

ORDENAR PARA RENEGOCIAR: EL FONDO EN LA ARGENTINA

Las negociaciones en marcha con el FMI obligan al gobierno a mostrar, al menos, una hoja de ruta para la estabilización macroeconómica. Está por verse si el nuevo acuerdo incluirá las clásicas reformas estructurales. El objetivo es garantizar que la Argentina acumule reservas suficientes para hacer frente a los USD 44.000 millones, más intereses, del acuerdo trunco de la gestión Macri. Mientras, en lo básico, el organismo exige un sendero de ajuste fiscal, la CGT salió en la semana a marcar la cancha y avisó que no es posible desarmar toda la asistencia social implementada durante la pandemia. La suerte política de Alberto Fernández dependerá en gran medida de encontrar un equilibrio entre ambas visiones. ¿Podrá? ¿Qué esperar para los próximos meses?

- El último trimestre se consolida como el mayor desafío para la conducción económica. A pesar de haber logrado colocar la brecha cambiaria en las últimas semanas por debajo de 100%, la inflación retornó a los niveles de 2019, en torno al 4% mensual. Aun cuando el aumento de precios en 2020 será del orden de 37%, inferior al de un año atrás (54%), la dinámica inflacionaria de los últimos meses del año instala un nuevo piso más alto para 2021. En un contexto de aceleración de los precios, aumento del costo de endeudamiento –los adelantos en cuenta corriente pasaron del 20% en setiembre al 32% este mes– y expectativas de devaluación aún elevadas, el gobierno está obligado a implementar un ajuste de las cuentas fiscales.
- Además, un acuerdo de facilidades extendidas (EFF por sus siglas en inglés) como el que negocia la Argentina con el FMI trae aparejado, en su formato clásico, el compromiso de implementar cambios estructurales. Como contrapartida, el país estaría en condiciones de obtener un período de repago de hasta diez años de los vencimientos que debería afrontar a partir de 2021 por el *Stand By* que firmó Macri en 2018. La urgencia es evitar tener que cancelar USD 19.000 millones anuales que vencen en 2022 y 2023, dado que el próximo año y en 2024 los vencimientos son bajos, USD 5.000 millones por año.
- En la lógica oficial, un ajuste aplicado a una economía en recesión y la extensión de vencimientos más allá de su gestión requieren la legitimación del acuerdo con el FMI en el Congreso. Se asume que esta ratificación parlamentaria, que damos por descontada, también permitirá ganar credibilidad frente a los ojos del mercado.

LA AGENDA DEL FMI

- Entre 2008 y 2018 el Fondo firmó 24 acuerdos de facilidades extendidas con diferentes economías del mundo a cambio, principalmente, de reformas fiscales. En la negociación con su principal deudor, la Argentina, proyectamos una agenda más abarcativa dada la preocupación del organismo por la persistencia de una brecha cambiaria insostenible. Distinguimos tres ejes sobre los cuales pueden existir condicionalidades: el fiscal, el monetario-cambiario, y el laboral. A continuación, analizamos cada uno de ellos, contemplando las condicionalidades que impuso el organismo en otras economías y el nivel de avance que ya hizo el gobierno en esa dirección.

- **Eje Fiscal**

Jubilaciones: *Avance inicial.* El oficialismo envió la semana anterior un proyecto con una nueva fórmula semestral de ajuste de haberes, basada 50% en la variación de la recaudación previsional y 50% en el aumento de los salarios (medido por la remuneración imponible promedio de los trabajadores estables, RIPTTE por sus siglas, hoy en \$61.900). El objetivo es darle mayor sostenibilidad al gasto previsional actualizándolo en base a los ingresos de la ANSES. A su vez, la actualización dos veces al año permite desindexar los ajustes previsionales cuando aparezcan desajustes cambiarios/inflacionarios, suavizando los ciclos. El ahorro fiscal por el cambio de fórmula de movilidad sería de 0,1% del PIB el año próximo respecto a la vigente hasta 2019. Entre los países relevados, Georgia y Túnez llevaron adelante reformas previsionales en sus acuerdos con el FMI.

Subsidios económicos: *Avance inicial.* El gobierno indicó que en 2021 actualizará las tarifas de los servicios públicos. Y el análisis del presupuesto lo confirma: el ajuste servirá para mantener constantes los subsidios al transporte y energía en 2,2% del PBI. De los países relevados, Pakistán y Egipto indexaron el precio de los combustibles, en tanto Pakistán y Ucrania incrementaron la tarifa residencial del gas.

