



NOTA RIESGO PAÍS

# ARGENTINA

Coyuntura económica y  
negociaciones con el FMI

Madrid, 4 de marzo de 2022



# ARGENTINA

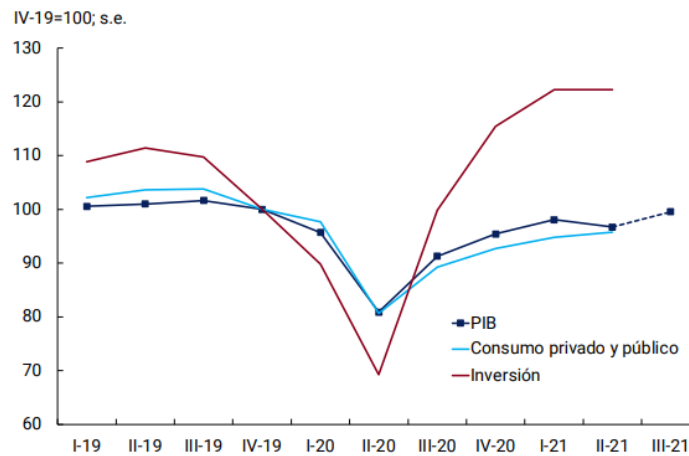
## Coyuntura económica y situación de las negociaciones con el FMI

El notable deterioro de la situación financiera de Argentina ha situado al país al borde del default. Tras más de dos años de negociaciones, el Gobierno de Argentina ha alcanzado, el pasado 28 de enero, un principio de acuerdo de reestructuración de la deuda contraída con el FMI por el expresidente Macri en 2018, que asciende a unos 44.000 mill.\$.

Según el Gobierno la firma del acuerdo es inminente, pero todo apunta a que su aprobación por el Congreso no será fácil. El próximo vencimiento es el día 22 de marzo, por algo menos de 3.000 mill.\$, un pago imposible de cumplir para un país cuyas reservas se encuentran en mínimos históricos.

### COYUNTURA ECONÓMICA

- ➔ Argentina creció un 9,8% en 2021, de acuerdo a las últimas estimaciones de la Cepal, lo que supone una notable recuperación tras la caída del 9,9% registrada en 2020 y pone fin a tres años de recesión. El avance acelerado del proceso de vacunación desde el mes de junio permitió mejorar significativamente la situación epidemiológica y reducir progresivamente las limitaciones de aforos y demás medidas restrictivas. La actividad recuperó los niveles previos a la pandemia en el tercer trimestre de 2021, si bien con gran heterogeneidad entre los diferentes sectores. Destacan la construcción y el comercio, que sufrieron un fuerte impacto por la pandemia en 2020, pero se han recuperado velozmente y ya superan en más de un 10% el nivel observado en febrero de 2020. En el otro extremo se encuentra el segmento de hoteles y restaurantes, cuya recuperación ha sido muy débil y aún continúa muy lejos de los niveles de prepandemia.

**Gráfico 3.2 | PIB y principales componentes de la demanda**


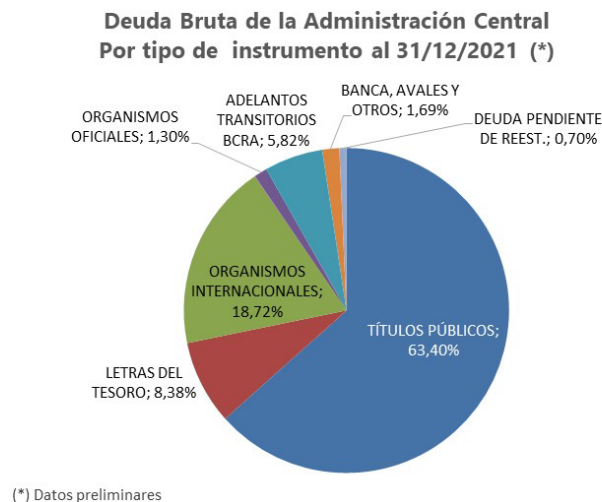
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

