

All-in

INTRODUCCIÓN

Durante los primeros dos meses de gestión, la administración Fernández parece mantener una postura más bien defensiva. Por un lado, se mantuvieron las medidas de emergencia tomadas por el Gobierno anterior con algunos ajustes, como el control sobre el mercado cambiario y en donde se sumó el impuesto PAIS (un desdoblamiento impositivo del tipo de cambio). Por otro lado, se manifestaron algunos lineamientos que incluyen la intención de mantener políticas monetarias y fiscales prudentes en el mediano plazo. Sin embargo, el Ministro de Hacienda Guzmán afirmó que en el corto plazo, la profunda recesión demanda políticas expansivas para reactivar la economía. Dichas políticas se financiarían con los incrementos impositivos del orden 2,5 puntos del producto (Retenciones a las exportaciones, ganancias, aportes laborales, etc.). Dicho esto, estimamos un resultado fiscal similar al de 2019 (en torno 0,5% del PBI), pero con un nivel de ingresos y de gasto superiores.

A pesar de que los lineamientos expresados por el gobierno manifiestan la intención de llevar a cabo políticas de prudencia (aunque todavía sin medidas ni objetivos concretos), este esquema expansivo de emergencia en lo inmediato podría no ser compatible con el principal desafío de corto plazo: la renegociación de la deuda pública. Y esto es así debido a que este Gobierno en particular debe construir su credibilidad de cara a los mercados, que en principio y en medio de las negociaciones podrían exigir pruebas tempranas que demuestren la voluntad del Gobierno de mantener un rumbo fiscal y monetario prudente. Con todo, para entender la respuesta del mercado, primero será necesario contar con una hoja de ruta algo más clara que pueda ser evaluada. De acuerdo al cronograma

publicado por el Ministerio de Hacienda y las declaraciones del Presidente Fernández de los últimos días, podría haber alguna novedad al respecto la próxima semana. Más allá de esto, sin dudas será un requisito contar con un plan detallado a mediados del mes que viene, con la propuesta formal de reestructuración.

En contraposición, será relevante seguir la evolución de la actividad y sus consecuencias para el Gobierno puertas adentro. Si efectivamente un sesgo más contractivo en las políticas macroeconómicas o algún evento no esperado dilatara el proceso de recuperación, cabe preguntarse si esta situación no derivaría en los primeros reclamos hacia el poder ejecutivo por parte del ala más progresista de la coalición gobernante.

FISCAL

A fines de enero, el nuevo gobierno publicó el resultado fiscal del mes de diciembre y el cierre del año 2019. En detalle, el Sector Público no Financiero terminó el año pasado con un déficit de 0,44% del PBI, una mejora respecto del déficit de 2,3% con el que había cerrado el 2018. Este resultado se mantuvo dentro de los límites establecidos en el Acuerdo Stand-By con el FMI (déficit cero con la posibilidad excepcional de extenderlo a un rojo de 0,5%), si bien éste se encuentra actualmente en suspenso. Sin embargo, si se dejaran de computar ciertos recursos extraordinarios que hubo durante el 2019, el déficit primario se ubicaría 0,96% del PBI.

La reducción del déficit primario respondió en parte a una mejora en los ingresos, que entre 2018 y 2019 pasaron de representar 17,8% del PBI a 18,2%. El incremento en los ingresos respondió casi exclusivamente a los Derechos de



Exportación, cuya participación en el PBI creció 1,1 puntos porcentuales en 2019, pasando de representar 0,7% a 1,8% del producto. Esto se hizo particularmente evidente en los últimos meses del año pasado, en los que se adelantaron exportaciones en anticipación de un probable incremento en la alícuota de los Derechos de Exportación, finalmente efectivizado a fines de diciembre del año pasado. De acuerdo con el Ministerio de Hacienda, este adelantamiento implicó un incremento en la recaudación equivalente a ARS 52.233 M.

