia del BCRA al Tesoro de 1% del PBI en 2022, 0,6% en 2023 y 0% en 2024), formalmente las metas que se incluyen en los programas son nominales. La relación con el PBI surge de la estimación del PBI nominal producto de las hipótesis de inflación y crecimiento. Si la tasa de inflación es más alta y se cumple la meta nominal de déficit, la relación de déficit en términos del PBI es menor. También, si por la mayor inflación los ingresos y gastos crecen en la misma proporción, no se cumpliría la meta nominal.

Por último, se comunicó un objetivo de acumulación de reservas internacionales de USD 5.000 millones en 2022, sin aclarar si son brutas o netas de financiamientos de corto plazo recibidos. Tampoco cómo se computarán los DEGs que se recibirían por encima de los vencimientos del *Stand By*.

- Pautas: no se conocieron las hipótesis de inflación, de tipo de cambio, etc. Utilizados para definir las metas. Solamente se mencionó que no habría un salto discreto del tipo de cambio oficial.

- Uso de instrumentos: a) se reducirían los subsidios económicos sin que se conozca cuánto, cuándo y cómo se aumentarían las tarifas, b) se aumentaría la tasa de interés hasta llevarla a terreno positivo en términos reales, c) se aceleraría el ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial y d) se

MONITOR SEMANAL

mantendrían controles cambiarios para desalentar el ingreso y salida de capitales de corto plazo. Finalmente, para contener la inflación se seguiría trabajando en la búsqueda de coordinación y consensos entre el Gobierno y empresas para acotar el aumento de los precios de un conjunto de bienes.

Ciertas consideraciones sobre las metas cuantitativas

- **Fiscal:** el 2022 comienza con un déficit primario inercial del orden de 4% del PBI. Suponiendo un crecimiento del PBI de 3,5% en 2022 y un aumento promedio de precios de 56%, la meta de déficit primario de 2,5% del PBI equivale a ARS 1,75 billones, y se puede alcanzar mediante distintas combinaciones de reducción de gastos. Si la inflación en 2022 fuese mayor que la de 2021, el rezago en la actualización de las partidas de seguridad social puede ayudar a lograr el objetivo.

Sin embargo, la mayor discrecionalidad está en los subsidios económicos. Reducirlos de 3,1% a 2,1% del PBI en 2022 requeriría un ajuste nominal promedio superior al 70% en las tarifas de electricidad y gas.

- **Monetaria y de financiamiento:** en 2021 el BCRA asistió al Tesoro por 3,9% del PBI. En 2022 el entendimiento implicaría reducir esa cifra a 1% del PBI. Con una estimación de necesidades de fondos en ARS por 12,7% del PBI, el Tesoro debería conseguir financiamiento adicional por 11,7% del PBI. Suponiendo que se refinancian en el mercado local los vencimientos de capital de las obligaciones en ARS (8,7% del PBI), el financiamiento adicional necesario para cumplir el objetivo ascendería a 3% del PBI (ARS 2,1 billones).

En 2021 el financiamiento neto en ARS en el mercado de deuda local fue 2,7% del PBI. Obtener el financiamiento necesario parece posible, mucho más si se logra financiamiento neto de organismos internacionales u otros organismos oficiales. Dependerá de factores que hacen a la evolución de la demanda de dinero, como ser expectativas, de política cambiaria y de tasa de interés real.

- **Reservas internacionales:** La dificultad en cumplir con el objetivo de acumular USD 5.000 millones de reservas en 2022 dependerá, en cierta forma, de cómo se lo mide. Si se refiere

MONITOR SEMANAL

exclusivamente a compras del Banco Central de excedentes de oferta en el mercado, el objetivo parece ambicioso teniendo en cuenta la evolución del mercado cambiario en 2021. En el último año se registró un superávit comercial superior a los USD 15.000 millones y se recibieron DEGs del FMI por el equivalente a USD 4.300 millones. Sin embargo, el BCRA no pudo acumular reservas, fundamentalmente por el resultado de la cuenta de servicios, pagos netos de deuda a organismos internacionales y porque el sector privado sigue siendo demandante neto de divisas, con un déficit de la cuenta financiera del balance de pagos de USD 5.000 millones.

Para 2022 se estima que las exportaciones de origen agrícola y las importaciones de combustibles reducirían los ingresos netos de divisas respecto de 2021 (valor de la campaña 2022 sería USD 2.000 millones menor y las importaciones de energía USD 2.000-2.500 millones superiores).

En cambio, si en la meta se incluyen otros ingresos de divisas en forma neta, como ser préstamos de organismos internacionales -incluyendo del FMI- y de gobiernos de mediano y largo plazo, lograr el objetivo se simplifica.