- ➔ El rebote de la actividad económica está permitiendo una recuperación del mercado de trabajo tras la brusca contracción que atravesó durante los primeros meses de la pandemia. En el tercer trimestre de 2021 -el último registro oficial- se crearon 250.000 puestos de trabajo, con lo que se enlazan cinco trimestres consecutivos de subida. No obstante, el empleo sigue estando por debajo de los niveles previos a la pandemia. Tal como viene ocurriendo con la actividad económica, la recuperación del empleo es dispar entre los sectores; han superado los niveles previos a la pandemia, por ejemplo, administración pública, servicios sociales y la industria; en cambio, los peores resultados se registran en hoteles y restaurantes y transporte y comunicaciones.
- ➔ Durante el tercer trimestre de 2021 el Gobierno anunció una serie de medidas adicionales orientadas a apoyar a los sectores más rezagados y a las familias más vulnerables. Entre ellas figuran nuevas líneas de asistencia financiera para los servicios de hostelería, culturales y de esparcimiento. También se incorporaron nuevas líneas de financiación para pequeñas empresas del sector agropecuario y se impulsó una nueva ronda de créditos a autónomos de bajos ingresos a tasa cero.
- ➔ Los analistas del REM (Relevamiento de Expectativas de Mercado<sup>(1)</sup>) prevén un crecimiento del PIB de 2,9% y del 2,2% interanual para este año y 2023, respectivamente. Entre los principales riesgos que podrían menoscabar la recuperación económica destacan, en primer lugar, la evolución de la crisis sanitaria, en concreto la posibilidad de que se produzcan nuevos repuntes de casos que obliguen a imponer restricciones nuevamente. A ello se suma el recrudecimiento de las condiciones financieras internacionales, con el previsible aumento de las tasas de interés de hasta cuatro veces este año por parte de la Reserva Federal. Por último, es vital la evolución de las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional, ya que el fracaso de las mismas abocaría al país al default.

(1) El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) consiste en un seguimiento sistemático de los principales pronósticos macroeconómicos de corto y mediano plazo que habitualmente realizan analistas especializados, locales y extranjeros, sobre la evolución de variables seleccionadas de la economía argentina que recopila el Banco Central de la República Argentina (BCRA). Cabe recalcar que los pronósticos vertidos en este informe no constituyen proyecciones propias del BCRA.

## FINANZAS PÚBLICAS

Argentina cerró el ejercicio de 2021 con un déficit fiscal primario de 1,407 billones de pesos argentinos, unos 13.400 mill.\$ al cambio actual, que representan un 3% del PIB, lo que supone una reducción de 3,5 puntos con respecto al registrado un año antes. El déficit total (incluyendo el servicio de la deuda) se ubicó en torno a los 2,091 billones de pesos (19.950 mill.\$) tras excluir los ingresos extraordinarios correspondientes a los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI. Dicha cifra equivale al 4,5% del PIB, cuatro puntos menos respecto a 2020. Esta mejora en el saldo fiscal obedece a la recepción de ingresos extraordinarios que no van a estar disponibles en 2022: el impuesto a la riqueza, los DEG del FMI y las retenciones a las exportaciones de productos agrícolas, que fueron récord. La deuda pública a diciembre de 2021 ascendió a 363.362 mill.\$ lo que equivale a cerca del 100% del PIB. Conviene señalar que el peso de la deuda con el FMI representa solamente el 11,27% del total (40.952 mill.\$).



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

## AL BORDE DEL DEFAULT

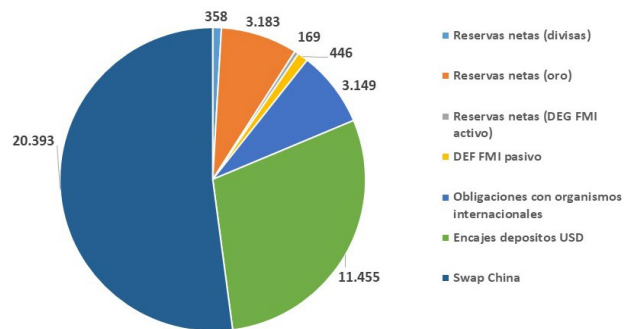
El país debe hacer frente en el primer trimestre de este año al pago de 3.976 mill.\$, entre capital e intereses, de su deuda con el Fondo, de los cuales 2.877 millones vencen el próximo 21 de marzo. Además, en unos días (el 28 de febrero) vencen 200 mill.\$ a pagar al Club de Paris y, a finales de marzo, finaliza el plazo de tiempo concedido por este consorcio de países acreedores para encarar la refinanciación de los 1.900 mill.\$ que el país le adeuda. Se trata, pues, de un servicio de la deuda elevadísimo, máxime teniendo en cuenta la precaria situación de las reservas netas del Banco Central (las disponibles para afrontar pagos).