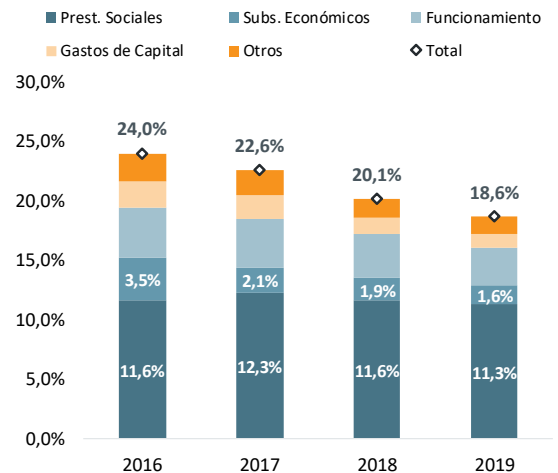
Los ingresos de capital también mejoraron (+0,5 p.p.), particularmente como consecuencia de las ventas de activos fijos por parte de empresas públicas (ARS 44.596 M) y de transferencias por parte del FGS a la ANSES con destino al financiamiento del Programa de Reparación Histórica (ARS 64.236 M).

Pero el mayor trabajo en términos de reducción del déficit estuvo concentrado en un recorte del gasto primario de 1,5 puntos porcentuales, al descender de 20,1% del PBI a 18,6%. El esfuerzo se distribuyó entre distintos componentes: el gasto de funcionamiento se retrajo 0,4 puntos (0,3 por salarios), mientras que los subsidios económicos se redujeron en similar magnitud. Este recorte llevó al peso de los subsidios económicos de 1,9% del PBI en 2018 a 1,6% en 2019, reducción que se dio a pesar de que durante la segunda mitad del año pasado no hubo incrementos en las tarifas de los servicios públicos, aunque sus costos sí continuaron aumentando, tanto por la devaluación del tipo de cambio por la aceleración de la inflación.

A ello se le suman las caídas en las participaciones del gasto de capital y de las prestaciones sociales, que perdieron 0,3 puntos de participación en el producto cada uno. Las jubilaciones y pensiones contributivas fueron las que explicaron la pérdida de terreno de las prestaciones sociales. Esto se debe a que la fórmula de ajuste automático (actualmente

suspendida y en revisión) indexa las jubilaciones por la inflación trimestral con medio año de rezago, por lo que la aceleración de la inflación del año pasado en el último cuatrimestre de 2019 implicó que el ajuste jubilatorio de esos meses no alcanzara a cubrir el avance de los precios.

Gasto Primario del SPNF
En % del PBI

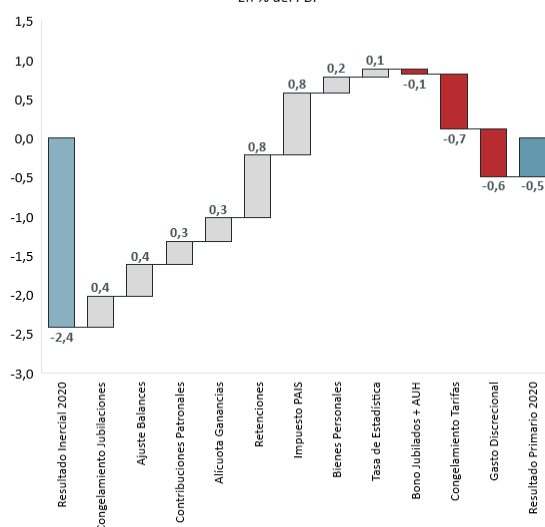


Un punto importante a tener en cuenta, de cara al 2020, es que durante el 2019 hubo ingresos extraordinarios con los que no podrá contarse durante este año. Fueron los adelantos en las exportaciones y los ingresos extraordinarios mencionados (ventas de empresas públicas y giros del FGS a la ANSES) los que permitieron que el déficit fiscal del año pasado cerrara en 0,44% en lugar del 0,96% al que habría llegado el rojo sin estos recursos.