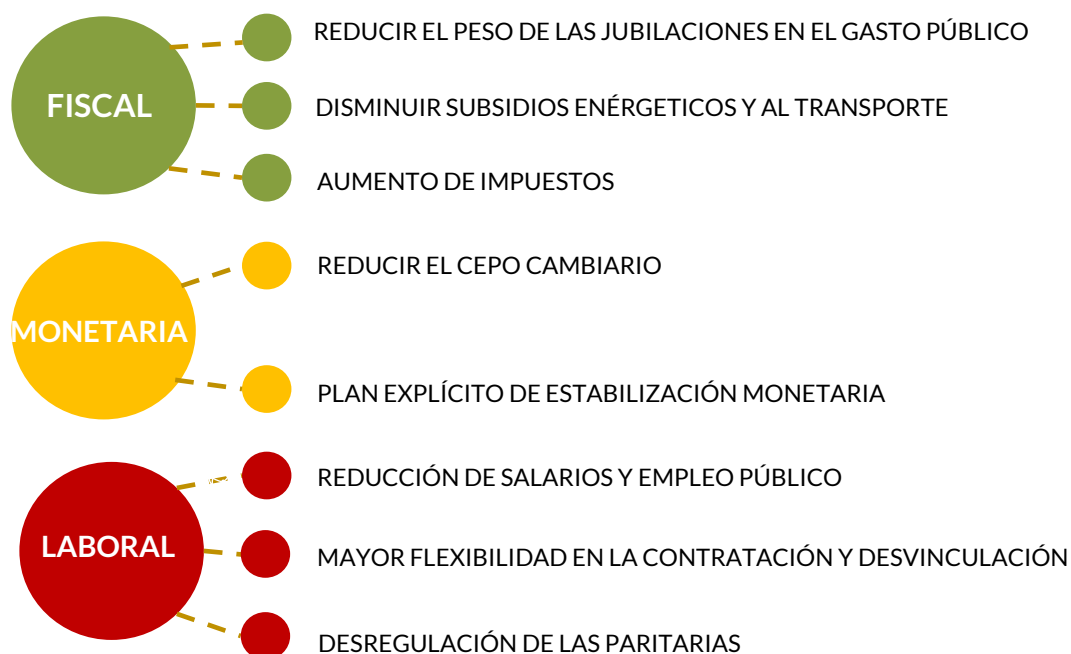
Reforma Tributaria: *Sin avances conocidos.* Si bien Economía comunicó que enviará un proyecto buscando dotar de mayor progresividad al sistema tributario aún no dio a conocer ningún detalle. La necesidad de incrementar la recaudación en la consolidación fiscal poscovid imposibilita la reducción de impuestos, razón por la cual los cambios seguramente estarán centrados en la forma en que se distribuye el peso de los tributos sobre los contribuyentes. Actualmente la presión tributaria nacional es de 28% del PIB. Y de acuerdo a OCDE y CEPAL, inferior a Brasil (33%) y a casi todos los países de la Unión Europea, exceptuando Irlanda (22%), pero por encima de Estados Unidos (24%), Chile (21%), Colombia (19%), Paraguay (14%), Perú (14%) y México (14%). Entre la muestra de acuerdos analizados, por ejemplo, Pakistán se comprometió a no otorgar nuevas moratorias previsionales.

Gasto Público: *Avance intermedio.* El presupuesto 2021 proyecta eliminar todo el gasto generado por el Covid-19, equivalente a 3,5% del PIB, e incluye un incremento de 8% del gasto real en el resto de las partidas. Así las cosas, el déficit primario pasaría de 7%, según las proyecciones oficiales, a 4,2% en 2021. Un ajuste que a los ojos del FMI podría quedarse corto. En esa línea, sin dar mayores precisiones el ministro Guzmán ya avisó que busca reducir aún más el déficit. Como señalamos en el [Analytico #340](#), el ambicioso

objetivo de aumentar el gasto de capital de 1,3% a 2,2% del producto es el primer candidato a abandonarse rápidamente.

¿QUÉ REFORMAS PUEDE PEDIR EL FMI?

-semáforo según probabilidad de implementación-



• Eje Monetario y Cambiario

Avance intermedio. En las últimas semanas el BCRA viene tomando diversas medidas para estabilizar el mercado cambiario, bajo la lógica de una política monetaria más contractiva. Por un lado, aumentó la tasa de referencia (Pases a 7 días) de 33% a 36,5%. A su vez, como señalamos en el [Analítico #579](#), los agregados monetarios (M2 privado) se contrajeron 9% entre julio y octubre. Pero aún siguen faltando medidas de carácter institucional. Por caso, en términos de comunicación, se podría crear un comité de política monetaria junto a un programa monetario explícito. La incógnita es cómo piensan los funcionarios del Fondo resolver la contradicción de aceptar dentro de acuerdo la presencia del cepo cambiario que choca de plano con las políticas de liberalización de capitales que pregona el organismo. En su EFF, Angola se vio obligado a desregular el mercado de cambios. Asumimos que el objetivo del FMI será informalmente ir con medidas que reduzcan la brecha y formalmente definir una secuencia de acumulación de reservas. Por lo tanto, de no mediar una devaluación de “shock”, esperamos una aceleración del “crawling-peg” y mayores niveles de tasa de interés.

- **Eje Laboral**

Avance nulo. La caída real de los salarios, 5% en el sector formal, y la pérdida de cerca de 4 millones de puestos de trabajo, muestran que el ajuste sobre los trabajadores ya se hizo. En ese marco, no es factible esperar ningún avance que promueva reformas en el mercado de trabajo. Este tipo de reformas el FMI suele pedir las principalmente en los países de la Unión Europea de modo de disminuir los costos laborales ante la imposibilidad de devaluar. Por caso, en Grecia, Portugal e Irlanda recomendó reducciones en los salarios públicos y flexibilizar las negociaciones paritarias hacia esquemas más descentralizados.

- Todas estas reformas buscan la acumulación de reservas a través de compras al sector privado. La clave es si el gobierno logra mayor credibilidad con un EFF, sabiendo que está obligado a resignar grados de “governabilidad”. Esto es relevante no sólo para las chances electorales del oficialismo, sino también para la propia estabilidad macro: una eventual rotación de signo político en la Argentina, a diferencia de lo que ocurre en otros países de la región, suele aparejar mayores niveles de volatilidad e incertidumbre.