De acuerdo al último balance del Banco Central a diciembre de 2021, las reservas netas del BCRA se ubicaron en 3.709 mill.\$, de las cuales solo 358 mill.\$ eran líquidas, mientras que otros 169 mill.\$ correspondían al remanente de Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI, y 3.183 mill.\$ a las tenencias de oro. Las reservas totales o brutas ascendían a 39.156 mill.\$.

Ante esta situación de falta de dólares, las autoridades modificaron la fórmula para evaluar a los importadores (la Capacidad Económica Financiera, CEF, equivalente al riesgo crediticio de las personas), lo que se ha traducido en una notable reducción del cupo de divisas puesto a disposición de los importadores argentinos para efectuar sus pagos al exterior. Esto ha originado un profundo malestar entre las empresas, especialmente porque consideran que la CEF tiene un fuerte componente discrecional, puesto que se desconoce su metodología de cálculo. Además, la norma no distingue entre importaciones de insumos y de bienes para consumo final, lo que está perjudicando a la actividad industrial, puesto que la industria argentina es casi totalmente dependiente del exterior: el 80% de los productos fabricados requieren de algún insumo importado.



**Reservas del BCRA a diciembre 2021 (Mill.\$)**



Fuente: Banco Central

## LAS NEGOCIACIONES CON EL FMI

De acuerdo a la información proporcionada por la Oficina Comercial de España en Buenos Aires, el acuerdo que las autoridades argentinas están negociando con el FMI será del tipo *Extended Fund Facility*<sup>(2)</sup> (EFF en sus siglas en inglés), con un plazo de 10 años con cuatro y medio de gracia, de manera que Argentina no tendrá que empezar a pagar hasta 2026 y terminará de hacerlo en 2032. El monto de financiación que comporta el acuerdo es idéntico al del *stand by* anterior, aproximadamente 44.500 mill.\$ (Será el acuerdo 23º de Argentina con el FMI).

En los primeros dos años y medio, el FMI, una vez superadas las revisiones trimestrales, cederá a Argentina las cantidades necesarias para hacer frente a los pagos que deba realizar hasta el término del mencionado *stand by*, lo cual ocurre en el segundo semestre de 2024; y además, le

(2) Cuando un país se enfrenta a graves problemas de balanza de pagos a medio plazo debido a deficiencias estructurales que tardarán tiempo en resolverse, el FMI puede brindar asistencia a través del *Extended Fund Facility* o Servicio Ampliado del FMI. En comparación con la asistencia proporcionada en el marco de un Acuerdo de Derecho de Giro (Acuerdo *Stand-By*), los EFF se caracterizan por la participación en un programa y períodos de reembolso más largos.

devolverá lo pagado en 2021 y el desembolso realizado el pasado 28 de enero de 2022; estos últimos desembolsos irán directamente a engrosar las reservas del país.; en total, unos 4.500 mill.\$. El Ministro Guzmán aludió a la posibilidad, además, de que los desembolsos trimestrales del FMI puedan exceder los estrictamente necesarios para el pago de los vencimientos del *stand by*; de ser así, esos excedentes también irían a parar a las reservas.

Los requisitos para estos primeros dos años y medio son, en resumen:

- Déficit primario: deberá reducirse progresivamente; será, del 2,5% del PIB en 2022, del 1,9% en 2023 y del 0,9% en 2024. Aunque el ministro argentino no lo hiciera explícito, es lógico suponer que esta serie terminaría en 2025 con déficit primario cero.
- Inflación: El comunicado del FMI menciona el tema como uno de los pilares del programa, pero no explicita objetivos concretos. Se ha señalado que se promoverán los sectores con capacidad exportadora; se reducirá la emisión monetaria (ver siguiente punto); y será crucial el rol del Estado para anclar expectativas (es decir, se mantienen los controles de precios).
- Emisión: Reducción gradual pero decidida de la asistencia del BCRA al Tesoro, de manera que no podrá superar el 1% del PIB en 2022, ni el 0,6% en 2023, alcanzándose el 0% a partir de 2024.
- Tasa de interés: deberán tender a estar por encima de la inflación para intentar desalentar la demanda de dólares y seguir trabajando en la reconstrucción del mercado de deuda en moneda local (difícil, teniendo en cuenta que el suelo de las previsiones inflación para 2022 es del 55%).
- Tipo de cambio: no habrá salto devaluatorio y se mantendrán la actual política de *crawling peg* (aunque es de suponer que de manera más acelerada que en la actualidad).
- Reservas: se acumularán 5.000 mill.\$ este año. Según el Ministro de Economía esto se logrará porque este año no habrá pagos netos al FMI y porque se espera un superávit comercial igual o superior al alcanzado en 2021 (casi 15.000 mill.\$).
- Control de cambios: se mantendrán los necesarios para desalentar los ingresos y salidas de capitales especulativos y favorecer las inversiones extranjeras productivas. Por tanto, se mantiene el cepo cambiario.