De acuerdo con nuestros cálculos, el resultado primario del 2020 previo a que se hicieran las modificaciones contenidas en la Ley de Solidaridad (es decir, si las prestaciones sociales hubieran ajustado con la fórmula de indexación vigente hasta diciembre pasado y si se hubieran efectuado las bajas previstas en la alícuota del Impuesto a las Ganancias y los ajustes por inflación de los balances contables), y descontando los mencionados ingresos extraordinarios, hubiera sido de -2,4% del PBI.

Este *déficit inercial*, se transforma en un leve superávit (0,1% del PBI) cuando se adiciona el efecto sobre los ingresos fiscales y sobre los gastos que tendrá la Ley de Solidaridad durante este año (incrementando los primeros y moderando los segundos). No obstante, en línea con lo mencionado en el informe anterior y con lo que se desprende de declaraciones del Presidente y del Ministro de Hacienda, sería esperable que este superávit se transforme en un déficit de alrededor de 0,5% (similar al del 2019), dando lugar a incrementos discrecionales del gasto.

Aportes al Resultado Fiscal 2020
En % del PBI



En particular, consideramos que es posible que el gobierno continúe otorgando incrementos en jubilaciones y asignaciones familiares en forma de bonos (como ya hizo en los meses de diciembre y enero, con un costo estimado en alrededor 0,07% del PBI). Esta medida podría implementarse en tanto y en cuanto no se promulgue una nueva fórmula de indexación, prevista a más tardar para mediados de año. A estas transferencias podrían sumársele nuevas políticas del gasto, como nuevas transferencias sin contraprestación (similares a la recientemente lanzada tarjeta alimentaria, enmarcada dentro del Plan Argentina contra el Hambre). Otra alternativa podría ser que el

Gobierno decidiera mantener el congelamiento tarifario durante todo el año, lo cual tendría un costo fiscal equivalente a 0,5% del PBI. Sea cual sea la vía elegida, lo cierto es que el Ejecutivo tendría aproximadamente ARS 190.000 M para desembolsar a discreción.

Si al déficit primario de 0,5% proyectado para este año se le suma la actual carga de intereses estimada, equivalente a 2,3% del PBI, entonces el déficit financiero de 2020 cerraría en -2,8%. Sin embargo, dado el actual proceso de reestructuración de la deuda que está atravesando el país, ese número podría verse modificado.

Por lo pronto, podemos asumir que no habrá emisión de nueva deuda de corto plazo, por lo que la carga de intereses no se incrementaría durante este año. Si además la reestructuración de la deuda permite postergar parcialmente el pago de intereses del 2020, esto mejoraría el déficit financiero. Un escenario posible sería que el perfil de pago intereses en pesos no se modifique, pero que los desembolsos por intereses en dólares sigan efectuándose hasta el momento en que se cierre un acuerdo con los acreedores y luego se establezca un nuevo calendario de pagos, en donde en un caso extremo, podrían capitalizarse el 100% de los intereses de los bonos en manos del sector privado. En este sentido, y con las premisas planteadas, si asumiéramos que la renegociación de la deuda se cierra a mitad de este año, entonces el déficit financiero de 2020 se recortaría en 0,6 puntos del PBI, pasando del 2,8% estimado previamente a 2,2%. Si en cambio tuviésemos una reestructuración cerrada recién a fines del tercer trimestre, el déficit financiero se recortaría en 0,4 puntos del producto.

ESTRATEGIA DE DEUDA

En las últimas semanas el gobierno explicitó su estrategia para el manejo de la deuda. La misma

distingue vencimientos por moneda y según se trate de capital o intereses. En concreto, la Nación seguiría pagando intereses en dólares hasta cerrar formalmente la negociación de la deuda con acreedores privados, pero no cumpliría con el capital. Una muestra temprana de esto fue el (re)reperfilamiento de las Letes para agosto.

Por otro lado, la emisión de Lebads en el mercado doméstico, sumada a canjes de Lecaps, han permitido hacer frente a vencimientos tanto de capital como de intereses en moneda local. Este proceso encontró un escollo esta semana con el canje del Dual20 (AF20) donde solo 10% del monto en circulación ingresó a la oferta presentada por el gobierno aumentando la incertidumbre respecto a los próximos pasos para afrontar el vencimiento de este título por casi ARS 100 mil millones el próximo 13 de febrero. Entre las opciones disponibles se encuentra el lanzamiento de un nuevo canje y/o emisión de nuevas Lebads u otros títulos. El 11 de febrero habría una colocación de Letras de acuerdo al cronograma publicado el pasado 23 de enero por el Ministerio de Economía. El objetivo debería ser reducir al mínimo posible la necesidad de usar fondos del Tesoro (que debería mostrar un superávit primario en enero) o recurrir a la monetización vía el BCRA. La alternativa de reperfilar unilateralmente títulos en pesos significaría un nuevo golpe a la recuperación del mercado doméstico en moneda local, algo que el gobierno ha expresado debería cuidarse y fomentarse. La estrategia que se implemente en el caso del AF20 puede constituir una pieza clave para recomponer el apetito por instrumentos en pesos y dará una señal respecto a cómo se enfrentará el próximo desafío en el calendario, el Bogato20 (A2M2) el 6 de marzo.


Vencimientos Bonos en ARS 1S-20

Instrumento	Fecha Venc.	Monto Circulación (V.N. Miles de Millones)	Monto a Pagar (ARS Miles de Millones)	% Privados	5 Principales Tenedores Privados / Tot. Privados
AF20	13-feb	1,5	96	100%	26%
AM20	02-mar	17	18	25%	31%
A2M2	06-mar	30	74	100%	15%
TC20	28-abr	110	360	15%	20%
TJ20*	21-jun	142	172	94%	64%

*ARS 18.000 millones corresponden a cupón del 21/3

En este marco, el Ministerio de Economía anunció el 29 de enero un "Cronograma de acciones para la gestión del Proceso de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública Externa" que explicita una serie de pasos burocráticos e hitos en el proceso de negociación con los acreedores privados, llegando a un cierre hacia finales de marzo, tal como había preanunciado el Presidente. Entre los puntos más salientes se destaca la presentación del Ministro de Economía de los lineamientos del "Análisis de Sostenibilidad de la deuda pública" en el Congreso entre el 12 y el 17 de febrero. En esa oportunidad se espera que el gobierno brinde mayores detalles sobre proyecciones macroeconómicas y, particularmente, sobre el sendero del balance fiscal. Esto representaría un ingrediente fundamental para pensar una oferta a los acreedores, que se terminaría concretando en la segunda semana de marzo. Hasta allí el cronograma parece factible. A partir de ese momento las negociaciones entran en una dinámica propia donde es difícil anticipar una fecha límite. Solo dos semanas para este tramo del proceso parece algo exigido. Si realmente hay una vocación del gobierno de cerrar el "tramite" tan rápido podría implicar que la propuesta inicial no sería tan dura, lo que podría facilitar la adhesión de los bonistas, aunque podría ser insuficiente para reducir de manera significativa el Riesgo País.

Asimismo, el gobierno retomó formalmente el contacto con el FMI en una reunión que celebró



el Ministro Guzmán con el representante del organismo, Luis Cubeddu, en Nueva York. Los encuentros continuaron en el Vaticano y seguirán en Buenos Aires entre el 12 y el 14 de febrero. En la antesala de esa visita, Alberto Fernandez dijo que no aceptaría un plan de ajuste a cambio de la postergación de los pagos. “No estoy de acuerdo con firmar un Crédito de Facilidades Extendidas”, dijo el Presidente durante su gira por España. Esto reafirma las versiones de que Argentina buscaría extender el pago del crédito desembolsado por el Fondo, pero manteniéndose dentro del Stand-by Arrangement (SBA) firmado por la administración anterior. Normalmente, el FMI podría acceder a un estiramiento de los plazos de pago pero a cambio de reformas estructurales que le aseguren un aumento de la capacidad de repago del país sujeto al programa en cuestión. Esto implicaría pasar del SBA actual a un EFF. ¿Cómo se dirimirán estas diferencias? ¿Podrían estas discrepancias demorar la negociación con el FMI? ¿Cuál sería el impacto sobre las charlas con los acreedores privados? La necesidad de una negociación tripartita se volverá evidente en breve, y cuanto más se tarde en reconocerlo más difícil será cumplir con el apretado cronograma presentado por Guzmán.