A partir de esos dos años y medio se inicia una etapa intermedia, hasta los 4 años y medio, en que estará vigente el período de gracia del EFF, por lo que no habrá desembolsos ni pagos por parte de Argentina. Pero se volverán a trazar metas macroeconómicas y continuarían las revisiones, se entiende que también con periodicidad trimestral.

## PRÓXIMOS PASOS

---

El calendario de aprobación del acuerdo con el FMI que maneja el Gobierno es el siguiente: firma de la Carta de Intención entre el 24 y el 26 de febrero; anuncio por el Presidente el 1 de marzo; envío al Congreso el 5 o 6 de marzo. Se calculan a partir de ahí al menos dos semanas, antes de llevarlo al Comité del FMI. Lo cierto es que los plazos están muy apurados de cara al citado vencimiento del 22 de marzo, máxime teniendo en cuenta que no será fácil contar con la luz verde del Congreso.

El oficialismo ha perdido la mayoría en el Senado en las elecciones intermedias celebradas en noviembre del año pasado. De hecho, la cámara legislativa no dio el visto bueno a los presupuestos del Gobierno para este año el pasado mes de diciembre. Por el momento, la alianza opositora Juntos por el Cambio ha manifestado su intención de facilitar el entendimiento con el Fondo para evitar que Argentina caiga en default, pero queda "a la espera de leer la letra pequeña del acuerdo" y ha recordado que no convalidará aumentos de impuestos.

Lo que es más preocupante es que tampoco cuenta con todo el respaldo de la alianza oficialista. Máximo Kirchner, hijo de la vicepresidenta Cristina Fernández de Kirchner, renunció como presidente del bloque oficialista en la Cámara de Diputados el pasado 31 de enero por "no compartir la estrategia utilizada y mucho menos los resultados obtenidos en la negociación con el Fondo Monetario Internacional (FMI)". Kirchner señaló que no abandonará el escaño, pero sí el liderazgo del bloque del Frente de Todos ante la necesidad de que el presidente Fernández ponga a alguien de su confianza en ese puesto, alguien que "crea en este programa del FMI, no sólo en lo inmediato sino también mirando más allá del 10 de diciembre del 2023." Su salida ha generado una crisis en el peronismo que complica la aprobación del acuerdo y evidencia, una vez más, las profundas divisiones dentro de la coalición gobernante, que ya sufrió fuertes tensiones tras la dura derrota en las primarias legislativas del año pasado.

En este contexto, no se descarta que el Gobierno busque un mecanismo para no tener que solicitar al Congreso su aval al acuerdo. Se aduce para ello que la ley de Administración Financiera autoriza al Ejecutivo a "realizar operaciones de crédito público para reestructurar la deuda pública (...), consolidación, conversión o renegociación, en la medida que ello implique un mejoramiento de los montos, plazos y/o intereses de las operaciones originales". Esta sería la única alternativa que le quedaría al Presidente para salvar el acuerdo con el FMI.

Lo cierto es que el escenario sin un acuerdo con el FMI es sumamente incierto, pero todos los análisis coinciden en que el precio de un fracaso en las negociaciones será muy elevado para el país latinoamericano. Un posible escenario es que se le otorguen hasta dos meses de gracia, sin que entre formalmente en impago, para dar más tiempo a culminar el acuerdo. No obstante, incluso en ese caso, el mercado penalizará enormemente a la economía argentina. Subiría la prima de riesgo y se ampliaría la brecha cambiaria, lo que agravaría las distorsiones en el comercio exterior. Por otra parte, eso no evitaría el default con el Club de París, que ya concedió un aplazamiento de pago hasta febrero de este año, y desencadenaría el pago de intereses de demora por valor de unos 800 mill.\$, que fue lo que negoció en su día el entonces ministro de Economía Axel Kicillof. En todo caso, el impacto tanto sobre las cuentas públicas como sobre las empresas será grave, ya que la financiación se encarecerá enormemente, o incluso se podría cerrar el acceso a otras fuentes, lo que agravará todavía más la dramática situación de la economía argentina.