RELACIÓN CON EL FMI

Para entender cuáles podrían ser las condiciones y metas a pactar en un potencial EFF, es preciso repasar antecedentes, tanto de Argentina como del resto de los países. Desde 1992, el FMI firmó 55 acuerdos EFF con 39 diferentes países, comprometiendo fondos por un monto total de SDR 150.389 millones (USD 207.536 millones). Desde ese año, el FMI firmó dos acuerdos EFF con la Argentina. En primer lugar, el país firmó un acuerdo EFF con el FMI en marzo de 1992, cuyo monto acordado terminó por rondar los SDR 4.020 millones luego de diversas extensiones y *waivers*. El acuerdo en cuestión fue

finalmente reemplazado por un SBA en abril de 1996, el cual a su vez fue más tarde reemplazado por un nuevo EFF en febrero de 1998, incluyendo compromisos totales de crédito por SDR 2.080 millones que finalmente no fueron desembolsados.

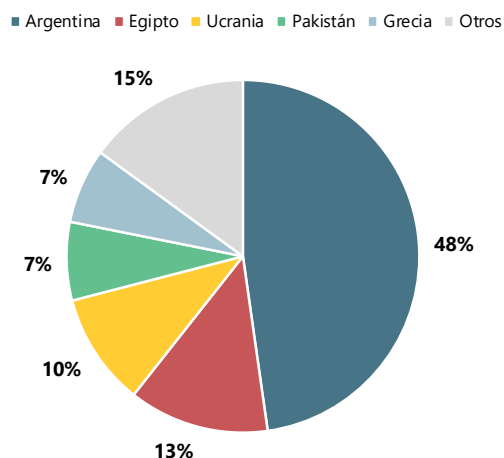
Sobre el total mencionado de 39 países que firmaron acuerdos EFF desde 1992, un total de 37 países mantuvieron acuerdos con el FMI que incluyeron categorías de condiciones agrupadas en lo que la entidad denomina “Benchmark Estructural”, el cual incluye las mencionadas reformas estructurales. Al repasar estas experiencias se evidencia que resulta significativamente más probable encontrar en acuerdos EFF condiciones que busquen reducir el gasto en vez de aquellas que intenten incrementar los ingresos.

Analizando el pasado más reciente, en los últimos 5 años, el FMI firmó acuerdos EFF con Ecuador, Pakistán, Angola, Barbados, Gabón, Georgia, Mongolia, Bosnia y Herzegovina, Egipto, Jordania, Sri Lanka y Túnez (un total de 12 países). En este subgrupo se destacan cinco principales categorías de condiciones, las cuales se pueden encontrar en los acuerdos de más del 80% de ellos: Compañías Públicas (92%), Medidas sobre Gastos (83%), Banco Central (83%), Transparencia Fiscal (83%) y Sector Financiero (83%).

En detalle, para la categoría “Compañías Públicas” podemos encontrar principalmente medidas relacionadas a privatizaciones, revisiones de tarifas y precios de combustibles, auditorías y transparencia, reducción de empleo estatal, revisión de compañías y salarios estatales, y planes de infraestructura. Para la categoría “Medidas sobre Gastos” podemos encontrar condiciones tales como la adopción de una ley presupuestaria, auditorías de gastos estatales, reformas del sistema previsional e indexación de tarifas. Siguiendo con medidas relacionadas a “Bancos Centrales”, estas tienen

como objetivo su recapitalización, auditoría y mejora de transparencia, así como la modificación de su marco legal para asegurar su autonomía, replicar las mejores prácticas, definir un objetivo de mantener la estabilidad de los precios (incluyendo metas de inflación y de tipos de cambio flexibles) y limitar actividades cuasi fiscales de financiación del gobierno. Por último, en relación a las categorías "Transparencia Fiscal" y "Gestión de Deuda" redundan condiciones que refieren a la publicación de información sobre la deuda soberana incurrida, planes anuales de crédito, la creación de una agencia independiente de gestión de deuda y una vez más la promulgación de una ley presupuestaria. La posibilidad de que el FMI pida reformas en estos sectores en el caso argentino sería elevada. Esto podría chocar con el mandato político de la actual administración, dejando un gran signo de interrogación sobre el desenlace de las negociaciones.

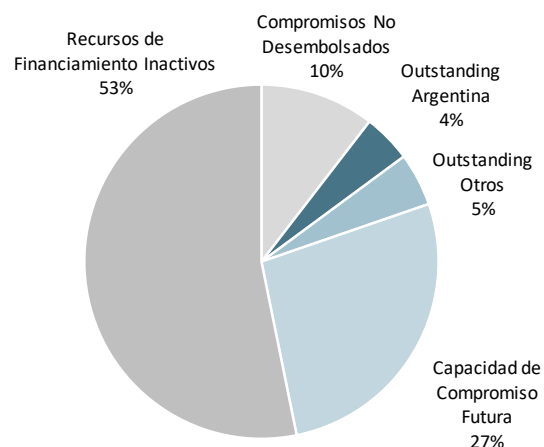
Exposición del FMI a Países Porcentaje de Crédito Outstanding



Finalmente, esas discusiones se enmarcarán en una relación que promete extenderse por varios años, dado el monto ya otorgado por el FMI. Argentina ya ha recibido SDR por alrededor de USD 44 mil millones o un 1.001% de su cuota, sobre un total acordado de USD 56 mil millones, representando un 48% del crédito total otorgado por el FMI y representa la mayor

exposición del organismo en su cartera de préstamos.

Cuenta de Recursos Generales (GRA)



Los recursos de la Cuenta de Recursos Generales (GRA), la cual incluye al crédito total otorgado mencionado anteriormente, totalizan alrededor de USD 995 mil millones. Estos recursos están principalmente compuestos por compromisos de crédito por USD 196 mil millones, incluyendo tanto compromisos no desembolsados como el crédito total otorgado, la capacidad futura de compromisos de los países miembros por USD 270 mil millones y recursos de financiamiento aún inactivos por USD 529 mil millones. En línea con esto, los créditos desembolsados representan solo el 9% de la cuenta GRA, incluyendo un 4% que se encuentra explicado por el préstamo a la Argentina.

Por lo tanto, si bien Argentina ocupa un porcentaje significativo de los créditos otorgados, el peso del país en el total de los recursos del Fondo es menor. La hipótesis de que Argentina tiene una posición negociadora más beneficiosa con el FMI por el tamaño del crédito otorgado es por lo menos cuestionable. Que las partes reconozcan estas condiciones antes de entablar las conversaciones podría acelerar el proceso, que de por sí ya presenta muchas dificultades.

Economista Jefe

Hernán García

(5411) 6329-3968

Hernan.Garcia@bancogalicia.com.ar

Macroeconomía

Martín Quinteiro

(5411) 6329-3667

martin.quinteiro@bancogalicia.com.ar

Florencia Bazet

(5411) 6329-3965

florencia.bazet@bancogalicia.com.ar

Josefina Dabusti

(5411) 6329-3175

josefina.dabusti@bancogalicia.com.ar

Estrategia

Diego Chameides

(5411) 6329-3932

diego.chameides@bancogalicia.com.ar

Santos Benjamín Saguier

(5411) 6329-5877

benjamin.saguier Santos@bancogalicia.com.ar

Javier Martínez Serra

(5411) 6329-4922

javier.martinezserra@bancogalicia.com.ar

Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modificaran las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Banco de Galicia S.A. y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas.